

2020年02月12日

房地产

推荐（维持）

地产需求迟到非未到、疫情下克而瑞内房股领先指数表现稳健

疫情下克而瑞内房股领先指数市场表现

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 杜晔婕

852-25105555

duyejie@cric.com

投资要点

- 地产需求迟到非未到，考虑到经济下行的压力，地产下半年预计在政策端会有边际放松，因此来保证地产行业的整体平稳发展。根据克而瑞的销售排行榜，多数房企在1月份销售同比已经有所回落，但绝对值仍是一个较高的水平，为公司提供一定的现金流支撑。2月份市场受到疫情极大的冲击，销售直线下滑，随着全国复工的开始，和疫情逐步得到控制，我们预计3月份或3月中下旬，可能很多地方的成交可以开始慢慢恢复。另外再加上目前金融方面开始适度的放水，二季度整体的成交可能会有一个比较明显的恢复。下半年的走势，因为考虑到政策方面的因素，考虑到金融方面的一些支持，可能会略高于原有的预期，成交预计较2019年有所下降。
- 1月29日港股市场开市后至今，港股地产板块活跃度较1月休市前有所回落，受到一定疫情的影响成交额走低：1月29日至今恒生地产建筑业指数的周成交额占市场比值周均值为11.1%，低于18年至今历史周均值13.4%，低于1月休市前周均值13.2%，成交额回落有两点原因：一是地产板块前期涨幅到较高的水平，业绩期仍有估值修复的机会，二是受到疫情的影响，资金追逐一些机会型个股。
- 克而瑞内房股领先指数表现稳健，未受较大疫情冲击，成分股周成交额占样本比略有下降至85.2%。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。疫情发生后，克而瑞内房股领先指数自1月29日开市后至今仍上涨5.4%，中国内地地产指数上涨5.5%，恒生指数上涨1.6%。1月29日至今，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85.0%，较1月休市前周均值仅下降0.8个百分点，受疫情影响不大。
- 受到一定疫情影响，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自1月29日开市后至今略有回落，一是前期涨幅回调，二是受疫情的影响市场有一定的恐慌：1月29日至今克而瑞内房股领先指数成分股整体PE周均值为7.57，低于1月休市前周均水平8.39，略低于2019年周均值7.72。
- 自1月29日至今股价涨幅TOP5：建发国际集团、旭辉控股集团、宝龙地产、融创中国、中国金茂
- 自1月29日至今股价跌幅TOP5：国瑞置业、三盛控股、弘阳地产、花样年控股、绿地香港
- 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

地产板块略受影响，成交额走低，估值待进一步修复	3
港股地产板块周成交额受疫情影响有所下降	3
克而瑞内房股领先指数表现稳健，周成交额占样本略有下降至 85.2%	3
受疫情影响，克而瑞内房股领先指数 PE 估值水平略有偏离	5
克而瑞内房股领先指数成分股具体表现	7
金融去杠杆基调未变，未来政策预计边际放松	9
12 月 M2 增速水平保持平稳	9
新增个人房贷占比上涨至 44.4%，短期消费贷款占比有所下降	9
风险提示	11
评级指南及免责声明	12

图表目录

图 1：自 1 月 29 日开盘以来恒生地产建筑业指数的周均成交额占比受疫情影响有所下降	3
图 2：2019 年内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，2020 年 1 月 29 至今走势上行	3
图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数	4
图 4：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，开市后走势上升	4
图 5：1 月 29 日至今克而瑞内房股领先指数周成交额占比较 1 月休市前小幅回落	5
图 6：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE，受疫影响有所回落	5
图 7：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 受疫影响有所回落	6
图 8：12 月 M2 同比增速较上月有所回升	9
图 9：中长期贷款占比上涨至历 44.4%，短期贷款占比有所下降	9
图 10：12 月个人房贷余额同比增速有所回升，2019 年整体略有反弹	10
图 11：开发贷余额同比增速下降，整体开发贷余额规模收缩	10

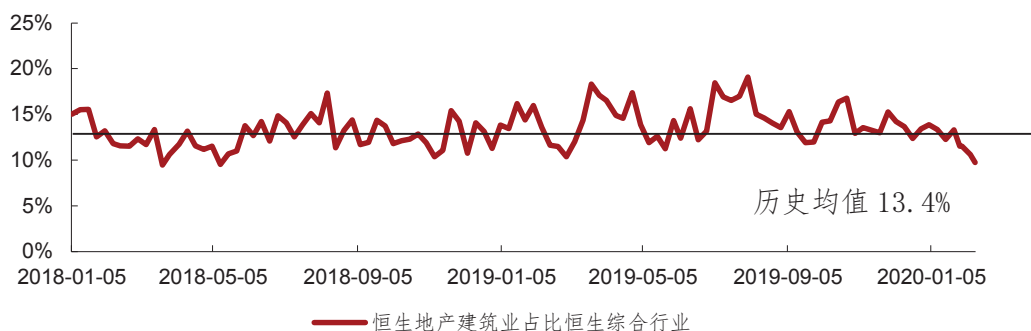
表 1：自 1 月 29 日至今涨幅 TOP5	7
表 2：自 1 月 29 日至今本月跌幅 TOP5	8

地产板块略受影响，成交额走低，估值待进一步修复

港股地产板块周成交额受疫情影响有所下降

自 1 月 29 日开盘以来，恒生地产建筑业指数的成交额占恒生综合行业总成交额之比受疫情影响有所下降。自 1 月 29 日至今周均值为 11.1%，低于 19 年至今周均值 14.3%，低于 1 月休市前周均值 13.2%。

图 1：自 1 月 29 日开盘以来恒生地产建筑业指数的周均成交额占比受疫情影响有所下降



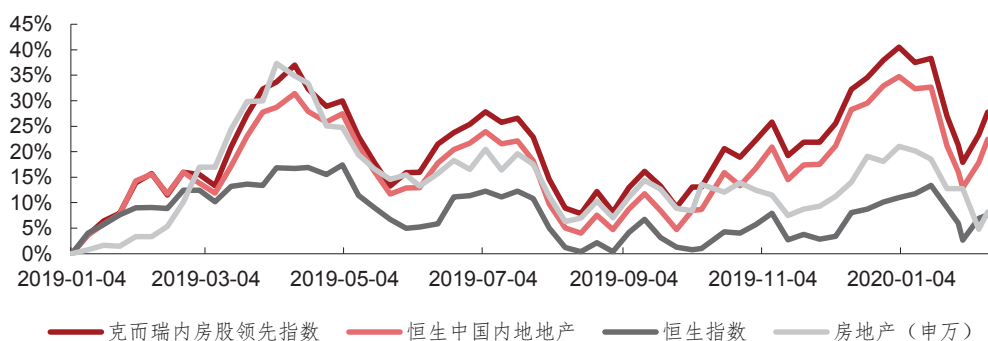
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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稳健，周成交额占样本略有下降至 85.0%

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，2020 年 1 月 29 日开市后至今走势稳健上行。自 2019 年 1 月 1 日至今，克而瑞内房股领先指数涨幅 27.8%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 22.5%。恒生指数涨幅 7.6%。1 月 29 日开市后，走势总体稳健上行，克而瑞内房股领先指数上涨 5.4%，恒生中国内地地产指数上升 5.5%，恒生指数上升 1.6%。克而瑞内房股领先指数基本未受疫情冲击。

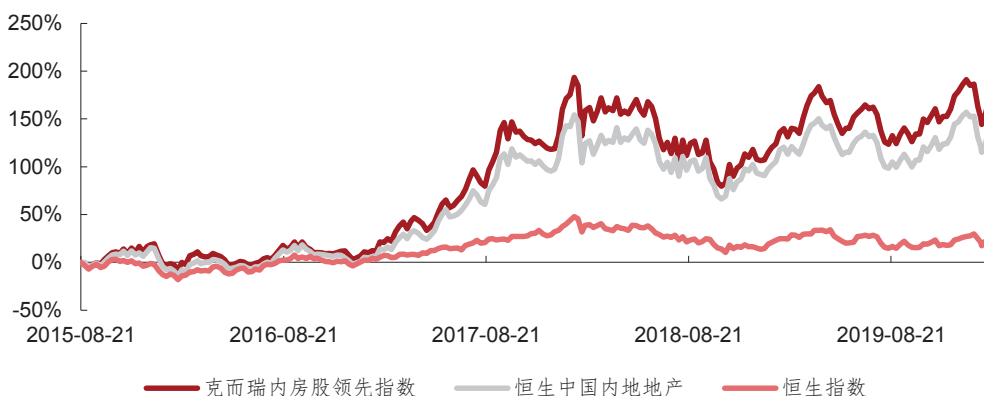
图 2：2019 年内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，2020 年 1 月 29 至今走势上行



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，自基期起至今，克而瑞内房股领先指数涨幅 164.8%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 133.4%，恒生指数涨幅 23.1%。

图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数



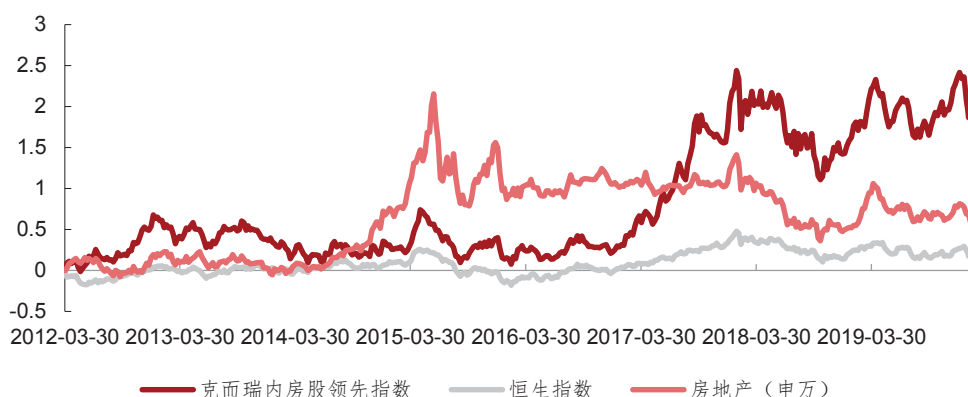
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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，1 月 29 日至今走势回升。2020 年 2 月 11 日，克而瑞内房股领先指数达到 6207 点，相比基期涨幅 210.4%，同期恒生指数涨幅仅为 23.1%。房地产（申万）指数涨幅 62.2%，自 1 月 29 日起至至今克而瑞内房股领先指数上涨 5.4%，恒生指数上涨 1.6%，房地产（申万）指数下降 4.1%。

图 4：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，开市后走势上升

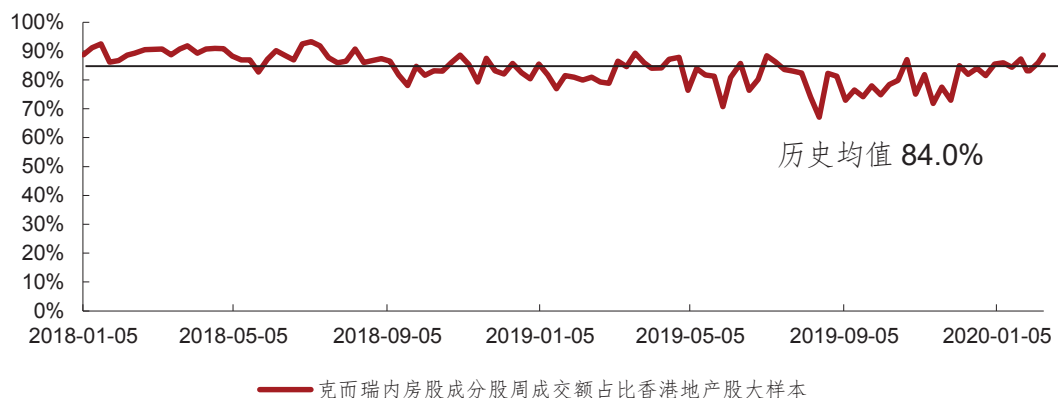


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1) 基期时间为 2012 年 3 月 30 日

自 1 月 29 日开市至今，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 1 月休市前有所回落。1 月 29 日至今该指数成交额占比周均值 85.0%，仍高于历史均值 84.0%，略低于 1 月休市前周均值 85.8%，克而瑞内房股领先指数交易基本代表了香港地产股的交易情况。

图 5：1 月 29 日至今克而瑞内房股领先指数周成交额占比较 1 月休市前小幅回落



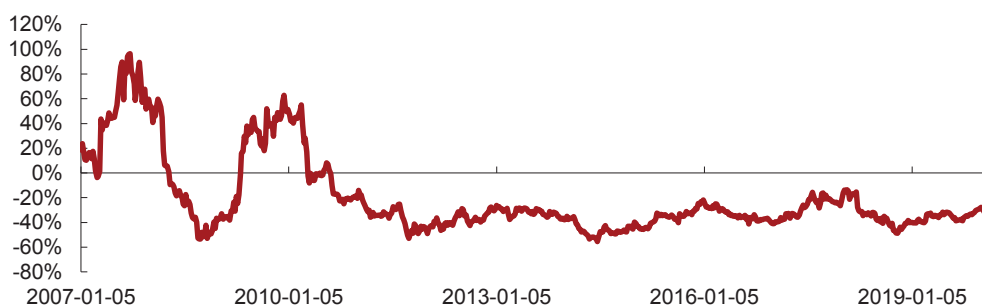
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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

受疫情影响，克而瑞内房股领先指数 PE 估值水平略有偏离

克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 水平受疫情影响，自 1 月 29 日开市起至今较 1 月休市前有所回落，相对恒指成分股 PE 多数为负，1 月 29 日至今相对恒指成分股的 PE 周均值为-33.4%，低于 1 月休市前相对 PE 周均值-30.2%，略高于 2019 年相对 PE 周均值-35.2%。克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 1 月 29 日至今周均值为 7.58，低于 1 月休市前周均值 8.39，低于 2019 年周均值 7.72。恒指成分股 1 月 29 日至今整体 PE 周均值为 11.36，低于 1 月休市前周均值 12.02，低于 2019 年周均值 11.92。

图 6：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE，受疫情影响有所回落

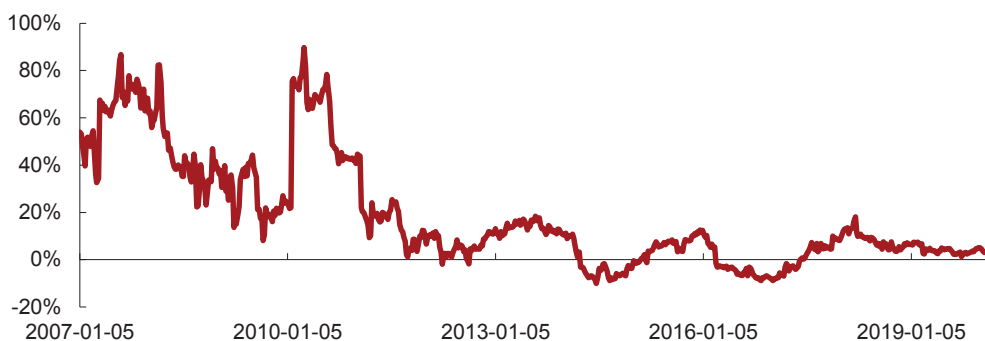


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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%

受疫情影响，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 自 1 月 29 日开市后至今有所回落。1 月 29 日至今该相对 PE 周均值为 3.5%，低于 1 月休市前周均值 4.0%，低于 2019 年周均值 4.1%。香港地产股大样本 1 月 29 日至今整体 PE 周均值为 7.31，低于 1 月休市前周均值 8.06，低于 2019 年周均值 7.41。

图 7：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 受疫情影响有所回落



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1）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%

2）本报告采用历史 TTM_整体法（中国）计算 PE 值

3）PB 数据尚未发布

克而瑞内房股领先指数成分股具体表现

表 1: 自 1 月 29 日至今涨幅 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		目标价 (港元)
						证券公司	评级	
1	1908.HK	建发国际集团	11.4%	19.4%	11.14	Zhongtai International	买进	14.49
						BOCOM		
						Intertional Hlodings	买进	7.50
2	0884.HK	旭辉控股集团	9.8%	15.6%	6.05	Zhongtai Securities Co Ltd	买进	-
						UOB Kay Hian	买进	7.13
						HSBC	买进	7.30
						Nomura	买进	7.15
3	1238.HK	宝龙地产	9.7%	14.7%	4.65	AMTD International	买进	7.18
						Zhongtai International	买进	6.29
						Huatai Research	买进	6.70
4	1918.HK	融创中国	8.8%	16.3%	42.75	华创证券	强烈推荐	60.00
						中泰证券	买入	-
						中金公司	跑赢行业	57.00
						方正证券	强烈推荐	65.30
						UOB Kay Hian	买进	59.30
5	0817.HK	中国金茂	8.7%	15.7%	5.86	Macquarie	跑赢大盘	6.94
						BOCOM		
						Intertional Hlodings	买进	6.50
						HSBC	持有	4.90
						CCB		
						International Securities Ltd	跑赢大盘	6.42

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: 自 1 月 29 日至今本月跌幅 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		目标价 (港元)
						证券公司	评级	
1	2329. HK	国瑞置业	-5.0%	10.3%	1.51	-	-	-
2	2183. HK	三盛控股	-3.8%	5.0%	8.37	-	-	-
3	1996. HK	弘阳地产	-0.8%	5.6%	2.45	AMTD International	买进	3.32
4	1777. HK	花样年控股	-0.7%	9.7%	1.44	-	-	-
5	0337. HK	绿地香港	-0.32%	9.5%	3.09	-	-	-

数据来源: Wind Bloomberg 克而证券研究院

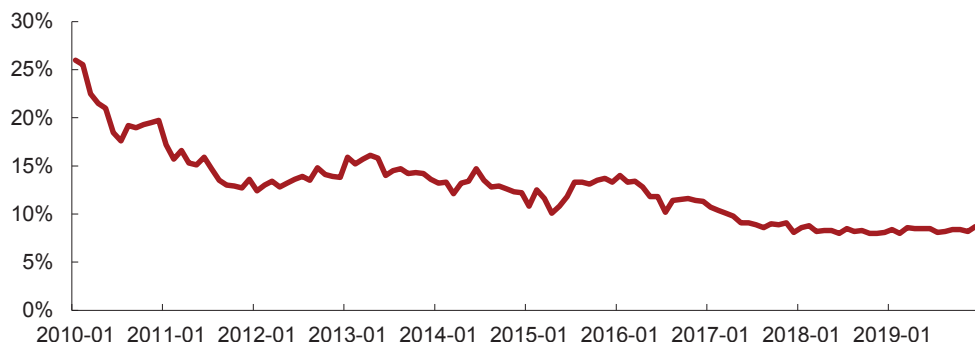
备注: 最大波动率= (最高价/最低价-1) *100%

金融去杠杆基调未变，未来政策预计边际放松

12月M2增速水平保持平稳

2019年12月M2同比增速较上月有所回升，为8.7%，2018年全年M2同比增速平均为8.3%，2019年全年平均为8.4%。2020年1月数据尚未发布。

图8：12月M2同比增速较上月有所回升

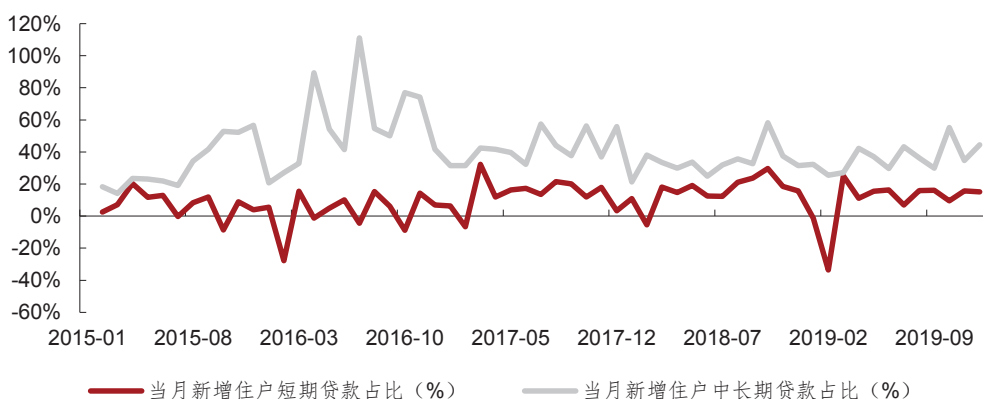


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

新增个人房贷占比上涨至44.4%，短期消费贷款占比有所下降

12月新增居民贷款占比走势分化，敞口扩大。12月居民房贷占比水平较上月有所回升，当月新增住户中长期贷款占比12月较11月上漲9.8个百分点，19年全年均值为36.4%，短期消费贷款占比12月有所下降，较上月下降0.7个百分点，19年全年均值为9.4%。2020年1月数据尚未发布。

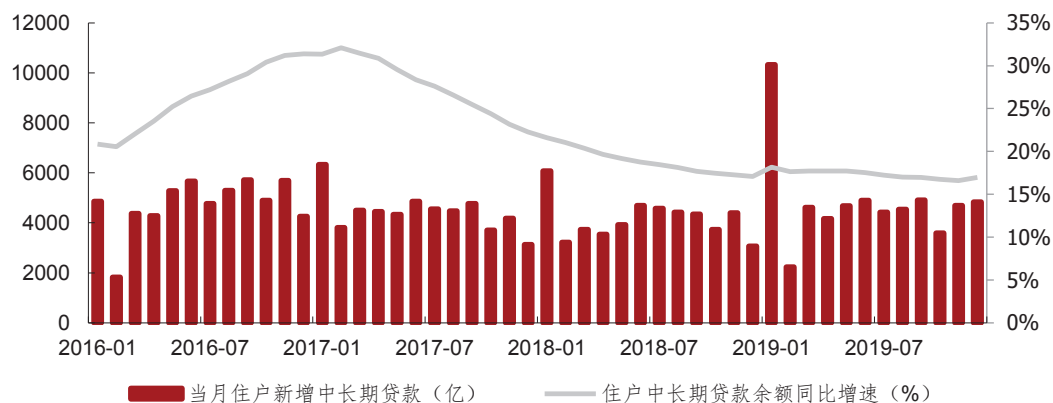
图9：中长期贷款占比上涨至44.4%，短期贷款占比有所下降



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

12月个人房贷余额同比增速略有回升。2017年以来，个人房贷余额同比增速持续下滑，2019年整体平稳略有反弹，12月同比增速17.0%，低于18年的均值18.9%、17年的均值27.8%，19年整体均值为17.3%。2020年1月数据尚未发布。

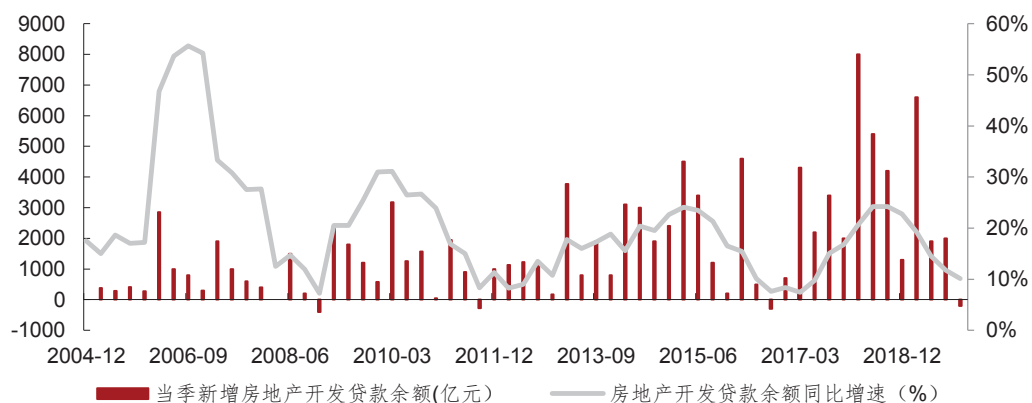
图 10：12月个人房贷余额同比增速有所回升，2019年整体略有反弹



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

12月房地产开发贷款余额自2019年来首次出现负增长，同比增速下降，处于历史中等偏低的水平。2019年四季度房地产开发贷款余额较三季度下降200亿元，2019年来首次出现负增长，融资面收紧信号显现，同比增速持续下滑至10.1%，2019年9月同比增速为11.7%，整体开发贷额度规模收缩，同比增速进一步放缓。2020年一季度数据尚未发布。

图 11：开发贷余额同比增速下降，整体开发贷余额规模收缩



数据来源：Wind 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过的公司及其子公司，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，或任何其他人士，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认购证券的决定，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。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财务状况而编写。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，惟并不保证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。