2020 年 04 月 07 日

房地产

中性（下调）

# 个人房贷需求延后，指数表现随大盘下行

## 克而瑞内房股领先指数3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略有回温：**恒生地产建筑业指数的周成交额占市场比值的 3 月周均值为 12.8%，低于 19 年均值 14.3%，高于 2 月周均值 10.9%。
- **克而瑞内房股领先指数随整体大盘走势下行，成分股周成交额占样本比进一步下降至 83.0%。**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。3 月，疫情持续影响整体市场，大盘表现不济，克而瑞内房股领先指数表现随整体大盘走势下行，下降 11.3%，恒生中国内地地产指数下降 10.1%，恒生指数下降 9.7%。3 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 83.0%，较 2 月下降 1.6 个百分点。
- **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：**3 月克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 的周均值为 7.09，低于 2 月周均值 7.90。3 月相对恒指 PE 为-32.5%，较上月下降 1.2 个百分点，相对香港地产股大样本 PE 为-0.8%，较上月下降 4.4 个百分点。
- **受疫情影响，消费者购房需求延后，新增住户中长期贷款大幅回落，新增住户短期贷款持续呈负增长：**金融去杠杆基调不变，货币政策呈宽松趋势，2 月 M2 增速同比上升至 8.8%。2 月新增住户短期贷款持续负增长，占当月新增境内贷款-47.0%；受到新冠疫情冲击，消费者购房需求延后，新增住户中长期贷款显著回落，占比 2 月较上月大幅下降 74.0 个百分点至历史低位。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 TOP3：**力高集团、龙湖集团、弘阳地产
- **本月股价跌幅 TOP5：**绿城中国、远洋集团、中国恒大、雅居乐集团、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

受疫情持续影响，3 月地产板块交易活跃度略有回温，指数走势震荡下行，估值待进一步修复 ....3
港股地产板块周成交额占比较上月略有回升 ....3
克而瑞内房股领先指数随大盘整体走势下行，周成交额占样本进一步下降 ...3
克而瑞内房股领先指数 PE 估值水平进一步下降，有一定修复空间 ....5
克而瑞内房股领先指数成分股具体表现 ....7
货币政策趋于宽松，住房贷款需求延后 ....9
2 月 M2 增速水平上升 ....9
个人房贷增量显著回落，短期消费贷款持续呈现负增长 ....9
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有所回升 ....3
图 2：2019 年内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，3 月走势震荡下行 ....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，本月有所下降 ....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 稳中略降 ....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 进一步回落 ....6
图 8：2 月 M2 同比增速较上月回升 ....9
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 10：2 月个人房贷余额同比增速下降，个人房贷增量受疫情影响大幅回落 .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

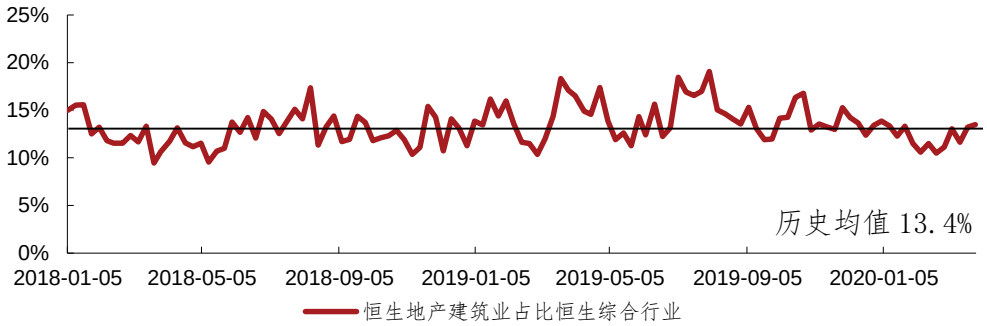
表 1：本月涨幅 TOP3 ....7
表 2：本月跌幅 TOP5 ....8

# 受疫情持续影响，3 月地产板块交易活跃度略有回温，指数走势震荡下行，估值待进一步修复

## 港股地产板块周成交额占比较上月略有回升

**3 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回升。**本月周均值 12.8%，低于 18 年至今的历史均值 13.4%，高于上月的周均值 10.8%。

**图 1：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比有所回升**



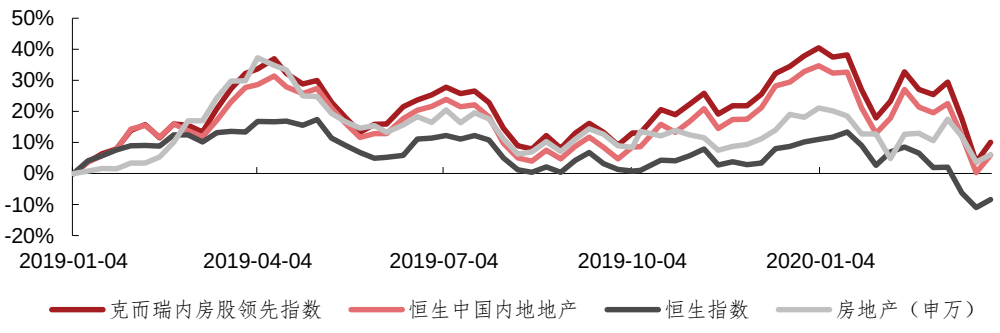

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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随大盘整体走势下行，周成交额占样本进一步下降

**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 3 月走势震荡下行，月初至月中下行态势显著，月末有所反弹。**自基期至本月底，克而瑞内房股领先指数涨幅 10.1%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 6.0%，恒生指数下行，自 2019 年 1 月 1 日以来首次跌破基期值，跌幅为 8.4%。3 月走势总体下行，克而瑞内房股领先指数下降 11.3%，恒生中国内地地产指数下降 10.1%，恒生指数下降 9.7%。

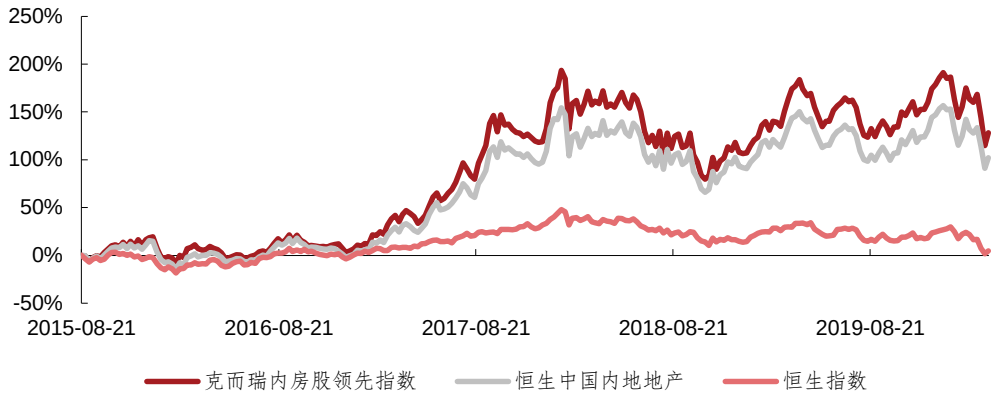
**图 2：2019 年内房股指数涨幅整体始终领先恒生指数，3 月走势震荡下行**




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回落至 128.2%，同期恒生中国内地地产指数涨幅 102.0%，恒生指数涨幅 4.8%。

**图 3：从基期来看，内房股指数涨幅整体均领先恒生指数**



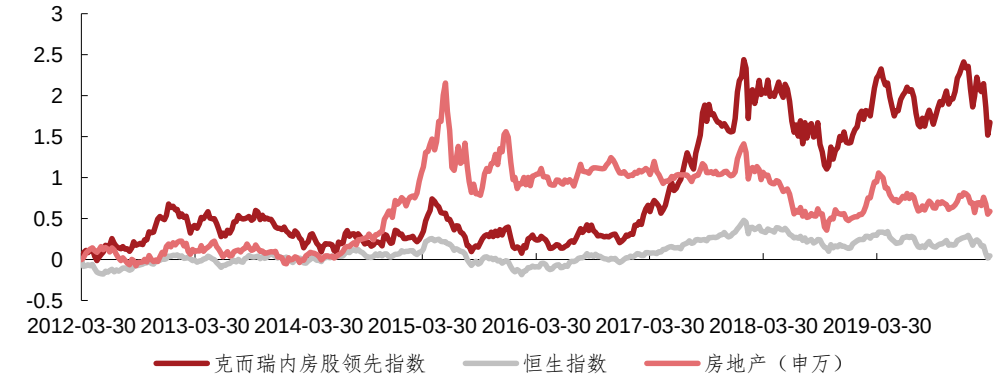

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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，3 月走势下行。**2020 年 3 月 27 日，克而瑞内房股领先指数回落至 5350 点，相比基期涨幅 167.5%，同期恒生指数涨幅为 4.8%。房地产（申万）指数涨幅 59.0%，本月克而瑞内房股领先指数下降 11.3%，恒生指数下跌 9.7%，房地产（申万）指数下跌 6.2%。

**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，本月有所下降**

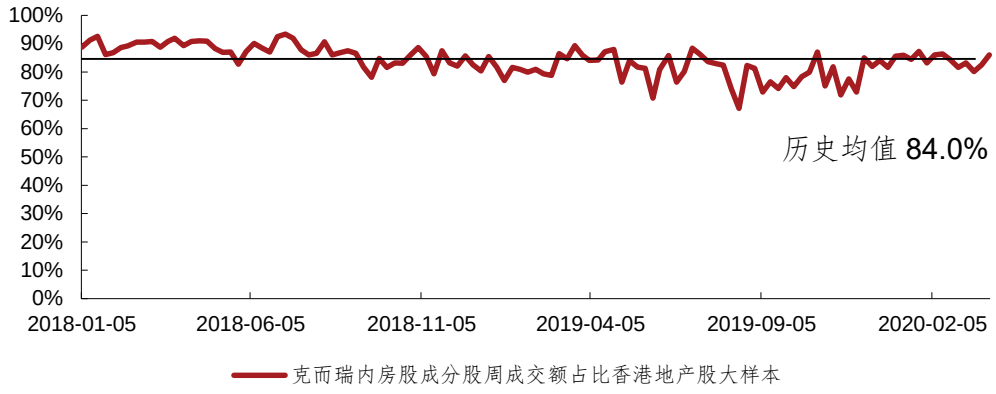



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1）基期时间为 2012 年 3 月 30 日

**3 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。**3 月该指数成交额占比周均值 83.0%，低于历史均值 84.0%，低于上月周均值 84.6%。

**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**



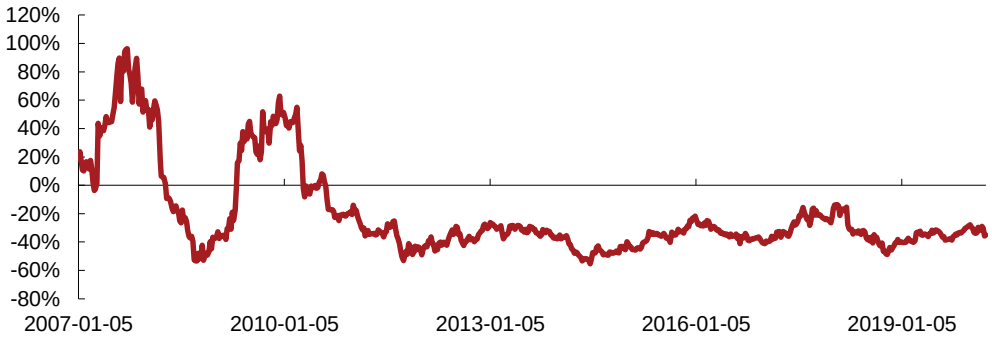

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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

## 克而瑞内房股领先指数 PE 估值水平进一步下降，有一定修复空间

**克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 水平 3 月较为平稳，较上月略有下降，相对恒指成分股 PE 仍为负。**3 月相对恒指成分股的 PE 周均值为-32.5%，低于 2 月相对 PE 周均值-31.4%，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 3 月周均值为 7.09，低于 2 月的周均值 7.90，低于 2019 年周均值 7.72。恒指成分股 3 月整体 PE 周均值为 10.48，低于 2 月周均值 11.51，低于 2019 年周均值 11.92。

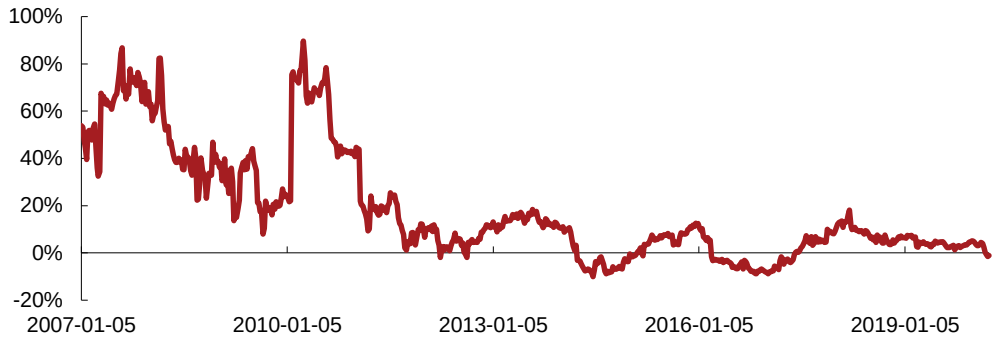
**图 6：克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE 稳中略降**




数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

**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 3 月进一步下降。**3 月该相对 PE 周均值为-0.8%，低于 2 月的周均值 3.7%，低于 2019 年周均值 4.1%。香港地产股大样本 3 月整体 PE 周均值为 7.14，低于 2 月的周均值 7.62，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 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 TOP3**

| 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 | 1622.HK | 力高集团 | 5.6% | 26.7% | 3.80 | - | - | - |
| 2 | 0960.HK | 龙湖集团 | 4.7% | 35.5% | 37.75 | Morgan Stanley | 增持 | 34.70 |
| | | | | | | Goldman Sachs | 买进 | 40.70 |
| | | | | | | Bank of China International | 买进 | 35.19 |
| | | | | | | Daiwa Securities | 买进 | 44.30 |
| | | | | | | Nomura | 买进 | 44.85 |
| 3 | 1996.HK | 弘阳地产 | 3.3% | 47.4% | 2.53 | CMB International Capital Corp Ltd | 买进 | 3.22 |
| | | | | | | CCB International Securities Ltd | 跑赢大盘 | 3.00 |
| | | | | | | AMTD International | 买进 | 3.32 |

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%

2）克而瑞内房股领先指数成分股本月股价上涨仅 3 家

**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 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 证券公司 | 评级 | 目标价（港元） |
| 1 | 3900.HK | 绿城中国 | -31.3% | 80.5% | 7.05 | Goldman Sachs | 中立 | 10.80 |
| | | | | | | CIMB | 持有 | 7.08 |
| 2 | 3377.HK | 远洋集团 | -30.4% | 56.5% | 1.97 | Morgan Stanley | 减持 | 2.68 |
| | | | | | | CICC | 中立 | 2.16 |
| | | | | | | Huatai Research | 卖出 | 1.70 |
| | | | | | | Goldman Sachs | 买进 | 3.20 |
| | | | | | | HSBC | 持有 | 2.30 |
| 3 | 3333.HK | 中国恒大 | -26.5% | 85.5% | 12.86 | CIMB | 增持 | 18.20 |
| | | | | | | Nomura | 中立 | 14.00 |
| | | | | | | Credit Suisse | 中立 | 12.00 |
| 4 | 3383.HK | 雅居乐集团 | -23.3% | 53.2% | 8.39 | Goldman Sachs | 买进 | 12.6 |
| | | | | | | J.P.Morgan | 增持 | 12.20 |
| | | | | | | CICC | 中立 | 10.10 |
| | | | | | | CMB International Capital Corp Ltd | 买进 | 10.65 |
| | | | | | | Morgan Stanley | 减持 | 9.54 |
| 5 | 3883.HK | 中国奥园 | -19.1% | 65.1% | 9.08 | CMB International Capital Corp Ltd | 买进 | 15.48 |
| | | | | | | Morgan Stanley | 增持 | 15.16 |
| | | | | | | J.P.Morgan | 增持 | 13.50 |
| | | | | | | CIMB | 增持 | 14.10 |
| | | | | | | CICC | 跑赢大盘 | 11.20 |

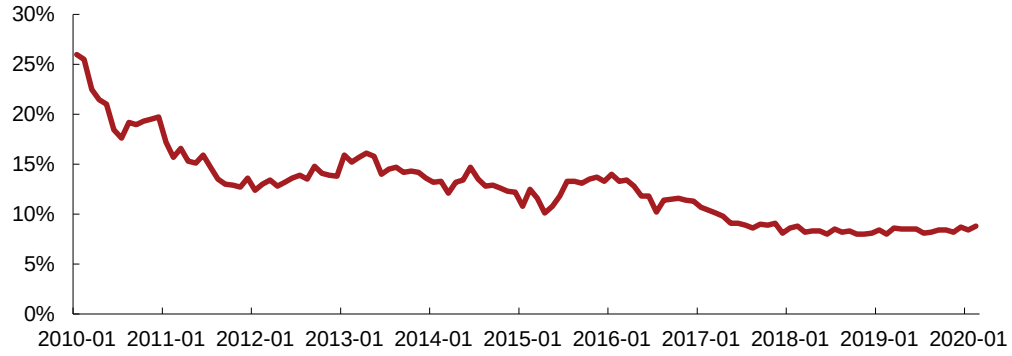
数据来源：Wind Bloomberg 克而证券研究院

# 货币政策趋于宽松，住房贷款需求延后

## 2 月 M2 增速水平上升

**2020 年 2 月 M2 同比增速较 2020 年 1 月有所回升，为 8.8%。**2019 年全年 M2 同比增速平均为 8.4%。受疫情影响，经济下行压力较大，货币政策呈宽松趋势。3 月数据尚未发布。

**图 8：2 月 M2 同比增速较上月回升**

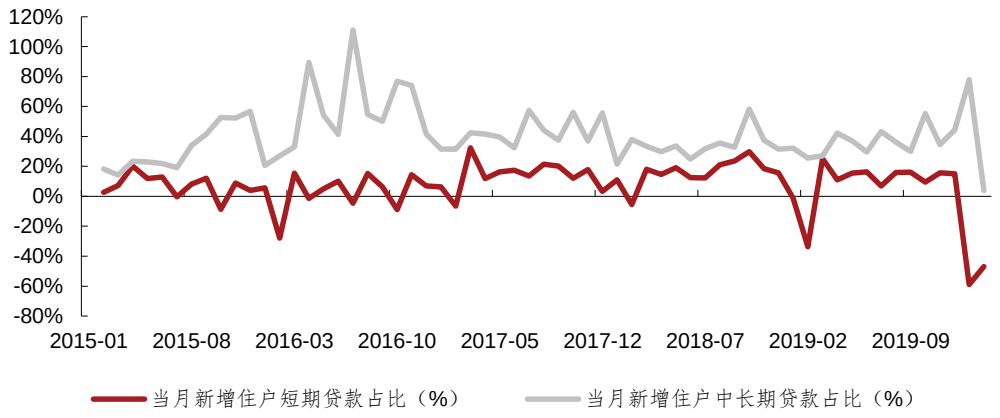



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

## 个人房贷增量显著回落，短期消费贷款持续呈现负增长

**2 月新增居民贷款占比走势敞口减小，受疫情影响，消费者购房需求延后，住户新增中长期贷款额及占比大幅回落，短期消费贷款依旧呈现负增长，占比略有回升。**2 月新增住户中长期贷款占比水平显著回落至历史低位，较 1 月下降 74.0 个百分点至 3.9%，购房需求延后信号明显；短期消费贷款占比依旧呈现负增长，当月新增住户短期贷款占比为-47.0%。3 月数据尚未发布。

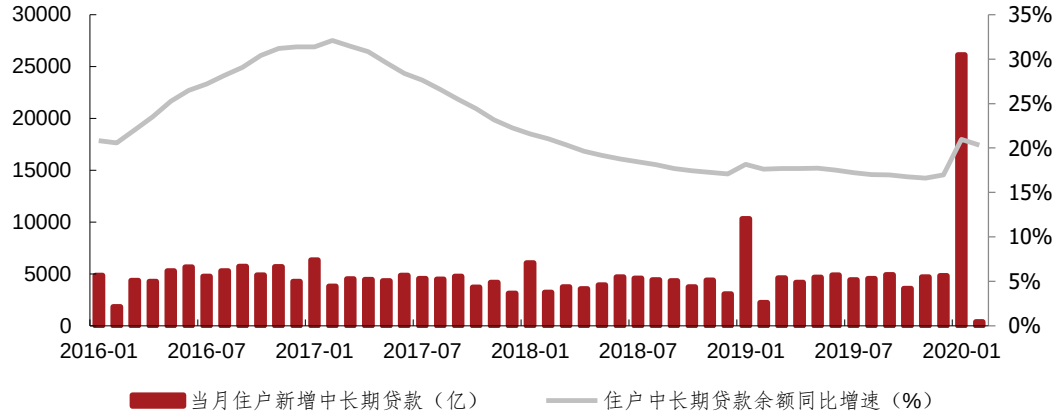
**图 9：中长期贷款占比上涨至历史高位，短期贷款占比呈负增长**




数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

**2 月个人房贷余额同比增速下降。**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 2 月同比增速有所下降，为 20.3%，高于 19 年的均值 17.3%。受疫情影响，消费者购房需求延后，中长期房贷增量大幅回落。3 月数据尚未发布。

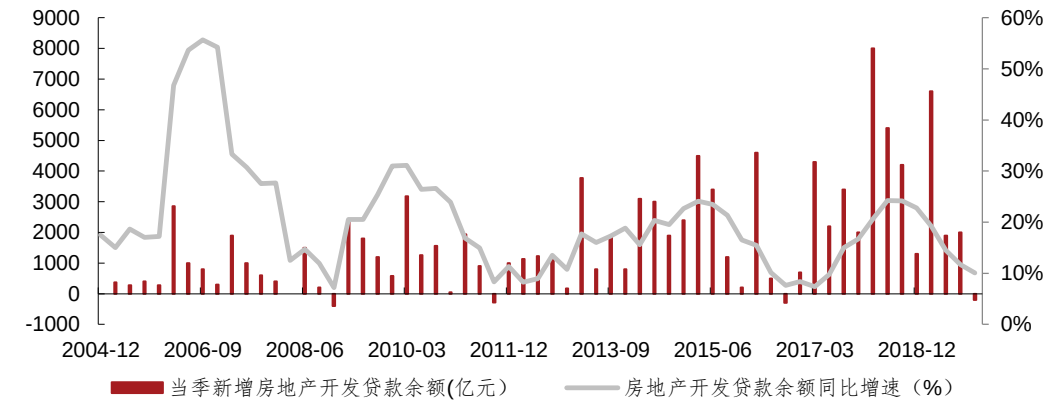
**图 10：2 月个人房贷余额同比增速下降，个人房贷增量受疫情影响大幅回落**




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：**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。