

证券研究报告

房地产



评级:

房地产行业 2014 年销售数据回顾及 2015 年展望

无评级

行业处于复苏途中

报告日期:

2015 年 1 月 6 日

重点关注公司

投资要点

公司代码	公司名称	NAV 折价
0688.HK	中海外发展	-9%
1109.HK	华润置地	-21%
2007.HK	碧桂园	-20%
2868.HK	首创置业	-52%
0123.HK	越秀地产	-15%
2777.HK	富力地产	-56%
3377.HK	远洋地产	-52%
1030.HK	新城发展	-72%
1628.HK	禹洲地产	-65%
1238.HK	宝龙地产	-76%
0832.HK	建业地产	-77%
0884.HK	旭辉控股	-34%
1233.HK	时代地产	-67%
0081.HK	中海宏洋	-68%
1813.HK	合景泰富	-23%
1918.HK	融创中国	-19%
3900.HK	绿城中国	-72%

相关报告

《房地产行业专题报告——最差的时光即将过去》
2014/6/18

《房地产行业 2013 年回顾及 2014 年展望-机会与挑战并存》2014/1/16

吴伟

(SFC: BEM541)

电话: 852-3509 5999

86-0755 2382 6040

邮箱: wuwei@xyzq.com.hk

- **销售前低后高，仍然处于去库存阶段。**2014 年我们跟踪的 80 个重点城市周销售面积同比下降 13%，整体呈现前低后高的态势，6 月份以来政策逐步放松，行业开始回暖，部分地方政府开始逐步取消限购，银行按揭贷款利率开始下行，11 月底央行正式宣布降息，6 月以来销售也逐步回暖，11 月份和 12 月份平均周销售面积同比增长 5.25% 和 5.6%。12 月底库存去化周期继续上升至 14.2 个月，市场仍处于去库存阶段。
- **市场分化。**11、12 月份，一二线城市复苏力度要大于三线城市，同比上升幅度较大。具体城市中北京、深圳、杭州、武汉、重庆、无锡、南昌、九江、中山、佛山、福州和厦门 11 月份和 12 月份市场同比增速较高。
- **预计 15 年销售回升 15%，看好核心城市及周边城市。**我们预计 2015 年全年销售量将会回升 15%。由于市场整体供应量仍然较为充足，我们预计市场价格将保持稳定。一线城市和长三角、珠三角以及环渤海区域仍然是中国经济增长的主要驱动力，我们预计该类区域的核心城市将是房地产需求最旺盛的区域，同时，由于核心城市需求的外溢效应，核心城市周边的城市的需求也将随着回升。随着利率下行，行业复苏，我们预计该类城市的需求增长将优于其他城市。
- **企业表现分化。**主要企业 2014 年平均销售目标完成率为 93.6%，销售额同比增速平均为 18.3%。整体看，万科、融创、新城发展、越秀地产、合景泰富、旭辉控股、首创置业、富力地产等部分优秀的企业的表现要优于其他企业，除龙头企业外，表现较好的企业项目大多位于核心区域核心城市。
- **投资策略。**一方面，随着政策进一步放松，销售继续回暖，库存继续下降，我们预计资金的配置需求将提高中国海外发展、华润置地、万科企业等龙头企业的估值水平，另外一方面，我们也建议大家关注杠杆率较高、销售弹性较大、估值相对较低的中型房地产开发商，根据我们之前的分析，我们建议大家关注主要项目位于北京、广州等一线城市的越秀地产、富力地产、首创置业、远洋地产以及主要项目在一线城市周边的碧桂园；同时，小市值企业建议大家关注未来几年增长较为确定，分红回报率较高的新城发展控股和禹洲地产。
- **风险提示。**销售恢复低于预期。

目 录

1、2014 年房地产行业销售数据回顾	- 3 -
1.1, 销售自 6 月份开始回暖, 仍处于去库存阶段.....	- 3 -
1.2, 预计 2015 年全年销售面积回升 15%,	- 4 -
1.3, 区域市场表现不一, 看好一线城市和一线城市周边城市.....	- 4 -
2、重点企业销售表现差异性大	- 5 -
2.1, 2014 年预计主要公司销售目标完成率	- 5 -
3、投资策略及重点公司	- 7 -

图 表 目 录

图表 1、80 个重点城市周销售数据 6 月份开始回暖.....	- 3 -
图表 2、一二线城市表现较好	- 3 -
图表 3、2015 年行业主要指标预测	- 4 -
图表 4、房贷利率与销售面积敏感性分析	- 4 -
图表 5、印度核心城市郊区化	- 5 -
图表 6、美国城市郊区人口增速更快	- 5 -
图表 7、重点企业 2014 年预计销售目标完成率.....	- 6 -
图表 8、主要企业销售同比增速	- 6 -
图表 9、主要企业估值情况	- 7 -

1、2014 年房地产行业销售数据回顾

1.1, 销售自 6 月份开始回暖, 仍处于去库存阶段

2014 年我们跟踪的 80 个重点城市周销售面积同比下降 13%, 整体呈现前低后高的态势, 6 月份以来政策逐步放松, 行业开始回暖, 部分地方政府开始逐步取消限购, 银行按揭贷款利率开始下行, 11 月底央行正式宣布降息, 6 月以来销售也逐步回暖, 11 月份和 12 月份平均周销售面积同比增长 5.25% 和 5.6%。

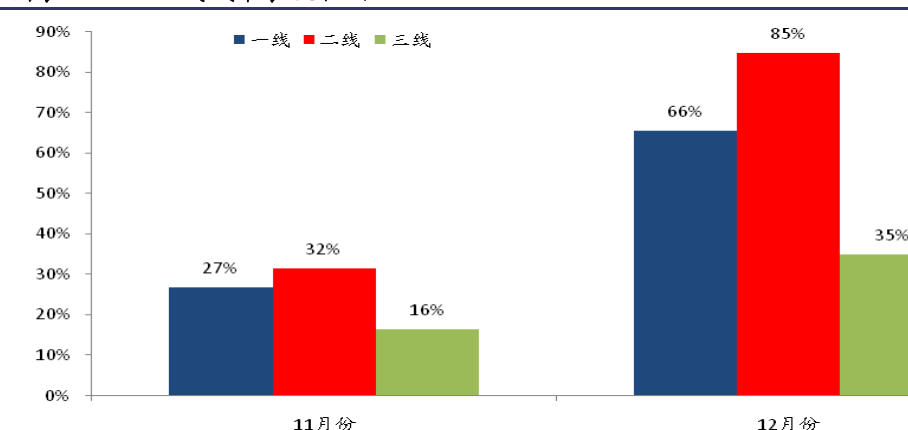
图表 1、80 个重点城市周销售数据 6 月份开始回暖



资料来源: wind、兴证香港

市场分化仍然比较严重, 从结构上看, 11 月份和 12 月份, 一二线城市复苏力度要大于三线城市, 同比上升幅度较大。具体城市中北京、深圳、杭州、武汉、重庆、无锡、南昌、九江、中山、佛山、福州和厦门 11 月份和 12 月份市场同比增速较高。

图表 2、一二线城市表现较好



资料来源: wind、兴证香港

但市场整体供应量仍然较大，12 月底库存去化周期继续上升至 14.2 个月，市场仍处于去库存阶段。

1.2, 预计 2015 年全年销售面积回升 15%,

假如房贷利率下降至 95 折，房价平稳，住宅边际需求增长 4%，居民收入上升 9%，城镇人口增加 2%，我们预计 2015 年全年销售量将会回升 15%。由于市场整体供应量仍然较为充足，我们预计市场价格将保持稳定。

图表 3、2015 年行业主要指标预测

商品住宅	2014E	2015E	同比
销售面积（亿平方米）	10.8	12.4	15%
销售额（万亿元）	6.6	7.6	15%
实际完成投资额（万亿元）	6.6	7.9	20%
新开工面积（亿平方米）	13.6	14.9	10%
施工面积（亿平方米）	51.5	54.6	6%
竣工面积（亿平方米）	8.8	9.7	11%

资料来源：wind、兴证香港

图表 4、房贷利率与销售面积敏感性分析

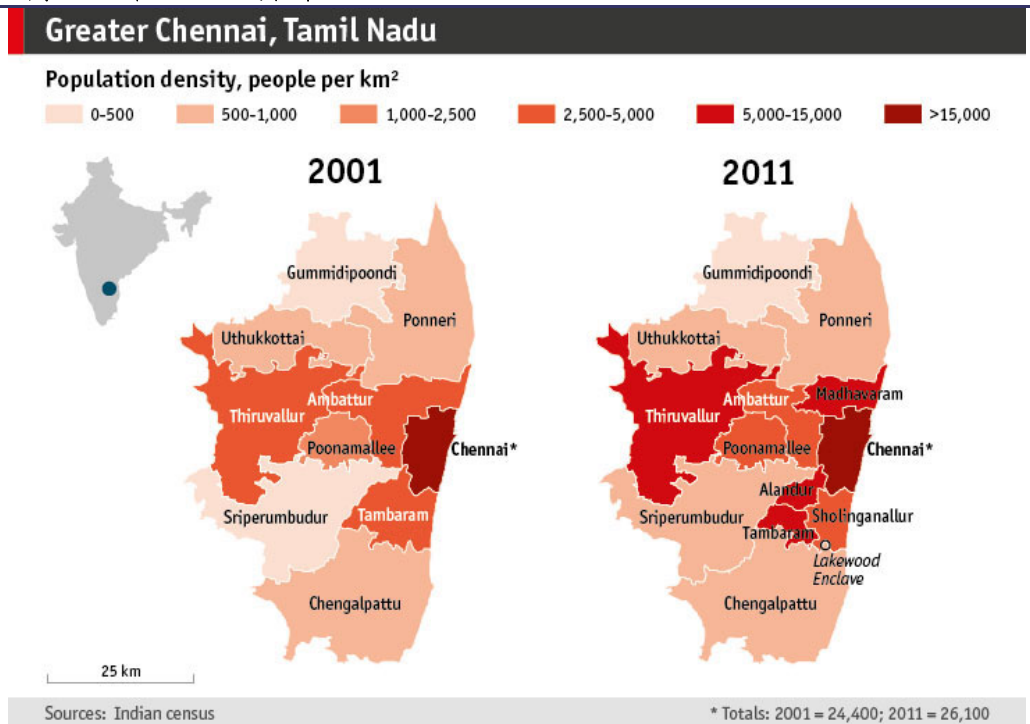
		房贷利率						
	4.7%	5.3%	5.7%	6.0%	6.3%	6.7%	7.3%	
-5%	31%	22%	17%	13%	9%	5%	-1%	
-2%	27%	18%	14%	10%	6%	2%	-4%	
0%	25%	16%	11%	7%	4%	0%	-6%	
2%	22%	13%	9%	5%	2%	-2%	-8%	
5%	19%	10%	6%	2%	-1%	-5%	-11%	
10%	13%	5%	1%	-2%	-6%	-9%	-15%	

资料来源：wind、兴证香港

1.3, 区域市场表现不一，看好一线城市和一线城市周边城市

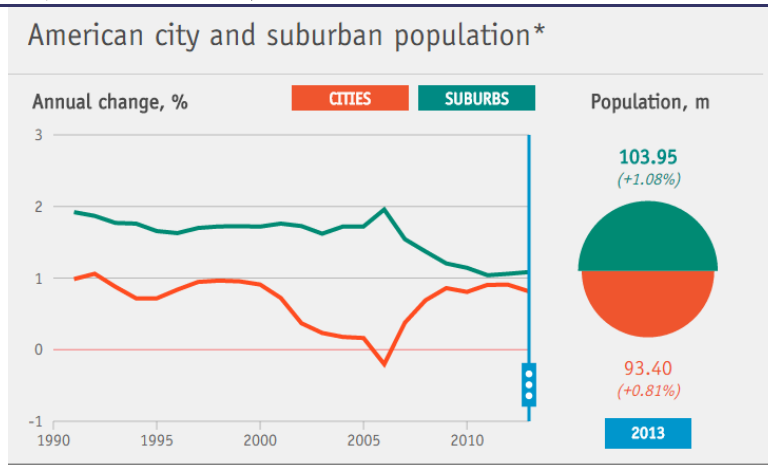
中长期经济增长、人口流入和收入提升是房地产行业发展的主要动力，一线城市和长三角、珠三角以及环渤海仍然将是中国经济增长的主要驱动力，我们预计该类区域的核心城市将是房地产需求最旺盛的区域，同时，由于核心城市需求的外溢效应，核心城市周边的城市的需求也将随着回升。随着利率下行，行业复苏，我们预计该类城市的需求增长将优于其他城市。

图表 5、印度核心城市郊区化



数据来源: the economist、兴证香港

图表 6、美国城市郊区人口增速更快



数据来源: the economist、兴证香港

2、重点企业销售表现差异性大

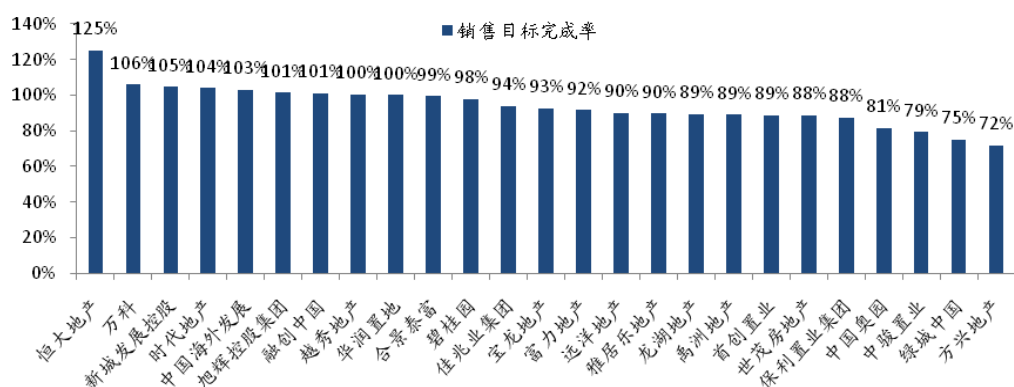
2.1、2014 年预计主要公司销售目标完成率

由于区域布局、项目定位、销售能力、品牌影响力等方面的差异，2014 年主要公司销售情况也有较大的差别，主要企业 2014 年平均销售目标完成率为 93.6%，销售额同比增速平均为 18.3%，远优于行业整体增速。

其中恒大地产、万科、新城发展、时代地产、中国海外发展、旭辉、融创、华润置地和越秀地产均完成了全年销售目标，合景泰富、碧桂园、宝龙地产、富力地产、远洋地产和雅居乐地产销售目标完成率在 90%以上。从销售额绝对数看，恒大、万科、新城发展、融创中国、越秀地产、合景泰富、富力地产、首创置业和方兴地产销售额同比增速都在 20%以上。

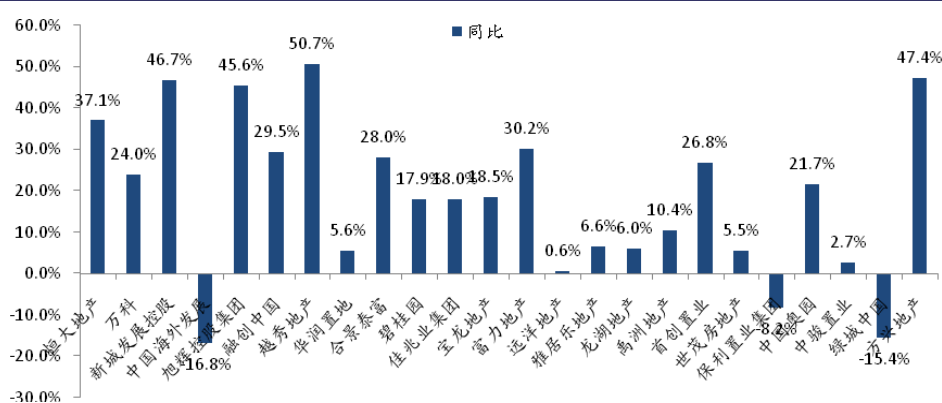
整体看，万科、融创、新城发展、越秀地产、合景泰富、旭辉控股、首创置业、富力地产等部分优秀的企业的表现要优于其他企业，除龙头企业外，表现较好的企业项目大多位于核心城市，产品定位则有较大差异，每类产品均有表现较好的企业。

图表 7、重点企业 2014 年预计销售目标完成率



数据来源: wind、兴证香港

图表 8、主要企业销售同比增速



数据来源: wind、兴证香港

动态看，新城发展、越秀地产等企业积极进入新的城市或者在已进入的城市增加土地储备数量，为企业后续销售业绩继续保持增长奠定了良好的基础；而远洋地产等企业则通过积极调整土地储备结构，重新聚焦区域布局，未来也较有希望获得较快的销售增速。

3、投资策略及重点公司

一方面，随着政策进一步放松，销售继续回暖，库存继续下降，我们预计资金的配置需求将提高中国海外发展、华润置地、万科企业等龙头企业的估值水平，另外一方面，我们也建议大家关注杠杆率较高、销售弹性较大、估值相对较低的中型房地产开发商，根据我们之前的分析，我们建议大家关注主要项目位于北京、广州等一线城市的越秀地产、富力地产、首创置业、远洋地产以及主要项目在一线城市周边的碧桂园；同时，小市值企业建议大家关注未来几年增长较为确定，分红回报率较高的新城发展控股和禹洲地产。

图表 9、主要企业估值情况

公司代码	公司名称	股票价格			PB	NAV
		2015/1/5	2014E	2015E	2014E	折价/溢价
0688.HK	中国海外发展	25.3	8.7	7.6	1.4	-9%
1109.HK	华润置地	23.0	11.4	10.2	1.2	-21%
2007.HK	碧桂园	3.4	5.7	5.2	0.9	-20%
2868.HK	首创置业	3.4	3.9	3.6	0.6	-52%
0123.HK	越秀地产	1.7	8.6	6.8	0.6	-15%
2777.HK	富力地产	10.3	4.3	3.4	0.7	-56%
3377.HK	远洋地产	5.0	9.1	10.0	0.7	-52%
1030.HK	新城发展	0.8	3.5	2.8	0.5	-72%
1628.HK	禹洲地产	2.0	4.7	4.9	0.7	-65%
1238.HK	宝龙地产	1.1	2.1	1.5	0.2	-76%
0832.HK	建业地产	1.9	3.6	2.9	0.5	-77%
1966.HK	中骏置业	1.6	5.9	3.8	0.6	-45%
0884.HK	旭辉控股集团	1.7	4.2	3.5	0.7	-34%
1233.HK	时代地产	3.3	4.2	2.5	0.9	-67%
0081.HK	中国海外宏洋集团	4.6	3.2	2.6	0.7	-68%
1813.HK	合景泰富	5.8	5.9	4.8	0.7	-23%
1777.HK	花样年控股	0.9	3.3	3.0	0.4	-71%
3883.HK	中国奥园	1.4	3.0	1.8	0.4	-68%
0817.HK	方兴地产	2.4	5.7	4.6	0.5	-53%
0604.HK	深圳控股	2.4	5.2	4.2	0.6	-60%
1918.HK	融创中国	8.2	5.2	4.1	1.0	-19%
3900.HK	绿城中国	8.1	3.5	3.4	0.5	-72%
1778.HK	彩生活	6.9	28.7	17.9	4.9	-
平均			6.3	5.0	0.9	-50%

数据来源: wind、兴证香港

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级投资建议的评级标准为:

买入: 股价未来 12 个月涨幅大于 15%
增持: 股价未来 12 个月涨幅在 5%~15%之间
中性: 股价未来 12 个月涨幅在-5%~5%之间
减持: 股价未来 12 个月涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室
总机: (852) 3509 5999
传真: (852) 3509 5900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。