

中性（下调）

楼市调控收紧，指数年初仍处低位，表现不佳

克而瑞内房股领先指数1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明显下降：**恒生地产建筑业指数的周成交额占市场比值的1月周均值为6.1%，低于历史均值12.2%，低于上月周均值7.9%。
- **2021年初大盘走势上行，较基期涨跌幅回正，月末回调，克而瑞内房股领先指数年初走势下行，表现不佳，1月克而瑞内房股领先指数成分股周成交额占样本比回升至87.3%。**1月，克而瑞内房股领先指数走势下降3.5%，恒生中国内地地产指数下降1.2%，恒生指数上涨3.9%，房地产（申万）板块下降6.8%。1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87.3%，较上月上升8.2个百分点。
- **2021年1月克而瑞内房股领先指数估值平稳，大盘走势上行，指数相对恒指PE继续走低，相对香港地产股大样本PE有所回升：**1月克而瑞内房股领先指数成分股整体PE周均值为6.97，低于上月周均值水平7.06；1月相对恒指PE为-60.0%，较上月下降2.4个百分点，相对香港地产股大样本PE为-4.7%，较上月上升0.6个百分点。
- **楼市调控收紧，居民长短期贷款敞口扩大：**金融去杠杆基调不变，12月M2增速回落至10.1%，资金流入房地产受到更强监管，居民长短期贷款敞口扩大，12月新增住户短期贷款下降，占当月新增境内贷款10.6%，新增住户中长期贷款占比回升至39.6%。2020年四季度房地产开发贷款余额放量规模下降，同比增速有所放缓。
- **本月股价涨幅TOP5：**新城发展控股、万科企业、中国海外发展、建发国际集团、远洋集团
- **本月股价跌幅TOP5：**花样年控股、中国金茂、碧桂园、绿城中国、中梁控股
- **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

1 月地产板块交易活跃度下降明显，指数表现不佳 .....	3
港股地产板块周成交额占比较上月下降明显 .....	3
克而瑞内房股领先指数 1 月走势弱于恒生，优于申万，周成交额占样本比上升 .....	3
克而瑞内房股领先指数估值水平整体平稳，持续受政策及大市影响 .....	4
克而瑞内房股领先指数成分股具体表现 .....	6
楼市调控收紧，居民长短期贷款敞口扩大 .....	8
12 月 M2 增速高位有所回落 .....	8
个人房贷余额同比增速平稳，长短期贷款敞口扩大 .....	8
风险提示 .....	10
评级指南及免责声明 .....	11

## 图表目录

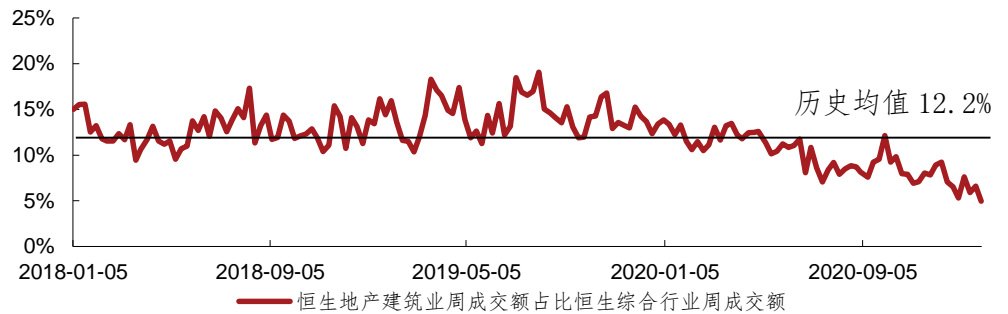
图 1: 本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比下降明显 .....	3
图 2: 2021 年初大盘走势上行，较基期涨跌幅回正，月末回调，指数下行表现不佳 .....	3
图 3: 克而瑞内房股领先指数周成交额占比较上月有所回升 .....	4
图 4: 克而瑞内房股领先指数 PE 估值走势平稳 .....	4
图 5: 1 月克而瑞内房股领先指数成分股相对恒指整体 PE 有所下行 .....	5
图 6: 1 月克而瑞内房股领先指数成分股相对香港地产股大样本整体 PE 有所回升 .....	5
图 7: 12 月 M2 同比增速有所回落 .....	8
图 8: 中长期贷款占比与短期贷款占比敞口增大 .....	8
图 9: 12 月个人房贷余额同比增速平稳略降，个人房贷增量维持历史正常水平 .....	9
图 10: 开发贷余额同比增速下降，整体开发贷余额规模收缩 .....	9
表 1: 本月涨幅 TOP5 .....	6
表 2: 本月跌幅 TOP5 .....	7

## 1月地产板块交易活跃度下降明显，指数表现不佳

### 港股地产板块周成交额占比较上月下降明显

1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下降明显。本月周均值6.1%，低于18年至今的历史均值12.2%，低于上月的周均值7.9%。

图1：本月恒生地产建筑业指数的周均成交额占比下降明显



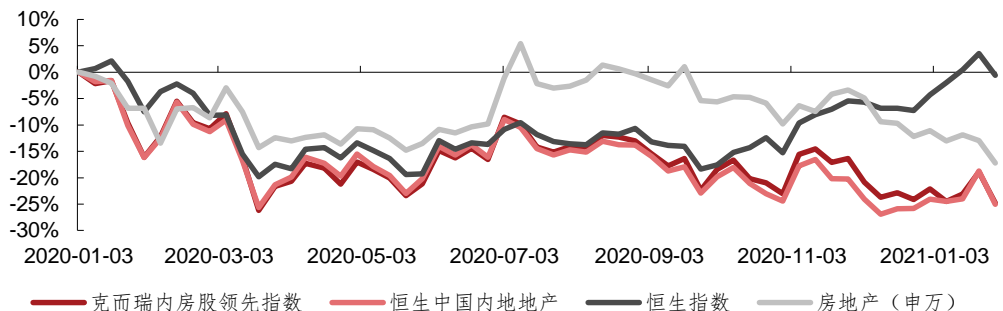
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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1月走势弱于恒生，优于申万，周成交额占样本比上升

2021年初大盘走势上行，较基期涨跌幅回正，月末回调，克而瑞内房股领先指数年初走势下行，表现不佳。自2020年1月1日至今，克而瑞内房股领先指数跌幅24.8%，同期恒生中国内地地产指数跌幅25.0%。恒生指数跌幅0.6%，房地产（申万）板块跌幅17.2%。2021年1月，恒生指数上涨3.9%，克而瑞内房股领先指数下降3.5%，恒生中国内地地产指数下降1.2%，房地产（申万）板块下降6.8%。

图2：2021年初大盘走势上行，较基期涨跌幅回正，月末回调，指数下行表现不佳



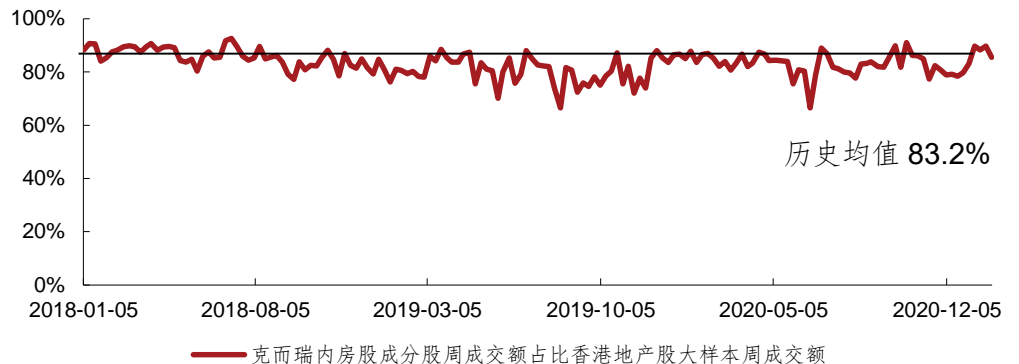
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：1) 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

1 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回升。1 月该指数成交额占比周均值 87.3%，低于历史均值 83.2%，高于上月周均值 79.0%。

图 3：克而瑞内房股领先指数周成交额占比较上月有所回升



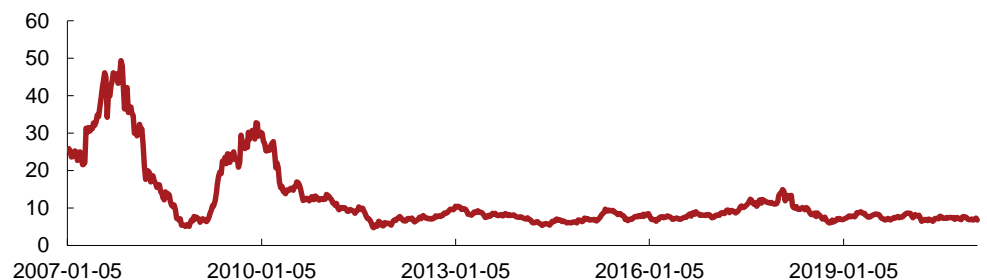
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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估值水平整体平稳，持续受政策及大市影响

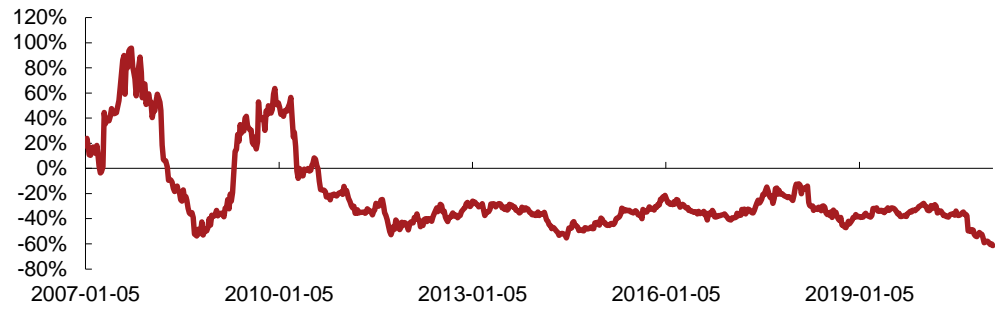
2021 年 1 月克而瑞内房股领先指数估值平稳，大盘走势上行，指数相对恒指 PE 继续走低。2021 年 1 月相对恒指成分股的 PE 周均值为 -60.0%，低于 2020 年 12 月相对 PE 周均值 -57.6%，低于 2020 年全年相对 PE 周均值 -40.2%。克而瑞内房股领先指数成分股整体 PE 2021 年 1 月周均值为 6.97，低于 2020 年 12 月的周均值 7.06，低于 2020 年全年周均值 7.30。恒指成分股 2021 年 1 月整体 PE 周均值为 17.43，高于 2020 年 12 月周均值 16.27，高于 2020 年全年的周均值 12.49。

图 4：克而瑞内房股领先指数 PE 估值走势平稳



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 5：1 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%

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 2021 年 1 月有所回升。1 月该相对 PE 周均值为-4.7%，高于 2020 年 12 月周均值-5.3%，低于 2020 年周均值-1.5%。香港地产股大样本 1 月整体 PE 周均值为 7.32，低于上月周均值 7.45，低于 2020 年至今周均值 7.42。

图 6：1 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 有所回升



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 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	1030.HK	新城发展控股	10.2%	34.6%	7.11	Goldman Sachs	中立	8.10
						Jefferies	买进	10.13
						Nomura	买进	10.15
2	2202.HK	万科企业	4.1%	28.7%	27.85	Jefferies	持有	27.61
						Goldman Sachs	中立	32.90
						Morgan Stanley	持股观望	32.07
						HSBC	买进	31.90
						Nomura	中立	30.10
3	0688.HK	中国海外发展	3.7%	33.9%	17.48	Jefferies	买进	27.41
						CICC	跑赢大盘	24.45
						HSBC	买进	22.10
						Goldman Sachs	买进	24.20
						Nomura	买进	31.85
4	1908.HK	建发国际集团	3.3%	21.6%	12.40	Zhongtai International	买进	17.00
5	3377.HK	远洋集团	1.3%	15.5%	1.57	Goldman Sachs	买进	2.2
						HSBC	买进	1.8

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: 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		目标价 (港元)
						证券公司	评级	
1	1777.HK	花样年控股	-15.6%	21.9%	1.14	-	-	-
						HSBC	持有	3.60
2	0817.HK	中国金茂	-14.6%	47.5%	3.05	Macquarie	跑赢大盘	7.20
						DBS Bank	买进	4.38
						Credit Suisse	跑赢大盘	5.15
						Haitong International	中立	3.52
3	2007.HK	碧桂园	-12.6%	16.1%	9.37	Nomura	买进	12.70
						DBS Bank	买进	13.80
						Goldman Sachs	买进	13.90
						HSBC	买进	11.80
						J. P. Morgan	增持	13.00
4	3900.HK	绿城中国	-10.1%	27.3%	10.20	Morningstar, Inc	持有	9.00
						Goldman Sachs	中立	12.30
5	2772.HK	中梁控股	-10.04%	14.9%	4.66	Jefferies	买进	6.71
						CGS-CIMB	增持	6.20
						Essence Securities	买进	8.30

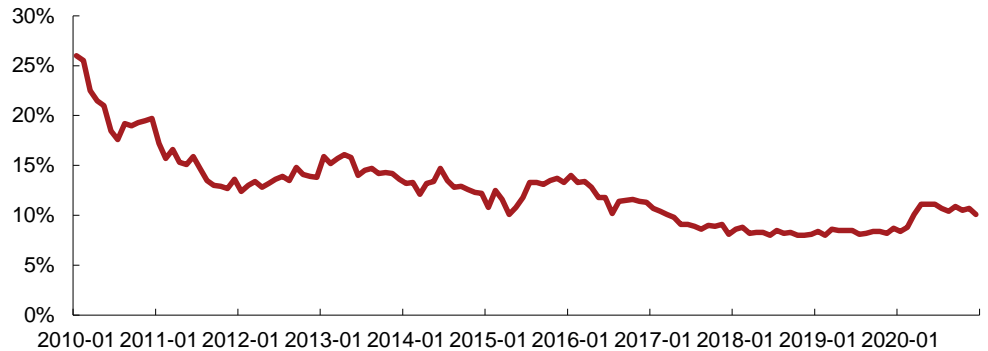
数据来源: Wind Bloomberg 克而瑞证券研究院

## 楼市调控收紧，居民长短期贷款敞口扩大

### 12月M2增速高位有所回落

2020年12月M2同比增速高位有所回落，为10.1%，资金流动性整体偏松，同时楼市对各类资金的流入监管更加严格。2020年全年M2同比增速平均为10.3%。

图7：12月M2同比增速有所回落

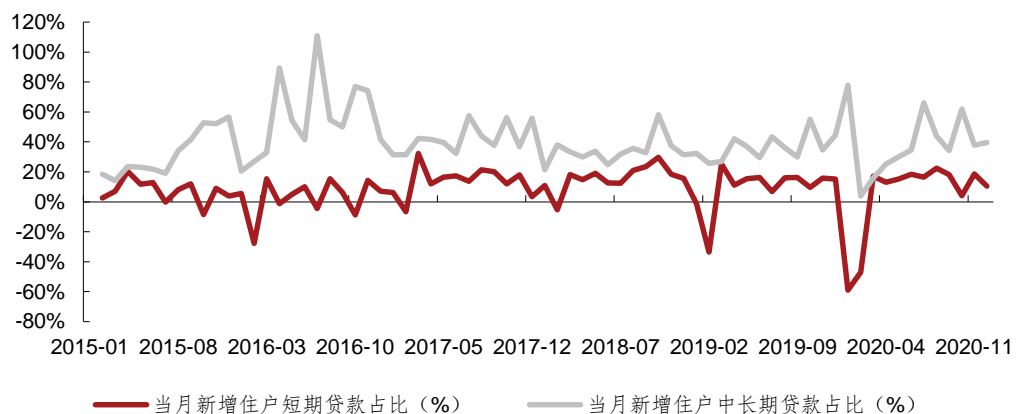


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

### 个人房贷余额同比增速平稳，长短期贷款敞口扩大

12月新增居民中长期贷款占比及短期消费贷款占比敞口扩大。12月新增住户中长期贷款占比较上月略微上升1.8个百分点至39.6%；短期消费贷款占比下行，当月新增住户短期贷款占比为10.6%，较上月下降8个百分点，长短期贷款敞口大幅扩大。

图8：中长期贷款占比与短期贷款占比敞口增大

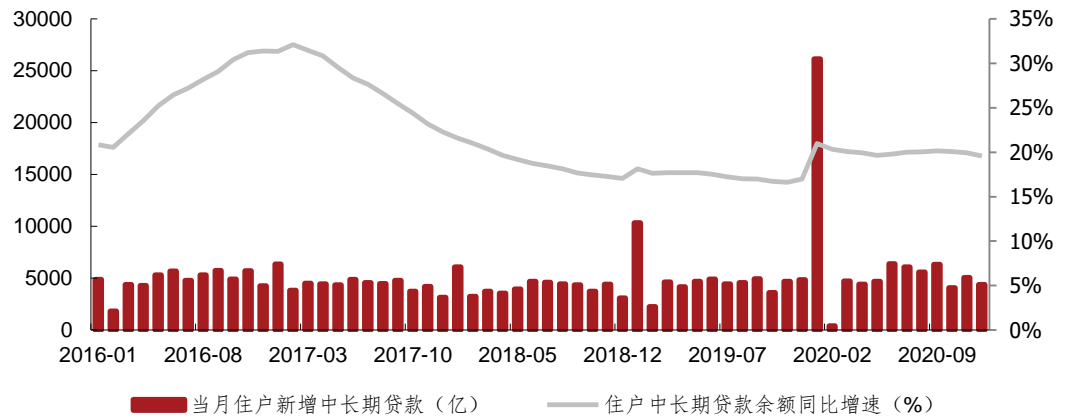


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院



**12月个人房贷余额同比增速平稳略降。**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12月同比增速较上月略下降至19.6%，略低于2020年全年增速均值20.0%，中长期房贷增量维持历史正常水平。

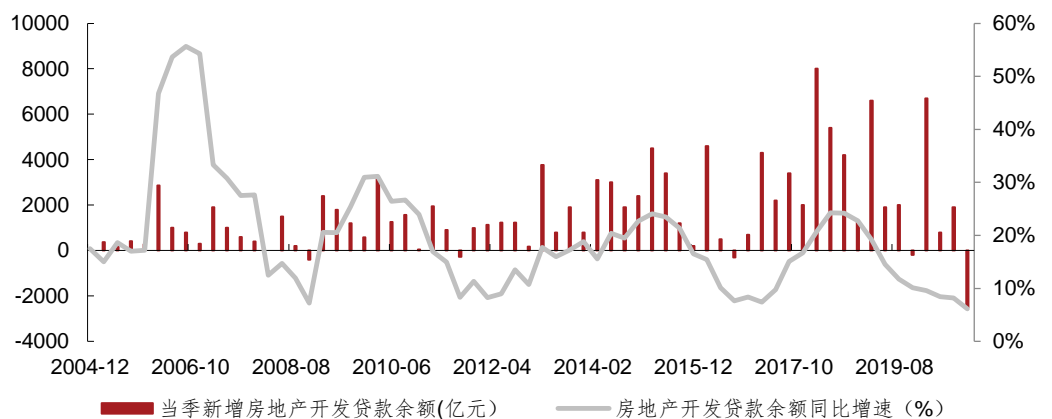
图9：12月个人房贷余额同比增速平稳略降，个人房贷增量维持历史正常水平



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

**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款余额较三季度下降2500亿元，融资面收紧信号显现，同比增速持续下滑至6.1%，2020年9月同比增速为8.2%，整体开发贷额度规模收缩，同比增速进一步放缓。2021年一季度数据尚未发布。

图10：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，或任何其他人士，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，本文件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认购证券的决定，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，需要及财务状况而编写。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，惟并不保证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。