

中立

中國房地產業

梁錦華
電話: 852 2826 0011
janet.leung@cpy.com.hk

2011年前景展望：平穩中有威脅

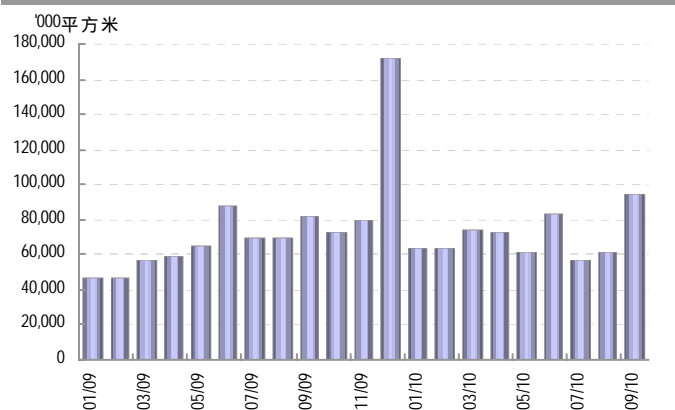
2010年首十個月，中國住宅交易量按年增長6.8%至6.5096億平方米。與此同時，住房均價亦持續上升。由於中國樓市繼續受到政府調控政策的壓力，我們對該行業2011年前景持**中立**看法。在價格漲幅過快的主要城市，政策風險尤其明顯。我們預期這些城市的樓價將下滑5%至10%，而成交量將保持平穩。二三線城市的樓價與成交量料各增長5%至10%，主要受到產業轉移、經濟快速增長及城市化進程加快等因素的推動。我們首選的股份包括**越秀地產(123 HK)**、**雅居樂(3383 HK)**、**恒大地產(3333 HK)**及**建業地產(832 HK)**。

- ◆ **中西部地區的增長。**2010年首10個月，中國住宅成交總量按年增長6.8%至6.5096億平方米，其中華東地區按年下挫1.2%，而中、西部地區則分別按年增長19.3%及12.3%。四個一線城市的成交面積按年下挫38.8%至3,360萬平方米，相比2009年首10個月的5,480萬平方米。
- ◆ **對政策的免疫力增強。**中國政府於2010年4月中旬及9月下旬先後推出兩輪主要樓市調控政策，前者導致6月的整體銷量按月減少15.6%。不過，9月第二輪調控政策的影響卻較溫和，僅導致10月的銷量按月下挫11.3%。除北京外的其他一線城市均錄得按月增長，其中廣州所受的影響最輕，表現在5月的跌幅最輕微而10月的反彈最強勁。
- ◆ **國家統計局的數據顯示2010年首十個月全國均價按年上升7.5%。**2010年首十個月，華東地區的平均樓價較2009年時上升5.7%，華中與華西地區的升幅更達到17.6%及14.5%。在四個一線城市中，價格漲幅亦很強勁，北京與上海分別為38.6%及24.2%，廣州與深圳分別為10.3%及34.1%。
- ◆ **2011年樓市供應量將加大。**截止到2010年10月，樓市動工面積達到10.4億平方米，較2010年首十個月及全年分別擴大59.3%及12.6%。增幅如此強勁，在一定程度上是因為政策性經濟適用房項目動工面積擴大所致。我們估計2011年住宅竣工面積達到約8.69億平方米，較2009年的5.96億平方米擴大約46%，並且較我們此前預測的約6.47億平方米高出34%。在新增面積中，經濟適用房將佔到28%或24萬平方米。我們認為經濟適用房將透過以下兩種方式調控價格漲幅：（1）增加市場上的整體住宅供應量；及（2）調控項目周邊地區的樓價。
- ◆ **物業稅不可能打垮樓市。**物業稅傳聞在整個2010年不時壓抑樓價。根據我們的分析，0.3%至0.6%的稅率只會導致購房者的可支付能力略微減弱，但不至於產生嚴重後果。
- ◆ **2011年樓市前景中性。**我們預期一線城市的樓價向下調整5%至10%，但銷量保持平穩。二三線城市料成為2011年中國樓市的主要動力，預期均價與效率均按年增長5%至10%。我們看好的股份包括**越秀地產(123 HK)**、**雅居樂(3383 HK)**、**恒大地產(3333 HK)**及**建業地產(832 HK)**。

2011年中國樓市前景展望：中性

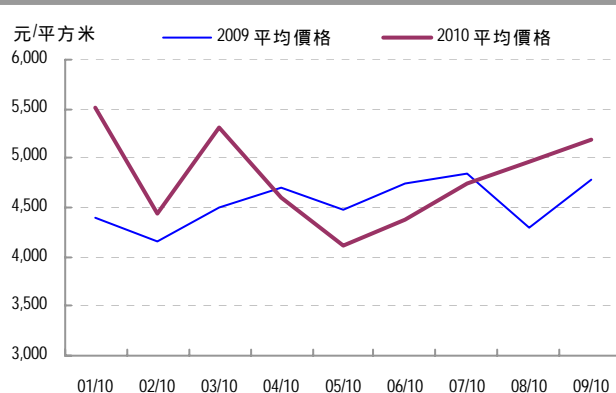
2010中國樓市經歷大起大落。2009年強勁的銷售勢頭一直延續到2010年首季，全國樓市成交量按年急升62.7%至1.386億平方米。進入第二季後，中央政府採取調控措施遏抑樓市價格泡沫。其後，樓市成交量在第二季放緩，按年增長41.4%至2.163億平方米。不過，隨著市場對進一步宏觀調控的預期減弱，成交量在第三季又有所回升，成交量大幅反彈至9,410萬平方米。中央政府在9月末再次出手限制購房條件，但此次調控出台後，10月的銷量僅按月下挫11.4%。

圖1：09-10年中國住宅銷售面積



資料來源：CEIC

圖2：09-10年住宅平均價格



資料來源：CEIC

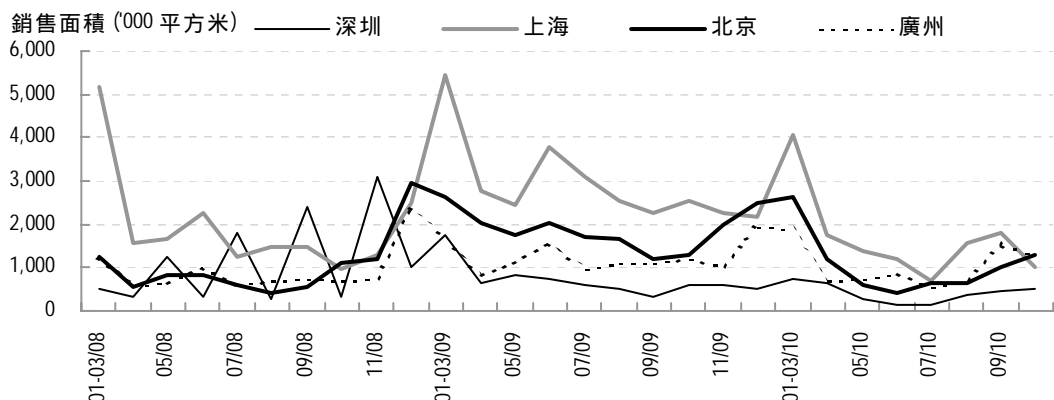
一方陰雨一方晴。2010年首十個月，多數一線城市所在的華東地區銷量按年下挫1.2%，但華中與華西地區卻按年增長19.3%及12.3%。與此同時，樓市均價亦繼續上升。華東地區按年上升5.7%，而華中與華西則按年上升17.6%及14.5%。在一線城市中，北京、上海與深圳的均價平均按年上升30.5%，廣州的均價則上升10.3%。鑒於政府控制樓價的決心，我們預期2011年仍將有更多調控政策出台。在產業轉移、經濟強勁增長及城市化進程加快等因素支撐下，我們相信二三線城市（尤以中西部地區為主）將成為今後幾年的樓市增長動力。

物業稅不可能打垮樓市。物業稅傳聞在整個2010年不時壓抑樓價。根據我們的分析，0.3%至0.6%的稅率只會導致購房者的可支付能力略微減弱，但不至於產生嚴重後果。此外，2011年供應量加大應有助穩定價格。我們預期政府將在2011年嚴密監控樓市價格，並預期一線城市的樓價向下調整5%至10%，而銷量將保持平穩。二三線城市將成為中國樓市增長的主要動力源泉，均價與銷量料均按年增長5%至10%。我們對2011年中國樓市的評級為**中性**，首選股份包括**越秀地產(123 HK)**、**雅居樂(3383 HK)**、**恒大地產(3333 HK)**及**建業地產(832 HK)**。

2010年成交量：顯示了什麼？

2010年首十個月，中國樓市成交總量按年增長6.8%至6.51億平方米，但包括四個一線城市在內的主要城市卻出現萎縮。由中國房地產指數系統（中國指數研究院數據中心）監控的30個主要城市在2010年首十個月的成交量為1.529億平方米，按年減少28.0%。一線城市的成交量相比2009年首十個月的5,480萬平方米下挫38.8%至3,360萬平方米，其中北京、上海及深圳的跌幅為40%，而廣州為13.2%。

圖3：一線城市住宅物業銷售量



資料來源：CEIC

銷量增長由包括中西部城市在內的低線城市所推動，而非經濟更發達的東部地區。2010年首十個月，華東地區的銷售面積按年減少1.2%，而華中與華西則按年擴大19.3%及12.3%，其中增長最強勁的省份包括：海南(+77.1%)、河北(+63.8%)、黑龍江(+34.3%)、湖北(+34.9%)、雲南(+26.5%)、陝西(+23.2%)及青海(+24.5%)。

表1：主要城市住宅銷售面積按年變動

城市	住房銷售面積('000平方米)		按年變動
	10年首十月	09年首十月	
北京	8,477.9	14,320.3	-40.8%
武漢	8,023.4	7,428.1	8.0%
重慶	28,423.4	26,847.5	5.9%
天津	9,302.6	9,466.8	-1.7%
廣州	8,290.2	9,554.8	-13.2%
成都	16,334.3	19,835.9	-17.7%
南京	5,750.5	7,871.9	-26.9%
杭州	5,973.6	10,122.9	-41.0%
上海	13,514.7	24,852.3	-45.6%
深圳	3,277.7	6,066.4	-46.0%
總計	107,368.3	136,366.9	-21.3%

資料來源：CEIC

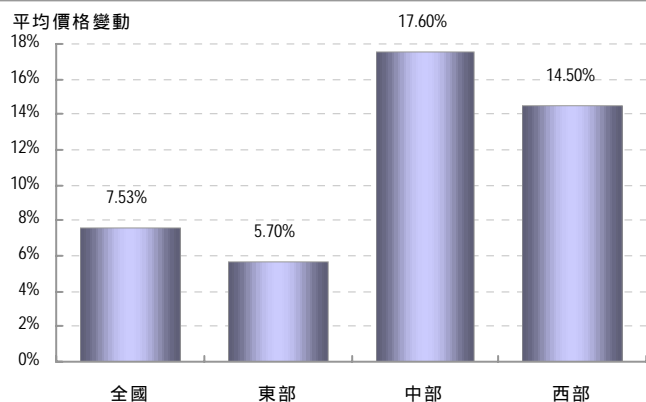
調控效力逐漸減弱，各地區對樓市調控政策的敏感度各異。政府在2010年共推出兩輪主要調控。4月初的調控主要包括提高首付比例、上調按揭貸款利率及加強對發展商的融資監管等；9月末的調控主要包括嚴格設定購房條件及禁止三套房貸款。

在5月，整體銷量按月下挫15.6%，其中華東的銷量受影響最明顯，按月下挫21.3%。華中地區的銷量基本平穩，按年增長1.6%；華西地區則按月下挫19.9%。9月末推出的第二輪調控產生的影響較溫和，10月的銷量僅按月下挫11.3%。華東地區的銷量按月下挫16.2%，華中與華西地區各下跌3.7%及8.9%。一線城市5月的銷量普遍出現下挫，但只有北京10月的銷量出現正增長。廣州所受的影響最輕，表現在5月的跌幅最輕微而10月的反彈最強勁。

2011年樓市供應量將加大

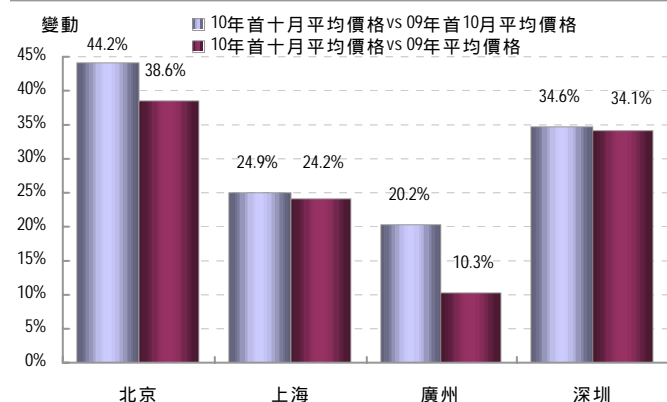
國家統計局顯示2010年首十個月全國均價按年上升7.5%。中西部地區的價格漲幅較明顯。華東地區的均價較2009年全年均價上漲5.7%，而華中與華西的漲幅則分別達到17.6%及14.5%。在四個一線城市中，價格漲勢亦很強勁。與2009年相比，2010年首十個月北京與上海的均價分別上漲38.6%及34.1%。9月末推出的第二輪調控措施並未對均價產生顯著影響。事實上，自2010年6月以來，月度均價已經見底，並連續四個月回升。

圖4：中國住宅平均價格變動(10年首十月相對09年首十月)



資料來源：CEIC

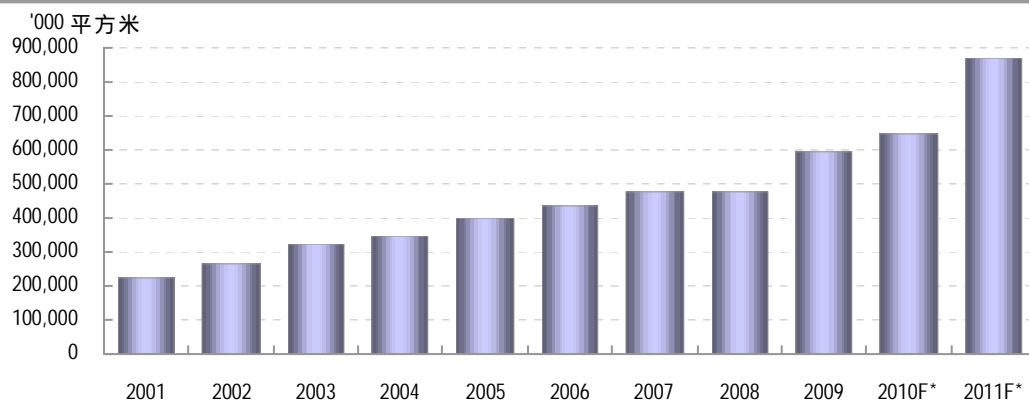
圖5：一線城市住宅平均價格變動



資料來源：CEIC

2011年樓市供應量將加大。截止到2010年10月，樓市動工面積達到10.4億平方米，較2010年首十個月及全年分別擴大59.3%及12.6%。增幅如此強勁，在一定程度上是因為政策性經濟適用房項目動工面積擴大所致。政府計劃在2010年底建成580萬套經濟適用房，並到10月底之前完成90%的目標。我們估計2011年住宅竣工面積達到約8.69億平方米，較2009年的5.96億平方米擴大約46%，並且較我們此前預測的約6.47億平方米高出34%。在新增面積中，經濟適用房將佔到28%或24萬平方米。我們認為經濟適用房將透過以下兩種方式調控價格漲幅：（1）增加市場上的整體住宅供應量；及（2）調控項目周邊地區的樓價。問題仍在於這些項目的執行必須得到嚴密監控。2007至09年，許多城市並沒有如中央政府要求得那樣，將淨土地銷售收入中的10%用於興建經濟適用房。不僅如此，有些低成本住房的補貼被挪用到其他經營性用途。

圖6：01-11年竣工住宅面積



資料來源：CEIC及京華山一

物業稅—負面效果不如市場預期般強烈

物業稅被視作樓市短期內需面臨的最大威脅。不過，我們認為市場或許高估了該政策的負面衝擊力。2005至09年，住宅均價上漲52.3%，但由於同期內的可支配收入（複合年增長率為13.1%）超過住宅均價的漲幅（11.7%），故可負擔比率維持在45.7%至59.5%的區間。在政府計劃將人均工資在2015年增加一倍的目標下，我們預期可支配收入將繼續保持強勁增長。我們的情景分析顯示，若以2011年物業稅0.3%至0.6%計算，可負擔比率僅將上升3.1至6.1個百分點。從每月按揭貸款額來看，僅增加5.6%至11.2%。這種可負擔能力的溫和減弱會導致市場信心受挫，但樓市因此而重挫的可能性卻很小。

表2：05-11年度歷史和預測購房指數

年度	家庭可支配收入 (人民幣)	住宅均價 (元/平方米)	每月支付按揭 (人民幣)	每月可支配收入 (人民幣)	購房指數 (%)
2005	15,740	2,937	781	1,312	59.5%
2006	17,639	3,119	781	1,470	53.2%
2007	20,679	3,718	917	1,723	53.2%
2008	23,671	3,655	902	1,973	45.7%
2009	25,762	4,474	1,123	2,147	52.3%
2005-2009複合年增長	13.1%	11.1%	9.5%		
2010F	29,240*	5,196*	1,304*	2,437*	53.5%
2011F	33,567*	5,715*	1,527*	2,797*	54.6%
2005-2011F複合年增長	13.5%	11.7%	11.8%	13.5%	

2011F 預測 稅率	預測家庭 可支配 收入 (人民幣)	預測 住宅 均價 (元/平方米)	預測 每月支付 按揭 (人民幣)	預測 每月可支配 收入 (人民幣)	預測 購房 指數 (%)
0.30%	33,567	5,715	1,613	2,797	57.6%
0.40%	33,567	5,715	1,641	2,797	58.7%
0.50%	33,567	5,715	1,670	2,797	59.7%
0.60%	33,567	5,715	1,698	2,797	60.7%

注：預計購房指數比率計算基於(1)平均家庭每人：1.52(2)平均住房面積：60平方米(3)付款期限：25年，按揭利率：15%的折扣基準利率
資料來源：國際統計局及京華山一

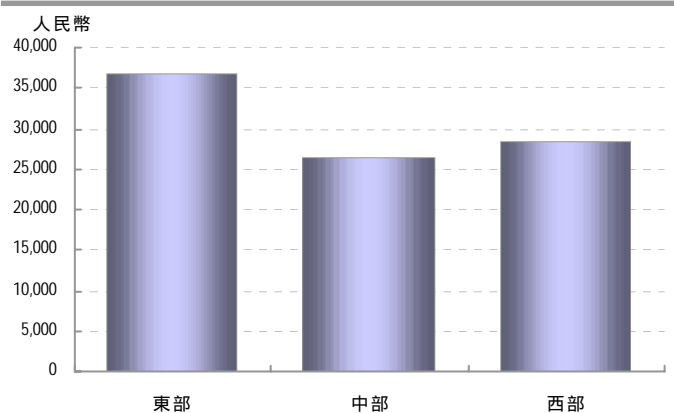
此外，政府可能選擇性地推行物業稅，以遏抑投資需求而非自住需求。同時，物業稅應不會對所有類型的物業採取統一稅率，亦即首套房可能免稅，而第二套及以上住房則採取遞增稅率。除此之外，物業稅可能在十個樓價上漲過快的城市率先試行。儘管如此，我們相信物業稅的推行並不會削弱市場信心。事實上，隨著圍繞物業稅的不確定減弱後或物業稅稅率較預期更低，物業稅的效果將在一定程度上被重新進入市場的潛在買家需求有所抵銷。

未來增長動力：中西部地區

我們相信中西部地區的樓市將在今後幾年呈現強勁增長，主要受到如下因素的推動：（1）東部產業轉移到中西部；（2）經濟增長目標強勁；及（3）城市化持續進行。

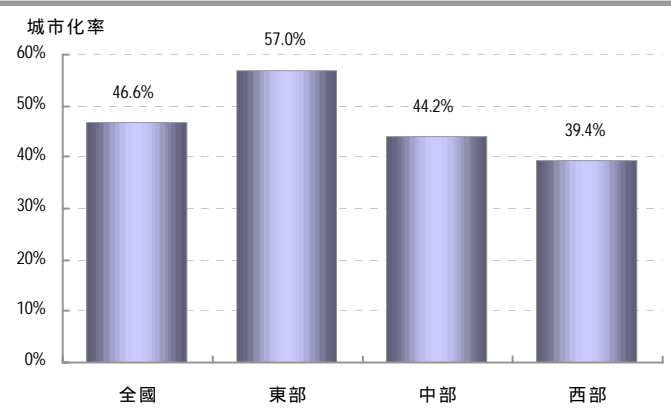
東部產業轉移到中西部。各地區之間的工資差距導致產業轉移（尤以勞工密集型產業為主）。我們的計算顯示，華東地區2009年平均工資約為每年37,000元人民幣，相比中部的26,000及西部的28,000元人民幣。2010年初，政府批准建立首個國家級承接產業轉移示範區，以鼓勵低端產業從沿海地區遷往內陸。該示範區規劃範圍為安徽省長江流域的10座城市，主要包括合肥、蕪湖及馬鞍山，總面積為76,000平方公里。據預測，該示範區的本地生產總值將在2015年時較2008年翻番；人均本地生產總值將超過全國平均水平，城市化比率達到56%。

圖7：09年中國平均工資



資料來源：CEIC

圖8：09年中國城市化進程



資料來源：CEIC

2015年前的經濟增長目標進取。我們相信政府將繼續投入西部大開發計劃，以提升西部地區的基建、社會及經濟發展。這些地區主要包括甘肅、貴州、青海、陝西、四川、雲南、廣西、內蒙古、寧夏、西藏、新疆及重慶。截止到2010年11月，已有少數幾個省份制定了進取的十二五規劃（2011至15年），即本地生產總值在今後五年增倍。我們相信如此強勁的經濟增長將有助推動樓市加快發展。

- 重慶**：2015年本地生產總值達到1.5萬億元人民幣（2009年：6,528萬億元人民幣）
- 廣西**：到2015年前將本地生產總值與財政收入較2010年增加一倍（2009年：7,700億人民幣）
- 黑龍江**：本地生產總值較2010年翻番（2009年：8,288億人民幣）
- 貴州**：今後五年本地生產總值達到8,000億人民幣（2009年：3,894億人民幣）
- 內蒙古**：2011至15年本地生產總值翻番（2009年：9,726億人民幣）

城市化推動中西部樓市需求。最後，中西部地區的城市化過程將對樓市發展創造巨大增長機會。2009年，華東的城市化比率為57.0%，相比華東的44.2%及華西的39.4%。在政府計劃在2015年將全國城市化比率達到50%至55%的目標下，我們相信將有更多措施出台加快這一過程。農村居民進城的趨勢將推動樓市需求，亦即意味著樓市供應需快速擴大才能跟得上城市化的步伐。

首選股份：越秀地產(123 HK)及雅居樂(3383 HK)

我們對2011年中國房地產業持中性評級，並預期一線城市的樓價調整5%至10%，但二三線城市上漲5%至10%。為遏抑價格上升勢頭，我們預期政府將在2011年繼續進行樓市調控，如限制發展商的流動資金（限制借貸）、上調利率及限制預收款用途等。再加上供應量加大，我們認為一線城市的樓價將下跌5%至10%，但銷量料將保持平穩。另一方面，二三線城市料將成為2011年樓市增長主力，樓價與成交量料按年增長5%至10%，主要受到產業轉移、收入增長及城市化加快等因素的推動。

樓市料不會出現顯著下跌。我們認為樓市價格與效率不會出現重大挫折，理由在於：（1）由於多數標杆級發展商已完成2010年銷售目標，故因為急售而降價的可能性不大；（2）樓市對調控政策的免疫力增強；（3）物業稅或導致市場信心受挫，但經濟影響並不顯著，特別是採用0.3%至0.4%的預期區間下端比例時，這種影響更顯溫和。至於二三線城市，調控政策的細則一般較一線城市的溫和，故仍留有一定增長空間。

在一線城市中，我們認為廣州對調控政策最具防守性。我們認為廣州對調控政策的免疫力最強，因該地區2010年首十個月均價較2009年的水平僅上漲10.3%（其他三個一線城市的漲幅均超過20%），且銷量僅按年下挫13.3%（其他三個一線城市的跌幅超過40%）。此外，當地樓市自2010年6月起呈現強勁復甦現象，相信已經度過最壞時期。我們看好**越秀地產(123 HK)**，因其2010年預售業績理想。截止到2010年11月，公司已完成全年預售目標。再加上9月股權融資所籌集的34.5億港元，我們相信公司擁有充足的現金流。即便2011年出現銷量下滑情況，公司亦應保持安然無恙。此外，隨著高利潤率項目在2011年交付，我們預期公司純收入及利潤率將出現強勁反彈。同時，我們還看好**雅居樂(3383 HK)**，因其業務分布廣泛，且在二三線城市開展較多業務。此外，旗下海南清水灣項目將繼續成為公司今後8至10年的主要收入來源。鑑於80%的買家並不需要按揭貸款，海南樓市相對不易受到按揭貸款收緊或利率上調等預期政策的衝擊。另外，在低線城市展開較多業務的**恒大地產(3333 HK)**及**建業地產(832 HK)**亦可成為受惠者。恒大在二三線城市的業務面較廣、發展週期快且定價策略靈活。河南首屈一指的發展商—建業將繼續從華中地區樓市穩健增長中受惠，因這些地區的樓市在2010年即顯示出對調控政策的高度免疫力。

表3：同業估值(截止2010年11月30日)

公司名稱	彭博編碼	收市價(港元)	市值(百萬港元)	市盈率(倍)			市帳率(倍)			息率(%)		資產淨值	資產淨值折讓(%)	預期資產淨值	預期資產淨值折讓(%)
				09	10E	11E	09	10E	11E	10E	11E				
內地地產商															
中國海外	688 HK	14.92	121,934	12.8	14.0	11.7	2.5	2.1	1.8	1.6	1.9	19.00	20.6	17.60	15
恒大地產	3333 HK	3.84	57,600	16.7	8.3	6.7	2.9	2.3	1.8	1.5	2.1	5.10	24.7	4.82	20
華潤置業	1109 HK	13.92	74,983	10.6	17.1	13.6	1.6	1.5	1.2	1.7	2.0	19.90	29.9	17.50	21
雅居樂*	3383 HK	10.90	37,853	7.5	12.5	10.3	2.2	2.0	1.7	2.9	3.4	15.70	30.6	17.50	38
越秀*	123 HK	2.04	18,934	128.1	17.5	13.5	1.1	0.8	0.9	1.1	2.3	3.20	36.3	3.52	42
合景泰富	1813 HK	5.79	16,751	15.0	11.6	8.3	1.4	1.3	1.1	1.4	2.0	15.00	61.4	14.00	59
富力地產	2777 HK	10.32	33,255	8.3	8.3	6.8	1.8	1.5	1.3	3.6	4.3	24.00	57.0	21.00	51
世茂	813 HK	11.72	41,568	8.1	10.0	8.8	1.6	1.4	1.3	2.5	2.8	21.00	44.2	19.50	40
碧桂園	2007 HK	2.81	46,925	19.6	13.8	10.9	2.0	1.8	1.6	2.1	2.5	4.10	31.5	3.90	28
遠洋地產	3377 HK	4.60	25,936	9.8	11.2	9.1	0.9	0.9	0.8	2.2	2.5	10.50	56.2	9.80	53
首創置業*	2868 HK	2.81	5,786	7.9	6.6	6.0	1.1	1.0	0.9	4.8	5.3	6.60	57.7	6.50	57
SOHO中國	410 HK	5.84	30,296	5.2	7.6	10.8	1.6	1.5	1.3	3.9	3.0	7.60	23.2	6.70	13
寶龍地產*	1238 HK	2.25	9,154	2.0	6.4	4.8	1.1	0.9	0.8	2.2	3.6	4.36	48.4	4.20	46
建業地產*	832 HK	2.29	4,580	7.1	6.3	5.6	1.2	1.1	1.0	4.7	5.2	4.20	45.5	4.10	44
加權平均				11.6	12.3	10.2	2.0	1.7	1.5	2.1	2.5				
平均													40.5		37.6

*來自京華山一預測

資料來源：彭博及自京華山一