



中国 房地产

进入下半年后我们抱有信心的原因

开发商股价自6月份高点下跌了约15%，我们认为这一情形缺乏支撑，因为我们预计覆盖范围内开发商在长期内随着行业变化将继续实现市场份额增长，同时我们对短期前景抱有信心，因为：

1. 开发商降价的必要性下降，降低了房地产行业进入恶性循环的可能性：由于预售房价受到严格管控，国内一二线城市的一手房价格已经较二手房低10%-20%，令开发商降价的必要性下降。可售货量也已低于2014年上一下行周期的水平，库存月数已接近2011年的谷底。
2. 总体而言杠杆和融资成本较低：虽然截至2017年末覆盖范围内开发商的财务状况普遍走弱，但并未像2013年下半年至2014年此新一轮下行周期当中那样紧张，净负债率较低、外币债务占比（占2017年末总负债的比例）处于历史低点、短期债务（占2017年末总负债的比例）较低。
3. 处于周期低点的估值水平已经反映了市场担忧：我们覆盖的海外/内地上市开发商当前股价较其2018年末预期净资产价值平均折让48%/44%，而2013年下半年至2014年下行周期当中的平均折让幅度为43%/52%。随着政府的信贷放松举措陆续推出，我们预计估值将从近期低点反弹。我们的首选股（评级均为买入且位于强力买入名单）：碧桂园(2007.HK)和世茂房地产(0813.HK)。

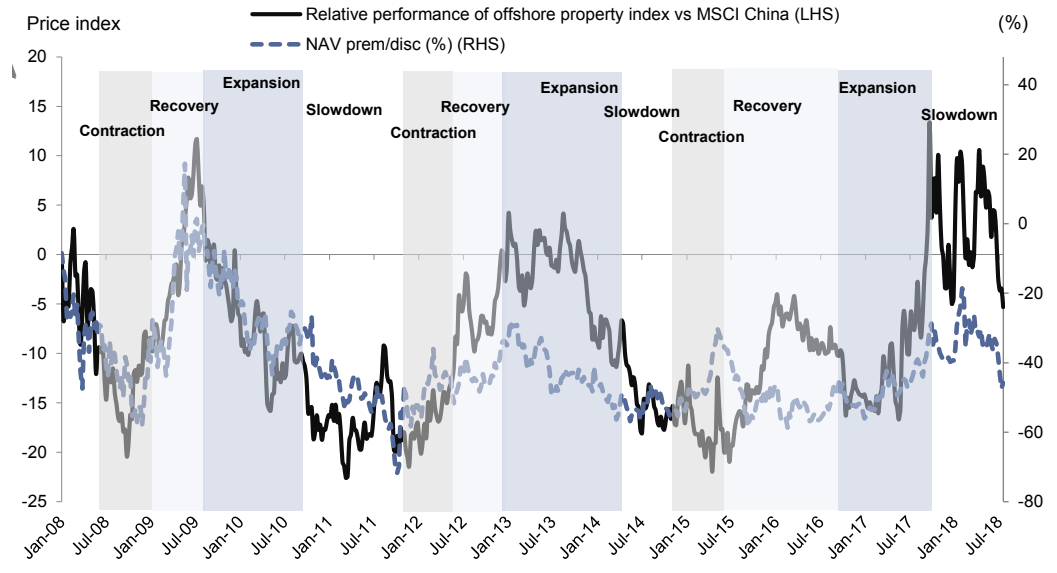
王逸, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420510120004
+86(21)2401-8930 | yi.wang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

李薇 (分析师)

执业证书编号:S1420510120012
+86(21)2401-8926 | vicky.li@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

图表 1: 我们覆盖的海外上市开发商股价较净资产价值的折让已接近上一下行周期的谷底水平, 我们认为这一现象缺乏支撑
覆盖范围内海外上市开发商与股指的相对表现, 股价较净资产价值折让幅度的历史走势



资料来源: Datastream、FactSet、高华证券研究

开发商降价的必要性下降，降低了房地产行业进入恶性循环的可能性

从历史来看，国内政策和信贷紧缩通常都会导致房地产市场下行。此类下行周期通常都是由面临财务困境的开发商采取降价举措所引发，开发商降价会削弱购房者信心、导致房地产销量进一步萎缩、最终令行业进入恶性循环。但我们认为当前发生这种情景的可能性较小。由于预售均价受到严格管控，国内一二线城市一手房价格已经较二手房低

10%-20%，令开发商降价的必要性下降。事实上，尽管今年上半年A/B/C类城市新推盘预售面积同比增长了6%/18%/40%，但销售去化率仍处于95%以上的稳健水平。同时，我们认为二手房市场大幅抛售或降价的可能性非常小，除非房贷利率大幅上调从而对承受能力构成限制、或购房者对房价的乐观预期骤然变化。另一方面，如图表2所示，可售货量也已低于2014年上一下行周期的水平，同时库存月数已接近2011年谷底。因此我们认为目前房地产行业总体流动性状况明显好于此前几轮下行周期。

总体而言杠杆和融资成本较低

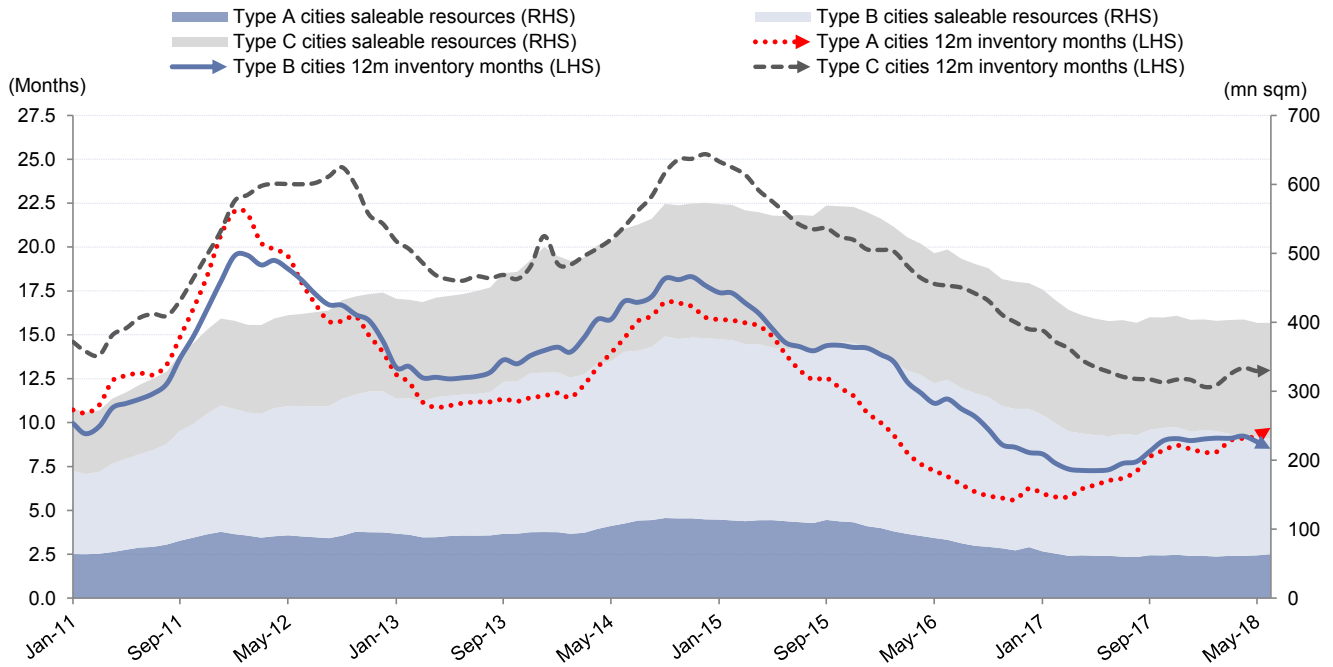
虽然截至2017年末覆盖范围内开发商财务状况普遍走弱，但并未像此前2013年末至2014年下行周期时那样紧张，净负债率较低、外币债务占比（占2017年末总负债的比例）处于历史低点、短期债务（占2017年末总负债的比例）较低。今年以来融资成本上升了200-300个基点，这在近期覆盖范围内开发商的债券发行情况中即有所体现，但融资成本的绝对水平仍远低于上一下行周期。今年上半年我们覆盖范围内开发商实现了40%的合同销售同比增速（全行业增速为13%），但这些开发商为审慎起见已经放缓了拿地步伐。因此我们预计其财务实力将基本保持稳定，并为更具可持续性的市场份额增长提供支撑。

处于周期低点的估值水平已经反映了市场担忧

我们覆盖范围内海外/内地上市开发商当前股价较其2018年末预期净资产价值折让48%/44%，对应的2018年预期市净率为1.4倍/1.4倍，而2013年下半年至2014年下行周期的均值为折让43%/52%和1.1倍/1.6倍。行业2018年预期现金利润倍数均值为4.8倍。我们认为这些估值指标已经过度反映了我们此前讨论的担忧因素。随着信贷放松政策陆续出台（参见我们的经济学家发表的报告“中国：货币当局加大政策放松力度”），我们预计估值将从近期低点反弹。我们重申对碧桂园的买入评级（位于强力买入名单），基于净资产价值的12个月目标价格为25.50港元，隐含96%的上涨空间；重申对世茂房地产的买入评级，基于净资产价值的12个月目标价格为33.40港元，隐含53%的上涨空间。有关世茂房地产的详细分析请参见我们同期发表的报告“世茂房地产 (0813.HK): 较低负债率带来更大灵活性；恢复评级评为买入（位于强力买入名单）”。

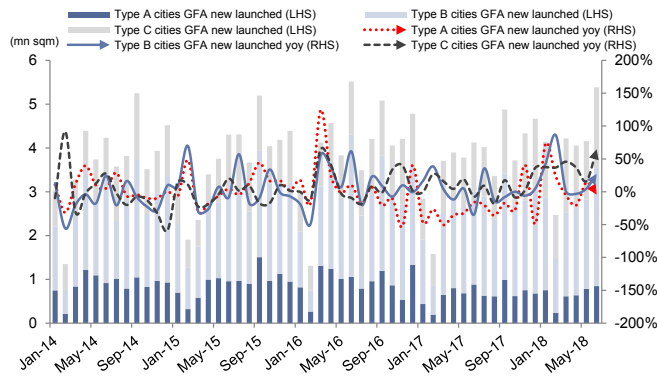
碧桂园面临的主要风险：低线城市意外放缓导致盈利低于预期、财务状况走弱；规模扩张过程中执行不力。世茂房地产面临的主要风险：扩张过于激进（就规模或城市类别占比而言、或两方面兼而有之）导致执行失误，从而令销售/盈利低于预期。

图表 2: 所有类型城市的可售货量均低于2014年峰值
各类型城市的可售货量及库存月数比较



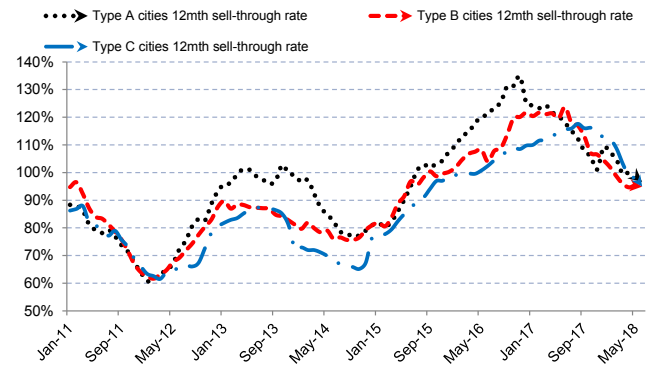
资料来源: CRIC

图表 3: 虽然新推盘面积加速增长...
各类型城市的新推盘面积明细和同比增长



资料来源: CRIC

图表 4: ...但销售去化率依然稳健, 而且远高于此前几轮下行周期的水平
各类型城市的销售去化率 (销售面积/新推盘面积) 明细



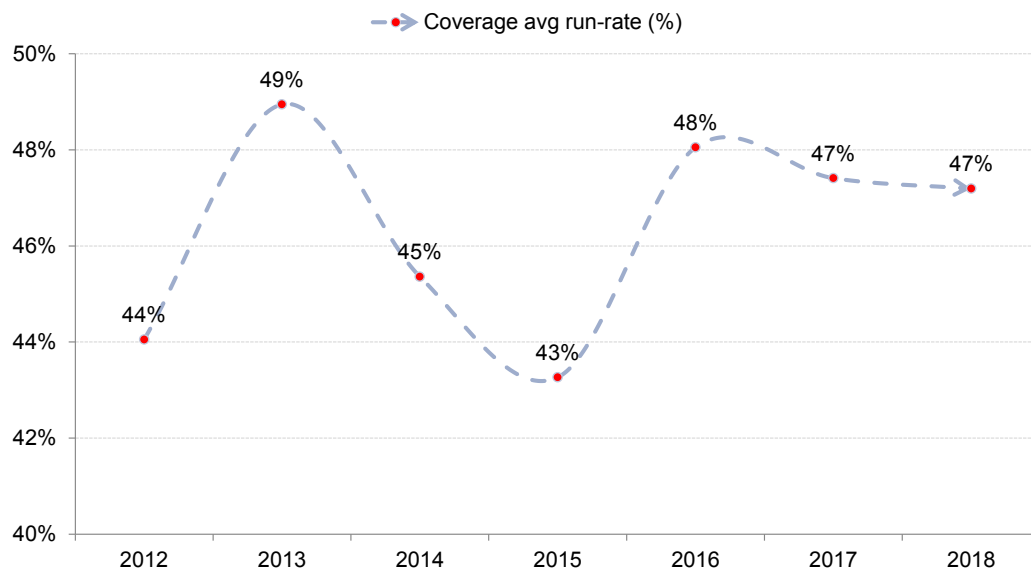
资料来源: CRIC

图表 5: 2018年上半年覆盖范围内开发商的销售状况保持强劲, 同比增速均值为40%
2018年上半年和6月份房地产销售同比增速和在我们全年预测中的占比

		Presales (Rmb bn)						% run-rate			
		Jun-18	mom	yoy	1H18	1H17	yoy	2017	2018E	1H18	1H17
Agile	3383.HK	8.4	-3%	6%	46.6	40.4	15%	90	112	42%	45%
CIFI	0884.HK	15.2	20%	69%	66.0	47.2	40%	104	143	46%	45%
COGO	0081.HK	6.8	17%	54%	23.3	16.4	42%	31	38	61%	52%
COLI	0688.HK	32.5	51%	18%	123.5	112.9	9%	193	268	46%	58%
CRL	1109.HK	25.4	88%	151%	83.3	63.2	32%	152	200	42%	42%
Country Garden	2007.HK	77.8	1%	74%	412.5	288.9	43%	551	720	57%	52%
Evergrande	3333.HK	50.1	20%	-18%	304.2	244.1	25%	501	555	55%	49%
Future Land	1030.HK	28.1	69%	255%	95.3	49.1	94%	126	189	50%	39%
Greentown	3900.HK	12.3	10%	16%	47.4	44.2	7%	103	114	42%	43%
R&F	2777.HK	13.5	29%	63%	57.0	38.8	47%	82	131	43%	47%
KWG	1813.HK	6.8	22%	107%	32.4	17.8	82%	38	65	50%	47%
Logan	3380.HK	6.6	-19%	73%	35.5	19.3	84%	43	67	53%	44%
Longfor	0960.HK	21.0	20%	24%	97.1	92.6	5%	156	214	45%	59%
Poly (H)	0119.HK	3.2	-51%	-22%	24.1	22.2	9%	38	44	54%	59%
Shimao	0813.HK	20.7	96%	83%	72.3	45.1	60%	101	148	49%	45%
Sino Ocean	3377.HK	14.4	99%	70%	45.1	30.5	48%	71	100	45%	43%
CM Shekou	001979.SZ	23.2	127%	122%	75.1	53.7	40%	113	160	47%	48%
Gemdale	600383.SS	14.6	23%	-22%	63.1	70.3	-10%	141	164	38%	50%
Poly (A)	600048.SS	60.2	69%	58%	215.3	146.6	47%	309	454	47%	47%
Vanke	000002.SZ	65.6	53%	34%	304.7	277.2	10%	530	644	47%	52%
Median			23%	62%			40%			47%	47%

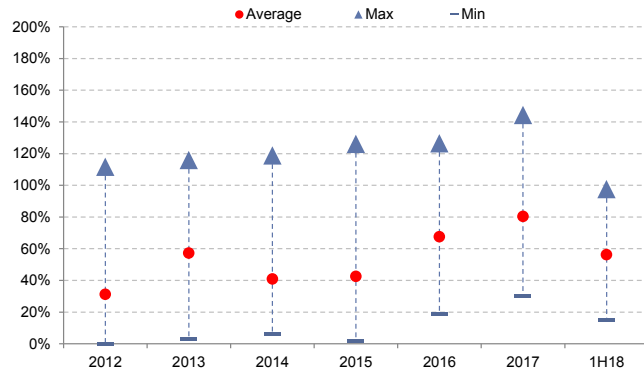
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 6: 今年上半年我们覆盖范围内开发商的销售完成进度保持稳定
中国开发商的销售完成进度均值



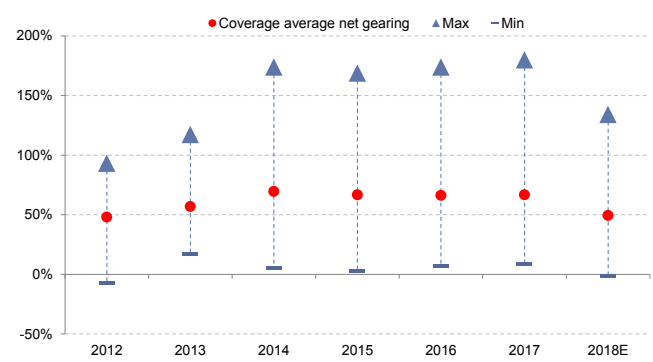
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 7: 2018年上半年我们覆盖范围内大多数开发商已放缓了拿地步伐
今年以来开发商拿地规模占销售收入的比例



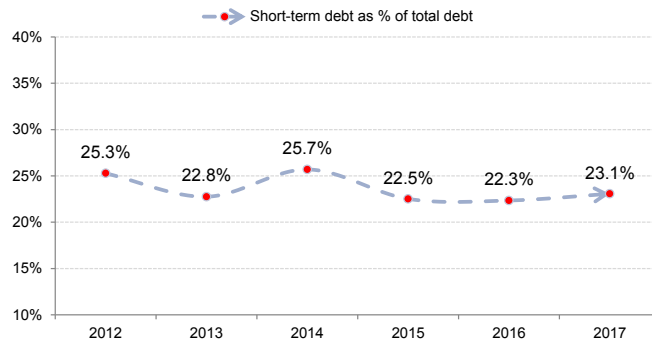
资料来源: 公司数据、CEIC

图表 8: 当前净负债率也低于2014年上一下行周期的水平
中国开发商净负债率均值



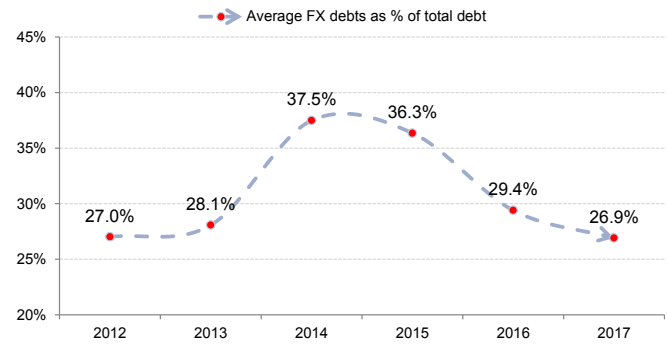
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 9: 截至2017年末, 短期债务占比保持稳定
短期债务在总负债中占比



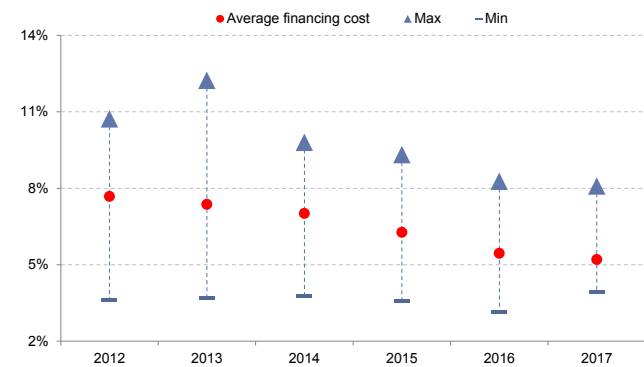
资料来源: 公司数据

图表 10: 外币债务占比降至2012年以来的历史低点
外币债务在总负债中占比



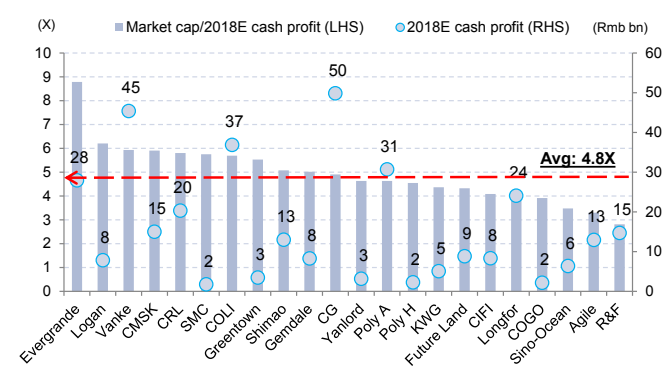
资料来源: 公司数据

图表 11: 新借入资金的融资成本小幅上升, 但平均成本仍远低于2013-2014年水平
覆盖范围内开发商的债务融资成本均值



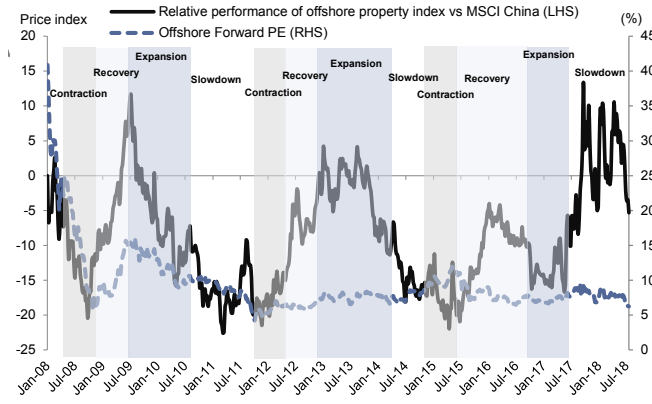
资料来源: 公司数据

图表 12: 平均市值/2018年预期现金利润倍数从今年一季度的5.5倍降至4.8倍
市值/2018年预期现金利润



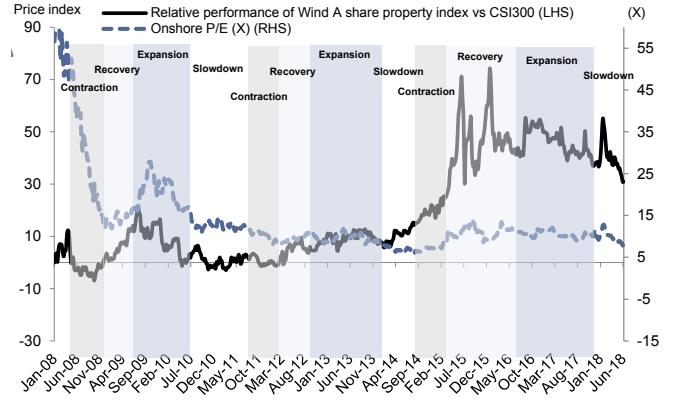
资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究

图表 13: 从历史来看, 市盈率估值通常在行业进入放缓阶段之前达到峰值
覆盖范围内海外上市开发商的12个月预期市盈率, 与MSCI的相对表现



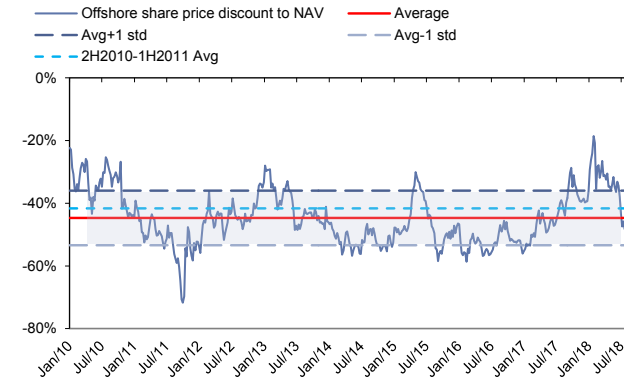
资料来源: Datastream、公司数据、高华证券研究

图表 14: 从历史来看, 市盈率估值通常在行业进入放缓阶段之前达到峰值
覆盖范围内内地上市开发商的12个月预期市盈率, 与沪深300指数的相对表现



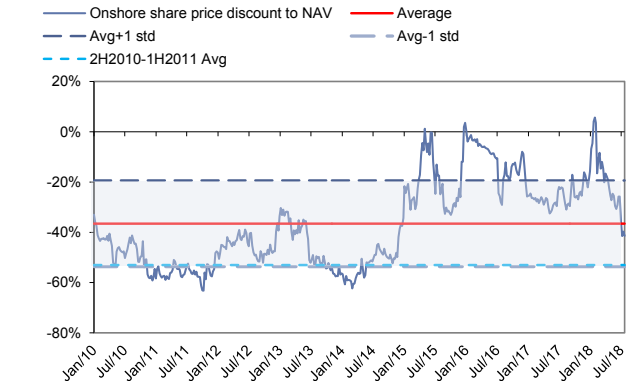
资料来源: Datastream、万得、公司数据、高华证券研究

图表 15: 海外上市开发商股价较净资产价值折让的历史走势



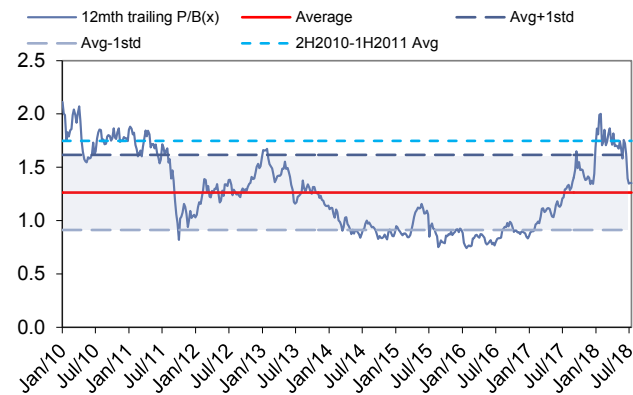
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 16: 内地上市开发商股价较净资产价值折让的历史走势



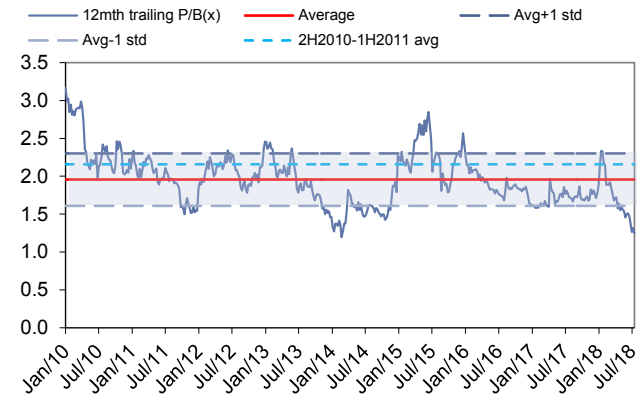
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 17: 海外上市开发商市净率估值历史走势



资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 18: 内地上市开发商市净率估值历史走势



资料来源: Datastream、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师韦彬杰在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

我们，王逸，CFA、李薇，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

王逸，CFA：A股房地产、中国房地产行业。李薇：A股房地产、中国房地产行业。

A股房地产：CFLD、China Merchants Shekou Inds Zone、China Vanke (A)、Gemdale Corp.、Poly Real Estate Group、Shanghai Shimao Co.、Shenzhen Overseas Chinese Town。

中国房地产行业：Agile Property Holdings、China Evergrande Group、China Jinmao Holdings、China Overseas Grand Oceans Group、China Overseas Land & Investment、China Resources Land、China Vanke (H)、CIFI Holdings、Country Garden Holdings、Future Land Development Holdings、Greentown China Holdings、Guangzhou R&F Properties、Joy City Property Ltd.、KWG Property Holding、Logan Property Holdings、Longfor Properties Co.、Poly Property Group、Red Star Macalline Group、Shimao Property、Sino-Ocean Land Holdings、SOHO China、Yanlord Land。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬：Country Garden Holdings (HK\$13.48)、Shimao Property (HK\$22.65)

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：Country Garden Holdings (HK\$13.48)、Shimao Property (HK\$22.65)

高盛高华在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系：Country Garden Holdings (HK\$13.48)、Shimao Property (HK\$22.65)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的未来12个月内投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。