

中国房地产

今年欠缺金九银十

鉴于经济前景不明朗以及抵押贷款政策收紧，我们相信9月份房地产销售将持续淡静，维持2019年全年房地产销售下降5%的预测。预测数字或偏向悲观，但我们认为估算方向是正确的。整体来说，房地产股估值偏低，2020年预测市盈率平均为4.8倍，较资产净值折让49.2%。在政府宣布放松政策前，未见行业估值重估的可能。目前，我们的首选股主要是中型开发商，包括雅居乐（3383 HK），世茂（813 HK）和中海宏洋（81 HK）。

- 房地产销售增长稳定。**国家统计局公布了今年首八个月的中国房地产市场数据。全国房地产销售额同比增长6.7%（今年首七个月为6.2%）至9.54万亿元人民币，销量同比下降0.6%（今年首七个月为-1.3%）至10.18亿平方米。虽然销售节奏略有改善，但我们认为信贷可用性对房地产市场至为重要，不论是针对个体购房者还是开发商。与贷款市场报价利率（LPR）挂钩的新抵押贷款政策将于10月8日出炉。除上海外，国内大多数城市的抵押贷款利率变化不大，不论是与LPR还是基准利率挂钩。
- 对9月及10月销售不抱期望。**我们的经济学家预计中国经济将在2019年四季保持稳定，但属暂时性，因中美贸易的谈判结果才是关键。两国政府的高级官员将于10月在华盛顿会面，预计年底前两国将会达成部分协议。因此，我们相信在经济前景明朗化之前，购房者态度只会愈趋谨慎。我们预计今年中国房地产市场将不会出现“金九银十”。
- 供应量有限，价格仍坚挺。**根据国家统计局的房地产销售数据，今年前八个月合约销售均价同比增长7.3%至每平方米9,364元人民币。自2017年3月以来，库存持续减少至2019年8月的4.98亿平方米。此外，自2017年11月以来，完工面积也有所下降。因此，我们相信未来房地产价格仍然坚挺。2019年8月，一/二/三线城市的平均房价分别同比上涨4.2%，9.9%和9.9%，对比2019年7月的4.3%，10.7%和10.2%。
- 开发商谨慎看待市场。**由于房屋政策设限、房地产融资环境收紧以及2018年的高基数，我们覆盖的房地产公司的合约销售额从2018年的50%回落至2019年首八个月的24%，但达成率平均达到67%，方向符合预期。净负债比率相对稳定，平均由2018年12月的56.8%上升至2019年6月的58.8%。资产负债表风险属可控水平。行业整体毛利率受压，我们覆盖的公司毛利率平均从2018上半年的34.1%收窄至2019上半年的32.8%。在价格限制和土储土地成本增加下，毛利率承压。我们认为利润率下降将成为行业发展趋势。

同步大市（维持）

中国房地产

文千森, CFA

(852) 3900 0853

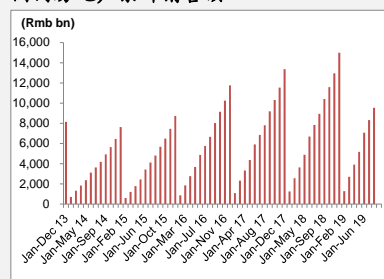
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

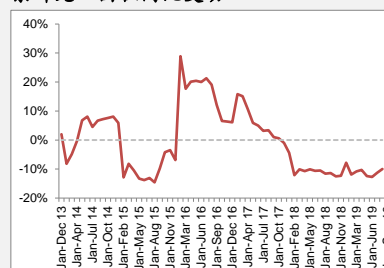
huangchengyu@cmbi.com.hk

国内房地产累计销售额



资料来源：国家统计局，招银国际证券

累计完工面积同比变动



资料来源：国家统计局，招银国际证券

相关报告

- “8月中国经济数据—持续筑底，期待四季度阶段性企稳”—2019年9月17日
- “中国房地产—市场渐趋疲弱”—2019年7月17日
- “中国房地产—3月份重拾增长势头”—2019年4月23日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。