

推荐（维持）

9月地产板块估值略有回暖、资金面持续收紧

克而瑞内房股领先指数9月监测

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 杜晔婕

852-25105555

duyjie@cric.com

投资要点

- 国内货币收缩趋缓，对房地产影响维持前状。当月新增住户短期贷款占比低位上涨：金融去杠杆基调不变，8月M2增速同比维持在8.2%，新增住户短期贷款占比8月较7月上涨9.1个百分点，个人房贷余额同比增速略有下降，处于历史低位，房地产开发贷款余额同比增速下降，整体开发贷资金面收紧。
- 港股地产板块关注度较上月有所回落：恒生地产建筑业指数的周成交额占市场比值的9月周均值为13.1%，低于18年历史均值13.4%，低于8月周均值15.3%。
- 克而瑞内房股领先指数继续表现突出，成分股周成交额占比下降至**75.4%**：克而瑞内房股领先指数涨幅从一年期和长期来看，整体领先恒生指数、恒生中国内地地产指数、房地产（申万）指数。克而瑞内房股领先指数9月涨幅为1.9%，高于恒生指数涨幅，恒生中国内地地产指数9月涨幅为1.1%，低于恒生指数涨幅，恒生指数9月涨幅为1.4%。9月克而瑞内房股领先指数周成交额占香港地产股大样本周成交额比值的周均值为75.4%，较8月下降2.0个百分点。
- 克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指和香港地产股大样本整体**PE**、**PB**表现较好，较8月有所回升：9月克而瑞内房股领先指数成分股整体**PE**和**PB**的周均值为8.05和1.44，高于8月周均水平（分别为7.75, 1.38），整体**PE**优于香港地产股大样本、基本持平恒指的表现，整体**PB**优于香港地产股大样本和恒指的表现。
- **本月股价涨幅TOP5：**佳兆业集团、宝龙地产、国瑞置业、新城发展控股、旭辉控股集团
- **本月股价跌幅TOP5：**力高集团、华侨城（亚洲）、富力地产、禹洲地产、远洋集团
- **风险提示：**政策风险，融资风险，信用风险，销售业绩未完成风险，数据风险（详见报告末页风险提示）

内容目录

金融去杠杆基调未变，房地产开发贷余额收紧	3
8月M2增速水平保持平稳	3
个人房贷水平回落，短期消费贷款占比水平有所抬头	3
9月地产板块关注度一般，估值略有回暖	5
港股地产板块关注度较上月有所回落	5
克而瑞内房股领先指数表现突出，成分股周成交额占比下降至75.4%	5
克而瑞内房股领先指数估值水平9月较8月有所回升	7
克而瑞内房股领先指数成分股具体表现	10
风险提示	11

图表目录

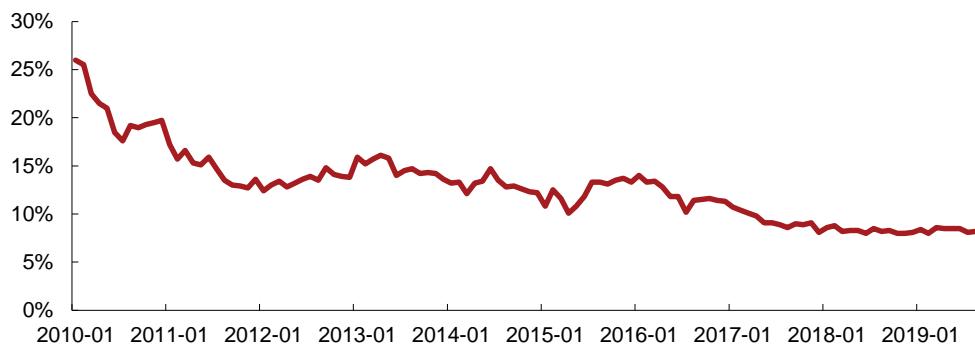
图1：8月M2同比增速较上月保持平稳	3
图2：中长期贷款占比回落，短期贷款占比有所抬头	3
图3：8月个人房贷余额同比增速继续略下降，2019年整体略有反弹	4
图4：开发贷余额同比增速下降，未来整体规模将有所收紧	4
图5：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比处于下降趋势	5
图6：2019年两类内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，9月略有回升	5
图7：两类内房股指数涨幅整体均领先恒生指数，9月略有回升	6
图8：克而瑞内房股领先指数涨幅整体领先恒生、房地产（申万）指数，本月有所回升	6
图9：克而瑞内房股领先指数周成交额占比较上月有所下降	7
图10：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指PE9月有所回升	7
图11：克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体PE9月略有回升	8
图12：相对恒指整体PB自2015年年中由负转正，9月略有回升	8
图13：9月相对香港地产股大样本整体PB较8月略有回升	9
 表1：本月涨幅TOP5.....	10
表2：本月跌幅TOP5.....	10

金融去杠杆基调未变，房地产开发贷余额收紧

8月M2增速水平保持平稳

2019年8月M2同比增速较上月保持平稳，为8.2%，2018年全年M2同比增速平均为8.3%。9月数据尚未发布。

图1：8月M2同比增速较上月保持平稳

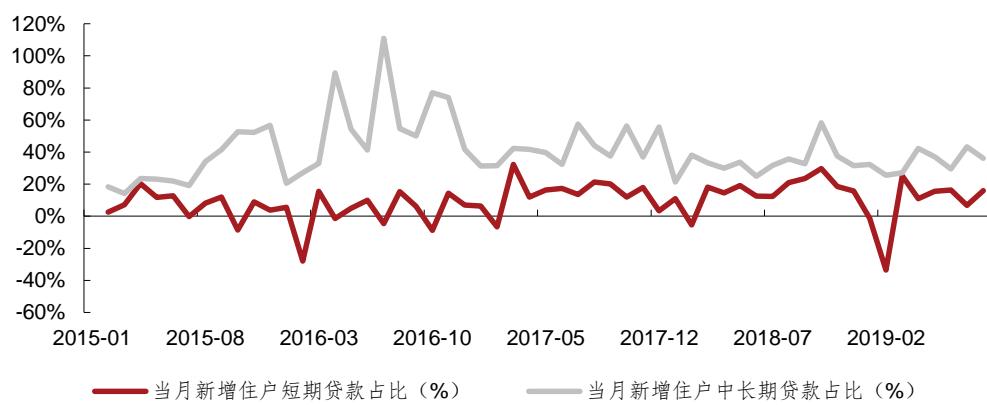


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

个人房贷水平回落，短期消费贷款占比水平有所抬头

当月新增居民贷款占比走势分化缩小。当月居民房贷占比水平有所回落，当月新增住户中长期贷款占比8月较7月下降7.2个百分点，而短期消费贷款占比8月有所抬头，环比上涨9.1个百分点。9月数据尚未发布。

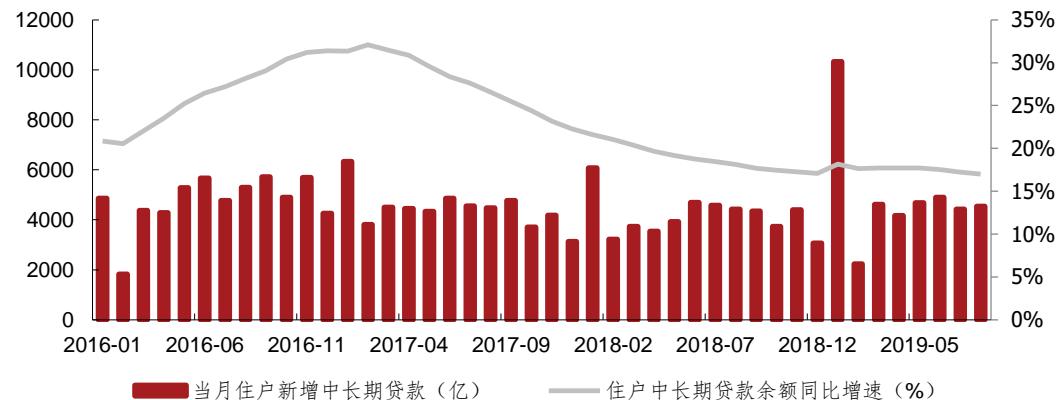
图2：中长期贷款占比回落，短期贷款占比有所抬头



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

8月个人房贷余额同比增速略有下降。2017年以来，个人房贷余额同比增速持续下滑，2019年整体略有反弹，8月同比增速17.0%，低于18年的均值18.9%、17年的均值27.8%。9月数据尚未发布。

图3：8月个人房贷余额同比增速继续略下降，2019年整体略有反弹



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

6月房地产开发贷款余额同比增速下降，处于历史中等偏低的水平。6月有所下滑，为14.5%，2019年3月同比增速为19.2%，整体开发贷额度有所收紧，三季度数据尚未发布。

图4：开发贷余额同比增速下降，未来整体规模将有所收紧



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

9月地产板块关注度有所回落，估值略有回暖

港股地产板块周成交额占比上月有所回落

9月，恒生地产建筑业指数的成交额占恒生综合行业总成交额比进一步下降。本月周均值13.1%，低于18年至今的历史均值13.4%，低于上月的周均值15.3%。

图5：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比处于下降趋势



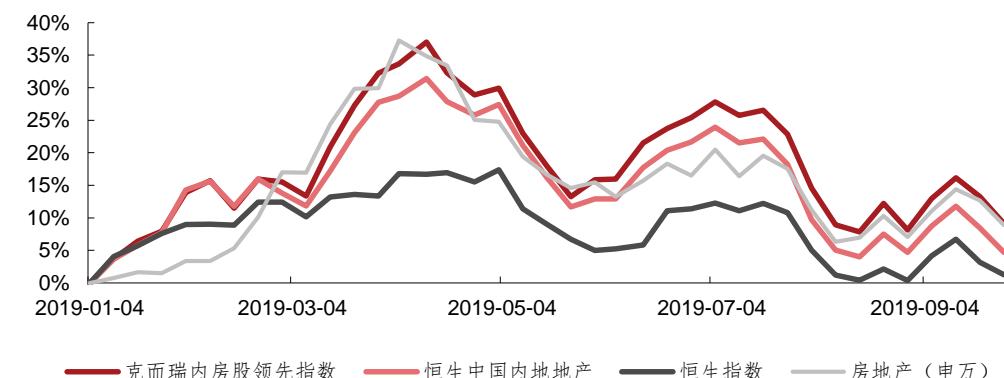
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：自2019年9月9日起，恒生综合行业指数中的恒生消费者服务业板块以及恒生消费品制造业板块变更为恒生必需性消费业、恒生非必需性消费业以及恒生医疗保健业板块。

克而瑞内房股领先指数表现突出，周成交额占样本比下降至75.4%

2019年1月1日至今，恒生中国内地地产指数和克而瑞内房股领先指数的涨幅整体始终领先恒生指数，9月略有回升。自2019年1月1日至本月底，克而瑞内房股领先指数涨幅9.1%，同期恒生中国内地地产指数涨幅4.7%。恒生指数涨幅1.3%。

图6：2019年两类内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，9月略有回升



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2015年8月21日至今，恒生中国内地地产指数和克而瑞内房股领先指数的涨幅整体均领先恒生指数，9月略有回升。9月克而瑞内房股领先指数上升1.9%，恒生中国内地地产指数上升1.1%，恒生指数上升1.4%。自基期至本月底，克而瑞内房股领先指数涨幅126.1%，同期恒生中国内地地产指数涨幅99.6%。恒生指数涨幅15.8%。

图7：两类内房股指数涨幅整体均领先恒生指数，9月略有回升



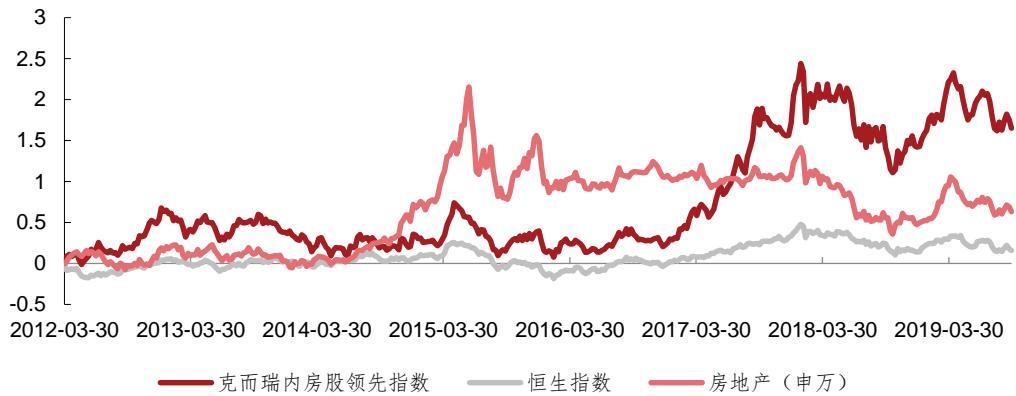
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1) 基期时间为2015年8月21日

2) 恒生中国内地地产指数的推出主要是为了反映前10只市值最大、流通性最高，在香港上市但主要营业收入来自中国内地的房地产股票表现。当前成分股共10只，分别为：嘉里建设、中国海外发展、世茂房地产、龙湖集团、华润置地、碧桂园、中国恒大、雅居乐集团、九龙仓集团、融创中国

克而瑞内房股领先指数涨幅整体领先恒生、房地产（申万）指数，9月有所回升。2019年9月30日，克而瑞内房股领先指数达到5356点，相比基期涨幅165.0%，同期恒生指数涨幅仅为15.8%。房地产（申万）指数涨幅63.3%，本月克而瑞内房股领先指数上升1.9%，恒生指数上升1.4%，房地产（申万）指数上升1.3%。

图8：克而瑞内房股领先指数涨幅整体领先恒生、房地产（申万）指数，本月有所回升

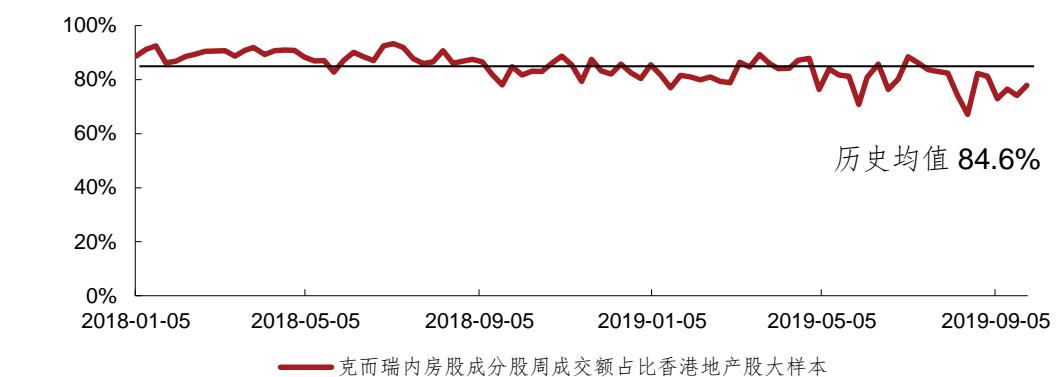


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1) 基期时间为 2012 年 3 月 30 日

9 月克而瑞内房股领先指数成交额占香港地产股大样本的成交额比值总体较 8 月有所下降，月初下降明显，随后逐步回升。9 月该指数成交额占比周均值 75.4%，低于历史均值 84.6%，低于上月周均值 77.4%。

图 9：克而瑞内房股领先指数周成交额占比上月有所下降



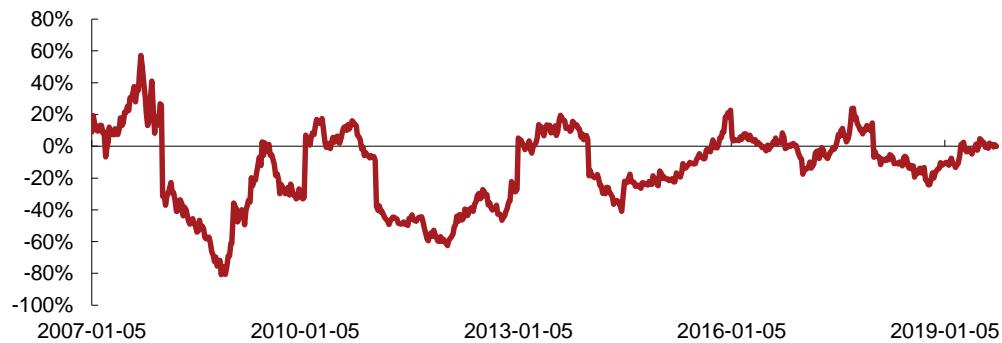
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：香港地产股大样本筛选逻辑：主业为地产，业务主要来自大陆或者大陆是重要的发展区域，剔除纯投资型公司，不含物业管理及其他地产服务公司，样本数量共计 122 家

克而瑞内房股领先指数估值水平 9 月较 8 月有所回升

克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 有所回升，相对恒指成分股 PE 多数为负，8 月回落之后，9 月略有回升。9 月相对恒指成分股的 PE 周均值为 0.4%，8 月相对 PE 周均值为 0.1%，2019 年至今相对 PE 周均值为 -3.2%。克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 9 月周均值为 8.05，高于 8 月的周均值 7.75，低于 2019 年至今周均值 8.19。恒指成分股 9 月整体 PE 周均值为 8.02，高于 8 月周均值 7.74，低于 2019 年至今的周均值 8.48。

图 10：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE 9 月有所回升

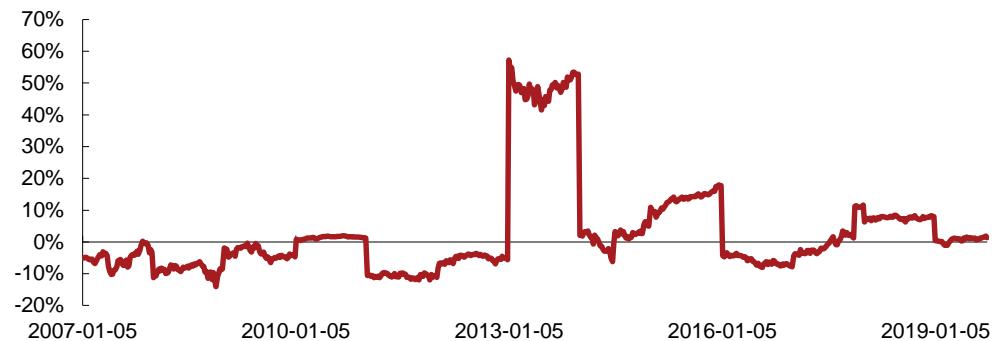


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注: 相对 PE=(克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE/恒生指数成分股整体 PE-1) *100%

克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PE 逐渐走高, 9 月整体有所回升。9 月该相对 PE 周均值为 1.6%, 高于 8 月的周均值 1.0%, 高于 2019 年至今的周均值 0.7%。香港地产股大样本 9 月整体 PE 周均值为 7.92, 高于 8 月的周均值 7.67, 低于 2019 年至今的周均值 8.13。

图 11: 克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PE 9 月略有回升



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

备注: 相对 PE=(克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE/香港地产股大样本整体 PE-1) *100%

克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指成分股整体 PB 逐渐走强, 自 2015 年年中由负转正, 9 月较 8 月略有回升。9 月相对 PB 周均值为 57.7%, 高于 8 月的周均值 57.2%, 高于 2019 年至今的 PB 周均值 52.0%。克而瑞内房股领先指数成分股 9 月整体 PB 周均值为 1.44, 高于 8 月份的周均值 1.38, 低于 2019 年至今的 PB 周均值 1.46。恒指成分股 9 月整体 PB 均值为 0.91, 高于 8 月周均值 0.88, 低于 2019 年至今的 PB 周均值 0.96。

图 12: 相对恒指整体 PB 自 2015 年年中由负转正, 9 月略有回升

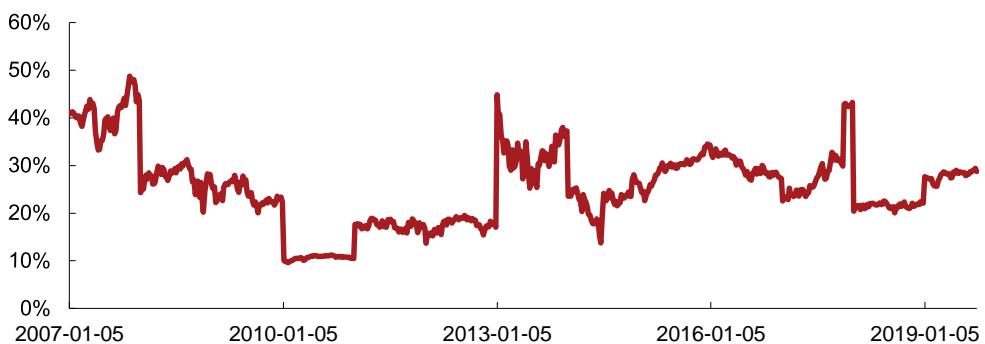


数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

备注: 相对 PB=(克而瑞内房股领先指数成分股整体 PB/恒生指数成分股整体 PB-1)
*100%

9月克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PB 较 8 月略有回升。
9 月该相对 PB 周均值为 29.0%，略高于 8 月周均值 28.3%，高于 2019 全年水平
27.9%。香港地产股大样本 9 月整体 PB 周均值为 1.11，高于 8 月周均值 1.08，低
于 2019 年 PB 的周均值 1.14。

图 13: 9 月相对香港地产股大样本整体 PB 较 8 月略有回升



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

备注: 1、相对 PB=(克而瑞内房股领先指数成分股整体 PB/香港地产股大样本整体 PB-1) *100%

2、本报告均采用整体法（中国）计算 PE 和 PB 值，且均使用上年年报财务数据

克而瑞内房股领先指数成分股具体表现

表 1：本月涨幅 TOP5

序号	股票代码	股票简称	本月涨跌幅	最大波动率	月末收盘价(港元)	本月机构评级情况		
						证券公司	评级	目标价(港元)
1	1638.HK	佳兆业集团	26.9%	36.7%	3.44	安信国际	买入	3.60
						东北证券	买入	6.70
2	1238.HK	宝龙地产	20.2%	24.2%	5.53	东吴证券	增持	-
						Zhongtai International	买进	5.80
3	2329.HK	国瑞置业	11.0%	20.5%	1.51	-	-	-
4	1030.HK	新城发展控股	10.3%	16.0%	6.84	Goldman Sachs Nomura	中立 中立	6.80 7.50
						Citigroup	买入	6.38
						Goldman Sachs	买入	6.40
5	0884.HK	旭辉控股集团	8.5%	16.7%	4.58	中信建投	买入	8.61
						国元国际	买入	6.81
						SWS Research	跑赢大盘	4.90

数据来源：Wind Bloomberg 克而瑞证券研究院

备注：最大波动率=（最高价/最低价-1）*100%

表 2：本月跌幅 TOP5

序号	股票代码	股票简称	本月涨跌幅	最大波动率	月末收盘价(港元)	本月机构评级情况		
						证券公司	评级	目标价(港元)
1	1622.HK	力高集团	-11.9%	27.0%	3.34	-	-	-
2	3366.HK	华侨城(亚洲)	-9.8%	15.9%	2.20	ISS-EVA	增持	
3	2777.HK	富力地产	-6.0%	13.8%	11.86	Macquarie	跑赢大盘	28.31
						国元国际	买入	5.65
						SWS Research	持有	4.20
4	1628.HK	禹洲地产	-5.5%	17.2%	3.12	Morgan Stanley	增持	4.61
						CIMB	增持	5.60
						Macquarie	跑赢大盘	5.51
						SWS Research	持有	3.70
						Goldman Sachs	买入	3.70
5	3377.HK	远洋集团	-5.00%	13.5%	2.66	Macquarie	跑赢大盘	5.18
						CCB International Securities Ltd	中立	3.64

数据来源：Wind Bloomberg 克而瑞证券研究院

风险提示

政策风险

行业政策风险：全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

棚改政策：棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市的销售压力有一定的影响。

融资风险

企业融资：如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

居民加杠杆：贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

信用风险

房地产企业在处理债务上，出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

数据风险

本研究采用了第三方数据，存在数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到10%之间

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司（“克而瑞”）编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之內容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。