



市场逐渐降温，但主流内房仍处于估值修复阶段

报告摘要:

销售下行趋势不变。虽然8月商品房销售单月同比小幅反弹，但全年累计增速下行趋势不变，1-8月销售金额、销售面积同比分别下滑1.7pc、1.3pc。展望未来：**1) 一二线城市正在筑底。**目前热点城市限价政策成效显著，调控压力得以释放，政府供给端管控的灵活性更高。在由供给主导的大环境下，我们认为一二线城市销售（同比-45%）正在筑底，未来下行空间有限。**2) 三四线继续回落。**棚改货币化安置和信贷宽松对于三四线城市销售的支持力度逐渐减弱，同时本轮去库存一定程度上透支短期需求增长，叠加房价上涨引发的调控预期，预计三四线城市销售增速将继续回落。综合来看，虽然一二线城市基本可保持底部稳定，但占比过半的三四线城市预计将持续下滑，叠加去年的高基数，9-12月存在单月同比负增长的可能，累计同比大概率逐渐降至高个位数，维持全年销售金额同比增长8%-10%的预测不变。

投资增速年内保持稳定，但明年压力将逐渐抬升。得益于新开工单月反弹以及土地购置费同比大幅提高，8月房地产投资累计同比结束了连续三个月的下滑，稳定在7.9%。然而展望未来，预计随着三四线城市销售逐渐回落，新开工累计同比将保持缓慢下降的态势。土地购置费方面，去年四季度火热的土地市场意味着接下来四个月将迎来出让金缴纳的高峰，可为购置费增长提供有力支持。同时，目前主流房企补货需求旺盛，且一二线城市土地供应有望增强，四季度土地市场供需仍有较强支撑。当然，由于销售回款逐渐承压，土地市场也存在降温预期。但考虑到房企目前到位资金水平仍相对充裕，预计年内下行幅度有限，对拿地数据的拖累或在明年3、4月份开始显现。综合来看，预计四季度投资增速将保持稳定或小幅下滑。同时基于资金面对土地成交的传导，预计明年一季度末投资下行压力将有所抬升。

投资策略：成长潜力+盈利确定。

1) 本轮调控政策使得大中型房企在融资、拿地、销售三个产业链核心环节上的优势十分明显，行业销售集中度、拿地集中度加速提升，并形成自我强化的正向循环。因此**尽管销售增速下行趋势不变（早在市场预期之内），相信规模房企仍可在中长期内取得显著高于行业平均的增长水平。**

2) 下行周期中，规模房企因更低的盈亏平衡点、品牌效应、以及与银行良好的合作关系而销售回款更具韧性；同时，投资端压力持续抬升，在偏离政府的目标阈值后，优质房企融资也存在小幅松动的可能。我们认为**房企间资金面持续分化，将进一步推动行业加速整合，大中型房企成长属性凸显。**

3) 近3年的热销为房企积累了大量已售未结资源，13家样本内房2017年6月末预收账款较2016年末平均增长了34%，较2015年末平均增长了105%。考虑到：**a) 主流内房今年中期业绩同比显著增长，显示可结算资源正进入集中交付期；b) 过去两年大幅提升的销售均价推动房企毛利率明显回升；c) 将于2018年1月1日生效的HKIFRS 15进一步加速预收款入账；我们认为内房股已进入盈利收获期，17-19年利润高速增长是可预见的，叠加平均30-35%的派息比率，股东回报吸引力强。**

目前彭博预测版块17/18/19年市盈率中位数分别为7.9X/6.8X/5.4X，我们认为当前估值水平并未完全反映主流房企在行业整合阶段的绝对成长空间以及中期盈利高增长的确定性价值，内房版块仍处于估值修复阶段。标的推荐存量资产优质充裕、规模增长动能充足，同时业绩释放有强力支撑的稳健增长型房企，如：**万科企业（2202.HK）、龙湖地产（0960.HK）、旭辉控股集团（0884.HK）、龙光地产（3380.HK）、禹洲地产（1628.HK）、中国奥园（3883.HK）。**

风险提示：i)一二线城市调控加码；ii)主流房企融资进一步收紧。

报告日期:

2017-9-27

关注股份

万科企业（2202）
龙湖地产（0960）
旭辉控股集团（0884）
龙光地产（3380）
禹洲地产（1628）
中国奥园（3883）

股份表现

万科企业（2202）



龙湖地产（0960）



旭辉控股集团（0884）



数据来源：彭博、安信国际

王梦恺
+21 3508 2533

行业分析师
wangmk@essence.com.cn

1. 销售下行趋势不变

1-8月销售增速继续放缓。8月商品房销售金额9635亿元，单月同比虽然小幅回升1.7pc至6.4%，但全年累计增速继续放缓，下降1.7pc至17.2%。1-8月商品房销售面积增速同样下滑1.3pc至12.7%。具体到住宅市场，8月销售金额单月同比继续下降0.4pc至3.8%，全年累计同比下滑1.6pc至14.2%，1-8月住宅销售面积同比也较1-7月回落1.2pc。如我们所预期，在度过6月年中高点后，销售金额和销售面积增速均持续回落，楼市热度正逐渐消退。

图1：8月商品房销售金额同比小幅回升1.7pc，但全年累计增速继续回落至17.2%

图2：8月商品房销售面积单月同比回升2.2pc，但全年累计增速下滑1.3pc至12.7%

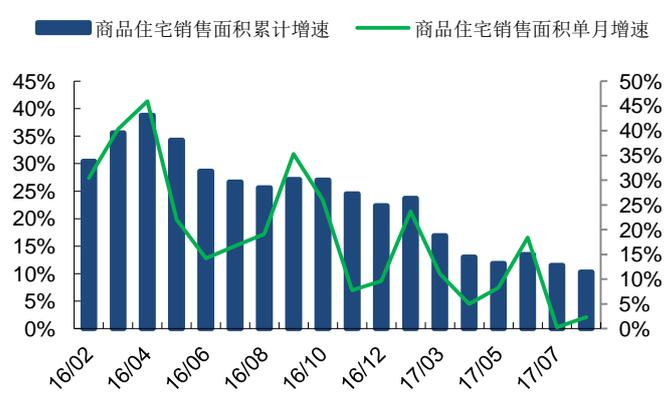
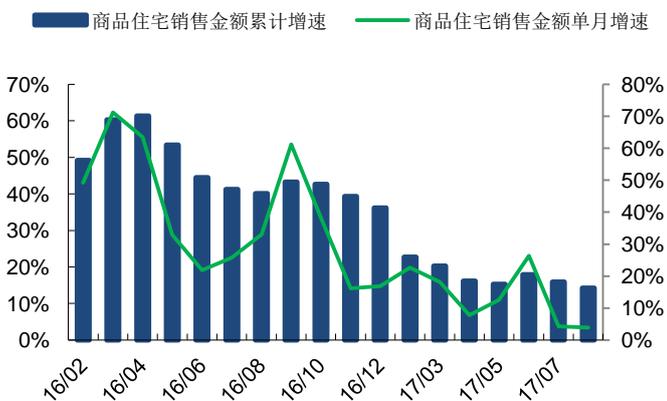


数据来源：国家统计局、安信国际

数据来源：国家统计局、安信国际

图3：8月商品住宅销售金额单月同比增速下降0.4pc，带动全年累计同比下滑1.6pc至14.2%

图4：8月商品住宅销售面积单月同比回升2.1pc，全年累计增速继续回落1.2pc



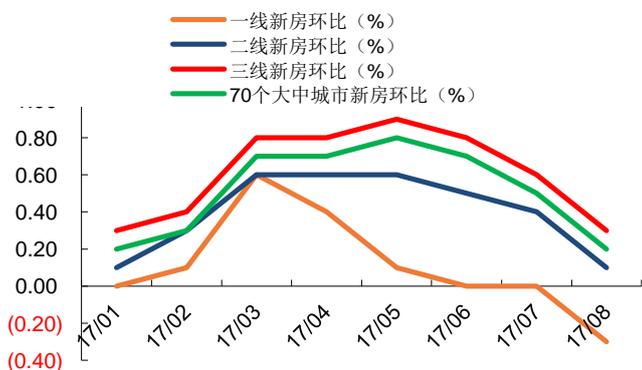
数据来源：国家统计局、安信国际

数据来源：国家统计局、安信国际

展望未来:

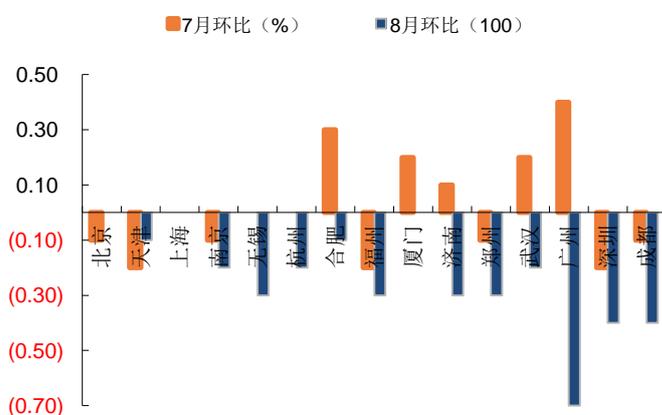
1) **一二线城市正在筑底。**今年上半年一二线城市受预售证政策影响,居民购房热情高涨。预计下半年限购、限贷等调控政策的边际效应将逐渐增强,叠加长效机制政策频繁出台,需求端观望情绪将有所加强。不过目前市场还是由供给端所主导,观察到8月份15个一线和热点二线城市新房价格均比持平或下降,其中一线城市更是全年首次出现环比负增长, **房价调控的压力得以释放,政府供给端限制的灵活性更高,我们认为目前销售增速(-45%)正在筑底,未来下行空间有限。**

图5:8月一线城市新房价格环比下降,二三线城市环比涨幅延续收窄趋势



数据来源:国家统计局、安信国际

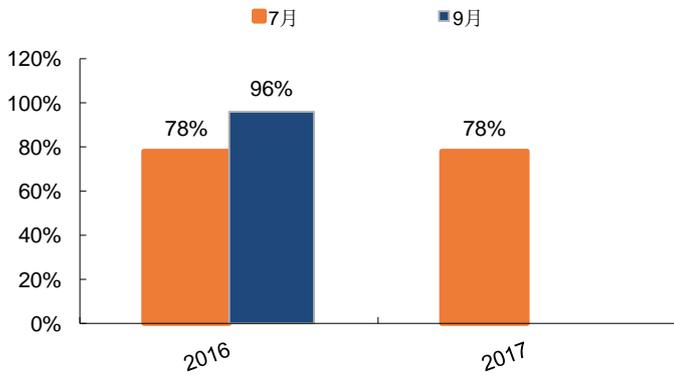
图6:8月15个一线和热点二线城市新房价格均环比持平或下降



数据来源:国家统计局、安信国际

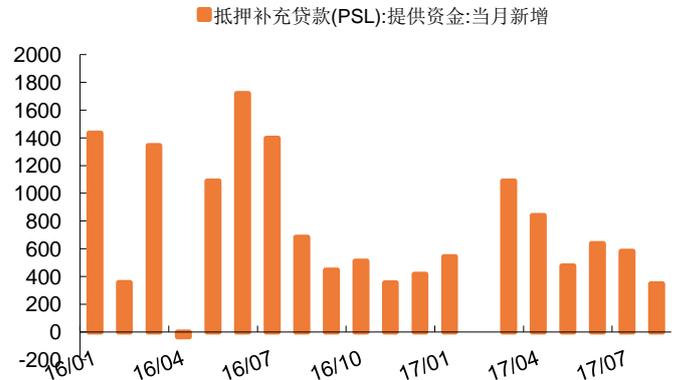
2) **三四线城市继续回落。**我们认为棚改货币化安置和信贷宽松对于三四线城市销售的支持力度逐渐减弱,同时本轮去库存一定程度上透支未来需求增长,叠加房价上涨引发调控的预期(上周末非热点二线城市加码限售已显示调控扩围的趋势),预计三四线城市销售增速将继续回落。具体来讲:**a) 棚改推动作用已过高峰。**从短期来看,2017年1-7月全国棚改新开工470万套,已占全年计划的78%,与去年同期一致。根据过往的开工节奏,预计今年9月时将基本完成全年600万套的棚改计划。并且考虑货币化安置的主要资金来源PSL贷款今年投放量不及预期以及三四线城市房价上涨导致安置成本明显提高, **预计四季度棚改对销售的促进作用将会有所减弱。**并且,从中期看,未来3年棚改计划指标平均减少17%,叠加货币化安置比例上升空间有限(主要源于资金端压力), **棚改对地产销售的边际推动力将持续减小。****b) 按揭投放持续收紧。**进入5月后,单月新增居民中长期贷款同比持续负增长,拖累1-8月累计新增居民中长期贷款同比增速已降至2.6%,占累计新增人民币贷款比例为37.6%(2016年44.9%)。 **基于调研网点今年按揭额度明显收缩以及资金价格逐渐抬升,预计按揭投放持续收紧的趋势将在4季度延续,年底时或有停贷风险。****c) 短期需求透支。**去年三季度以来,调控导致热点城市部分需求(居住和投资)外溢至三四线城市,随后诱发当地需求释放(涨价预期),市场热度大幅提升。然而需要注意,三四线城市人口净流入普遍不多且房价收入比相对较低,因而积压的刚性需求较少,本轮去库存更多是透支未来需求。

图7: 2017年1-7月全国棚改已完成全年计划的78%, 根据去年开工节奏, 预计9月将基本完成全年计划606万套



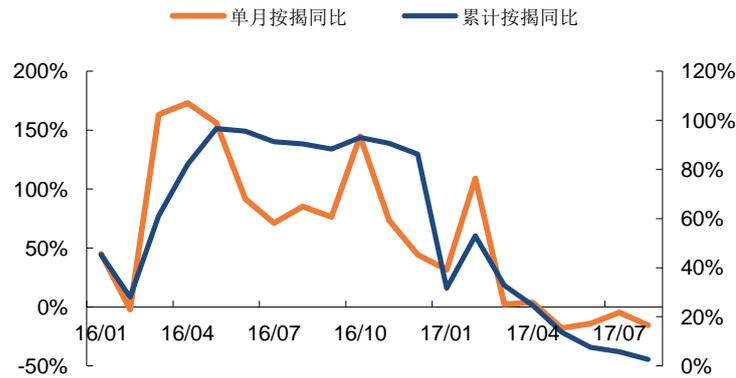
数据来源: 住建部、安信国际

图8: 2017年1-8月PSL投放4515亿元, 同比减少31.1%



数据来源: 国家开发银行、安信国际

图7: 5月开始, 单月新增居民中长期贷款同比增速转负, 拖累1-8月累计同比降至2.6%



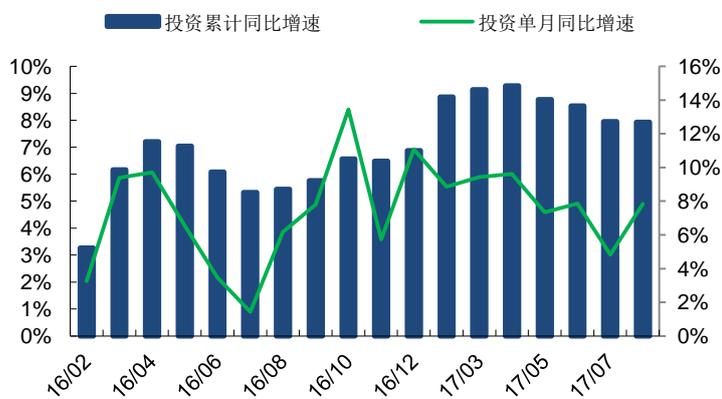
数据来源: wind、安信国际

综合来看, 虽然预计一二线城市基本进入底部区域, 但占比较高的三四线城市(1-6月销售金额占比约50%)将继续走低, 叠加去年同期较高的基数, 9-12月单月销售存在同比负增长的可能, 累计同比大概率逐渐降至高个位数, 维持全年销售金额同比增长8%-10%的预测不变。

2. 投资增速年内保持稳定，但明年压力将逐渐抬升

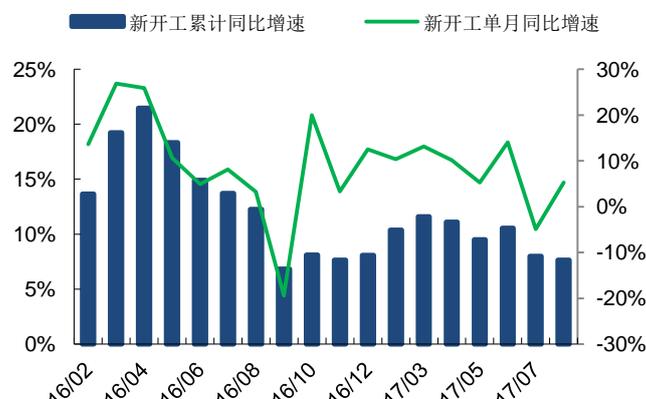
8月投资增速结束下滑。8月全国房地产开发投资同比回升3.0pc至7.8%，带动全年累计增速结束连续3个月的下滑，稳定在7.9%。分区域看，东、中、西部8月单月投资增速均有所回升，分别较7月提升2.3pc、6.5pc、1.4pc，中部区域以23.8%的累计投资增速继续领跑全国。投资增速结束下滑主要来自于：1) 8月新开工面积同比增速由负转正提升10.2pc至5.3%；2) 8月土地购置费同比增速大幅提高了18.6pc至28.2%。

图8：8月单月房地产投资同比增速回升3.0pc至7.8%，带动1-8月累计投资同比增速结束连续三个月的下滑



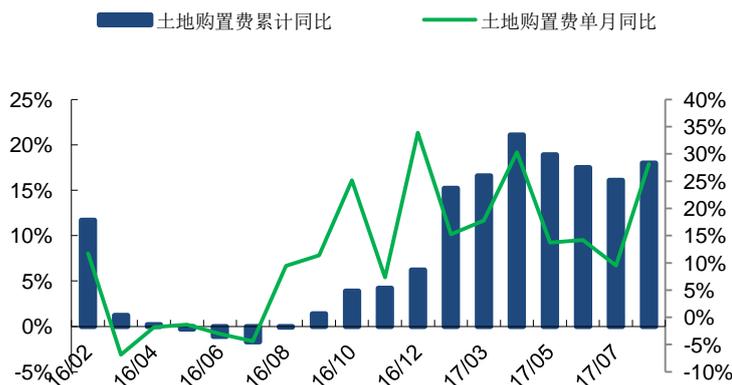
数据来源：国家统计局、安信国际

图9：8月单月新开工同比增速由负转正回升了10.2pc至5.3%，但1-8月累计新开工同比增速继续下滑0.4pc



数据来源：国家统计局、安信国际

图10：8月土地购置费同比增速大幅提高了18.6pc至28.2%，推动全年累计同比增速回升至18.0%（前值16.1%）

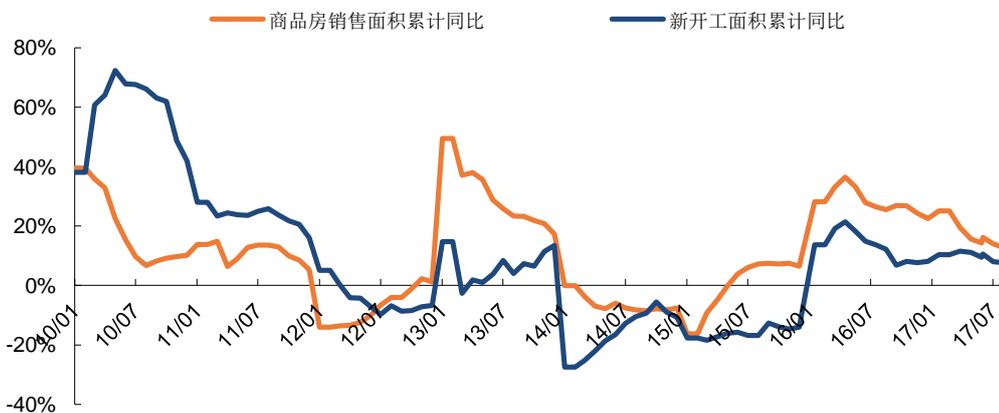


数据来源：国家统计局、安信国际

基于销售传导，预计新开工增速缓慢下行。新开工方面，虽然单月同比由负转正，然而环比增速依然为负(-0.2%)，全年累计同比也继续回落至7.6%（前值8.0%），反应开发商开工热情仍在回落。在2013年之前，销售对于新开工的传导普遍滞后5-6个月，但近几年房企管理体系的优化及多变的市场环境持续缩短这一时间差，目前大部分房企基本可以做到根据近期销售情况以及去化预期动态调整自身的开工节奏，新开工数据与销售数据走势一致性显著提高。因此，**基于一二线城市销售增**

速筑底的判断，预计其新开工（占比约 35%）增速基本维持稳定；基于三四线城市销售逐渐降温的预期，预计其新开工（占比约 65%）增速继续下行，全年累计增速将保持缓慢下行的态势。

图 11：2013 年开始销售对新开工的传导时滞持续缩短，目前已可以基本保持同步



数据来源：国家统计局、安信国际

土地购置数据存在误解。土地购置方面，市场上流传一种误解，认为统计局公布的月度土地购置情况反应当期土地市场成交情况，其实不然，我们可以很明显的看到土地购置费和土地成交价款数据有很大差异。根据统计局口径，土地购置费和土地成交价款均包含划拨、出让以及招拍挂三种方式的土地使用权转让，但**土地购置费是以现金流（也就是实际发生额）口径统计的，土地成交价款则是指交易活动的最终金额。**根据现行的土地出让金管理文件，分期缴纳土地款首付（1个月内）不得低于 50%，其余部分最迟缴纳原则上不超过 1 年。因多数房企选择在期限到来前才缴纳剩余土地款，因此**土地购置费增长应基于当期的土地成交价款以及 1 年前的成交价款共同预测（权重大概 50%/50%）。**

表 1：统计局对土地购置费和土地成交价款的解读

指标	统计局解读
土地购置费	土地购置费指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用。土地购置费包括：（1）通过划拨方式取得的土地使用权所支付的土地补偿费、附着物和青苗补偿费、安置补偿费及土地征收管理费等；（2）通过出让方式取得土地使用权所支付的出让金；（3）通过“招、拍、挂”方式取得土地使用权所支付的资金。以划拨和“招拍挂”方式取得土地所支付的资金在房地产项目竣工后计入新增固定资产，以出让方式取得土地所有权所支付的出让金不计入新增固定资产。土地购置费按当期实际发生额计入投资。土地购置费为分期付款的，应分期计入房地产开发投资。
土地成交价款	土地成交价款指进行土地使用权交易活动的最终金额。在土地一级市场，是指土地最后的划拨款、“招拍挂”价格和出让价；在土地二级市场是指土地转让、出租、抵押等最后确定的合同价格。

数据来源：国家统计局、安信国际

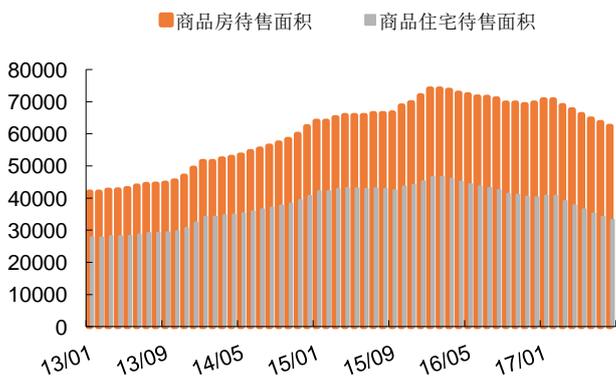
预计土地购置费四季度仍可维持较高位增长，但明年资金面拖累将逐渐显现。首先，从去年同期来看，9-11月土地成交价款单月同比分别为50.6%、36.1%、64.7%，12月增速虽然回落至11.5%，单全年同比依旧保持在19.8%的高位，为今年土地购置费增长打下了良好基础。其次，由于全国库存水平持续下降，尤其是热点一二线城市库存水平已基本降至历史低位，重点城市以及主流房企补库存需求明显提升，今年土地市场热度更胜一筹。最近三个月土地成交金额单月同比均在50%以上，1-8月的累计同比也达到了42.7%，为2011年二季度以来最高水平。向前看，行业集中度快速提升，规模效应愈加显著，主流房企补货需求相对刚性，叠加一二线城市供地力度有望持续加强，土地市场的供需有较强支撑。当然，由于土地投资对于销售回款的依赖程度高，也存在一定下行压力。然而考虑到房企目前到位资金中销售回款（定金及预收款+按揭贷款）依然保持在较高水平，预计年内下行幅度有限，对拿地数据的拖累或在明年3、4月份开始显现。综合来看，我们认为今年四季度土地购置费增长大概率保持高位平稳或小幅微降，在明年一季度末下行压力可能会有所抬升。

图 12: 6-8 月土地成交价款单月同比均在 50% 以上，1-8 月的累计同比也达到了 42.7%



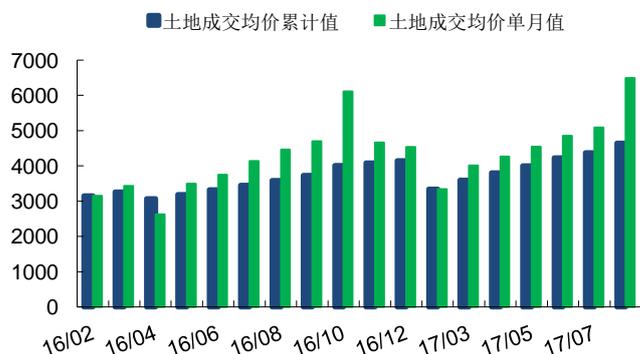
数据来源：国家统计局、安信国际

图 14: 8 月末商品房及商品住宅已竣工库存均已将至 13 年底水平



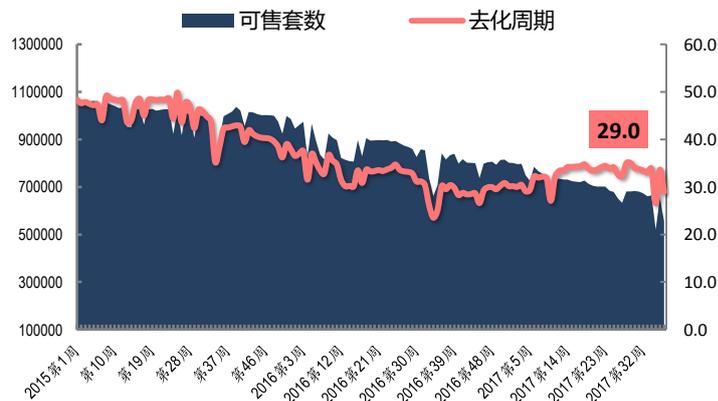
数据来源：国家统计局、安信国际

图 13: 土地成交均价持续提升，8 月更是环比增 27.7%，可以反应土地市场持续高热



数据来源：国家统计局、安信国际

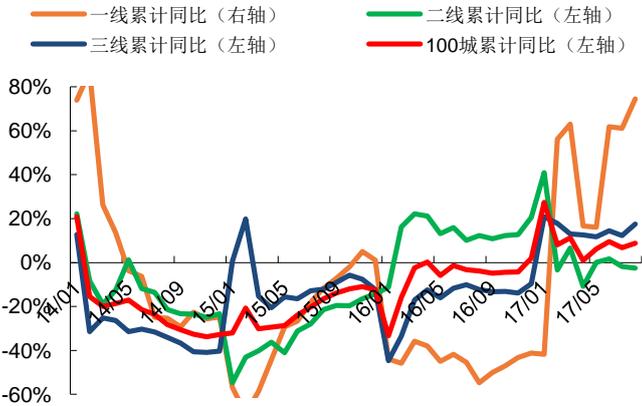
图 15: 16 个热点一二线城市商品房库存已降至 55.7 万套，平均去化周期约 29.0 周



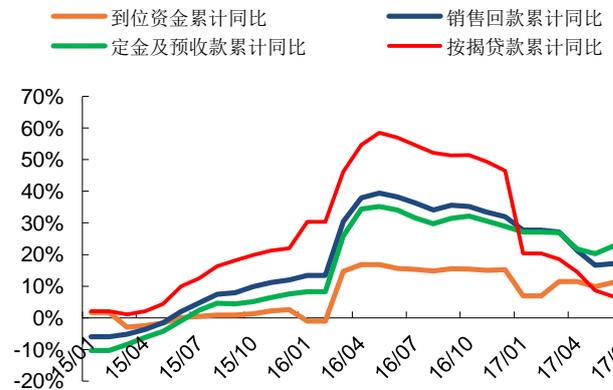
数据来源：wind、安信国际

图 16: 今年以来一线和三线城市住宅类用地供应量较去年有明显改善, 预计二线城市供地四季度有望加强

图 17: 虽然房企到位资金中按揭贷款增速快速下滑, 但定金及预收款增速缓慢回落, 销售回款整体相对充裕



数据来源: 国家统计局、安信国际



数据来源: wind、安信国际

基于新开工缓慢下行以及土地购置四季度高位平稳, 预计全年投资增速将保持稳定或小幅下滑。同时基于资金面的传导机制 (尤其是对土地成交), 预计明年一季度末投资下行压力将开始显现。

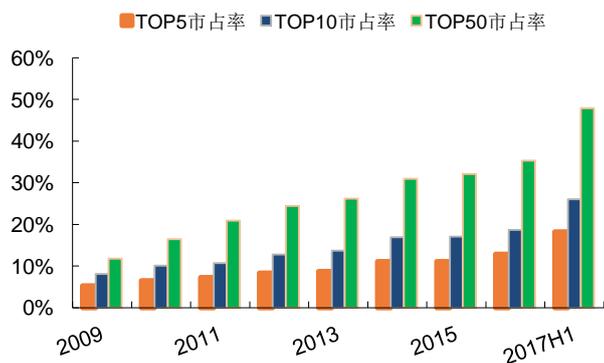
3. 投资策略：成长潜力+盈利确定

版块策略

尽管预计销售增速将延续下行趋势，但相信优势房企仍可取得**显著高于市场的增长水平**，并且市场降温反而加速行业整合，大中型房企的**成长属性更加凸显**。同时，近三年的热销积累了**丰富的可结算资源**，受益于销售均价大幅提升，**毛利率也在持续改善**，房企17-19年**业绩高速释放**是可以预见的。目前彭博预测内房版块17/18/19年市盈率中位数分别为8.5X/7.3X/5.8X，我们认为当前估值水平未完全反映主流房企在**行业整合阶段的绝对成长空间**以及**盈利高增长的确定性价值**，内房版块仍处于估值修复阶段。具体来看：

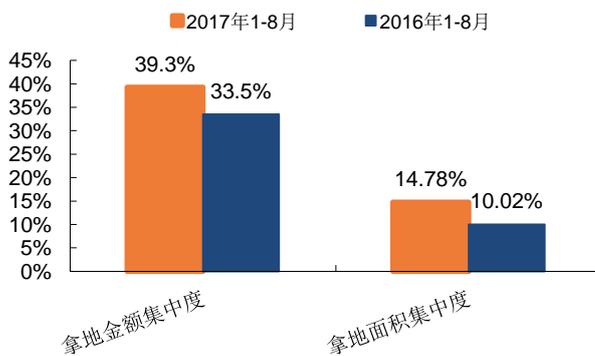
1) **成交增速放缓已在市场预期之内，且大中型房企增长显著高于市场平均**。虽然全年销售增速下行压力较为明显，但早在市场预期之内，目前的17.2%的销售增速仍然好于市场预期。同时，**本轮调控的融资全面收紧、土地竞拍制度、以及预售价格限制导致大中型房企在融资、拿地、销售3个产业链上最核心的环节上优势十分突出，行业销售集中度、拿地集中度加速提升**。尤其是后者意味着集中度提升已形成一个自我强化的正向循环，**大中型房企将在中长期内取得显著高于行业平均的增长水平**。

图 18：2017 年上半年 TOP5、TOP10、以及 TOP50 市占率分别较 2016 年提高 5.3pc、7.3pc、12.6pc



数据来源：克尔瑞、安信国际

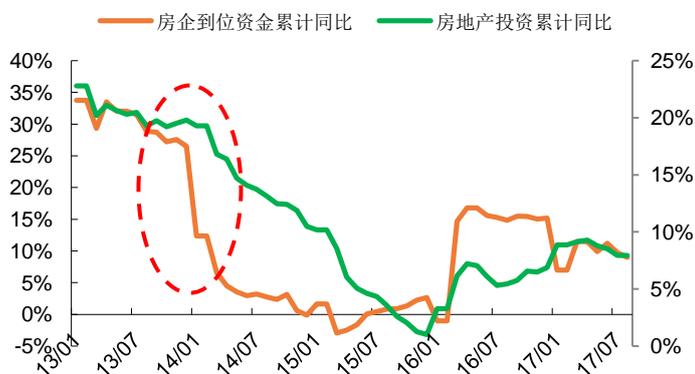
图 19：1-8 月成交金额 TOP20 和成交建面 TOP20 上市房企拿地集中度均同比大幅提升



数据来源：同策研究院、安信国际

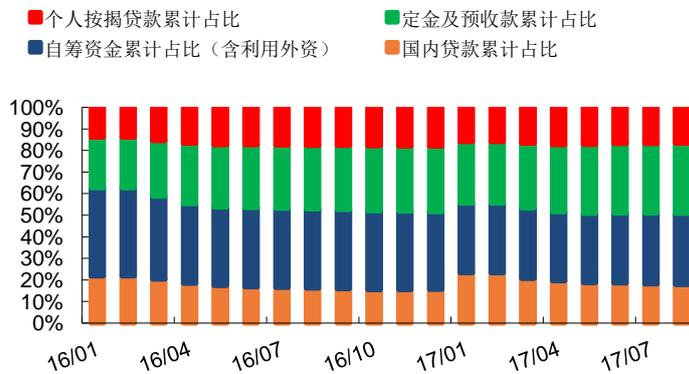
2) **市场降温预期下，预计大中型房企回款优势和融资优势将进一步放大，资金面推动行业整合加速**。一方面，市场降温意味着小型房企推盘去化及回款率先承压，**大型房企因更高的盈亏平衡点、品牌效应、以及与银行良好的合作关系而销售更具韧性**；另一方面，投资端压力逐渐加大，在偏离政府的目标阈值后，**房企融资存在小幅松动的可能性**，例如万科、雅居乐、金地年内首次获批成功发行了共计150亿元公司债。需要注意的是，预期中的**松动是具有选择性的而非普惠性**，**大型房企的融资优势将在这一过程中得到放大**。

图 20: 基于资金面向投资端传导机制, 预计明年开始房地产开发投资增速将呈现较大压力



数据来源: 国家统计局、安信国际

图 21: 预计在销售回款(个人按揭贷款+定金及预收款)持续承压的背景下, 房企融资或迎小幅松动



数据来源: 国家统计局、安信国际

3) 内房股中期业绩表现亮眼, 已进入盈利收获期。自 15 年本轮周期开始, 房企已迎来近 3 年热销, 由此积累大量的已售未结资源, 我们跟踪的 13 家样本内房 2017 年 6 月末预收账款较 2016 年末平均增长了 34%, 较 2015 年末平均增长了 105%。考虑到: 1) 主流内房 2017 年中期业绩同比增速普遍取得显著增长, 显示**可结算资源正逐渐进入集中交付期**; 2) 过去两年大幅提升的销售均价推动房企**毛利率明显回升**; 3) 将于 2018 年 1 月 1 日生效的 HKIFRS 15 进一步加速房企预收账款的入账; 我们认为**内房股已进入盈利收获期, 17-19 年利润高增长是可以预见的**, 叠加内房平均 30-35% 的派息比率, **股东回报十分具有吸引力**。

表 2: 过去近三年的热销为房企积累了大量已售未结资源, 13 家样本内房 2017 年 6 月末预收账款较 2016 年末平均增长了 34%, 较 2015 年末平均增长了 105%

销售金额	2015 同比增速	2016 同比增速	2017H1 同比增速	2017 年 6 月末预收账款	较 2016 年底增加	较 2015 年底增加
融创	4%	121%	94%	融创	81%	364%
远洋地产	1%	24%	48%	远洋地产	58%	53%
富力	0%	12%	30%	富力	56%	66%
雅居乐	0%	19%	42%	雅居乐	54%	129%
龙湖	11%	62%	140%	龙湖	53%	93%
旭辉集团	43%	76%	71%	旭辉集团	47%	117%
碧桂园	9%	120%	131%	碧桂园	40%	180%
万科企业	21%	40%	46%	万科企业	30%	68%
华润置地	23%	27%	14%	华润置地	30%	42%
恒大	53%	85%	72%	恒大	2%	139%
龙光地产	21%	29%	34%	龙光地产	-2%	43%
中国海外发展	28%	17%	34%	中国海外发展	-4%	67%
世茂房地产	-5%	2%	31%	世茂房地产	-5%	-2%



中位数	11%	29%	46%	中位数	40%	68%
平均数	16%	49%	61%	平均数	34%	105%

数据来源：各公司公告、wind、安信国际

标的推荐

标的方面，推荐存量资产优质充裕、规模增长动能充足，同时业绩释放有强力支撑的稳健增长型房企，如：万科企业（2202）、龙湖地产（0960.HK）、旭辉控股集团（0884.HK）、龙光地产（3380.HK）、禹洲地产（1628.HK）、中国奥园（3883.HK）。

安信国际房地产组合股份表现及估值

股份名称	代码	市值 百万元	股价 港元	股價變動%		平均成交 百萬港元	最近报表 年結, YO	--- 市盈率 (倍) ---			-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市淨率 (倍)			淨負債 比率%*	
				1周	1個月			Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f		Y2f
内房 物业开发与投资																						
中国海外发展	688	276,644	25.2	-9.8	-8.3	867.8	n/a	6.9	7.7	6.8	6.0	-2.9	-10.3	13.9	13.2	3.05	3.46	3.88	1.24	1.10	0.98	8.8
万科	2202	343,154	24.85	-7.9	12.2	493.1	n/a	11.1	8.9	7.5	6.5	15.9	24.2	18.8	16.1	3.55	4.62	5.53	2.06	1.78	1.54	43.5
华润置地	1109	168,422	23.9	-10.0	5.0	517.3	n/a	8.5	8.8	7.5	6.6	7.5	-3.1	16.6	13.2	2.93	3.31	3.85	1.42	1.26	1.12	39.8
碧桂园	2007	271,453	12.10	-10.0	28.5	901.7	n/a	19.8	13.7	10.0	7.1	22.6	44.0	37.8	40.7	2.31	2.38	3.12	3.18	2.70	2.25	63.1
世茂房地产	813	57,647	15.46	-2.2	19.7	235.3	n/a	8.7	6.3	5.4	4.7	-14.8	38.8	17.3	14.8	4.94	5.73	6.39	0.85	0.75	0.68	85.7
龙湖地产	960	115,128	18.74	-11.0	5.2	213.9	n/a	10.1	9.5	7.8	6.5	1.9	6.6	21.9	19.6	2.41	3.79	4.64	1.51	1.35	1.19	65.8
中国恒大	3333	358,547	26.05	-6.0	22.7	1,432.2	n/a	59.5	10.3	8.6	7.4	-47.8	476.3	19.5	16.9	n/a	3.06	6.44	6.85	4.14	3.21	752.8
远洋集团	3377	38,728	4.96	-9.8	6.2	132.1	n/a	8.6	8.2	6.7	6.0	73.6	4.3	21.6	12.0	5.58	4.93	6.12	0.71	0.68	0.64	55.5
SOHO中国	410	25,738	4.9	-2.0	11.5	81.8	n/a	23.8	68.3	65.1	45.3	68.3	-65.1	4.9	43.8	n/a	5.04	4.15	0.63	0.66	0.65	33.5
富力地产	2777	59,292	17.72	-13.4	2.7	367.7	n/a	7.2	6.0	5.0	4.5	19.8	19.3	19.1	13.0	6.47	6.95	7.76	1.11	0.93	0.82	218.3
上海实业控股	363	25,441	23.2	-2.5	5.9	37.8	n/a	8.7	8.0	7.6	7.0	2.6	8.2	5.6	9.2	3.93	4.27	4.45	0.68	0.64	0.60	38.8
融创中国控股有限公司	1918	139,726	31.65	-7.5	68.6	1,613.5	n/a	37.9	38.3	15.0	10.8	-26.8	-1.0	154.9	39.0	0.86	1.03	1.94	4.46	3.96	3.60	261.6
越秀地产	123	19,594	1.55	-8.1	11.3	140.5	n/a	10.6	9.1	7.8	6.5	52.0	16.7	16.6	19.5	4.56	4.55	5.47	0.53	0.51	0.49	73.8
绿城中国	3900	20,721	9.34	-11.2	-7.6	118.5	n/a	9.0	8.8	8.1	7.5	254.6	2.0	9.1	7.6	1.44	1.88	2.20	0.70	0.64	0.61	101.9
中国金茂	817	43,767	4.01	-7.4	18.5	286.2	n/a	14.3	10.2	8.3	6.6	-37.7	40.6	23.1	26.0	2.20	5.11	4.75	1.25	1.11	1.02	102.8
合景泰富	1813	26,377	7.99	-13.7	46.2	244.0	n/a	5.9	5.9	4.9	3.9	0.0	0.4	20.8	23.9	1.43	6.20	7.36	0.87	0.79	0.71	71.7
嘉年华国际	996	11,380	0.54	12.8	-2.6	12.0	n/a	72.0	n/a	n/a	n/a	-7.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.38	n/a	n/a	133.3
佳兆业集团	1638	36,533	5.75	16.6	101.3	867.7	n/a	-ve E	32.6	8.9	5.8	n/a	n/a	266.7	52.7	n/a	n/a	1.13	1.94	n/a	n/a	592.1
合生创展集团	754	20,653	9	-9.6	29.6	56.7	n/a	5.2	13.8	13.0	12.9	135.1	-62.6	6.2	1.4	1.08	2.22	2.33	0.37	n/a	n/a	71.0
大悦城地产	207	20,920	1.43	-6.4	12.2	24.4	n/a	23.4	19.9	15.2	13.8	-1.9	17.3	31.1	10.0	2.72	2.06	2.55	0.66	0.66	0.64	44.8
雅居乐集团	3383	44,028	10.7	-9.5	30.2	220.6	n/a	15.5	8.0	6.9	6.1	64.2	93.4	16.4	13.4	3.74	5.27	6.03	1.01	0.87	0.81	89.4
深圳控股	604	28,614	3.52	-6.7	3.2	93.2	n/a	8.3	7.9	6.8	6.0	4.4	5.3	16.6	13.3	4.72	5.82	6.76	0.82	0.75	0.69	36.9
北京北辰实业股份	588	20,870	2.98	-8.3	-4.5	13.7	n/a	10.6	n/a	n/a	n/a	6.1	n/a	n/a	n/a	2.29	n/a	n/a	0.50	n/a	n/a	98.7
瑞安房地产	272	16,283	1.99	-7.3	11.0	74.2	n/a	12.1	7.5	7.9	6.7	40.0	61.4	-4.9	17.2	3.42	2.66	2.72	0.36	0.31	0.30	99.1
龙光地产	3380	45,465	8.1	-12.4	11.3	368.6	n/a	8.5	9.0	6.8	5.4	54.7	-6.1	32.5	25.4	4.59	4.40	5.48	1.95	1.59	1.37	101.0
国瑞置业	2329	11,721	2.62	1.1	8.2	2.2	n/a	6.3	n/a	n/a	n/a	23.6	n/a	n/a	n/a	2.85	n/a	n/a	1.04	n/a	n/a	196.7
华南城	1668	16,253	1.77	11.5	29.3	217.5	n/a	3.3	12.6	11.1	7.7	22.1	-74.1	14.3	43.8	2.46	3.11	3.67	0.50	0.46	0.43	78.7
保利置业集团	119	14,793	4.01	-10.6	4.9	68.3	n/a	181.4	40.5	19.8	16.2	n/a	348.0	105.1	21.7	n/a	0.42	1.05	0.59	0.58	0.56	122.5
中国海外宏洋集团	81	11,799	4.95	-13.3	25.8	59.5	n/a	12.6	7.4	5.6	4.4	5.6	70.8	31.2	27.2	0.19	0.81	1.17	1.08	0.99	0.86	76.4
恒盛地产控股	845	6,858	0.86	-2.2	2.3	16.3	n/a	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.67	n/a	n/a	318.2
旭辉控股集团	884	33,091	4.3	-12.9	3.8	246.1	n/a	8.7	7.0	5.6	4.6	31.3	25.0	24.2	22.4	4.13	5.14	6.13	1.65	1.39	1.19	58.1
五洲国际	1369	4,591	0.92	-2.1	13.6	0.8	n/a	38.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.07	n/a	n/a	238.3
珠光控股	1176	7,709	1.2	0.8	29.0	5.6	n/a	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.72	n/a	n/a	149.8
阳光100	2608	8,811	3.71	0.0	9.8	7.8	n/a	39.4	n/a	n/a	n/a	-70.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.20	n/a	n/a	357.2
毅德国际	1396	3,212	0.8	14.3	17.6	2.1	n/a	7.8	n/a	n/a	n/a	-37.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.56	n/a	n/a	68.6
人和商业	1387	7,826	0.175	-2.7	-2.2	1.0	n/a	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.94	n/a	n/a	-21.0
禹洲地产	1628	18,035	4.19	-12.8	-9.3	170.5	n/a	7.6	5.2	3.9	3.3	4.4	46.6	32.2	19.5	1.98	6.96	8.87	1.27	1.07	0.88	95.5
首创置业	2868	13,414	4.35	-8.8	19.4	28.7	n/a	5.5	6.6	4.7	n/a	-29.5	-16.4	39.3	n/a	5.09	5.95	7.84	0.67	0.72	0.65	217.6
力高地产	1622	13,319	3.69	-3.8	19.4	17.2	n/a	25.6	n/a	n/a	n/a	-0.3	n/a	n/a	n/a	0.64	n/a	n/a	3.98	n/a	n/a	43.3
时代地产	1233	14,487	7.7	0.8	26.6	61.5	n/a	5.8	5.3	4.1	3.5	37.8	9.9	28.5	16.3	4.56	5.93	7.44	1.23	0.95	0.81	130.1
招商局置地	978	7,897	1.54	-13.4	6.6	56.0	n/a	7.9	n/a	n/a	n/a	337.6	n/a	n/a	n/a	2.80	3.44	3.74	1.07	n/a	n/a	187.9
中渝置地	1224	6,872	1.73	-2.7	-1.7	5.2	n/a	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.34	n/a	n/a	-59.4
中骏置业	1966	14,722	3.75	-11.5	-1.5	93.3	n/a	5.3	6.2	4.1	3.4	125.5	-15.7	51.0	22.7	5.19	4.93	7.00	1.30	1.08	0.90	148.2
花样年控股	1777	6,626	1.12	-11.5	12.7	38.6	n/a	6.8	n/a	n/a	n/a	-33.3	n/a	n/a	n/a	4.35	5.25	6.09	0.50	n/a	n/a	115.0
领展房产基金	823	138,455	62.35	-1.5	-1.3	255.3	n/a	7.9	25.8	23.9	21.8	10.3	-69.5	8.0	9.8	3.63	3.89	4.18	1.00	1.00	0.99	21.9
中国新城	1278	3,793	0.395	0.0	23.8	4.0	n/a	10.2	n/a	n/a	n/a	-1.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.84	n/a	n/a	-6.6
宝龙地产	1238	15,749	3.87	-11.1	3.4	46.3	n/a	5.3	5.3	4.6	4.0	18.9	-0.5	14.5	16.9	1.37	5.32	6.54	0.58	0.51	0.45	94.0
新城发展控股	1030	21,896	3.77	-10.4	21.3	171.7	n/a	13.3	8.8	7.1	4.3	33.3	51.3	24.0	64.4	1.47	2.59	3.50	1.96	1.59	1.28	165.7
金地商置	535	13,778	0.85	-7.4	6.1	108.5	n/a	8.4	8.0	4.7	3.2	12.5	4.0	72.2	45.2	2.64	2.77	4.15	1.18	1.03	0.90	62.5
上实城市开发	563	8,371	1.73	-9.4	1.2	19.9	n/a	15.9	15.7	14.4	13.3	0.9	1.4	9.1	8.3	0.80	2.08	2.25	0.68	0.66	0.63	15.6
禹洲地产	1628	18,035	4.19	-12.8	-9.3	170.5	n/a	7.6	5.2	3.9	3.3	4.4	46.6	32.2	19.5	1.98	6.96	8.87	1.27	1.07	0.88	95.5
中国奥园	3883	11,808	4.26	-15.2	41.2	210.0	n/a	11.2	6.9	5.2	4.3	10.7	62.8	33.5	20.5	2.51	5.19	6.52	1.08	0.97	0.85	102.0
绿地香港	337	8,381	2.87	-8.8	10.7	33.8	n/a	6.3	4.5	4.3	3.7	312.5	37.7	6.1	16.7	3.33	4.76	4.72	0.85	1.51	1.51	163.7
天山发展(控股)有限公司	2118	3,289																				

客户服务热线

香港：2213 1888 国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010