

**中国房地产**

**政策收紧令前景更审慎**

- ❖ **2016 年销售强劲。**中国 2016 年物业销售增长快速，三大物业发展商在 2017 年第 1 季的销售势头依然保持及其市场份额继续扩张，但强劲的销售并未反映在其 2016 年业绩。十家在我们覆盖范围的公司，其 2016 年营业额平均上升 18%，同期的纯利只增加 9%；此外，它们的边际利润受到高地价、更少比例的利息开支资本代及永续债的开支影响，因此 2016 年的平均纯利率下跌 1.3 个百分点至 14.7%。
- ❖ **预期 2017 年物业销售下跌 12%。**因为我们相信未来物业市场的销售将会受到最近的宏观调控(不单是限购令，更包括房贷的收紧)所影响，而且 2016 下半年的基数较大，所以我们预料 2017 年全年的物业销售同比下跌 12%至 103,510 亿元人民币。
- ❖ **负债比例可控，且派息增加。**受惠于强劲的物业销售，大多数的物业发展商在 2016 年去杠杆。平均而言，十家在我们覆盖范围的公司之净负债与总股本比率在 2016 年下降 1.7 个百分点至 52.2%。只有融创是例外，因为公司在去年进行了多次的大规模收购，其净负债与总股本比率由 2015 年的 76%上升至 2016 年的 122%。在资产负债表改善后，房地产公司皆增加派息，平均派息比率由 2015 年的 35.2%上升至 2016 年的 39.4%。
- ❖ **2017 年第 1 季股价表现优于大市。**中国房地产公司的表现优于大市，十家在我们覆盖范围的公司，其股价平均在 2017 年第 1 季上升 33%。由 2017 年 3 月 17 日至 2017 年 4 月 5 日，超过 35 个国内城市推行更严厉的措施来限购或收紧房贷，新一轮的调控措施将在今年余下日子对房地产市场带来压力。
- ❖ **估值并不吸引。**在最近的股价上升及我们更改盈利预测后，十家在我们覆盖范围的公司之估值上升，2017 年市盈率达 7.2 倍，或股价与资产净值折让收窄至 44.7%，我们相信目前估值已反映大部份的利好因素；另一方面，最近的调控措施被投资者忽视，我们不相信中国房地产板块未来具很大空间被重估，因此我们给予的评级为「与大市同步」。

**估值表**

公司	代码	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	16A	17E	18E	每股資產 (港元)	折讓
華潤置地	1109	22.1	32.45	買入	153,174	7.9	7.6	6.9	46.35	52.3%
中國海外	688	23	27.37	買入	251,993	6.3	8.0	7.5	39.11	41.2%
萬科	2202	20.95	26.4	買入	252,965	9.8	8.1	7.6	33.00	36.5%
世茂	813	13.02	12.48	持有	44,099	7.7	5.9	5.3	17.83	27.0%
碧桂園	2007	7.69	6.95	持有	164,211	13.1	10.2	8.2	9.93	22.6%
雅居樂	3383	7.19	7.98	買入	28,164	10.9	7.5	6.2	19.94	63.9%
合景泰富	1813	5.96	7.68	買入	18,201	4.6	4.5	3.9	15.36	61.2%
龍湖	960	13.52	14.78	持有	79,158	7.6	7.2	6.6	21.11	36.0%
禹洲地产	1628	3.57	3.6	持有	13,625	6.0	5.0	4.4	7.20	50.4%
融创	1918	11.4	5.84	賣出	44,121	14.2	7.8	4.1	23.35	51.3%
平均						8.8	7.2	6.1		44.2%

资料来源：公司及招银国际研究

招银国际研究部

**同步大市**

文千森

电话：(852) 3900 0853

邮件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

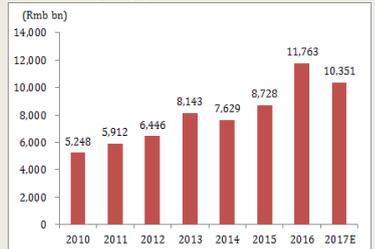
黄程宇

电话：(852) 3761 8773

邮件：[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

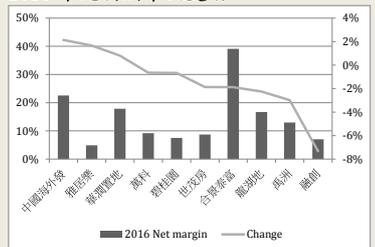
中国房地产行业

中国房地产销售金额



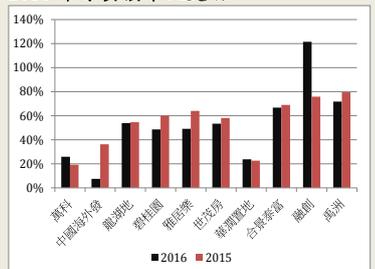
资料来源：国家统计局

2016 年纯利润率及变动



资料来源：公司、招银国际研究

2016 年净负债率及变动



资料来源：公司、招银国际研究

## 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 个月的潜在变幅在-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

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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作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。