2020 年 12 月 31 日

房地产

推荐（维持）

2020年疫情下货币政策环境宽松，港股地产板块整体走势下行，指数2021年初有估值修复空间

克而瑞内房股领先指数2020年回顾

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

- **2020 年港股地产板块活跃度受疫情影响整体略低：**恒生地产建筑业指数的周成交额占市场比值的 12 月周均值为 7.4%，与上月持平。2020 年全年周均值为 10.0%，低于 19 年至今周均值 14.3%，整体港股地产板块交易活跃度低，市场关注度降温。
- **2020 年克而瑞内房股领先指数跌幅 23.2%，四季度走势不及大盘，全年走势震荡下行，但交易活跃热度依旧不减，12 月成分股周成交额占样本比为 76.1%，略低于上月周均值 81.3%，2020 年全年周均值为 82.6%，高于 19 年周均值 80.4%。**克而瑞内房股领先指数 2020 年下跌 23.2%，中国内地地产指数下跌 23.6%，恒生指数下跌 3.4%，房地产（申万）指数下跌 10.9%，整体地产板块走势受疫情冲击呈下行趋势。12 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 76.1%，2020 年全年该占比周均值为 82.6%，依旧保持一定的交易活跃度。
- **2020 年克而瑞内房股领先指数成分股估值走势年初受疫情冲击有所震荡，后趋于平稳，但相对恒指和香港地产股大样本整体 PE、PB 折减持续走低，估值待进一步修复。**2020 年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年末较年初整体 PE 分别下降 30.1 以及 10.4 个百分点，相对 PB 分别下降 7.7 及 1.8 个百分点。12 月克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 和 PB 的周均值为 6.93 和 1.23，低于 11 月周均水平（分别为 7.57，1.35）。
- **2020 年货币政策整体宽松，年底稍有收紧，12 月居民长短期贷款占比敞口分化缩小：**金融去杠杆基调不变，2020 年整体货币政策环境宽松，很大程度上是为了缓解疫情所带来的经济增长压力，2020 年 M2 增速平均值为 10.3，较 2019 年均值上涨 2 个百分点。12 月居民长短期贷款占比敞口分化缩小， 2020 年三季度房地产开发贷款余额放量规模回升，同比增速有所放缓。
- **2020 年年度股价涨幅 TOP5：**建发国际集团、大发地产、龙湖集团、绿城中国、金地商置
- **2020 年年度股价跌幅 TOP5：**融信中国、远洋集团、中国海外发展、中国金茂、中国奥园

- **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

2020 年地产板块交易活跃度受疫情影响较上年有所降温，指数走势受疫情冲击较大，年末持续走低.....4
港股地产板块周成交额占比与上月持平，月底下行趋势显著.....4
受疫情冲击，2020 年克而瑞内房股领先指数走势整体下行，但依旧保持交易活跃度.....4
受疫情影响，克而瑞内房股领先指数估值水平年初震荡，后趋于平稳，相对估值折减率持续下降.....7
2020 年年度克而瑞内房股领先指数成分股具体表现.....12
货币政策整体宽松，居民长短期贷款敞口缩小.....14
2020 年 M2 增速处于高位，货币政策宽松.....14
个人房贷余额同比增速平稳，长短期贷款敞口缩小.....14
风险提示.....16
评级指南及免责声明.....17

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与上月持平，月底下行趋势显著.....4
图 2：2020 年内房股指数走势基本与大盘一致，年末分化.....5
图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数.....5
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，12 月有所下行.....6
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.....6
图 6：2020 年克而瑞内房股领先指数全年 PE 估值水平年初震荡，逐步趋于平稳.....7
图 7：2020 年克而瑞内房股领先指数相对恒指整体 PE 四季度震荡下行.....7
图 8：12 月克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE 有所下行.....8
图 9：2020 年克而瑞内房股领先指数相对香港地产股大样本整体 PE 自 3 月持续震荡下行.....8
图 10：12 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 PE 持续下行.....9
图 11：2020 年克而瑞内房股领先指数全年 PB 估值水平年初震荡，逐步趋于平稳.....9
图 12：2020 年克而瑞内房股领先指数相对恒指整体 PB 四季度震荡下行.....10
图 13：相对恒指整体 PB 自 2015 年年中由负转正，12 月继续下行.....10
图 14：2020 年相对香港地产股大样本整体 PB 年初略有震荡，年末稍有下行.....11
图 15：12 月相对香港地产股大样本整体 PB 略有下行.....11

图 16：11 月 M2 同比增速有所回升 14
图 17：中长期贷款占比与短期贷款占比走势分化敞口缩小.....14
图 18：11 月个人房贷余额同比增速平稳，个人房贷增量维持历史正常水平 ...15
图 19：开发贷余额同比增速略有下降，开发贷余额规模放量规模回升 15

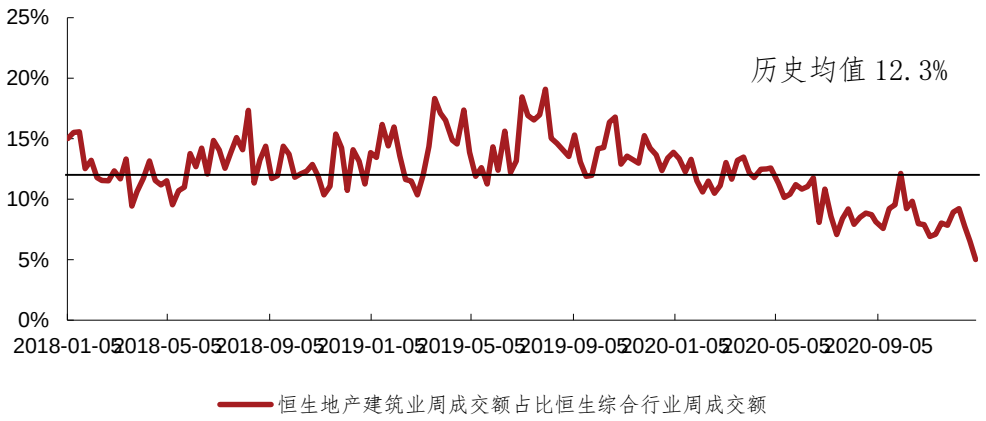
表 1：2020 年度涨幅 TOP5 12
表 2：2020 年度跌幅 TOP5 13

2020 年地产板块交易活跃度受疫情影响较上年有所降温，指数走势受疫情冲击较大，年末持续走低

港股地产板块周成交额占比与上月持平，月底下行趋势显著

12 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与上月持平。本月周均值 7.4%，低于 18 年至今的历史均值 12.3%，与上月持平，月底下行趋势显著。2020 年整体周均值为 10.0%，较 2019 年整体周均值 14.3%下降 4.3 个百分点，受年初疫情爆发及后续持续影响，地产板块活跃度整体有所下降。

图 1：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比与上月持平，月底下行趋势显著



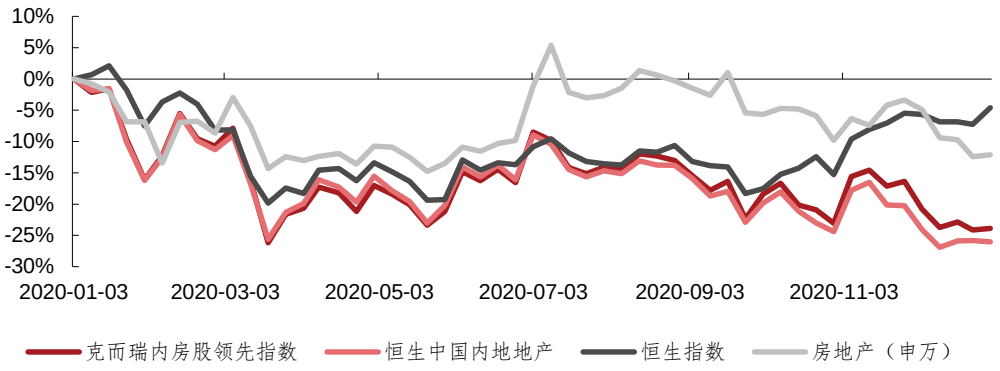
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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。

受疫情冲击，2020 年克而瑞内房股领先指数走势整体下行，但依旧保持交易活跃度

2020 年 1 月 1 日至今，由于受到疫情影响，整体地产板块走势全年较为低迷，房地产（申万）板块 7 月迎来一波走势小高峰，年初至 10 月恒生指数与恒生中国内地地产指数和克而瑞内房股领先指数的涨跌幅整体波动较为一致，年末大盘走势有所回温，但恒生中国内地地产指数和克而瑞内房股领先指数持续下行，敞口扩大。2020 年全年，克而瑞内房股领先指数跌幅 23.2%，同期恒生中国内地地产指数跌幅 23.6%，恒生指数跌幅 3.4%，房地产（申万）板块跌幅 10.9%。12 月除恒生指数外各指数走势继续下行，恒生指数上涨 2.5%，克而瑞内房股领先指数下降 8.1%，恒生中国内地地产指数下降 4.1%，房地产（申万）板块下降 7.6%。

图 2：2020 年内房股指数走势基本与大盘一致，年末分化



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 2020 年年末，克而瑞内房股领先指数涨幅为 121.6%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 94.9%，恒生指数涨幅 21.5%。

图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数



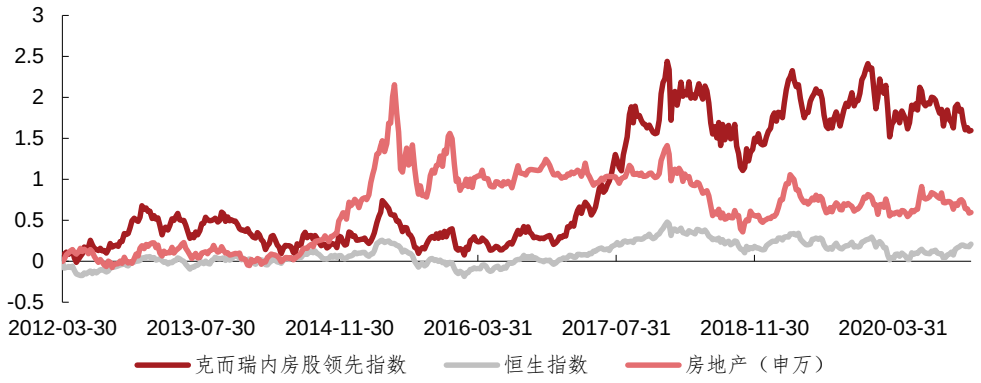
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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：中国金茂、中国海外发展、世茂集团、龙湖集团、华润置地、龙光集团、碧桂园、中国恒大、碧桂园服务、融创中国

2017 年 7 月后，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，2020 年末走势下行。2020 年 12 月 31 日，克而瑞内房股领先指数达到 5195 点，相比基期涨幅 159.7%，同期恒生指数涨幅为 21.5%。房地产（申万）指数涨幅 61.4%，12 月克而瑞内房股领先指数下降 8.1%，恒生指数上涨 2.5%，房地产（申万）指数下降 7.6%。

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，12 月有所下行

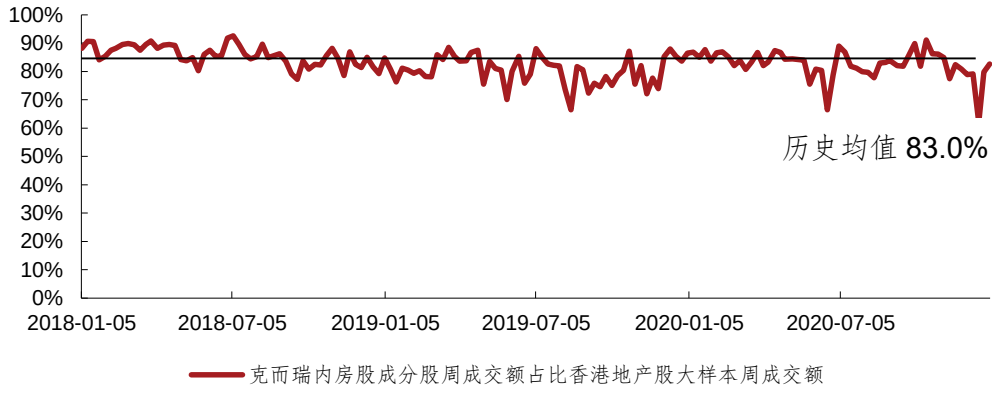


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1）基期时间为 2012 年 3 月 30 日

12 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。12 月该指数成交额占比周均值 76.1%，低于历史均值 83.0%，低于上月周均值 81.3%。2020 年整体均值为 82.6%，高于 2019 年周均值 80.4%，克而瑞内房股领先指数交易活跃度在疫情冲击下仍较为突出。

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



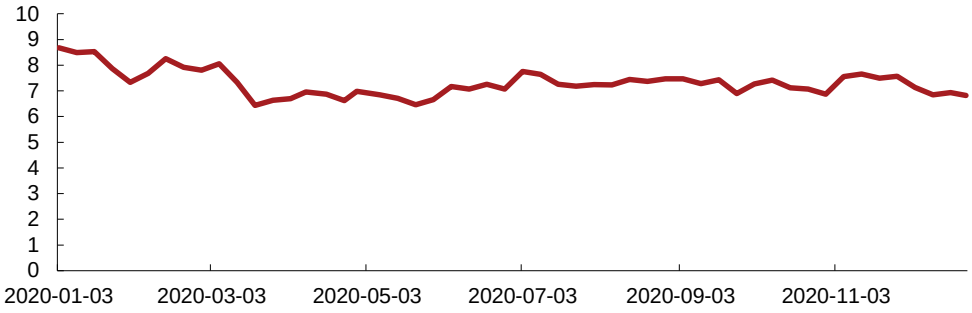
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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估值水平年初震荡，后趋于平稳，相对估值折减率持续下降

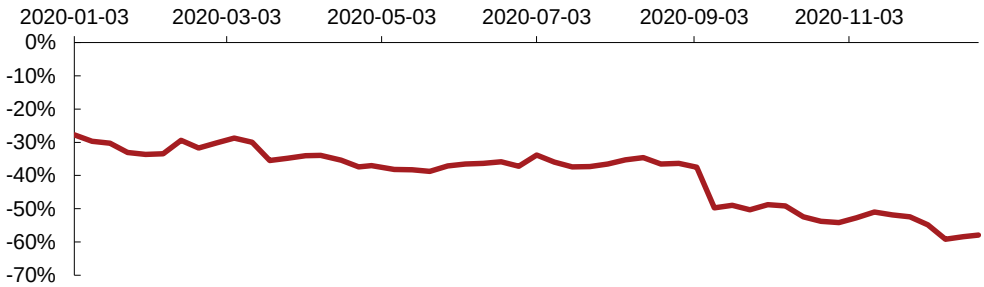
2020 年克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 年初受疫情影响大幅震荡，后趋于平稳，从历史来看相对恒指成分股 PE 多数为负，2020 年末较年初下降 30.1 百分点，四季度震荡下行；2020 年克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 值年末较年初下跌 21.4%，恒生指数成分类整体 PE 值年末较年初上涨 34.9%。12 月相对恒指成分股的 PE 周均值为-57.6%，低于 11 月相对 PE 周均值-52.0%，低于 2020 年全年相对 PE 周均值-40.2%。克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 12 月周均值为 6.93，低于 11 月的周均值 7.57，低于 2020 年全年周均值 7.30。恒指成分股 12 月整体 PE 周均值为 16.36，高于 11 月周均值 15.78，高于 2020 年全年的周均值 12.49。

图 6：2020 年克而瑞内房股领先指数全年 PE 估值水平年初震荡，逐步趋于平稳



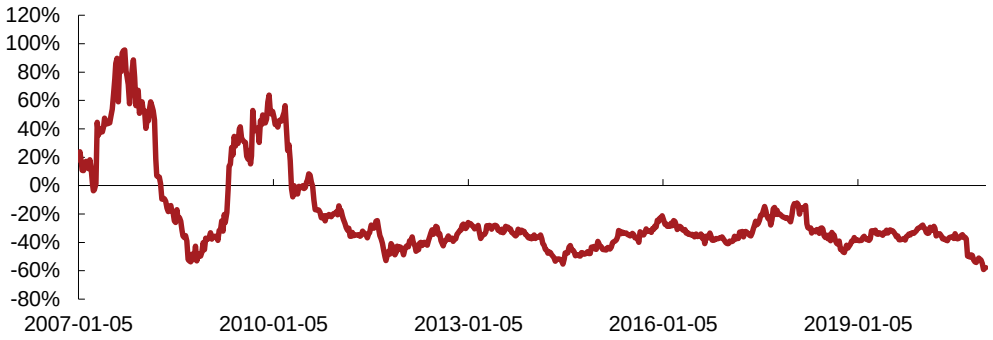
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 7：2020 年克而瑞内房股领先指数相对恒指整体 PE 四季度震荡下行



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 8：12 月克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE 有所下行

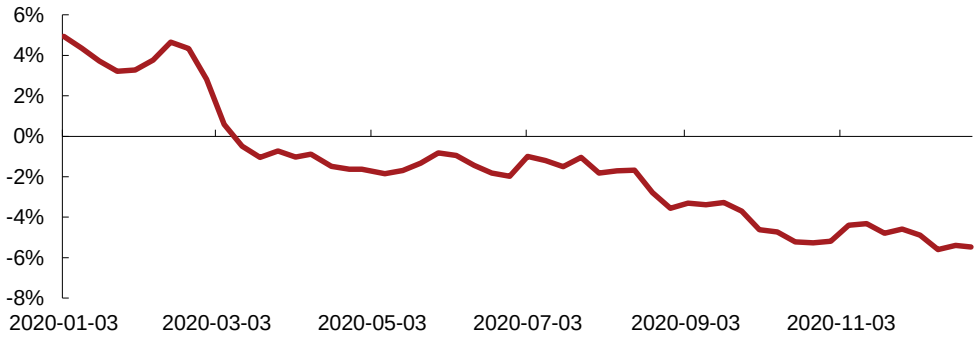


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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%

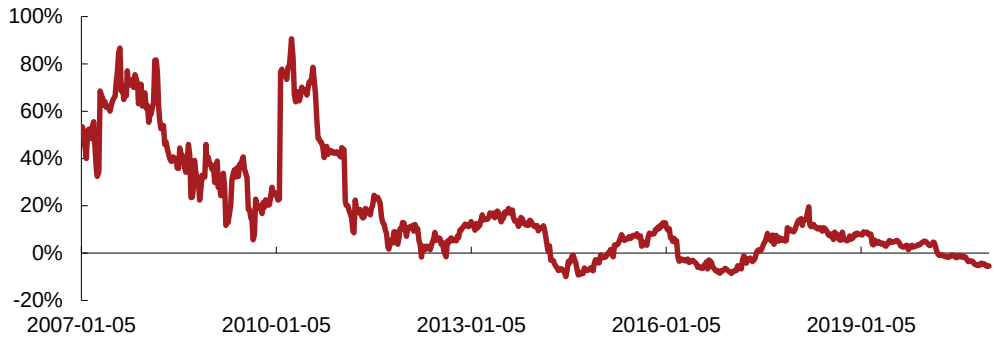
2020 年克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PE 自 3 月底由正转负后持续震荡下行，2020 年年末较年初下降 10.4 个百分点；香港地产股大样本整体 PE 值年末较年初下跌 12.7%。12 月该相对 PE 周均值为-5.3%，低于 11 月的周均值-4.5%，低于 2020 年全年周均值-1.5%。香港地产股大样本 12 月整体 PE 周均值为 7.32，低于 11 月的周均值 7.93，低于 2020 年全年周均值 7.42。

图 9：2020 年克而瑞内房股领先指数相对香港地产股大样本整体 PE 自 3 月持续震荡下行



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 10：12 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 PE 持续下行



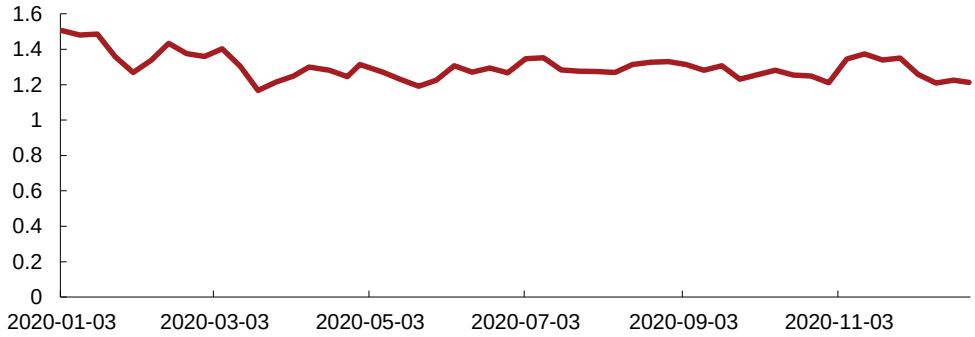
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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

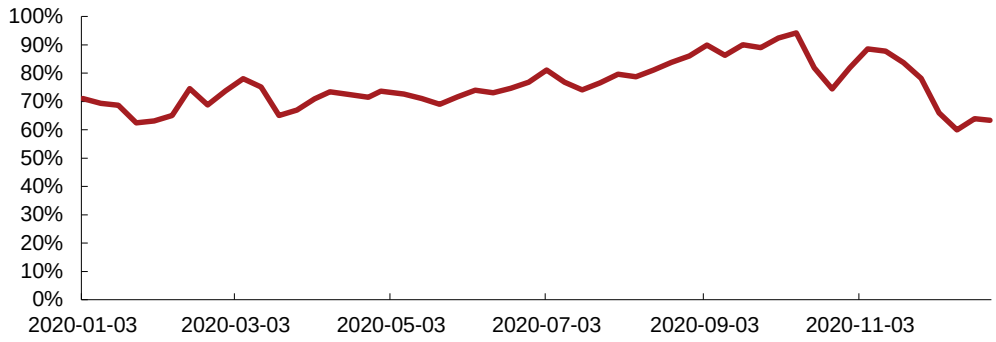
2020 年克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指成分股整体 PB 年初受疫情影响有所震荡，后趋于平稳上行，四季度大幅震荡后下行，2020 年年末较年初下降 7.7 个百分点；2020 年克而瑞内房股领先指数成分股整体 PB 值全年较为平稳，年末较年初下降 19.5%，恒生指数成分类整体 PB 值年末较年初下降 15.7%。12 月相对 PB 周均值为 63.3% ，低于 11 月的周均值 84.6%，低于 2020 年全年相对 PB 周均值 75.7%。克而瑞内房股领先指数成分股 12 月整体 PB 周均值为 1.23，低于 11 月份的周均值 1.34，低于 2020 年全年 PB 周均值 1.30。恒指成分股 12 月整体 PB 均值为 0.75，高于 11 月周均值 0.73，略高于 2020 年全年周均值 0.74。

图 11：2020 年克而瑞内房股领先指数全年 PB 估值水平年初震荡，逐步趋于平稳



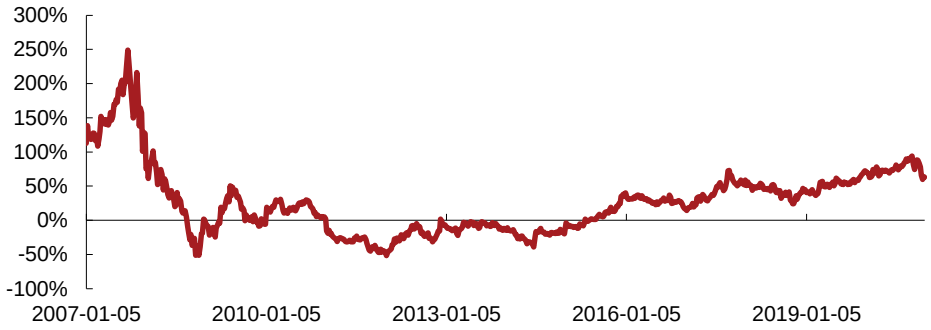
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 12：2020 年克而瑞内房股领先指数相对恒指整体 PB 四季度震荡下行



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 13：相对恒指整体 PB 自 2015 年年中由负转正，12 月继续下行

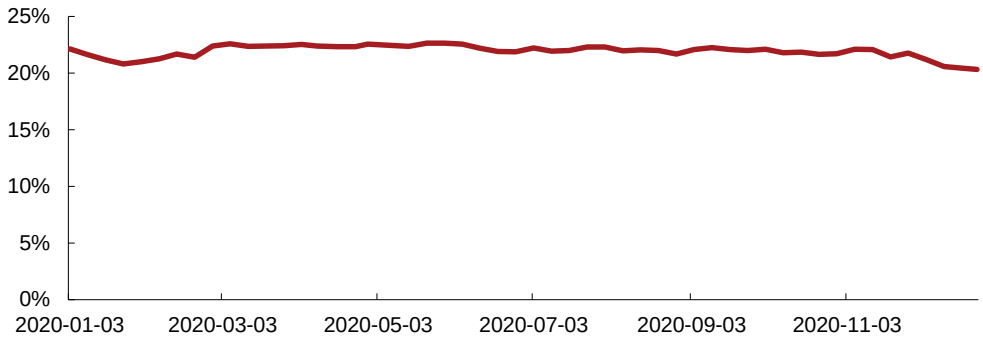


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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%

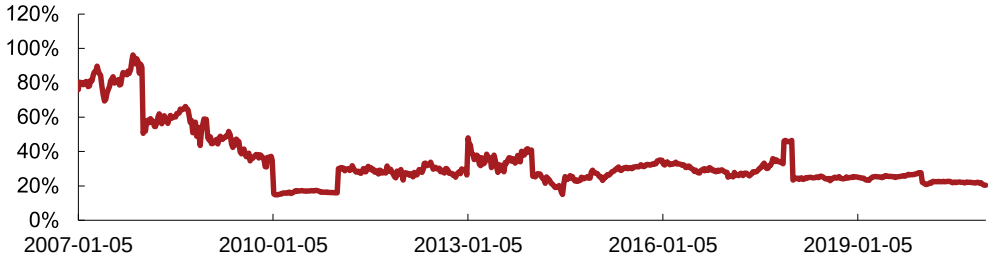
2020 年克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PB 走势整体平稳，年末略有下行，2020 年年末较年初下降 1.8 个百分点；香港地产股大样本整体 PB 值年末较年初下降 18.2%。12 月该相对 PB 周均值为 20.6%，低于 11 月的周均值 21.8%，低于 2020 全年水平 21.9%。香港地产股大样本 12 月整体 PB 周均值为 1.02，低于 11 月周均值 1.11，低于 2020 年全年 PB 的周均值 1.07。

图 14：2020 年相对香港地产股大样本整体 PB 年初略有震荡，年末稍有下行



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 15：12 月相对香港地产股大样本整体 PB 略有下行



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 PB 值，使用上年年报财务数据

2020 年年度克而瑞内房股领先指数成分股具体表现

表 1：2020 年度涨幅 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	32.8%	40.7%	11.98	Zhongtai International	买进	14.31
2	6111.HK	大发地产	25.9%	9.7%	6.95	-	-	-
3	0960.HK	龙湖集团	20.3%	26.1%	43.9	CICC	跑赢大盘	48.92
						Jefferies	买进	48.21
						Macquarie	跑赢大盘	54.10
						Goldman Sachs	买进	50.60
						Credit Suisse	跑赢大盘	51.34
4	3900.HK	绿城中国	16.2%	24.8%	11.12	Guotai Junan International Holdings Ltd	增持	12.70
						Credit Suisse	落后大盘	11.15
5	0535.HK	金地商置	7.8%	20.4%	1.11	-	-	-

数据来源：Wind Bloomberg 克而瑞证券研究院

备注：1）最大波动率=（最高价/最低价-1）*100%

表 2：2020 年度跌幅 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	3301.HK	融信中国	-51.7%	17.2%	5.21	UOB Kay Hian	买进	6.20
						Jefferies	买进	6.15
						J.P. Morgan	减持	4.70
2	3377.HK	远洋集团	-49.8%	12.2%	1.57	Credit Suisse	落后大盘	1.40
						J.P. Morgan	减持	1.30
						Morgan Stanley	减持	1.46
3	0688.HK	中国海外发展	-45.8%	18.6%	16.44	Jefferies	买进	31.44
						Credit Suisse	跑赢大盘	27.18
						J.P. Morgan	增持	27.50
						Morgan Stanley	增持	25.95
						Nomura	买进	31.85
4	0817.HK	中国金茂	-42.7%	17.8%	3.48	Macquarie	跑赢大盘	7.20
						Credit Suisse	跑赢大盘	5.15
						J.P. Morgan	减持	3.50
						Morgan Stanley	增持	5.66
						Nomura	买进	7.25
5	3883.HK	中国奥园	-41.7%	13.9%	7.4	Morningstar, Inc	买进	12.80
						Jefferies	买进	13.57
						Credit Suisse	跑赢大盘	10.00
						J.P. Morgan	增持	13.00
						Morgan Stanley	增持	10.81

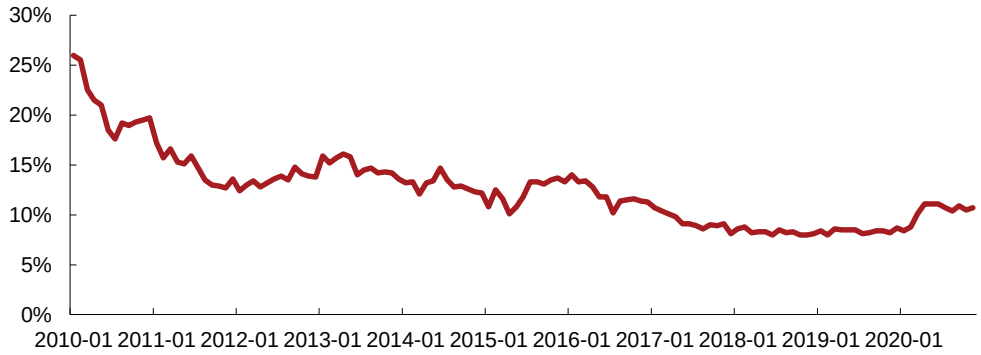
数据来源：Wind Bloomberg 克而证券研究院

货币政策整体宽松，居民长短期贷款敞口缩小

2020 年 M2 增速处于高位，货币政策宽松

2020 年 11 月 M2 同比增速较上月有所回升，为 10.7%。2019 年全年 M2 同比增速平均为 8.3%。2020 年 1 月至 11 月 M2 同比增速平均为 10.3%，较上年增长 2 个百分点。受疫情影响，为缓解经济增长压力，自 3 月来货币政策显著放松，年末稍有收紧。12 月数据尚未发布。

图 16：11 月 M2 同比增速有所回升

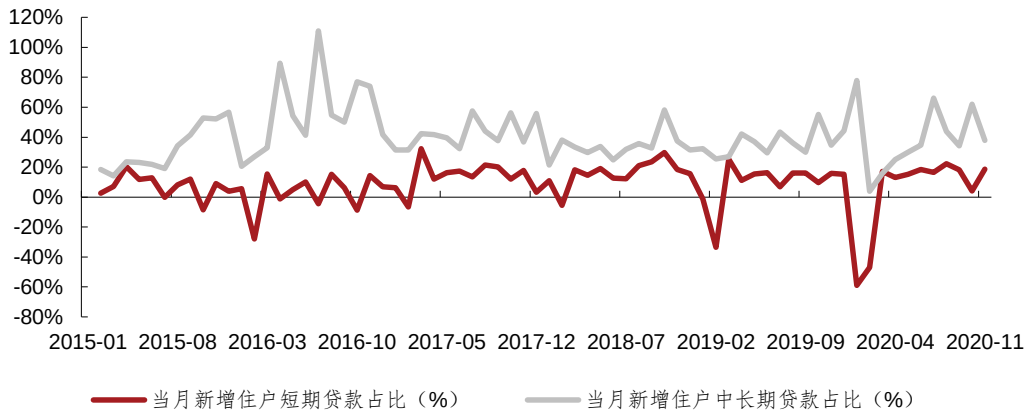


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

个人房贷余额同比增速平稳，长短期贷款敞口缩小

11 月新增居民贷款占比走势分化敞口缩小。11 月新增居民房贷占比水平从高位有所回落，当月新增住户中长期贷款占比 11 月较 10 月下降 24.1 个百分点，短期消费贷款占比 11 月有所上升，较上月上涨 14.5 个百分点。当月新增住户中长期贷款占境内贷款比 19 年均值为 36.4%，2020 年 1 月至 11 月平均占比为 39.2%，20 年整体略有上涨。12 月数据尚未发布。

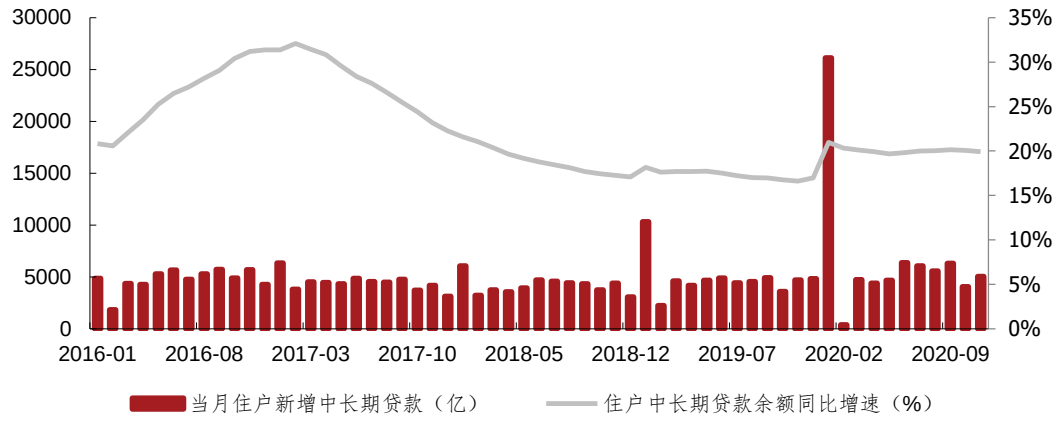
图 17：中长期贷款占比与短期贷款占比走势分化敞口缩小



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

11 月个人房贷余额同比增速稳中略降。2017 年以来，个人房贷余额同比增速持续下滑，2020 年年初迎来一波放量高峰，19 年全年均值为 17.3% ，2020 年 1 月至 11 月底同比增速均值为 20.1%，自年初放量后，整体趋势较为平稳，11 月同比增速 19.9%。12 月数据尚未发布。

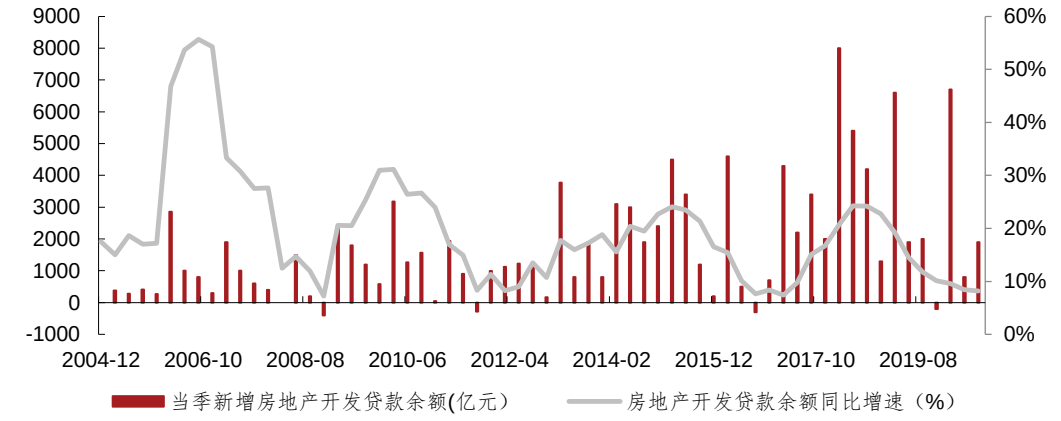
图 18：11 月个人房贷余额同比增速平稳，个人房贷增量维持历史正常水平



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2020 年 9 月房地产开发贷款余额放量规模回升，同比增速降低。2020 年三季度房地产开发贷余额较一季度上升 1900 亿元，同比增速略有下降至 8.2%，放量规模有所回升，同比增速放缓。四季度数据尚未公布。

图 19：开发贷余额同比增速略有下降，开发贷余额规模放量规模回升



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：如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：如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

如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，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。
本文件之内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。