安信國際
ESSENCE INTERNATIONAL

2021 年 1 月 14 日

房地产行业研究报告

房地产行业策略

证券研究报告

资源进一步倾斜至规模房企

百强房企 2020 年官方销售数据陆续公告，增长较快的房企有绿城、金茂、建发、德信及大发等。权益销售增长较高有金茂、龙光、绿城、正荣、建发、中骏及禹洲等。大部份港股主要房企都达标完成年度目标，完成率平均约 107%。 TOP 11-50 中大型房企全口径销售增长率为 26.2%，权益销售增长率为 19.5%，增长率仍然较高，反映中大型房企在占有率及资源获取上都有所改善。在银行房贷比率限制下，融资资源将进一步倾斜至规模房企。我们仍然看好融资资质较好、土储资源较佳、估值较低的龙头房企，如奥园、龙光、佳兆业、中梁、禹洲等。

报告摘要

房企销售达标完成。百强房企 2020 年官方销售数据陆续公告，增长较快的房企有绿城（3900.HK）、金茂（817.HK）、建发（1908.HK）、德信（2019.HK）及大发（6111.HK）等，增长率超过 40%，高于百强房企整体增长率。权益销售数据有待公司进一步公告，我们以克而瑞数据作参考，权益销售增长较高的房企有金茂（817.HK）、龙光（3380.HK）、绿城（3900.HK）、正荣（6158.HK）、建发（1908.HK）、中骏（1966.HK）及禹洲（1628.HK）等，增长率超过 30%。大部份港股主要房企都达标完成年度目标，完成率平均约 107%，与 2019 年相若。

小型房企进一步受压。TOP 10 房企全口径销售增长率为 14.5%，权益销售增长率为 12.3%，大至相同。TOP 11-50 中大型房企全口径销售增长率为 26.2%，权益销售增长率为 19.5%，差距较 TOP10 为高，但两项增长率都仍然较高，反映中大型房企在占有率及资源获取上都有所改善。然而 TOP 51-100 中型房企及 TOP 101-200 小型房企之权益增长率分别为 12.6%及 8.5%，增速较低。我们认为这是由于在百强房企的压力下，小型房企要进一步牺牲权益以追赶百强。然而小型房全口径及权益销售增长率仍然比百强房企为低，反映小型房企一直处于被动防守的状态。

融资资源将进一步倾斜。继房企「三道红线」的融资新规后，央行对银行之贷款结构设下指引，限制房贷比率。主要银行的贷款余额结构都大至合乎或接近标准，按揭及地产贷款总量大概念会按总贷款余额增长，估计约在 10%。个别银行在个人住房贷款的比率略有超标的如建设银行、兴业银行等，其有关房贷总量增长会被限制，出缺部分将由其他银行填补，仍然能夠支撑 2021 年地產銷售。然而在房贷总量增长限制下，我们认为银行放贷将倾斜至高线热点城市，产品具比较优势、品牌较佳的房企将会在争取有限的融资资源上占优。

估值偏低已充分反映不利因素。我们认为在房企融资新规下，加上银行房贷比率的限制，融资资源将是关键，大型房企、国企享有融资上的便利，我们继续看好。在增长上，考虑到大型房企的高基数效应，我们认为中大型房企的增长将保持较快速度，尤其是销售规模冲 2000 亿元的房企。板块整体估值偏低，并充分反映政策逆风等不利因素，平均 2020/21 年市盈率约 4.6/3.9 倍，股息收益率约 8.5%/10.1%。我们认为板块现时的高股息收益将吸引资金逐步增持。我们仍然看好融资资质较好、土储資源较佳、估值较低的龙头房企，如奥园、龙光、佳兆业、中梁、禹洲等。

风险提示：i) 经济下行对销售压力；ii）调控政策持续；iii）房贷融资收紧

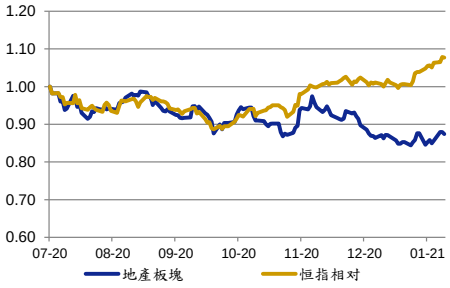
关注股份

佳兆业集团 (1638.HK)
龙光地产 (3380.HK)
中国奥园 (3883.HK)
中梁地产 (2772.HK)
禹洲地产 (1628.HK)

股价表现

地产板块

股价及恒指相对走势



数据来源：彭博、安信国际

黄焯伟 房地产行业分析师
+852–2213-1402
stevewong@eif.com.hk

31/12 年结	代码	股价 每股港元	目标价 每股港元	评级	2020 市盈率 倍	2021 市盈率 倍	2022 市盈率 倍	2020 市净率 倍	2021 市净率 倍	2022 市净率 倍	2020 周息率 %	2021 周息率 %	2022 周息率 %
佳兆业集团	1638.HK	3.88	5.30	买入	4.3	3.7	3.2	0.68	0.60	0.52	4.7%	5.3%	6.2%
龙光地产	3380.HK	12.26	18.50	买入	4.9	4.2	3.4	1.36	1.08	0.86	8.2%	9.6%	11.7%
中国奥园	3883.HK	7.42	18.00	买入	2.7	2.0	1.8	0.84	0.65	0.53	14.9%	17.0%	21.7%
中梁控股	2772.HK	4.98	8.30	买入	3.1	2.3	1.9	1.16	0.86	0.66	13.1%	14.7%	21.2%
禹洲集团	1628.HK	2.83	5.30	买入	3.0	2.7	2.6	0.55	0.51	0.47	13.2%	14.6%	15.1%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

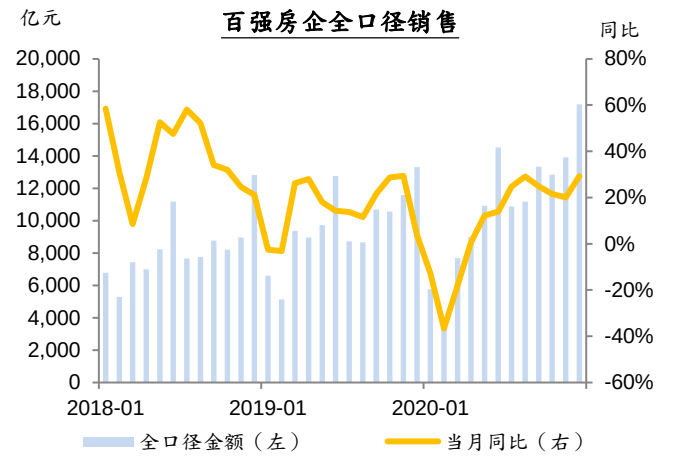
2020 年下半年顺利复苏

根据克而瑞数据，百强房企累计全口径总额同比增长 12.4% 至 130,462 亿元。全口径销售增长较快的港股房企有绿城、金茂、建发、德信及大发等。中型房企在冲规模、保资源的诱因下增速（以全口径销售计算）较高，其中，销售额同比增长超过 40%的房企于 2020 年平均销售额为 755 亿元（中位数：646 亿元）；同比增长介乎 20-30%的房企平均销售额为 911 亿元（中位数：841 亿元）；同比增长介乎 0-20%的房企平均销售额为 2069 亿元（中位数：1355 亿元）。

百强房企累计权益口径总额同比增长 10.8% 至 94,462 亿元。权益销售增长较高的房企有金茂（817.HK）、龙光（3380.HK）、绿城（3900.HK）、正荣（6158.HK）、建发（1908.HK）、中骏（1966.HK）及禹洲（1628.HK）等，增长率超过 30%。平均权益比率为 71%，比 2019 年下降 1.1 个百分点。排名 50 以下之房企数据比较波动，假若只计算首 50 大房企，我们看到权益比率下降趋势较为明显，由 2017 年的 83.6%，下降至 2020 年的 70.8%。权益下降正好反映房企在冲全口径销售规模时，会牺牲项目持股比率来换取合作开发的机会。

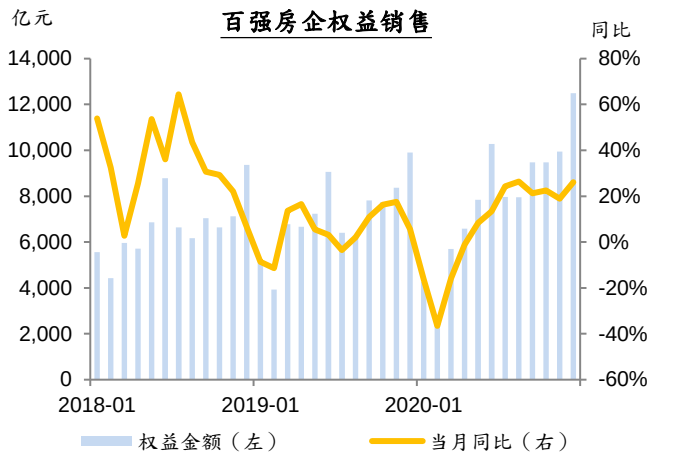
从季度来看，百强房企在 2020 年第四季度之全口径销售额为 43,950 亿元，同比上升 23.9%。虽然同比增速较第三季度的 26.1% 有所放缓，但仍然处于较快水平，主要因为去年初在中国首先爆发的环球卫生事件把一、二季度的买房需求压缩至三、四季度释放出来。房企乘着楼市好转的势头，在四季度加大供货力度，单看第四季度，百强房企全口径销售增长较快的有 龙光、建发房产、绿城、金茂、新力、雅居乐 等，同比增长超过 50%。

图 1：百强房企全口径销售



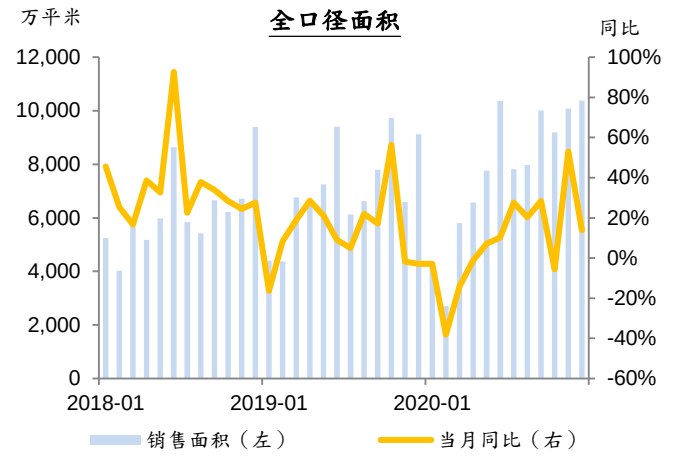
资料来源：克而瑞数据、安信国际

图 2：百强房企权益销售



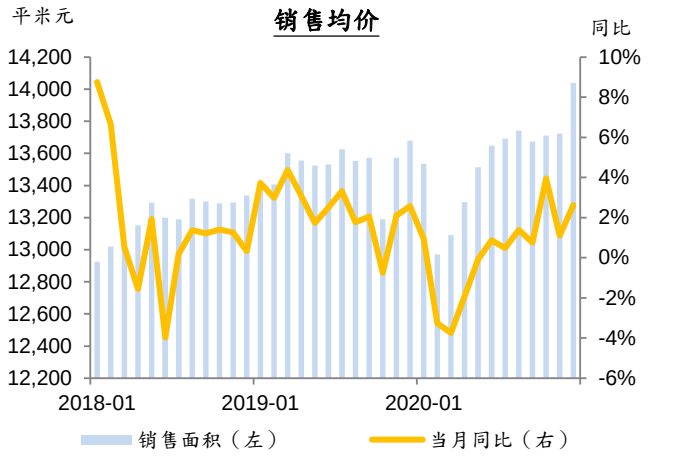
资料来源：克而瑞数据、安信国际

图 3：百强房企销量



资料来源：克而瑞数据、安信国际

图 4：百强房企平均权益



资料来源：克而瑞数据、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：50 大房企房企全口径销售金额（克而瑞排名）

全口径排名	公司名称	2020 年全年亿元	2019 年全年亿元	同比增长%
1	碧桂园	7,888	7,715	2.2%
2	中国恒大	7,035	6,080	15.7%
3	万科地产	7,011	6,312	11.1%
4	融创中国	5,750	5,556	3.5%
5	保利发展	5,028	4,702	6.9%
6	中海地产	3,634	3,301	10.1%
7	绿地控股	3,567	3,880	-8.1%
8	世茂集团	3,003	2,608	15.2%
9	华润置地	2,850	2,430	17.3%
10	招商蛇口	2,780	2,206	26.1%
11	龙湖集团	2,706	2,425	11.6%
12	新城控股	2,522	2,748	-8.2%
13	金地集团	2,426	2,106	15.2%
14	旭辉集团	2,310	2,090	10.5%
15	中国金茂	2,237	1,609	39.1%
16	金科集团	2,235	1,803	23.9%
17	中南置地	2,232	1,980	12.7%
18	阳光城	2,180	2,110	3.3%
19	绿城中国	2,146	1,354	58.5%
20	中梁控股	1,688	1,527	10.6%
21	融信集团	1,552	1,413	9.8%
22	正荣集团	1,530	1,408	8.7%
23	龙光集团	1,497	992	50.9%
24	富力地产	1,497	1,493	0.2%
25	佳兆业	1,435	1,153	24.5%
26	雅居乐	1,382	1,185	16.6%
27	滨江集团	1,364	1,121	21.7%
28	荣盛发展	1,358	1,131	20.1%
29	奥园集团	1,330	1,181	12.7%
30	祥生集团	1,306	1,159	12.7%
31	建发房产	1,297	739	75.6%
32	中国铁建	1,273	1,100	15.7%
33	美的置业	1,261	1,011	24.7%
34	华发股份	1,205	923	30.6%
35	新力地产	1,196	987	21.2%
36	远洋集团	1,183	1,300	-8.9%
37	禹洲集团	1,050	751	39.7%
38	蓝光发展	1,036	1,080	-4.0%
39	合景泰富	1,036	861	20.3%
40	新希望地产	1,031	736	40.1%
41	中骏集团	1,015	805	26.1%
42	首开股份	1,015	953	6.5%
43	时代中国	1,004	784	28.1%
44	卓越集团	994	949	4.7%
45	金辉集团	972	889	9.4%
46	越秀地产	970	731	32.7%
47	华夏幸福	963	1,510	-36.2%
48	仁恒置地	871	561	55.2%
49	弘阳地产	865	654	32.3%
50	融侨集团	859	675	27.2%
百强		**130,462**	**116,038**	**12.4%**

资料来源：克而瑞数据、安信国际

图 6：50 大房企房企权益销售金额（克而瑞排名）

权益排名	公司名称	2020 年全年亿元	2019 年全年亿元	同比增长%
1	中国恒大	6,690	5,782	15.7%
2	碧桂园	5,702	5,478	4.1%
3	万科地产	4,557	4,103	11.1%
4	融创中国	3,886	3,834	1.3%
5	保利发展	3,620	3,190	13.5%
6	中海地产	3,396	3,085	10.1%
7	绿地控股	3,210	3,492	-8.1%
8	世茂集团	2,102	1,825	15.2%
9	招商蛇口	1,940	1,562	24.2%
10	新城控股	1,938	2,016	-3.9%
11	龙湖集团	1,905	1,704	11.8%
12	华润置地	1,819	1,676	8.6%
13	金科集团	1,587	1,494	6.2%
14	中国金茂	1,544	1,110	39.1%
15	金地集团	1,503	1,306	15.1%
16	阳光城	1,424	1,386	2.7%
17	中南置地	1,408	1,208	16.6%
18	富力地产	1,388	1,382	0.5%
19	旭辉集团	1,340	1,150	16.5%
20	龙光集团	1,224	923	32.6%
21	荣盛发展	1,196	1,105	8.2%
22	绿城中国	1,192	778	53.1%
23	中梁控股	1,182	1,026	15.1%
24	佳兆业	1,069	881	21.3%
25	雅居乐	1,027	869	18.2%
26	融信集团	1,003	834	20.3%
27	中国铁建	999	825	21.1%
28	奥园集团	993	984	1.0%
29	正荣集团	969	728	33.0%
30	时代中国	943	738	27.8%
31	祥生集团	923	882	4.7%
32	建发房产	919	581	58.0%
33	越秀地产	889	640	38.8%
34	华夏幸福	856	1,375	-37.8%
35	美的置业	849	728	16.6%
36	金辉集团	786	662	18.8%
37	远洋集团	769	910	-15.4%
38	华发股份	733	592	23.8%
39	海伦堡	730	501	45.6%
40	新力地产	727	564	29.0%
41	蓝光发展	725	768	-5.7%
42	融侨集团	704	605	16.5%
43	卓越集团	700	563	24.4%
44	滨江集团	700	423	65.6%
45	中骏集团	675	436	54.9%
46	禹洲集团	669	448	49.4%
47	合景泰富	646	555	16.4%
48	万达集团	633	431	46.8%
49	华侨城	618	671	-7.8%
50	首开股份	614	633	-3.0%
百强		**94,462**	**85,268**	**10.8%**

资料来源：克而瑞数据、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：第四季度全口径销售金额（克而瑞排名）

全口径排名	公司名称	2020 年第四季 亿元	2019 年第四季 亿元	同比增长 %
1	碧桂园	1,735	1,910	-9.2%
2	中国恒大	1,716	1,549	10.7%
3	万科地产	2,084	1,556	33.9%
4	融创中国	1,942	1,860	4.4%
5	保利发展	1,355	1,232	10.0%
6	中海地产	1,047	742	41.1%
7	绿地控股	1,389	1,441	-3.6%
8	世茂集团	991	868	14.2%
9	华润置地	940	683	37.7%
10	招商蛇口	878	585	49.9%
11	龙湖集团	843	680	23.9%
12	新城控股	880	764	15.2%
13	金地集团	732	688	6.3%
14	旭辉集团	767	723	6.1%
15	中国金茂	619	370	67.1%
16	金科集团	763	590	29.2%
17	中南置地	795	677	17.4%
18	阳光城	708	608	16.4%
19	绿城中国	1,005	559	79.8%
20	中梁控股	541	516	4.8%
21	融信集团	551	473	16.3%
22	正荣集团	554	458	21.0%
23	龙光集团	499	232	115.0%
24	富力地产	558	492	13.4%
25	佳兆业	576	423	36.3%
26	雅居乐	484	309	56.8%
27	滨江集团	444	329	34.7%
28	荣盛发展	629	433	45.3%
29	奥园集团	497	395	25.8%
30	祥生集团	520	395	31.5%
31	建发房产	537	292	83.5%
32	中国铁建	663	516	28.6%
33	美的置业	423	303	39.4%
34	华发股份	474	312	51.8%
35	新力地产	462	277	66.8%
36	远洋集团	424	411	3.2%
37	禹洲集团	279	262	6.1%
38	蓝光发展	374	309	21.2%
39	合景泰富	377	280	34.8%
40	新希望地产	379	290	30.8%
41	中骏集团	325	274	18.4%
42	首开股份	337	289	16.6%
43	时代中国	407	278	46.5%
44	卓越集团	390	317	23.0%
45	金辉集团	360	258	39.8%
46	越秀地产	368	251	46.3%
47	华夏幸福	335	506	-33.8%
48	仁恒置地	304	226	34.8%
49	弘阳地产	297	212	40.1%
50	融侨集团	319	186	71.3%
	百强	**43,950**	**35,461**	**23.9%**

资料来源：克而瑞数据、安信国际

图 8：第四季度权益销售金额（克而瑞排名）

权益排名	公司名称	2020 年第四季 亿元	2019 年第四季 亿元	同比增长 %
1	中国恒大	1,632	1,473	10.7%
2	碧桂园	1,265	1,260	0.4%
3	万科地产	1,355	1,249	8.4%
4	融创中国	1,312	1,282	2.3%
5	保利发展	972	900	8.0%
6	中海地产	978	693	41.1%
7	绿地控股	1,250	1,297	-3.6%
8	世茂集团	694	608	14.2%
9	招商蛇口	624	414	50.6%
10	新城控股	693	581	19.3%
11	龙湖集团	593	482	23.0%
12	华润置地	596	480	24.3%
13	金科集团	542	459	18.0%
14	中国金茂	427	256	67.1%
15	金地集团	453	427	6.2%
16	阳光城	463	410	12.8%
17	中南置地	491	402	22.0%
18	富力地产	522	456	14.4%
19	旭辉集团	491	397	23.5%
20	龙光集团	389	184	111.4%
21	荣盛发展	560	457	22.6%
22	绿城中国	552	337	64.1%
23	中梁控股	379	339	11.7%
24	佳兆业	435	329	32.4%
25	雅居乐	375	221	69.8%
26	融信集团	412	287	43.4%
27	中国铁建	529	375	40.9%
28	奥园集团	347	323	7.4%
29	正荣集团	435	237	83.7%
30	时代中国	380	253	50.0%
31	祥生集团	327	235	39.1%
32	建发房产	373	230	62.2%
33	越秀地产	338	248	36.3%
34	华夏幸福	311	455	-31.7%
35	美的置业	281	233	20.4%
36	金辉集团	290	188	54.3%
37	远洋集团	275	287	-4.2%
38	华发股份	283	204	39.2%
39	海伦堡	321	131	145.6%
40	新力地产	287	158	81.2%
41	蓝光发展	261	215	21.3%
42	融侨集团	262	160	63.4%
43	卓越集团	301	198	51.5%
44	滨江集团	221	114	94.7%
45	中骏集团	226	146	55.4%
46	禹洲集团	178	179	-1.0%
47	合景泰富	236	187	25.9%
48	万达集团	243	158	53.7%
49	华侨城	408	516	-21.0%
50	首开股份	204	192	6.3%
	百强	**12,489**	**9,904**	**26.1%**

资料来源：克而瑞数据、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

房企销售目标大至完成

2020 年销售目标达标率

主要港股房企中，2020 年销售大至完成全年目标，平均完成比率为 107%。超额完全度较高的房企有 建发国际、大发、时代、越秀 等，超额完成全年度目标 20% 以上。撇除碧桂园等年初未有明确对外公告的目标，2020 年较销售目标为低的房企如 融创、富力、建业、银城等，虽然未能完成目标，但完成度都超过（或接近）90%。绿城自投项目 2020 年的销售额为 2147 亿元，加上轻资产代建管理项目的销售额 745 亿 元，总额为 2892 亿元，超额完成目标的 2500 亿元。

图 9：港股主要房企的销售目标完成情况

百万元	2018 年 全年销售	2019 年 目标	2019 年 全年销售	2019 年 完成度	2020 年 目标/预测	2020 年 全年销售	2020 年 完成度
万科地产	606,950	580,000	630,840	108.8%	700,000	704,150	100.6%
碧桂园	728,690	571,150	552,200	96.7%	600,000	570,240	95.0%
中国恒大	551,340	600,000	601,060	100.2%	650,000	723,250	111.3%
融创中国	460,830	550,000	556,210	101.1%	600,000	575,260	95.9%
龙湖地产	200,640	220,000	242,500	110.2%	260,000	270,610	104.1%
华润置地	210,681	242,000	242,500	100.2%	262,000	285,035	108.8%
旭辉集团	152,000	190,000	200,600	105.6%	230,000	231,000	100.4%
中海地产	301,240	350,000	377,168	107.8%	400,000	432,872	108.2%
绿城中国	156,400	200,000	201,800	100.9%	250,000	289,200	115.7%
世茂房地产	176,146	210,000	260,070	123.8%	300,000	300,307	100.1%
中国金茂	128,000	150,000	160,807	107.2%	200,000	231,100	115.6%
富力地产	142,340	160,000	138,190	86.4%	152,000	138,790	91.3%
雅居乐	102,670	113,000	117,970	104.4%	120,000	138,190	115.2%
龙光集团	71,800	85,000	96,020	113.0%	110,000	120,690	109.7%
时代地产	60,595	75,000	78,360	104.5%	83,000	100,381	120.9%
美的置业	79,029	100,000	101,200	101.2%	121,500	126,160	103.8%
中国奥园	91,280	114,000	118,060	103.6%	132,000	132,000	100.0%
佳兆业	70,059	87,500	88,120	100.7%	100,000	106,896	106.9%
合景泰富	65,502	85,000	86,107	101.3%	103,300	103,608	100.3%
越秀地产	57,783	68,000	72,114	106.1%	80,200	95,763	119.4%
融信中国	121,884	140,000	141,317	100.9%	154,000	155,172	100.8%
正荣地产	108,000	130,000	130,708	100.5%	140,000	141,901	101.4%
禹洲集团	56,003	67,000	75,115	112.1%	100,000	104,967	105.0%
建发国际	24,800		50,800		70,000	90,770	129.7%
宝龙地产	30,173	55,000	60,350	109.7%	75,000	81,551	108.7%
建业地产	53,675	90,000	71,801	79.8%	80,000	68,339	85.4%
中梁控股	101,500	130,000	152,500	117.3%	168,000	168,800	100.5%
弘阳地产	47,300	60,000	65,147	108.6%	75,000	86,500	115.3%
德信中国	39,600	43,000	45,080	104.8%	55,000	63,530	115.5%
银城国际	9,545	20,000	19,821	99.1%	23,700	23,208	97.9%
大发地产	12,524	16,000	21,017	131.4%	24,000	30,320	126.3%

资料来源：公司资料、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

中大型房企整体增长较佳

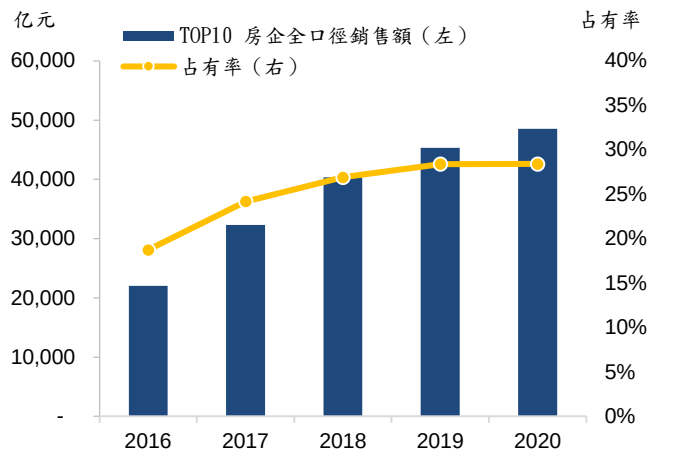
中大型房企受惠马太效应

房地产的快速复苏，进一步反映到中国对房产的需求强劲，这亦成为政府要调控地产的主原，使经济活动逐步脱离对地产的依赖。在调控环境下，资源被受限制，大型房企、国企在拿地、融资上的比较优势造成了马太效应。

考虑到房企全口径销售会有重复计算的问题，我们以房企权益销售作总体市占率的估测。200 大房企权益销售总额从 2017 年的 70,632 亿元，上升至 2020 年的 105,818 亿元。而 200 大房企权益销售总额占中国当年商品房销售总额的比率亦由 2017 年的 52.8%，上升至 2020 年的 61.9%（2020 年 1-11 月累计商品房销售总额同比增长为 7.2%，我们估计全年增长率亦是维持在 7%之水平）。由此反映房企集中度正在上升。

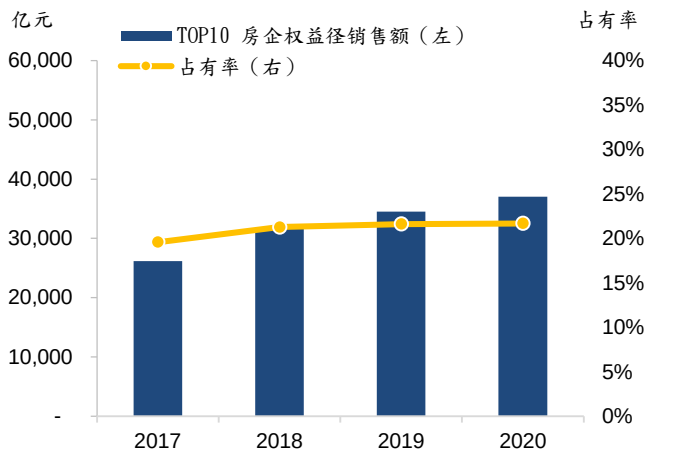
我们以全口径及权益销售额两者的增长，来冲量不同规模的房企所采用的策略。TOP 10 房企的全口径销售增长率（在这一章节里都指 2017-20 年的复合增长率，特别指明除外）为 14.5%，权益销售增长率为 12.3%，大至相同。TOP 11-50 中大型房企全口径销售增长率为 26.2%，权益销售增长率为 19.5%，差距较 TOP 10 为高，但两项增长率都仍然较高，反映中大型房企在占有率（全口径销售）及资源控制（权益销售）上都有所改善。

图 10：TOP10 销售增长对比整体水平



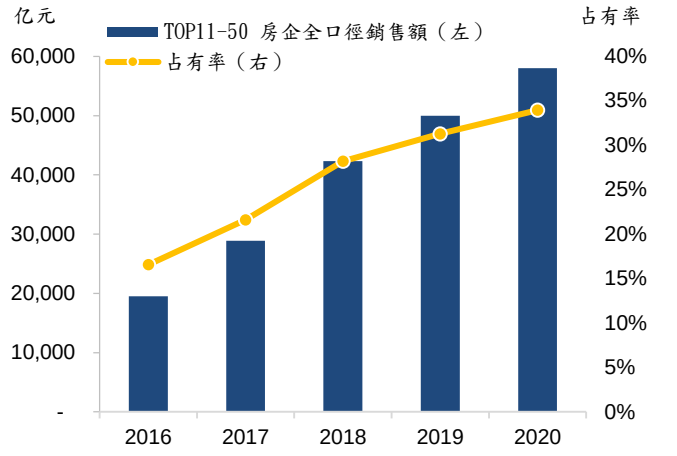
资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

图 11：TOP10 权益销售增长对比整体水平



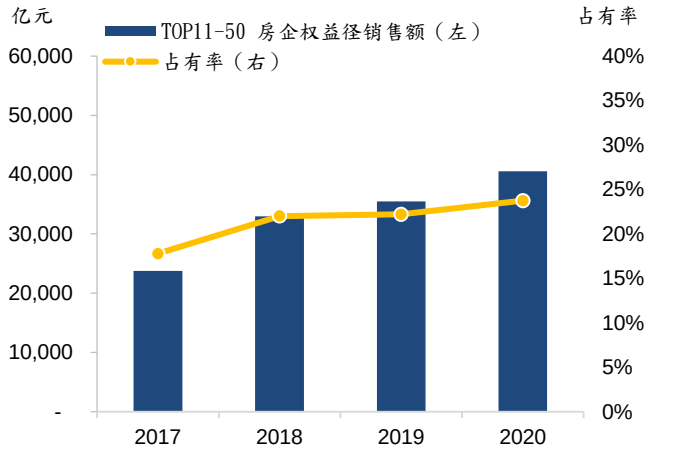
资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

图 12：TOP11-50 销售增长对比整体水平



资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

图 13：TOP11-50 权益销售增长对比整体水平



资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

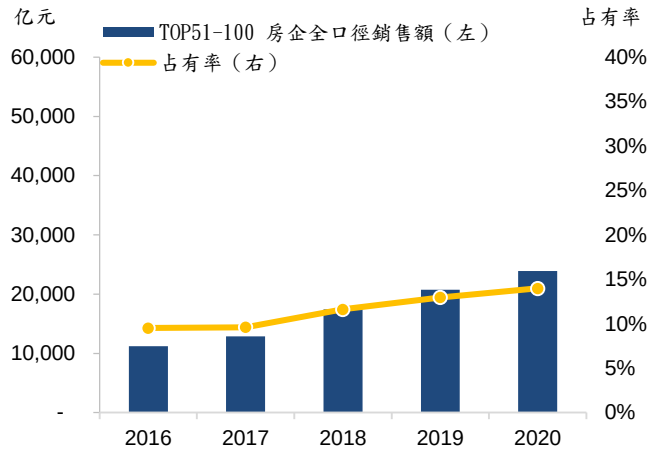
本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

小型房企受压加大

TOP 51-100 中型房企全口径及权益增长率分别为 23.0%及 12.6%，两者差距更大，资产控制的改善上没有比"在高基数效应所限制下"的 TOP 10 房企好，占有率的上升大部都是以权益换取而来。TOP 101-200 小型房企就更明显，全口径及权益增长率分别为 18.5%及 8.5%。我们认为这是由于在百强房企的压力下，小型房企要进一步牺牲权益以追赶百强。然而小型房全口径及权益销售增长率仍然比百强房企为低，反映小型房企一直处于被动防守的状态。

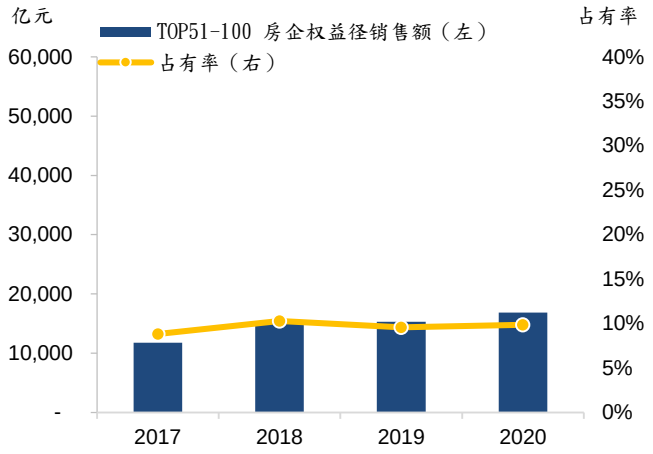
TOP 200 以外的微小型房企数据有限，能分析的部分不多。按道理在资源上、占有率上都应该比 TOP 200 房企差。但值得注意的是微小型房企销售总量，在 2017-20 年没有出现大变动，虽无增长但亦没有减少，相信这一部分主要是一些风险较高、利润较低的项目，或是与较大型房企合作的项目之原业主坚持要持有的部分。这一部分被吸收的难度较高，或须付出较大的代价。

图 14：TOP51-100 销售增长对比整体水平



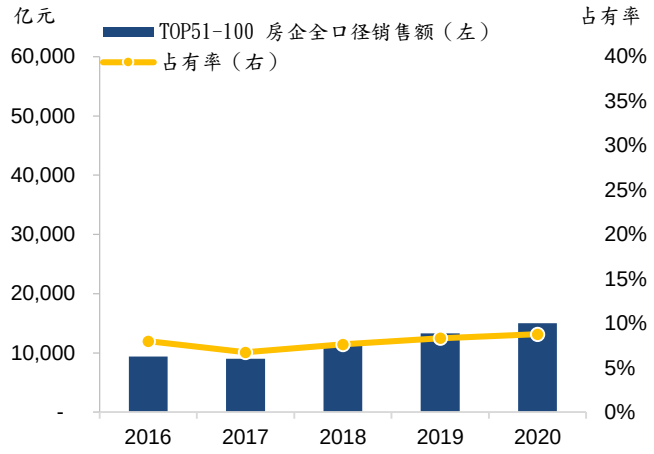
资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

图 15：TOP51-100 权益销售增长对比整体水平



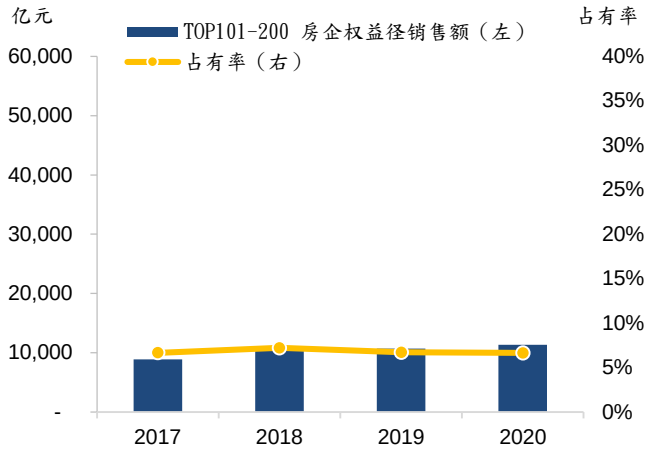
资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

图 16：TOP100-200 销售增长对比整体水平



资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

图 17：TOP100-200 权益销售增长对比整体水平



资料来源：克而瑞数据、安信国际整理

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

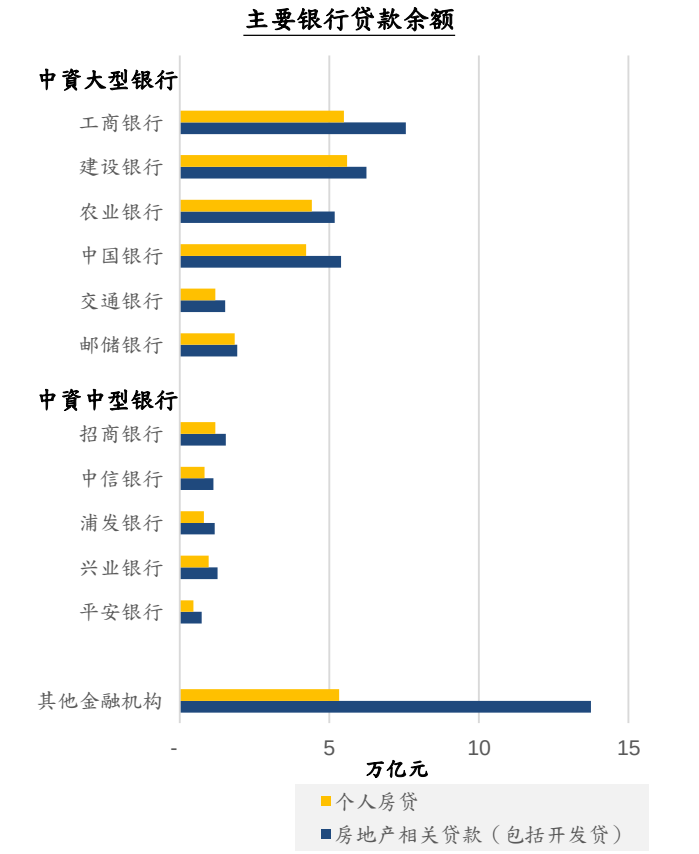
2021 年融资资源成关键，整体销售增长将继续放缓

房贷比率须维持稳定

中国人民银行、中国银保监赶在在 2020 年底，下发《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，自 2021 年 1 月 1 日起实施。根据有关通知，要建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，把银行及金融机构按规模分为五个档，并设置涉房贷款占比上限。一般定义而言，房地产贷款包括房地产开发贷款、购房贷款和证券化的房地产贷款。其中，房产开发贷款指金融机构发放的房屋建设贷款，包括住房开发贷款、商业用房开发贷款、其它房产开发贷款。购房贷款方面，主要包括个人商业用房贷款和个人住房贷款。档次最高的中资大型银行，其房地产贷款占比不超 40%，其中个人住户贷款不超过 32.5%；档次最低的村镇银行，其房地产贷款占比不超 12.5%，其中个人住户贷款不超过 7.5%。

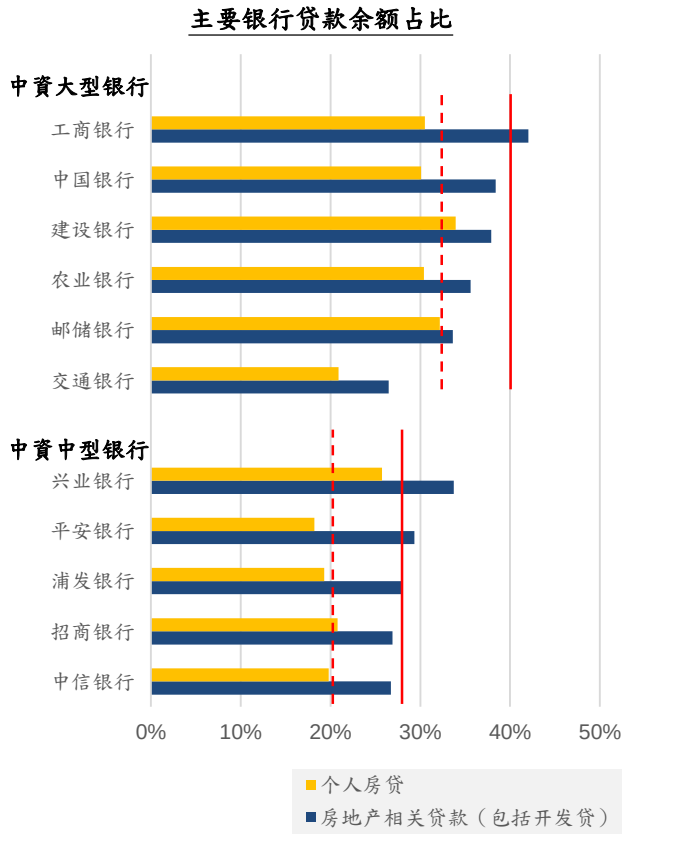
对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。从大型银行（撇除国开行）数据来看，贷款余额总量（截至 6 月）为 74.2 万亿元，占全国总贷款余额 44.7%。大型银行房贷总余额为 27.8 万亿元，占全国总量 58.7%，其中个人房贷总余额为 22.8 万亿元，占全国总量 70.4%。假若我们把兴业银行、招商银行、中信银行、浦发银行、平安银行的贷款余额数据也一同计入的话，11 家大型（及较大型）银行总贷余额占全国总量 56.2%、房贷余额占全国总量 71.0%、个人房贷余额占全国总量 83.5%。反映房贷主要由大型银行发出，而大型银行都基本达标，纵然稍微超标，幅度不高，调整压力不大，只要把贷款规模做大，房地产贷款额度不用减，占比就能下来。其余由中小型银行发出的房贷及个人房贷余额分别为 13.7 亿元及 5.3 亿元，占其贷款比率 18.9%及 7.3%，基本上都能达标。这意味未来房贷及个人房贷余额增长大程度与总贷余额一致，以维持现有的贷款结构来迎合新规。

图 18：主要大型及中型银行贷款余额（截至 6 月）



资料来源：公司资料、中国人民银行、安信国际

图 19：主要大型及中型银行房地产贷款及个人住房贷款余额占比（截至 6 月）



资料来源：公司资料、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 20：银行业金融机构房地产贷款集中度限制

分档	类别	主要银行机构	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档	中资大型	建设银行、邮储银行、工商银行、农业银行、中国银行、交通银行、国开行	40.0%	32.5%
第二档	中资中型	招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、民生银行、光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20.0%
第三档	中资小型银行及非县域农合机构	城市商业银行、民营银行、大中城市和城区农合机构	22.5%	17.5%
第四档	县域农合机构		17.5%	12.5%
第五档	村镇银行		12.5%	7.5%

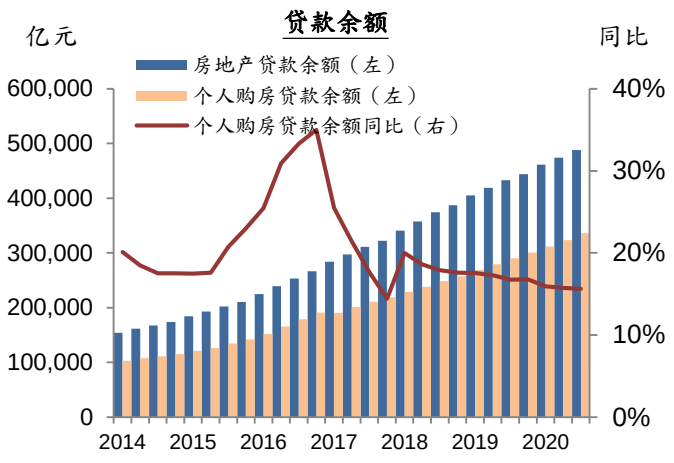
资料来源：中国人民银行、安信国际

供需两侧限制融资总量增长

2020 年（截至 9 月），全国金融机构的各项贷款余额为 1,700,563 亿元，同比增长 12.9%。主要金融机构在房地产的贷款余额为 488,300 亿元，约占总贷款余额的 28.7%；其中，个人购房贷款余额为 335,900 亿元，约占总贷款余额的 19.8%。过往十年总体金融机构贷款余额增长，自 2011 年开始，每年都保持 13-15%。然而当中房地产贷款余额之增长却高于总贷款余额，反映占比一直在上升，2014 以前，地产贷款占比维持在 20%之水平，2014 年开始，随着房地产去库存政策、棚改货币化等市场因素，房地产贷款余额增速持续攀升。到了 2016 年末，随着「930 调控政策」的落地，房地产金融市场管控趋严，房地产贷款余额增速随之逐步放缓。近年在「房住不炒」的前题下，融资再度收紧。2020 年 8 月，住建部和人行召开重点房企座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，形成了重点房企资金监测和融资管理规则，按房企的资产负债率（剔除预收款后）、现金短债比、及净负债比率（合称「三道红线」）分为四档，三项指标都不及格的房企，限制其总贷款额不能增加。大部分房企在都资产负债率上都不达标，属「黄档」房企，总债增长被限制在每年 10%以内。我们认为这次人行及银保监提出的通知，在某一层面上是早前「三道红线」融资新规的呼应，在融资供给侧入手，限制银行的贷款活动，从而达至房地产去杠杆的目的。

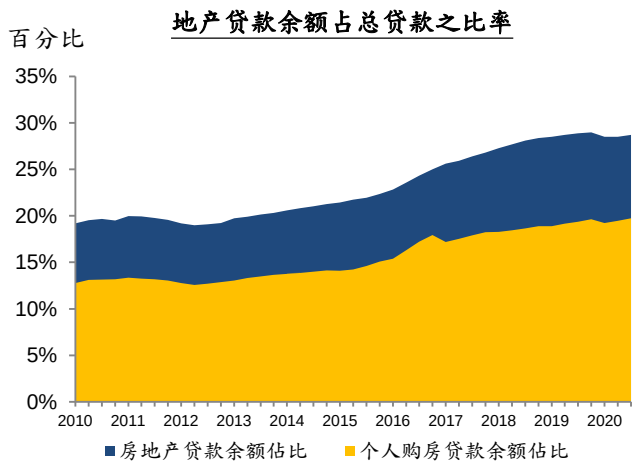
大体上需求侧（房企融资）、供给侧（银行贷款）都限制在 10%，融资能力进一步成为稀有资源。在加强房地产去杠杆化的过程中，严格控制融资总量之增长，在总量不增的情况下，资源会继续流向头部企业。放贷方面，我们认为银行会进一步倾斜向一、二线及强三线热点城市，亦会倾斜向产品质量较佳、房企品牌较好、地段较稳的项目。行业分化会进一步加剧。

图 21：房地产贷款及个人住房贷款余额增长率



资料来源：中国人民银行、安信国际

图 22：地产贷款余额占总贷款之比率



资料来源：中国人民银行、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

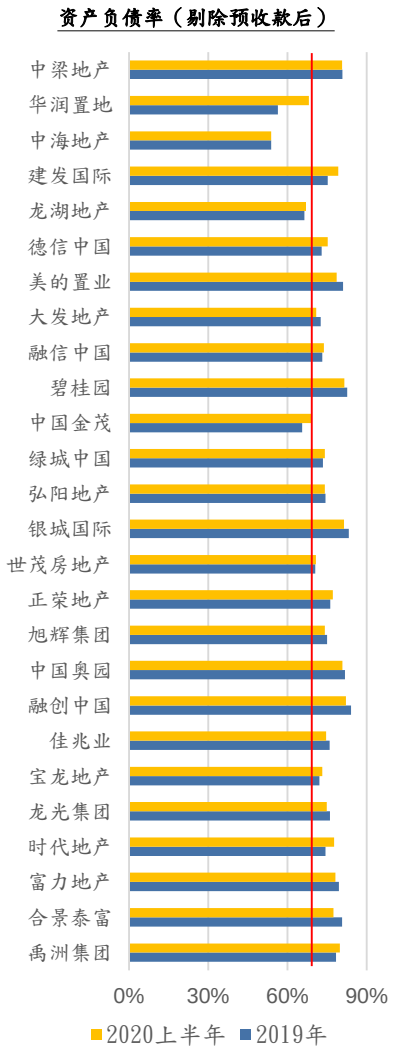
房企融资增长将限制在 10%以下，2021 年销售增长将进一步放缓

我们跟踪的房企中，截至 2020 年 6 月的数据，平均资产负债率（扣除合约付债后）为 75%，比 2019 年底大约持平，去年底的平均值为 74.5%。平均现金短债比率为 1.89 倍，比去年底上升有所上升，该比率的平均值在去年底为 1.85 倍。中海、龙湖及建发这三家现金水平最高，其现金短债比率分别为 3.33 倍、4.55 倍及 5.60 倍。撇除三家现金水平相对较高的房企，其余房企的平均值为 1.55 倍，亦处于相对安全的水平。平均净负债比率（净杠杆）为 83.6%，比去年底平均值 84.7% 下降 1.1 个百分点。

按融资新规下的「三度红线」来看，大多数房企只有在资产负债这一指标上都不达标，然而，超标程度不算严重，略为控制一下投资速度就能达标。根据规定，只有一项指标不合规的房企，其总债规模的增长不能超过 10%，所以从需求瑞来看，2021 年融资增长应该被控在 10%以内。在融资限制之下，销售增长可能会较低，按此推算，我们预期 2021 年整体销售额增长会放缓至高单位数水平。

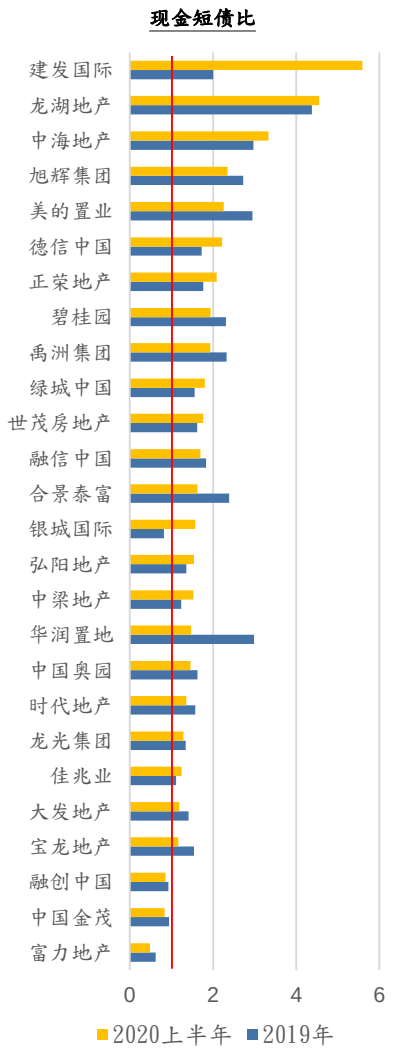
然而，板块在调整后已充分反映政策逆风等不利因素。房企如中梁、禹洲、奥园等，其高股息收益将吸引资金逐步增持。我们仍然看好融资资质较好的大型房企。此外土储资源较佳，拥有丰富旧改资源的龙头房企，如奥园、龙光、佳兆业等，亦可以锁定部分未来的可售资源，对冲招拍挂拿地的不确定性。

图 23：主要港股房企资产负债情况（截至 6 月）



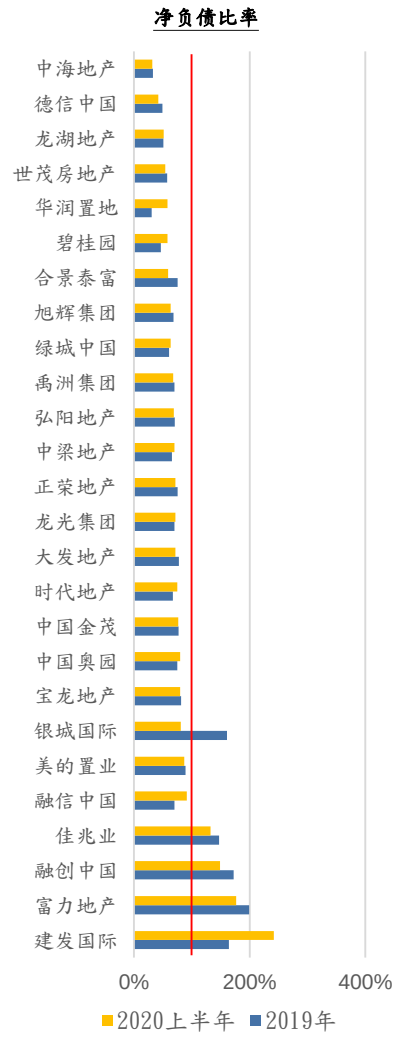
资料来源：公司资料、安信国际

图 24：主要港股房企现金短债比（截至 6 月）



资料来源：公司资料、安信国际

图 25：主要港股房企净负债率（截至 6 月）



资料来源：公司资料、安信国际

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

客户服务热线

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。（5）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010