

2020年03月03日

房地产

推荐（维持）

年初个人房贷放量，疫情下指数表现依旧稳健

克而瑞内房股领先指数2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

duyejie@cric.com

投资要点

- 港股地产板块活跃度较上月进一步回落，受到疫情持续影响成交额走低：恒生地产建筑业指数的周成交额占市场比值的2月周均值为10.9%，低于19年均值14.3%，低于1月周均值12.9%。
- 克而瑞内房股领先指数较大盘表现良好，成分股周成交额占样本比略有下降至**84.6%**。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。疫情持续影响整体市场，克而瑞内房股领先指数仍表现稳健，2月走势上行，上涨**6.4%**，恒生中国内地地产指数略上涨**5.8%**，恒生指数下降**0.7%**。2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**84.6%**，较1月略有下降**0.7**个百分点。
- 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**进一步回落：2月克而瑞内房股领先指数成分股整体**PE**的周均值为**7.90**，低于1月周均值**8.17**，整体**PE**优于香港地产股大样本、恒指的表现。
- **2020**年年初个人房贷水平大幅放量，出现居民中长期贷款小高峰，当月新增住户短期贷款呈负增长：金融去杠杆基调不变，1月M2增速同比维持在**8.4%**，1月新增住户短期贷款出现负增长，占当月新增境内贷款**-58.9%**，新增住户中长期贷款在年初迎来高峰，占比1月较上年12月大幅上涨**33.4**个百分点至历史高位。**2019**年四季度房地产开发贷款余额负增长，同比增速下降，整体开发贷余额规模收缩。
- 本月股价涨幅**TOP5**：宝龙地产、建发国际集团、合景泰富集团、龙光地产、融创中国
- 本月股价跌幅**TOP4**：三盛控股、国瑞置业、保利置业集团、华侨城（亚洲）
- 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

受疫情影响，2月地产板块交易活跃度有所冷却，指数较大盘表现良好，估值待进一步修复.....	3
港股地产板块周成交额占比较上月有所下降.....	3
克而瑞内房股领先指数较大盘表现良好，周成交额占样本有所回落.....	3
受疫情影响，克而瑞内房股领先指数 PE 估值水平有所偏离，待进一步修复.....	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，年初个人房贷放量.....	8
1月 M2 增速水平保持平稳.....	8
年初个人房贷大幅放量，短期消费贷款呈现负增长.....	8
风险提示.....	11
评级指南及免责声明.....	12

图表目录

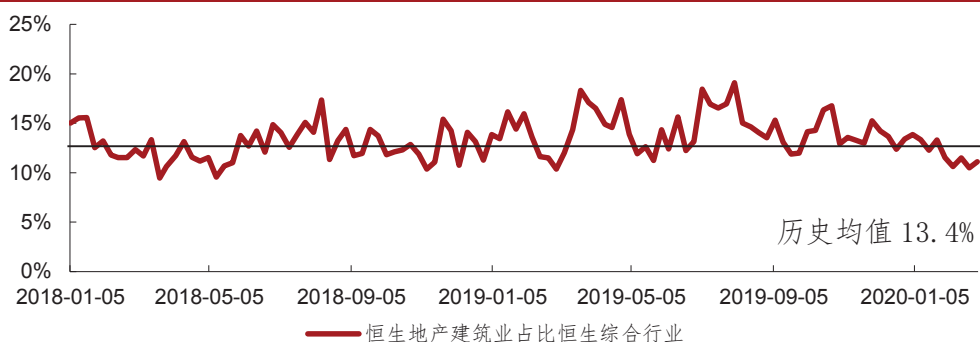
图 1：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比略有下降.....	3
图 2：2019 年内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，2 月走势上行.....	3
图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数.....	4
图 4：克而瑞内房股领先指数涨幅整体领先恒生、房地产（申万）指数，本月有所回升.....	4
图 5：克而瑞内房股领先指数周成交额占比较上月有所下降.....	5
图 6：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE，受疫情影响进一步回落.....	5
图 7：克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PE 受疫情影响进一步回落.....	6
图 8：1 月 M2 同比增速与上月持平.....	8
图 9：中长期贷款占比上涨至历史高位，短期贷款占比呈负增长.....	9
图 10：1 月个人房贷余额同比增速抬头，2020 年年初个人房贷大幅放量.....	9
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：本月涨幅 TOP5.....	7
表 2：本月跌幅 TOP4.....	8

受疫情影响，2月地产板块交易活跃度有所冷却，指数较大盘表现良好，估值待进一步修复

港股地产板块周成交额占比较上月有所下降

2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之比有所下降。本月周均值 10.9%，低于 18 年至今的历史均值 13.4%，低于上月的周均值 12.9%。

图 1：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比有所下降



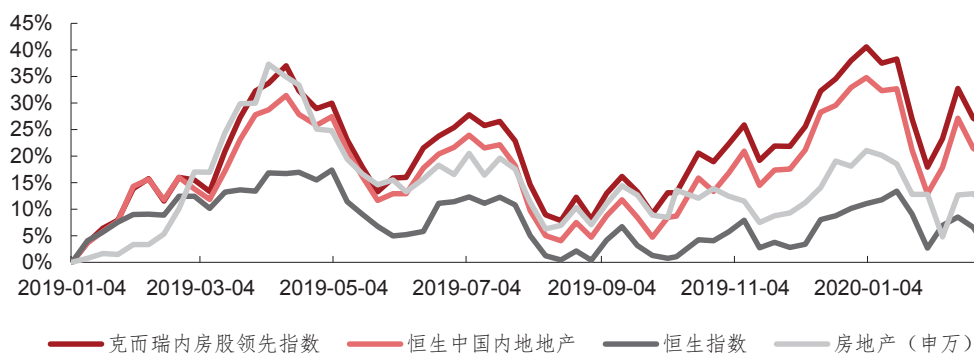
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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较大盘表现良好，周成交额占样本有所回落

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 2 月走势上行。自基期至本月底，克而瑞内房股领先指数涨幅 25.5%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 19.5%。恒生指数涨幅 2.0%。2 月走势总体略有上涨，克而瑞内房股领先指数上涨 6.4%，恒生中国内地地产指数上升 5.8%，恒生指数下降 0.7%。

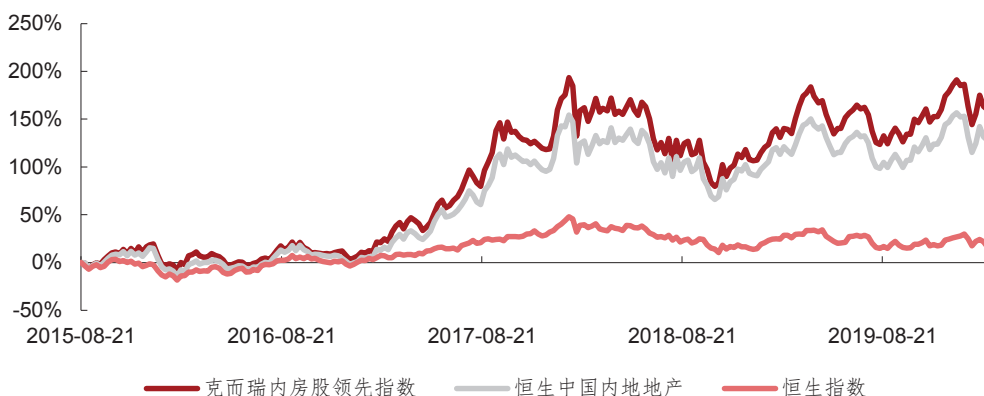
图 2：2019 年内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，2 月走势上行



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，自基期至本月底，克而瑞内房股领先指数涨幅 160.0%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 127.8%，恒生指数涨幅 16.6%。

图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数



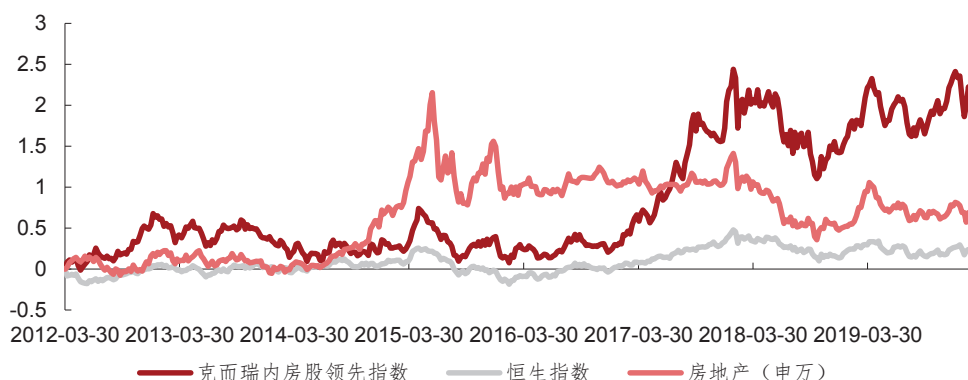
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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，2 月走势上行。2020 年 2 月 28 日，克而瑞内房股领先指数达到 6095 点，相比基期涨幅 204.7%，同期恒生指数涨幅仅为 16.6%。房地产（申万）指数涨幅 65.8%，本月克而瑞内房股领先指数上涨 6.4%，恒生指数下跌 0.7%，房地产（申万）指数下跌 1.9%。

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，本月有所回升

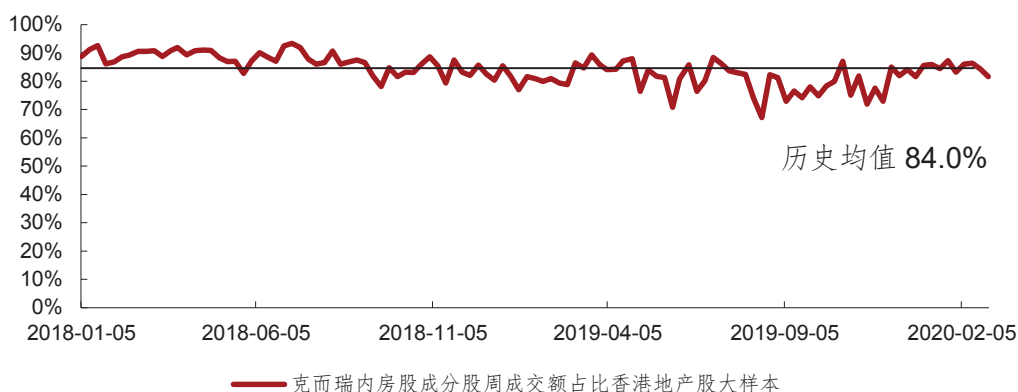


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1) 基期时间为 2012 年 3 月 30 日

2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上月有所下降。2月该指数成交额占比周均值84.6%，略高于历史均值84.0%，低于上月周均值85.3%。

图5：克而瑞内房股领先指数周成交额占比较上月有所下降



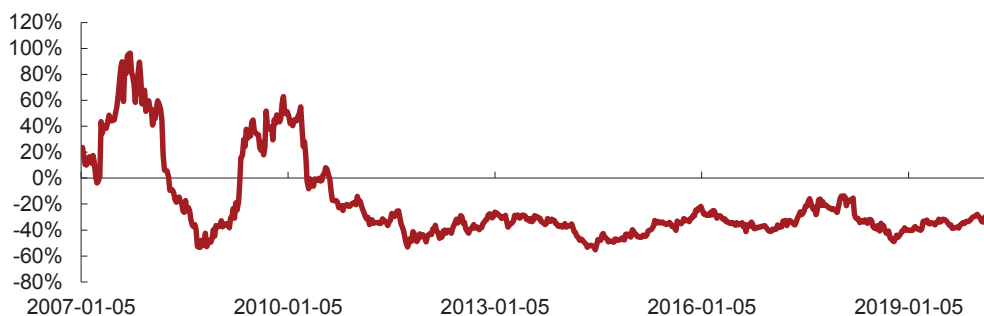
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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

受疫情影响，克而瑞内房股领先指数PE估值水平有所偏离，待进一步修复

克而瑞内房股领先指数成分股整体PE水平受疫情影响，2月进一步下降，相对恒指成分股PE仍为负。2月相对恒指成分股的PE周均值为-31.4%，低于1月相对PE周均值-31.0%，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 2月周均值为7.90，低于1月的周均值8.17，高于2019年周均值7.72。恒指成分股2月整体PE周均值为11.51，低于1月周均值11.83，低于2019年周均值11.92。

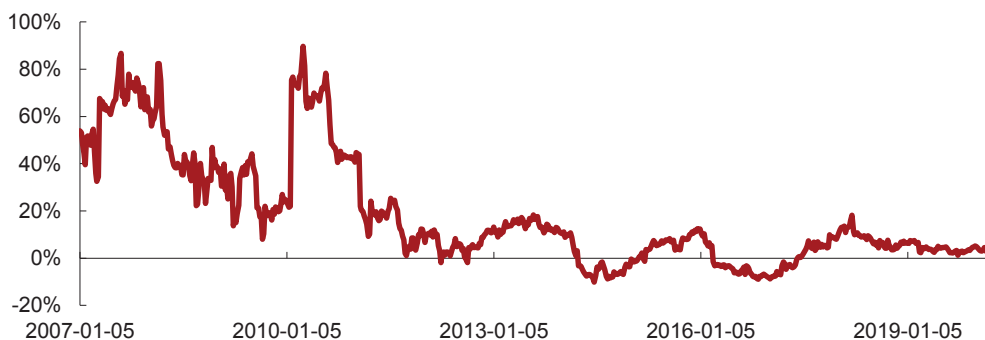
图6：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体PE，受疫情影响进一步回落



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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 2 月进一步回落。2 月该相对 PE 周均值为 3.7%，略低于 1 月的周均值 3.8%，低于 2019 年周均值 4.1%。香港地产股大样本 2 月整体 PE 周均值为 7.62，低于 1 月的周均值 7.87，高于 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 受疫情影响进一步回落



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: 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	1238. HK	宝龙地产	13.0%	26.7%	4.86	Huatai Research	买进	6.7
						Jefferies	买进	6.72
						Industrial Securities	买进	6.3
						AMTD	买进	7.18
						Zhongtai International	买进	6.29
2	1908. HK	建发国际集团	12.2%	24.5%	10.82	Zhongtai International	买进	14.49
3	1813. HK	合景泰富集团	12.2%	25.3%	11.42	HSBC	买进	12
						Huatai Research	买进	11.6
						Macquarie	跑赢大盘	15.18
						Jefferies	买进	13.5
4	3380. HK	龙光地产	12.0%	20.7%	13.3	UOB Kay Hian	买进	14.69
						Huatai Research	买进	16.2
						Jefferies	买进	15.07
						Morgan Stanley	持股观望/ 具吸引力	11.88
						HSBC	买进	14.3
5	1918. HK	融创中国	11.8%	23.3%	42.5	BOCOM	买进	18.88
						Jefferies	买进	52.38
						CICC	跑赢大盘	57
						Citic Securities Co. Ltd	买进	60.52
						CCB	跑赢大盘	56
						UOB Kay Hian	买进	59.3

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		目标价 (港元)
						证券公司	评级	
1	2183. HK	三盛控股	-14.4%	20.2%	7.31	-	-	-
2	2329. HK	国瑞置业	-10.4%	19.9%	1.38	-	-	-
3	0119. HK	保利置业集团	-3.9%	9.7%	2.93	Goldman Sachs	中立	3.6
4	3366. HK	华侨城(亚洲)	-2.1%	7.8%	2.35	-	-	-

数据来源: Wind Bloomberg 克而瑞证券研究院

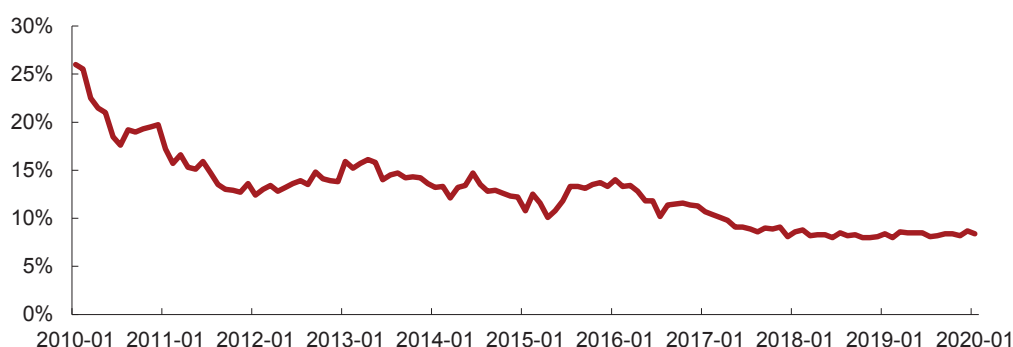
备注: 克而瑞内房股领先指数成分股本月股价下跌仅 4 家

金融去杠杆基调未变, 年初个人房贷放量

1 月 M2 增速水平保持平稳

2020 年 1 月 M2 同比增速较 2019 年 12 月有所下降, 为 8.4%, 2019 年全年 M2 同比增速平均为 8.4%。2 月数据尚未发布。

图 8: 1 月 M2 同比增速与上月持平

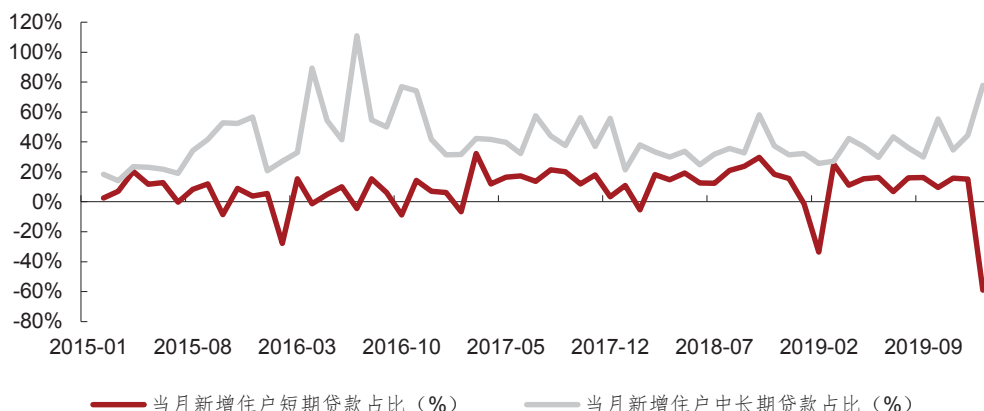


数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

年初个人房贷大幅放量, 短期消费贷款呈现负增长

1 月新增居民贷款占比走势分化, 个人房贷大幅放量, 短期消费贷款呈现负增长, 敞口加剧扩大。1 月居民房贷占比水平大幅上涨至历史高位, 1 月新增住户中长期贷款占比较上年 12 月上涨 33.4 个百分点至 77.8%, 短期消费贷款占比呈现负增长, 占当月新增境内贷款-58.9%。2 月数据尚未发布。

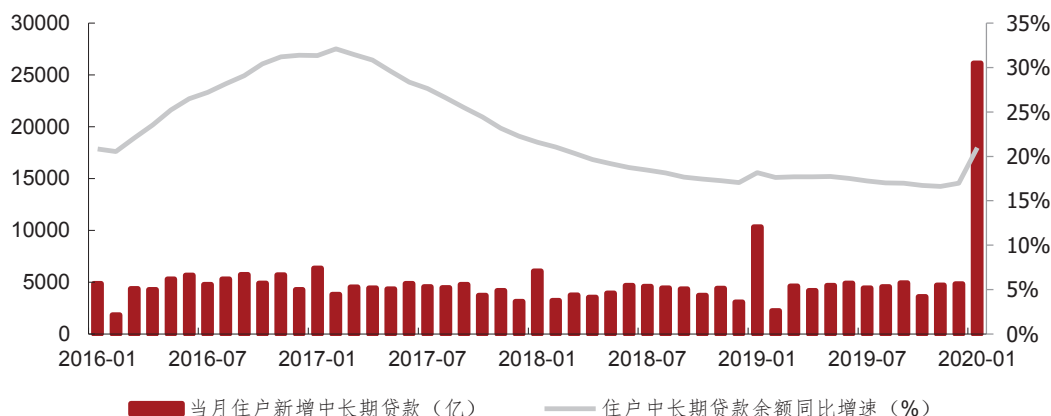
图 9：中长期贷款占比上涨至历史高位，短期贷款占比呈负增长



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

1 月个人房贷余额同比增速上升。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，2020 年年初同比增速抬头明显，1 月同比增速 21.0%，高于 19 年的均值 17.3%。2 月数据尚未发布。

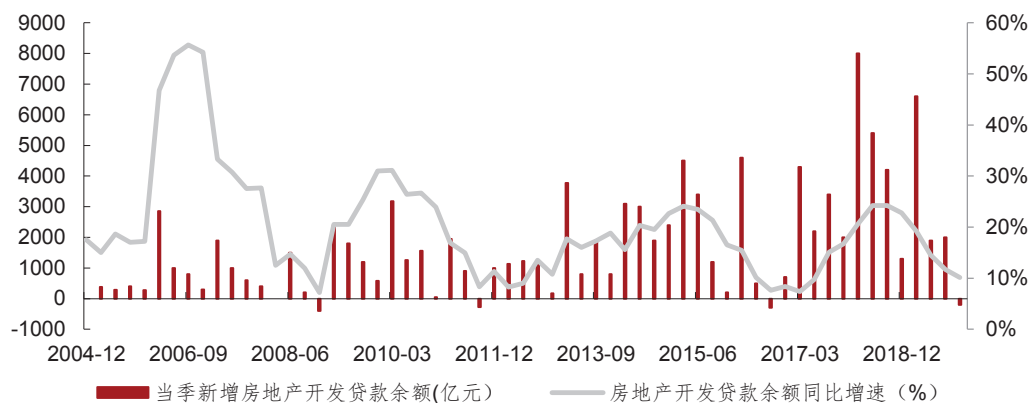
图 10：1 月个人房贷余额同比增速抬头，2020 年年初个人房贷大幅放量



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2019 年 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，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。