

2023/12/23

Industry Research

中國房市

Team

第一組

Mentor

徐子婷

Members

陳碩川、張瓊文、林哲安
曾佳美、涂宇為、魏文揚
黃以涵



NCCU MUTUAL FUND

政治大學共同基金研究社

總目錄

1

中國總經

02

2

事件與政策分析

05

3

房地產供需

09

4

推薦個股

19

5

結論

26

中國總經 分析

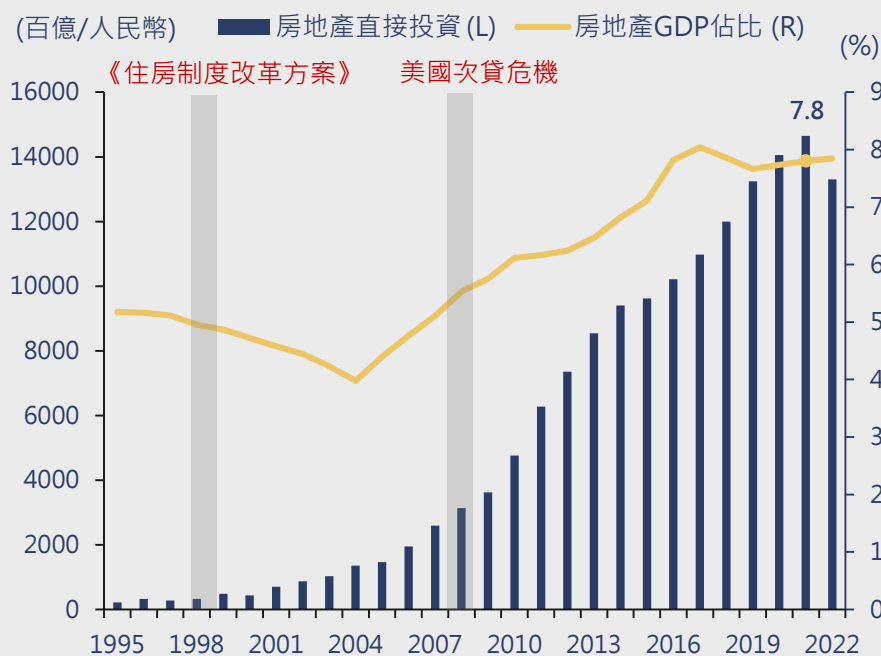
房地產歷史回顧

中國總經現況

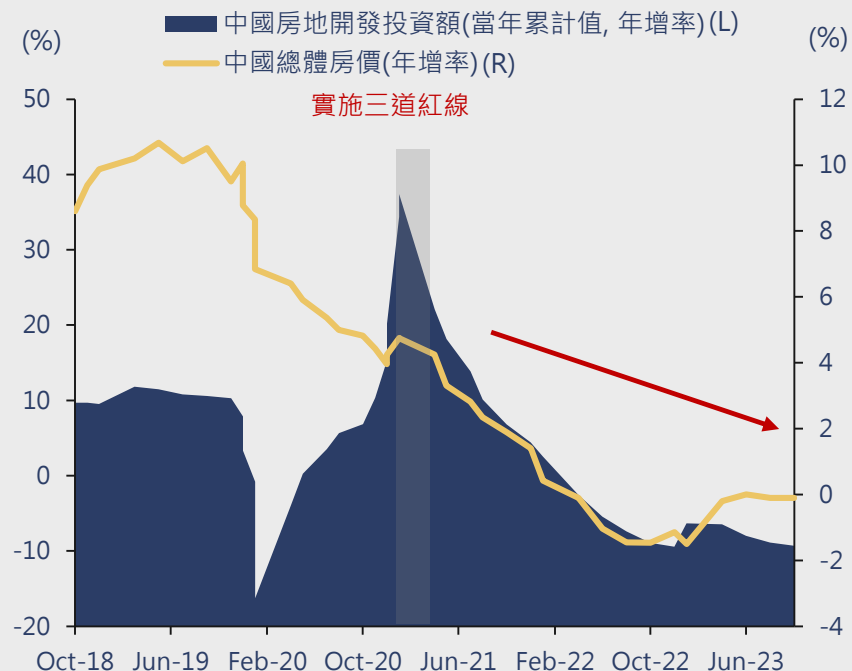
中國過往大舉刺激房市釀成泡沫，去槓桿之路步履蹣跚

- 中國自 98 年推動房地產商品化，並以寬鬆的貨幣政策和法規刺激國內房市。21 年房地產直接投資額達 16,455 兆人民幣，佔中國 GDP 7.8%，故房地產儼然成為中國經濟的火車頭
- 然而，16 年習近平首次提出「房住不炒」、20 年後實施「三道紅線」等一系列打房政策，試圖以去槓桿的手段壓抑泡沫化的房地產市場。19 年起許多大型房企浮現債務危機，使得民眾過度拋售手上之房產商品，以及爛尾樓事件頻傳，進而使房價由盛轉衰

房地產為中國經濟火車頭



三道紅線使房市景氣下行，改善房企體質



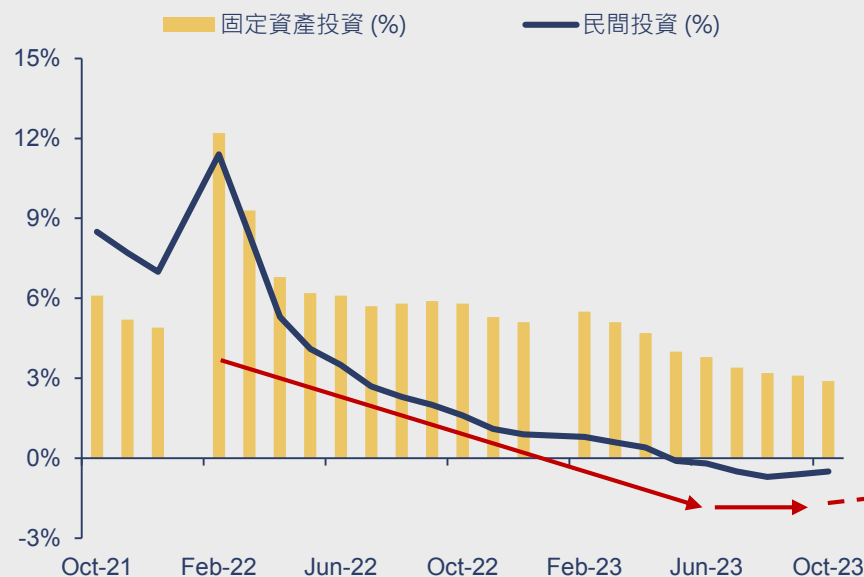
固定資產投資在房市疲軟下缺乏動能，落底時間緩慢且長

- 十一月 NMI 50.2 (前值 50.6)，自年初解封 3 月達高點 58.2 後一路下行，服務業支撐實體經濟力道正在減弱。**建築業 55.0 (前值 53.5)**，主要受惠於近期國債增發、保交樓
- 十一月固定資產投資累計年增 2.9% (前值 2.9%)，受**房地產投資 -9.4% (前值 -9.3%)**拖累，且民間投資 -0.5% (前值 -0.5%) 仍疲軟，基建投資 5.8% (前值 5.9%) 表現平平
- 房地產開發到位資金累計年增持續下行，推估主因為僅有救市政策給予支撐，佔比最大之自籌資金及連結上下游之應付款未見明顯回升，**房市景氣預期在 2H24 始見復甦**

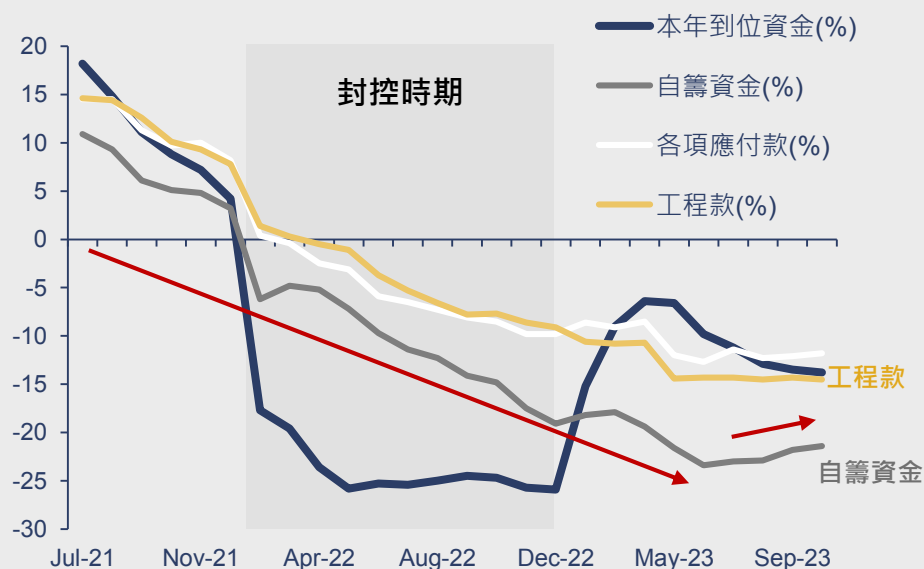
國有控股支撐，預期民間投資由政策兜底

自發性投資解封後仍下行，政策成效未顯

中國固定資產投資 按年累計年增



房地產開發企業到位資金 當年累計年增



中國房市

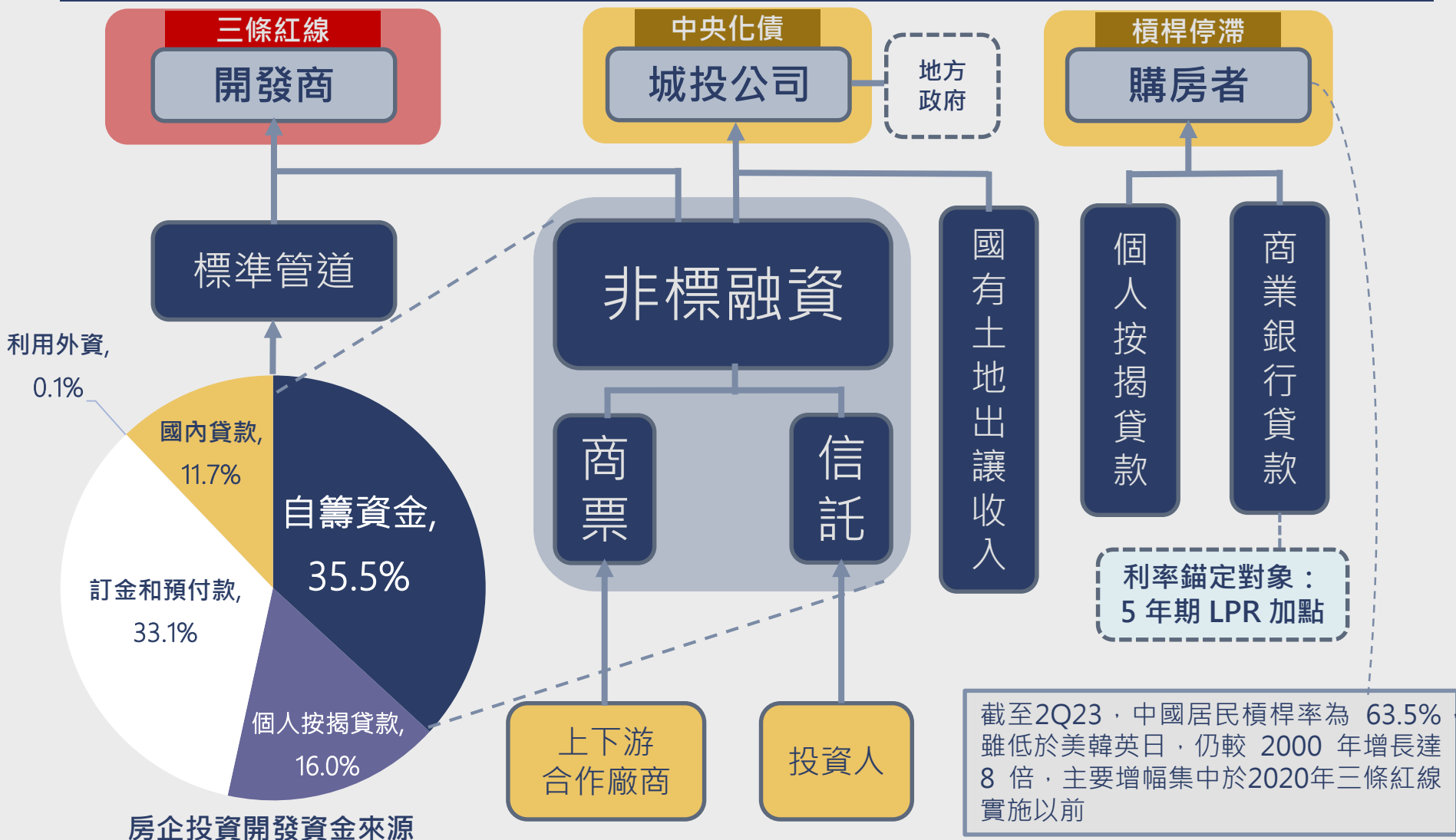
事件面

房市資金流向概覽

房企暴雷事件比較

政策面分析

房地產屬一個龐大的信用市場，房企、地方政府皆存在槓桿



商業銀行「兩條紅線」：房地產貸款餘額佔比上限 40%、個人住房貸款餘額佔比 32.5%

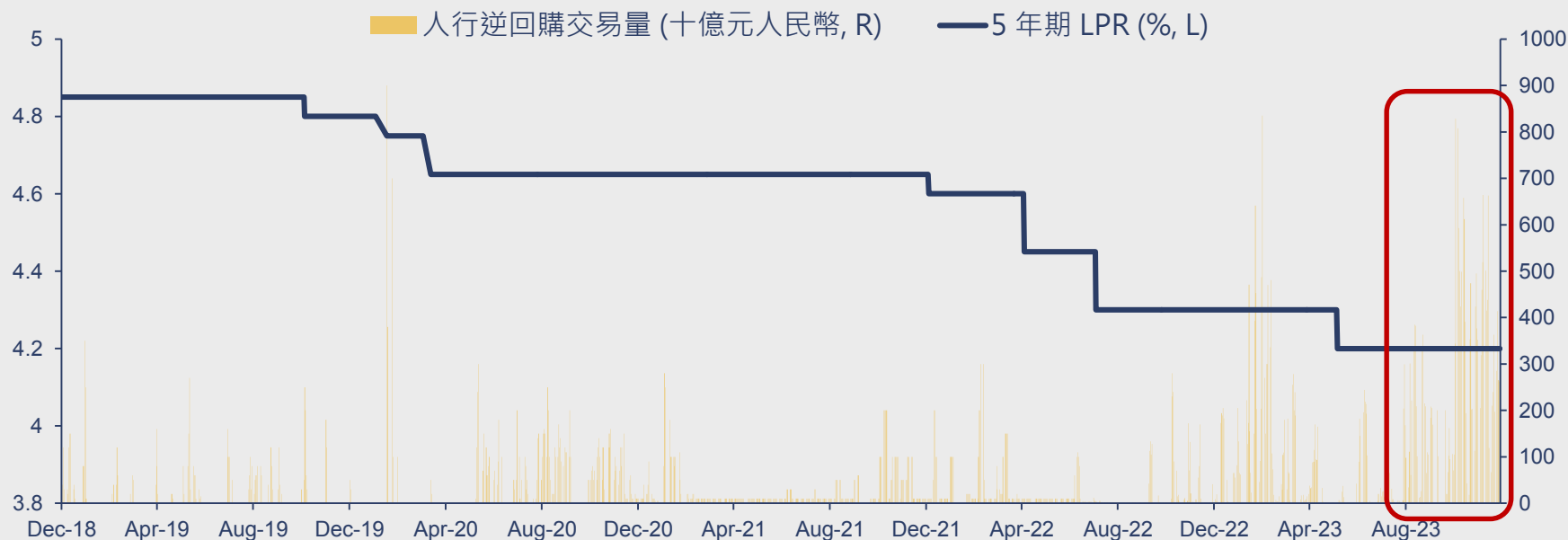
中國房企債務違約事件比較

	中國恆大	碧桂園	融創中國
違約時間點	2021/09	2023/08	2022/05
影響規模	最大 [中國整個房地產市場]	中 [主要是受房企違約浪潮]	小 [今年11月已債務重整成功]
速動比(%)			
自由現金流 (十億人民幣)			
負債結構			

人行引導 5 年期 LPR 下調使房貸利率向下，降低購房門檻

- 因應中央兆元國債發行以及地方城頭債的置換需求，人行十一月、十二月通過 MLF 向市場分別淨注入 6,000 億、8,000 億元的流動性，創單月最高記錄，形同降準 2 碼
- 中國房貸利率定錨 5 年期 LPR 考慮加點形成，政府藉調降 MLF 進而引導 LPR 下調，以期提升民眾購房意願，然商業銀行淨息差承壓使調整空間有限。因此，近半年 7 天期逆回購 (利率：1.8%) 交易量顯著攀升，11/17 監管部門也向金融體系下達「三個不低於」的要求。明年將進一步實施「白名單」，引導商業銀行向 50 家房企提供無擔保短期融資

隨 5 年期 LPR 下調，房貸利率已降至 4.02% 歷史低位，人行並持續實施逆回購投放



中國房市

供給面

上游原物料

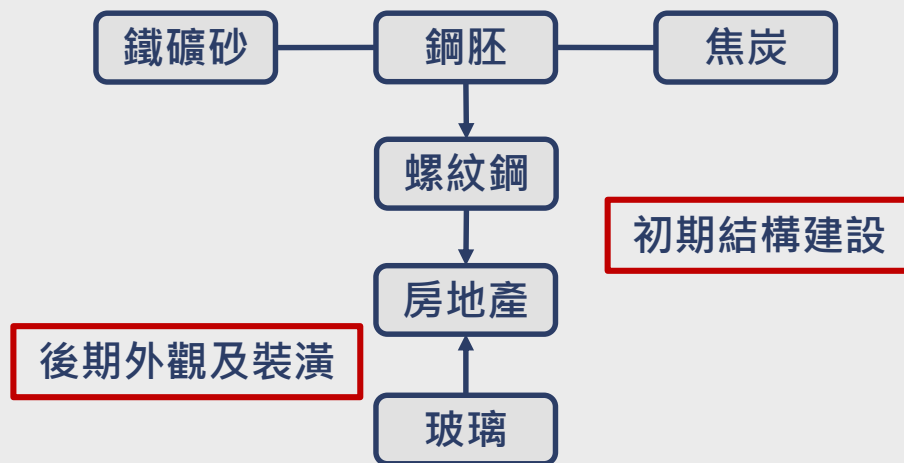
房屋、土地限價令

開工、竣工面積

房地產開發投資

原物料價格走低，營建成本下降有望提升房企毛利

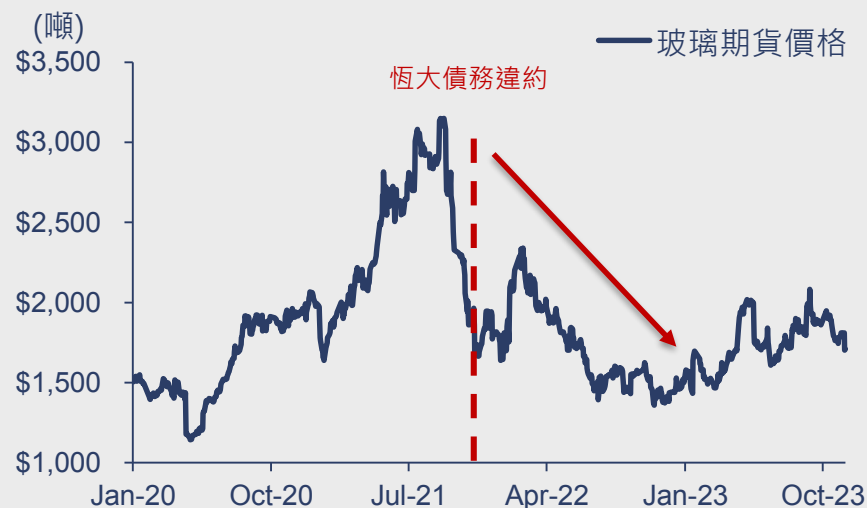
- 螺紋鋼主要消費產業為房地產建築業，由於房地產業景氣低迷，螺紋鋼價格持平，預期在 2Q24 前價格向上空間有限
- 玻璃作為建築後期材料，受房地產影響長期走低，因房地產裝潢需求疲軟及進入年底淡季帶動價格回落，有望提升房企毛利



受房市拖累螺紋鋼價格漲幅低於鐵礦砂



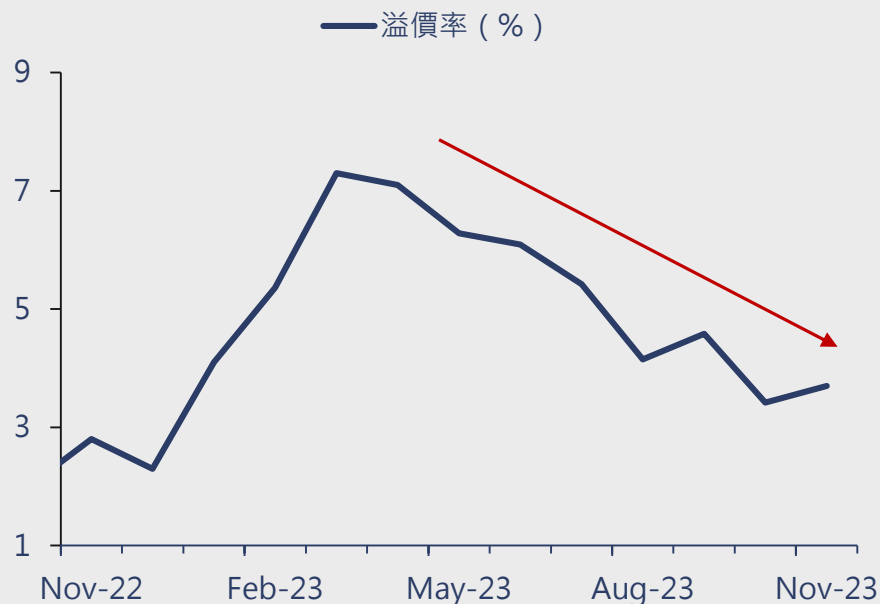
玻璃價格長期趨勢向下降低營建成本



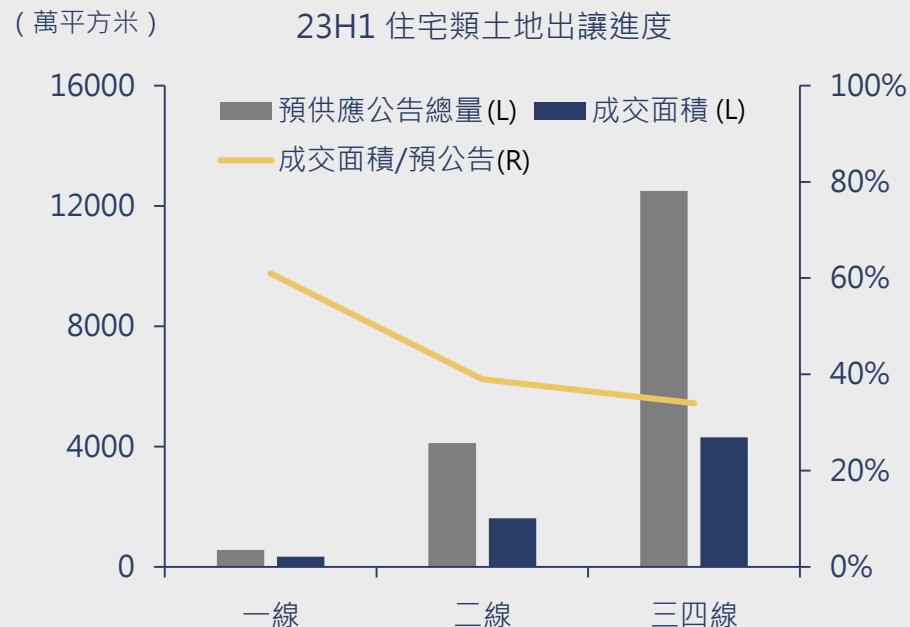
土地市場熱度分化，核心城市為限價令取消後主要受惠對象

- 中國自21年實施房價限跌政策（限價令），但對房市無實質支撐效果，不僅導致房企庫存去化進程受阻，更導致新屋房價跌幅受限，無法反映市場行情。**近期部分政府允許取消限價令**
- 十一月土地溢價率 3.7%（前值 3.6%），儘管十月官方取消地價上限，合肥、成都等核心城市拍出溢價率逾 30% 之地塊，然有三四線土地以底價成交，顯示土地市場熱度分化顯著
- 一至十一月全國三百城住宅用地推出量年增 -21.5%，**供地計畫完成率不及 70%**，顯示建商對土地需求尚未滿載，部分國資背景房地產開發商大量拿地，成本下降

城市土地溢價率趨勢向下，降低房企拿地成本



供地計畫完成率低，一線城市熱度最高



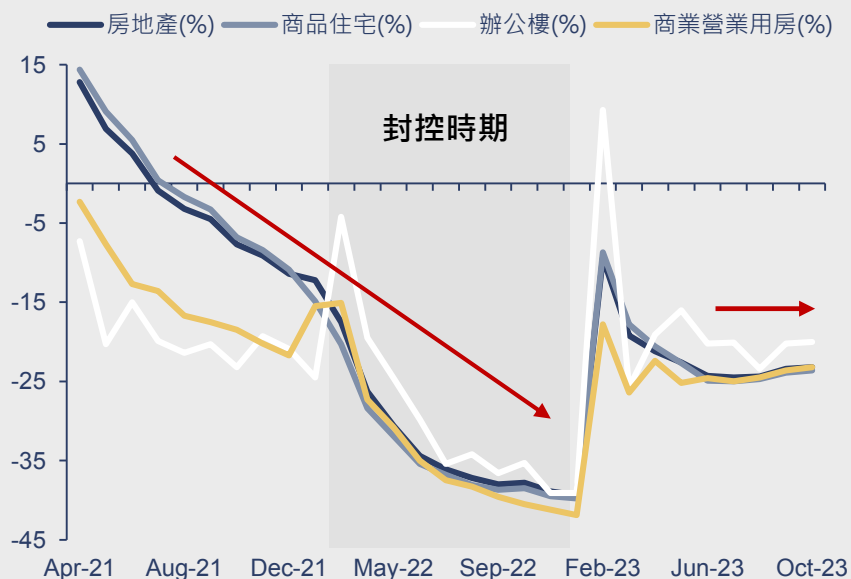
新開工面積持續衰退，仍處消化在建樓階段，預期 2H24 轉佳

- 房地產新開工面積為觀察房市供給端的先行指標，十月年增 -23.2% (前值 -23.4%)，三大項目皆較疫情時衰退，年初解封後釋放的實體工作需求，僅使辦公樓年增短暫翻正
- 為解決「爛尾樓」問題，人行於 22 年推出總額達 5,500 億的保交樓政策，包含 3,500 億專項借款，以及 2,000 億的貸款支持計畫，藉此引導商業銀行提供配套融資支持
- 房地產竣工面積指已達供人使用條件之房屋面積，觀察預售屋市場完工及交付的狀況，預期保交樓延續實施至 1H24，將支撐房地產達 3/4 的住宅完工，推估竣工面積將持穩

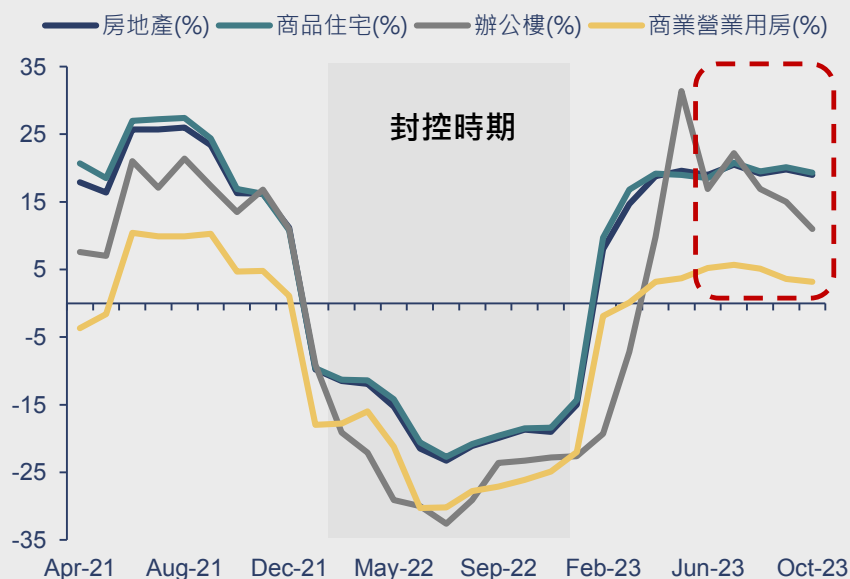
累積年增仍為負，房企開發面積不比解封前

近期辦公樓與商業用房始下滑，但住宅持穩

房地產新開工面積 累積年增

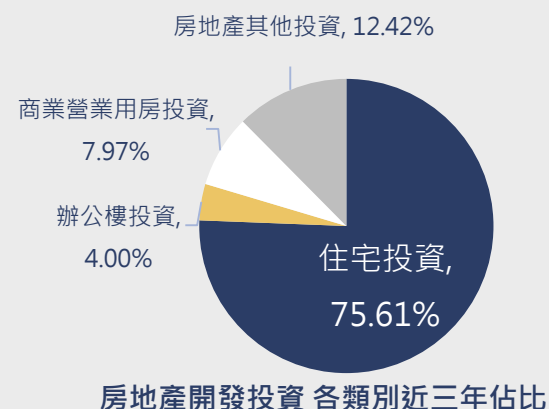


房地產竣工面積 累積年增

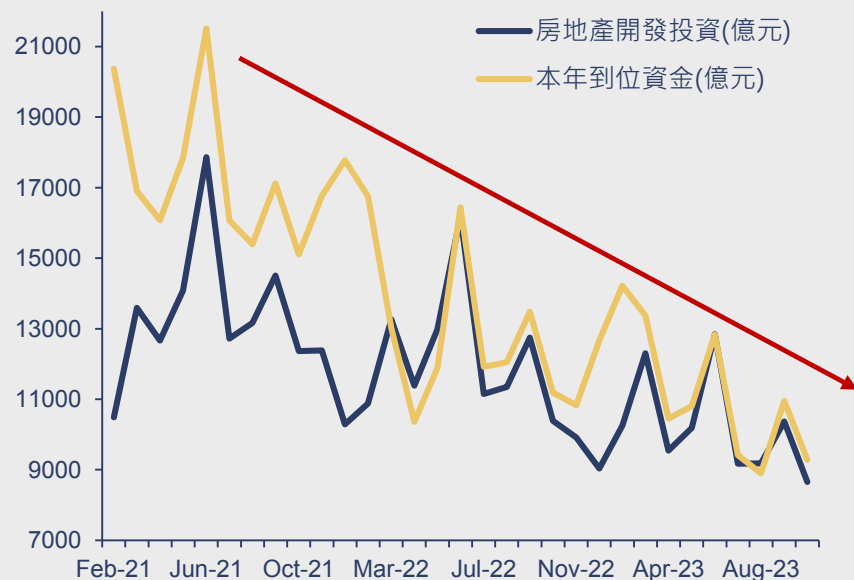


房地產開發投資已連續 18 個月負增長，中央政策持續出台

- 中國固定資產投資主要可區分為採礦業、製造業、基礎建設及房地產，其中房地產開發投資佔比達 20%，為投資主要動能
- 十月房地產投資細項中，占比達 3/4 之住宅年增 -8.8% (前值 -8.4%)，救市政策傳導至供給端須待 2H24 漸進發酵
- 中央正考慮利用專項借貸、抵押補充貸款 (PSL) 等工具，向政策性銀行提供中長期低成本資金，使其流向有意買房的家庭。長期而言，供給側改革下房企以多角化經營為轉型目標

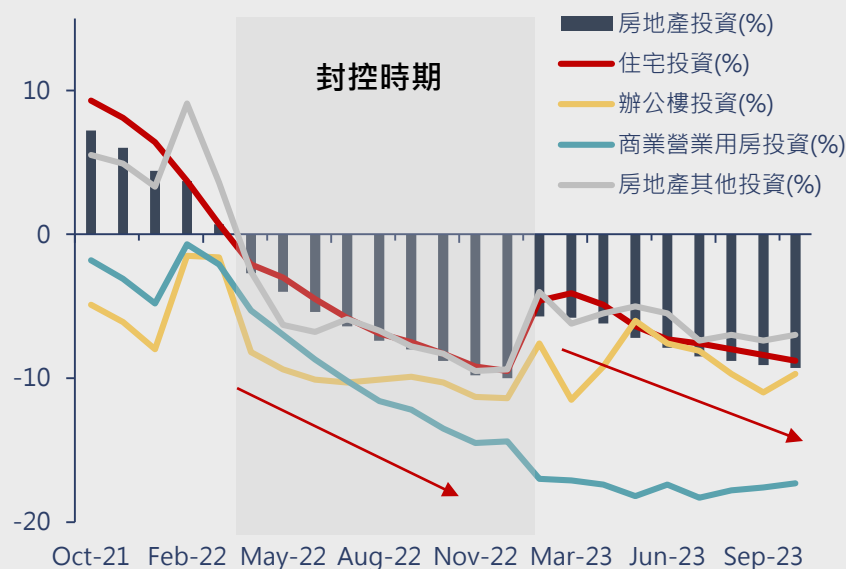


房住不炒下，開發投資及到位資金長期下滑



疫後復甦不如預期，住宅投資仍持續下行

房地產開發投資 累計年增



中國房市

需求面

房市買氣低靡

人口都市化

租屋市場

長租公寓市場

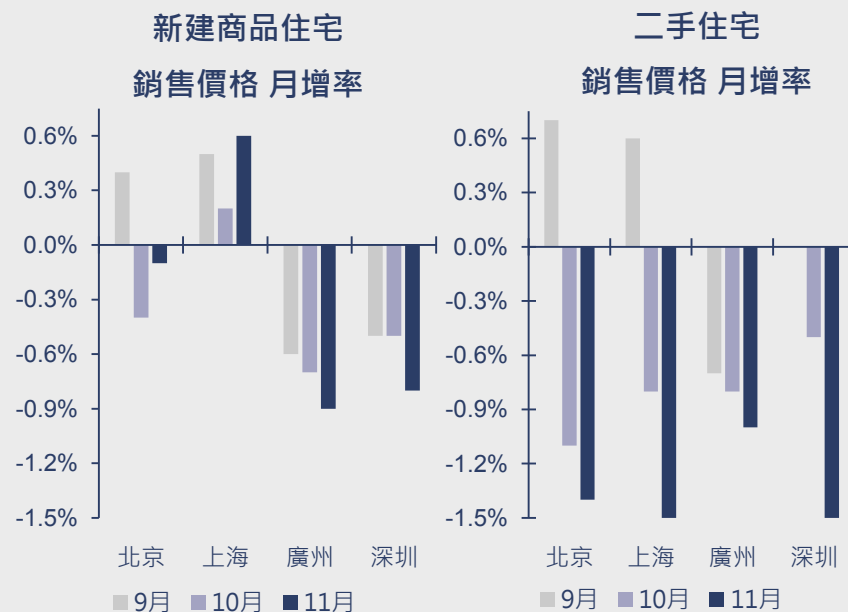
房市買氣整體仍低靡，救市政策等待 1H24 發酵

- 21 年開始受限於人民信心不足，居民槓桿率達到 63.5% 後未再創高，無力再加槓桿，保交樓相關救市政策預計於 1H24 挹注民眾信心
- 二手房價走跌，顯示中國整體房市需求下滑，且房價限跌令實施標的以新房為主，二手房較能反映市場真實價格
- 商品房十一月銷售面積年增 -8% (前值：-7.8%)、銷售額年增 -5.2% (前值：-4.9%)，雙雙持續下降，顯示傳統房地產仍低靡，人民傾向以國有控股房企為購屋渠道

居民部門槓桿率持平，無力再加槓桿買房



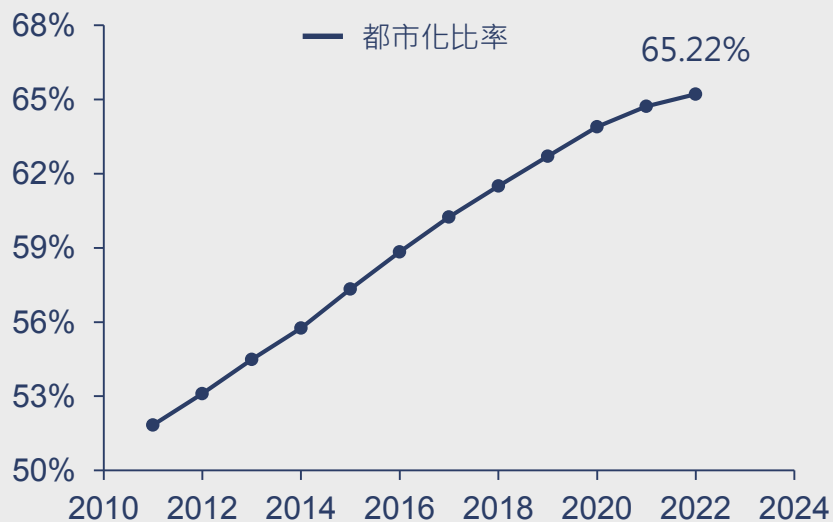
二手房價跌幅遠高於新房，顯示供需不平衡



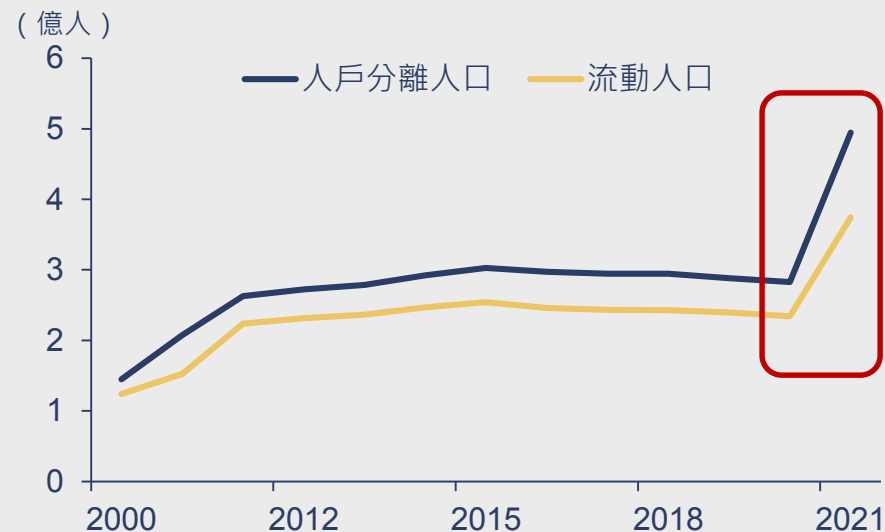
農村人口向城市轉移，一線城市住房需求逆勢上行

- 中國的城市化率僅 65 %，對比開發國家國家城市化率平均達 80 % 以上，以城鎮化率每年提高 1 個百分點推估，尚有 15 年的繁榮期
- 2021 後農村人口明顯向一線沿海城市轉移，人戶分離人口持續攀升，工作人口流往城市，湧入人群之住房需求為 2024 至 2025 年潛在發展空間

中國都市化尚有空間，為潛在房市需求



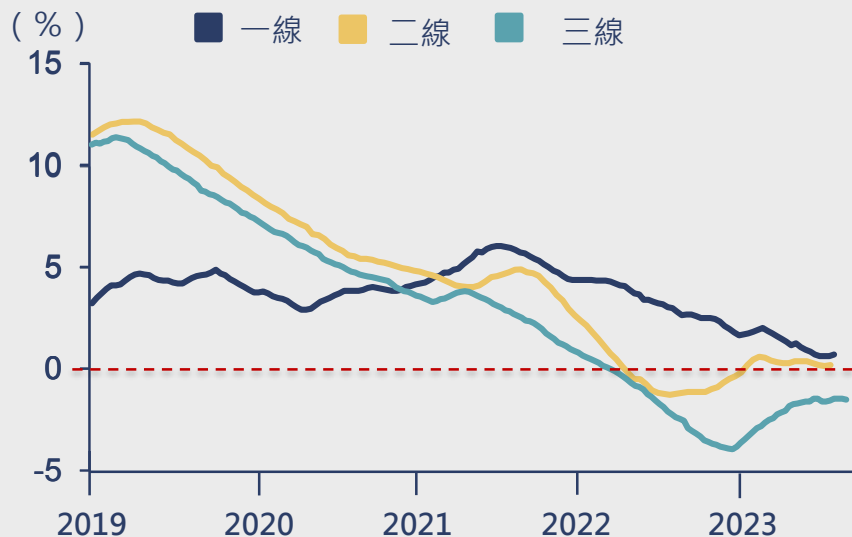
人戶分離人口持續攀升，流動至城市工作



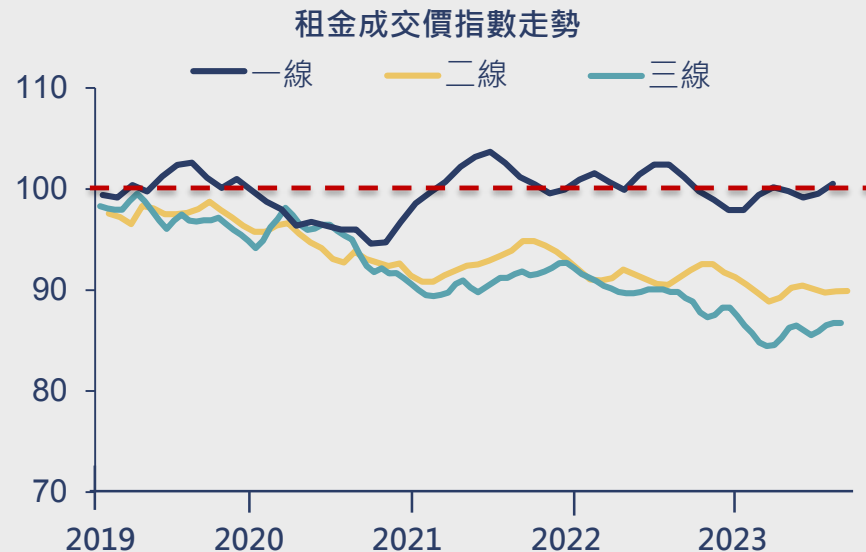
都市化帶動核心城市住房需求，租屋市場為房企轉型目標

- 槓桿率停滯不前、房企暴雷事件頻傳導致人民力負債買房，二三線城市人口外溢，中國整體房價呈現跌勢，又以三線城市價格跌幅最深。展望 24 年，相對低收入與遷移人口仍有住房需求，因此一線城市房價相對穩健，至今仍處正增長格局。
- 2H21 中國提出租賃保障性政策提升租房意願，都市化人群帶動一線城市住房市場，一線城市租金成交價指數長期維持 100 以上，為房地產業潛在投資動能

整體房價下跌，但一線城市之年增始終為正



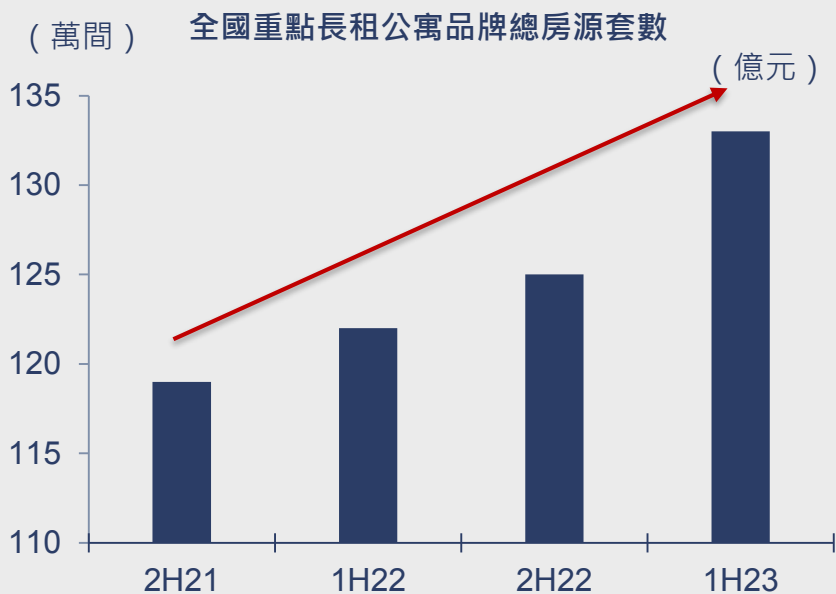
對比房價跌勢，租金波動較為平穩



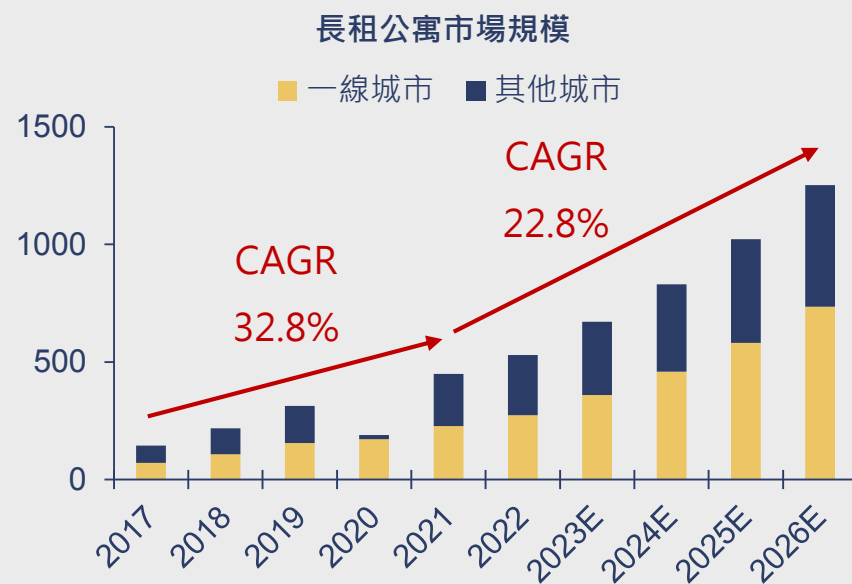
政策傳導至租賃市場，長租公寓市場快速成長

- 主要城市受購房政策限制買房門檻高，在一線城市住房每月所需還貸價格，較同面積之套房租金高 2-3 倍，多數無力加槓桿者，為滿足短期移入城市需求，轉向租屋市場
- 政府出台租賃市場相關政策，土地供給優惠使長租公寓建設和供應加速，以及刺激需求之政策包括水電優惠、允許租金抵扣所得稅等提升租需求，助長長租公寓市場存量持升
- 長租公寓提供地段、租金、生活配套等靈活之產品特性，符合當代蝸牛族需求。長租公寓開業 6 個月以上房源平均出租率達 95.9%，在傳統房氣低迷時，租房市場相對亮眼

因需求強韌，長租公寓存量持續上升



一線城市為主要覆蓋地區，規模逐年擴張



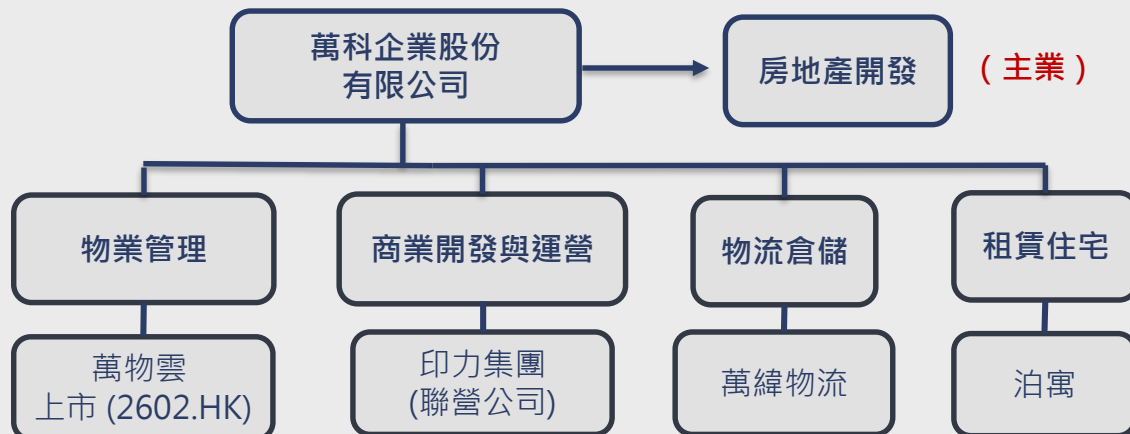
推薦個股

萬科企業 (000002.SZ)

華潤置地 (1109.HK)

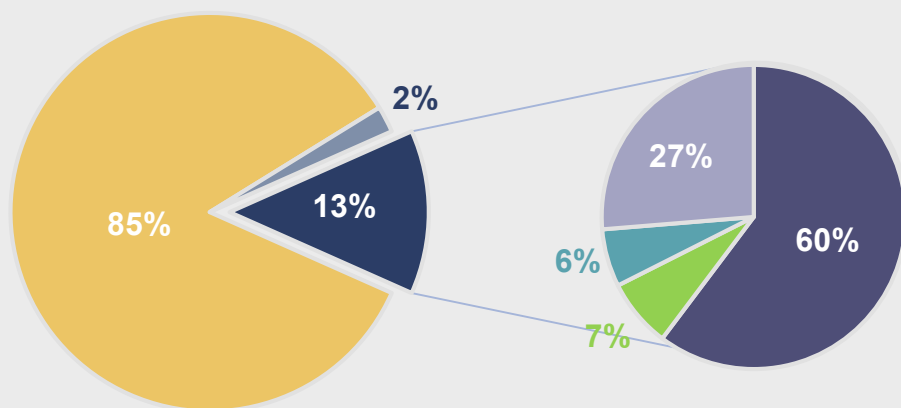
推薦個股：萬科A (000002.SZ) · 國企背景財務持盈保泰

- 業務佈局：房地產開發、物業服務、物流倉儲服務、租賃住宅、商業開發與運營
- 策略定位：城市建設服務商
- 萬科最大持股股東，深圳市地鐵集團有限公司，屬地方國企



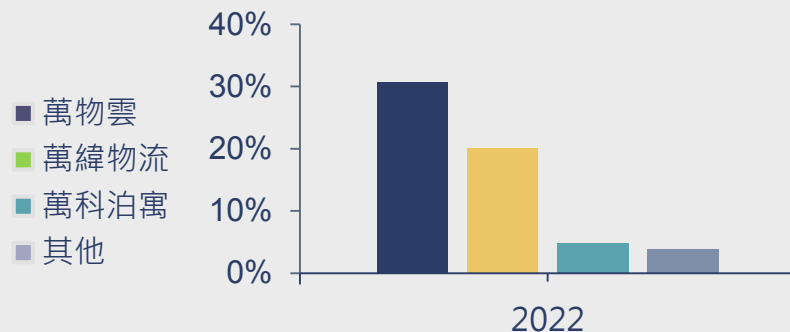
2023 H1 營業收入占比

■ 房地產開發業務 ■ 商業業務 ■ 經營服務業務



前十大股東持有情況

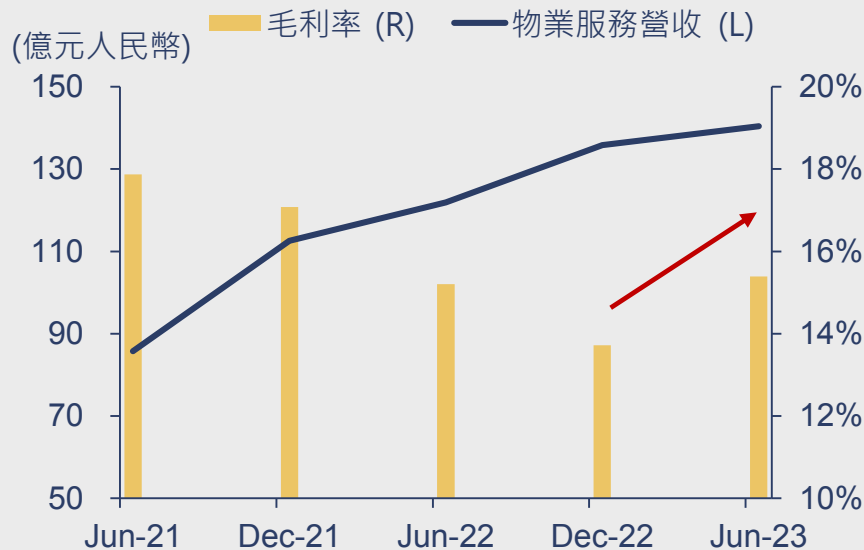
■ 境內國有法人 ■ 境外法人
■ 境內一般法人 ■ 基金、理財產品



萬科受惠於保障性政策，物業管理成為 24 年成長動能

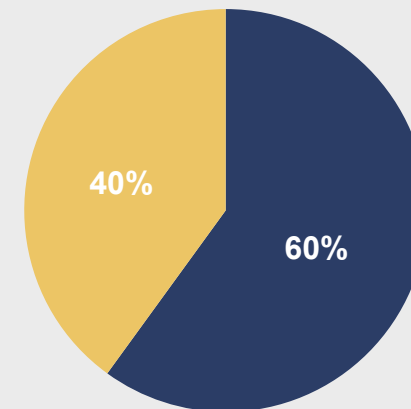
- 物業管理方面近期逆勢增長，子公司萬物雲榮獲 23 年中國住宅物業服務力 TOP 1 企業，23H1 物業服務營收達 140.4 億元人民幣，年增率達 15.2%。截至九月共營運管理 22.9 萬間租賃住房，列入**保障租屋房屋**已有 9.05 萬間，占萬科租賃住房 40%
- 旗下子公司中金印力消費類基礎設施REITs (中金印力REITs) 成為國內首批進入公開發布階段的消費類基礎設施公募REITs之一，可帶來穩定現金流

物業服務部門營收持續增長



保障性租賃住房佔四成，符合政策趨勢

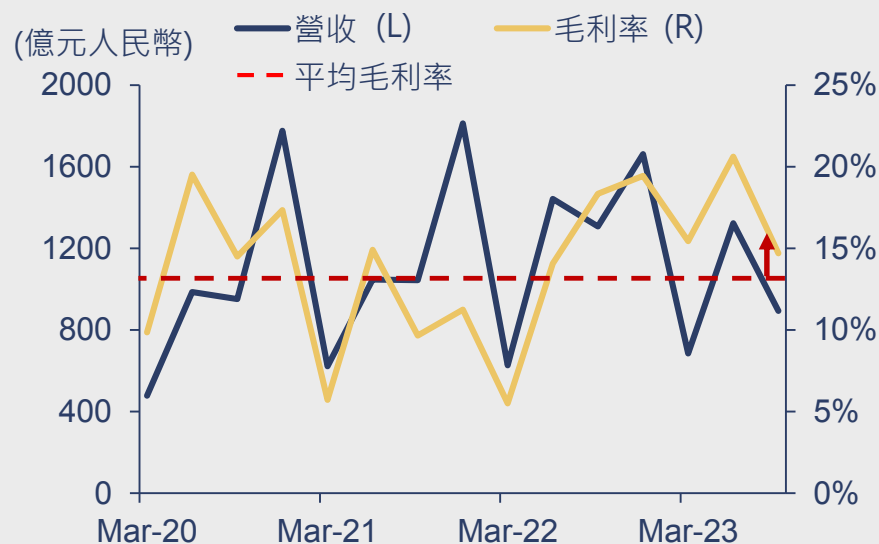
■ 一般租賃住房 ■ 保障性租賃住房



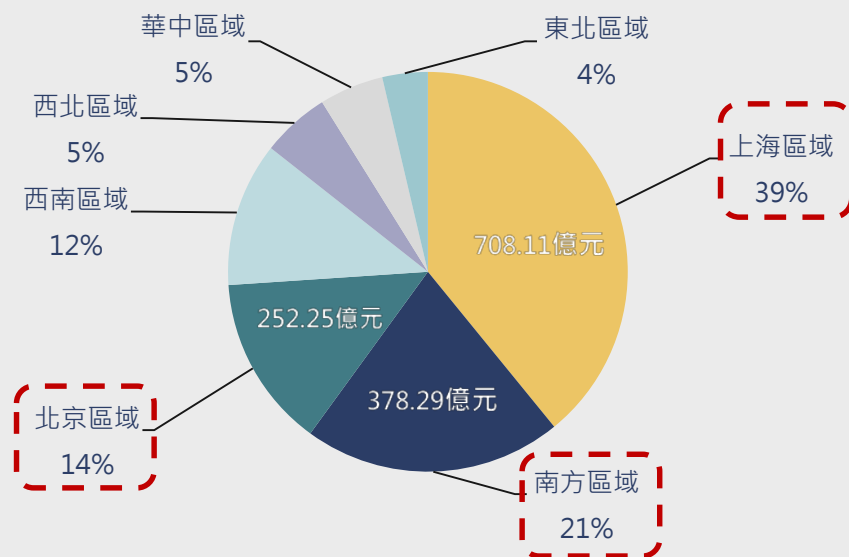
一線城市佔營收74%，毛利率持穩，財務結構較穩健

- 萬科 23 年營收雖呈現衰退，但**毛利率維持 14.7 %** 較去年的 18.3 % 並未衰退太多
- 截至第三季資產負債率 (扣除合約負債) 約為 50.52 %，對比重點 100 家房企平均資產負債率為 73 %，**資本結構較佳，財務風險較低**
- 房地產開發業務佔營收 85 %，雖然中國整體房市低迷，但**萬科營收主要以一線城市為主**，而一線城市房屋需求仍然強勁，預期 2H24 萬科房地產開發業務將回歸正增長

營收下降但毛利率維持較高水準



房地產開發以一線城市為主，價格有撐

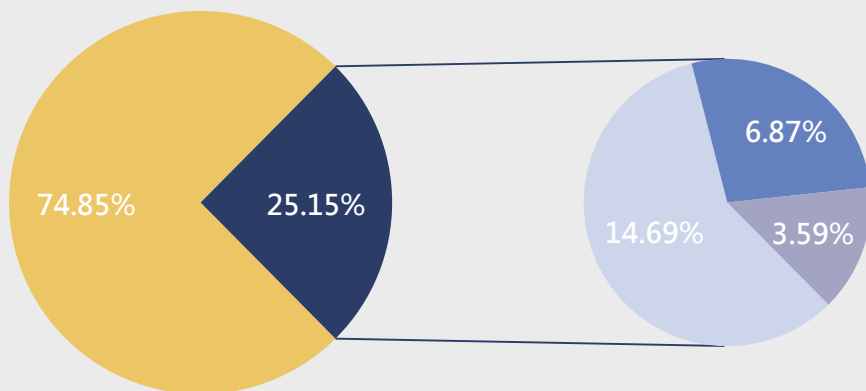


推薦個股：華潤置地 (1109.HK) 房地產業務逆勢成長

- **華潤置地**有限公司為華潤集團的地產業務旗艦，市值約兩千億港元，為中國行業規模前段的地產模範企業。以「**城市投資開發運營商**」為戰略定位，業務包含地產開發銷售、經營性不動產、輕資產管理、代建代營運及長租公寓
- 23H1 開發銷售行業務土儲達 5,463 萬平米，一二線城市面積佔比達 72%，拿地戰略集中於具**抗房產週期的核心區域**，而投資物業土儲達 1085 萬平米，購物中心佔 70%，**土地儲備布局完善，保障未來三年以上發展需求**

業務多元布局，建構 3+1 一體化組合模式

■ 開發銷售型業務
 ■ 經營性業務
 ■ 經營性不動產業務
■ 輕資產管理業務
 ■ 生態圈要素型業務



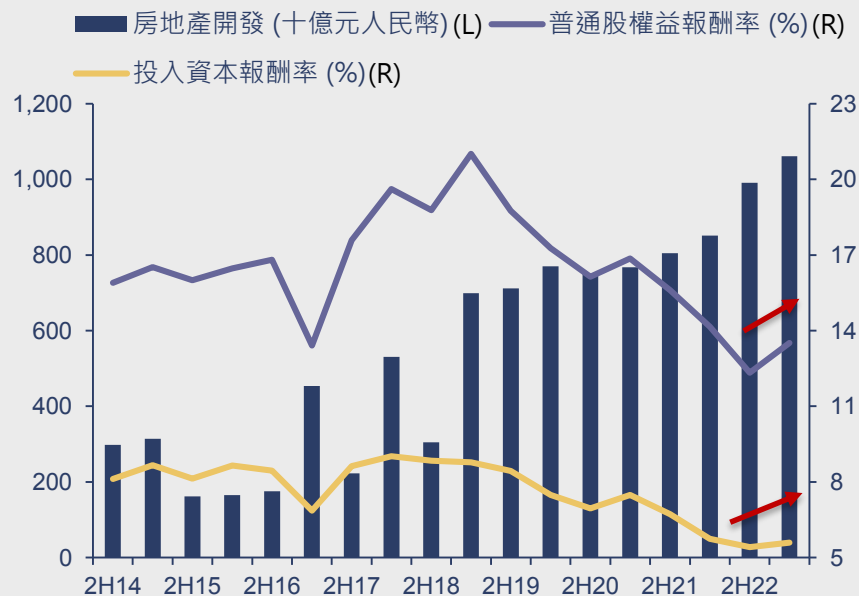
拿地攻勢位居行業榜首，鞏固未來發展根基

排名	企業	1-11月土地新增價值 (億元)
1	華潤置地	2312.3
2	中海地產	1915.2
3	保利發展	1831.6
4	萬科地產	1774.3
5	建發房產	1553.6

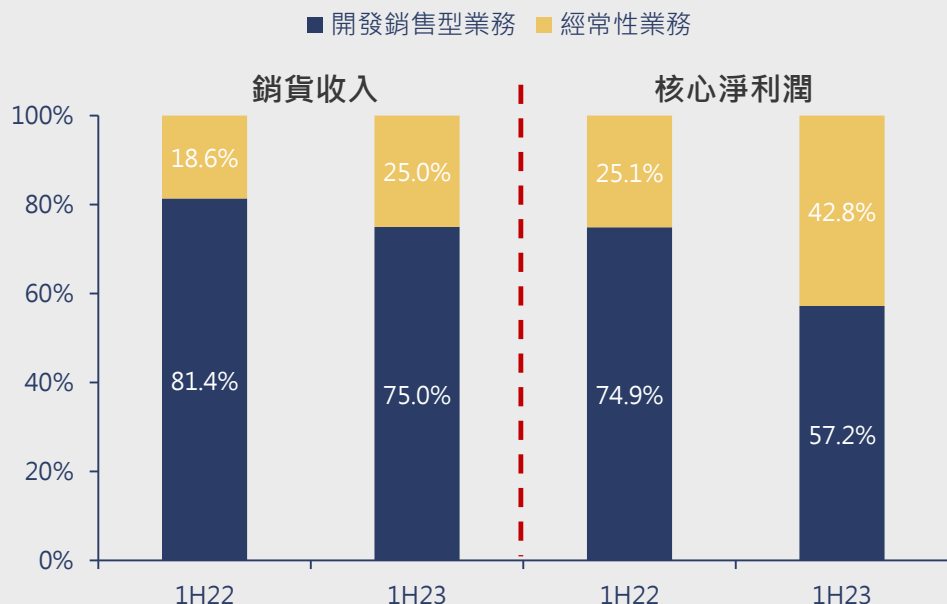
華潤未受房市景氣陰霾影響，經常性業務與房產開發雙雙增長

- 23H1 綜合營收 729.7 億元 (持平)，核心淨利 112.7 億元，年增 10.9%。1H23 簽約銷售城市一二線占比 9 成，顯現核心區域深耕成效顯著外，從地產銷售收入佔比 75% (前 81.4%) 來看，房地產開發依舊為華潤主力
- 經常性業務營收年增達 35.6%，營收和核心淨利貢獻佔比分別提升至 25.1% (前 18.6%)、42.8%，具有充足的淨利成長動能。其中經營性不動產業務提供穩定的經常性租金收入，租售比僅 12.6% 亦顯示其成長空間

房產開發未受房市疲軟影響，資本報酬回升



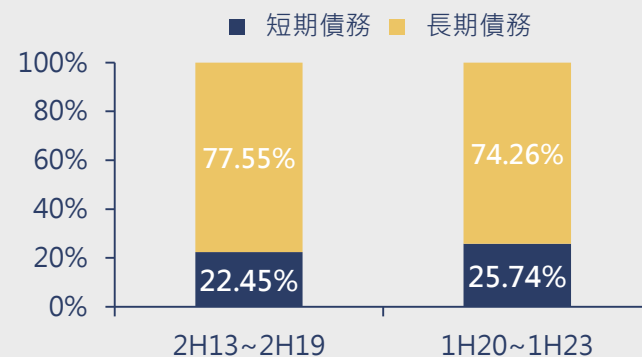
經常性業務為未來發展新動能



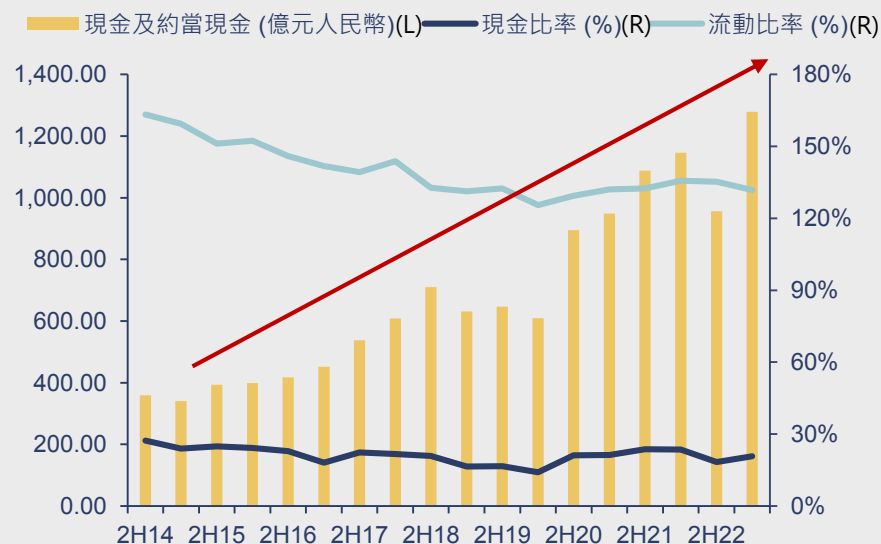
華潤擁有健康的財務結構和充足的融資渠道，借貸成本低廉

- 華潤置地擁有良好的流動性及還債能力，1H23 淨有息負債率為 28.5% 創五年新低，資產負債比 (扣除合約負債) 為 45.5%，現金短債比 1.87，三道紅線保持綠檔
- 1H23 加權平均融資成本為 3.56%，低於房貸利率標準 4%。另也透過公開市場融資 100 億元，票面利率介於 2.16%~3.39%，資產抵押也獲 564 億元的融資額度
- 11/26，中國首批消費基礎設施公募REITs發行，其中底層資產中佔比最大者為華潤的青島萬象城，現金流穩定

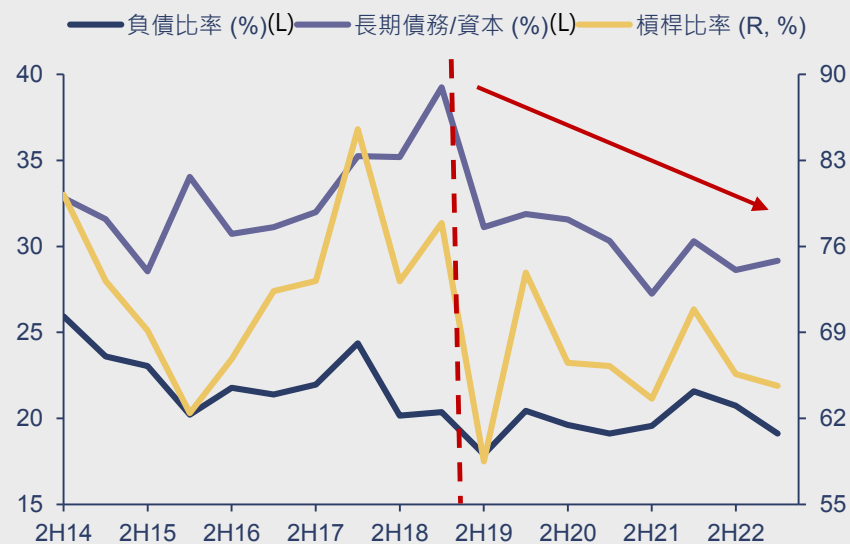
經常性業務開展後長債佔比下降



現金比率持穩，流動比率達 130 %



長期債務佔資本及槓桿比率呈下降趨勢



中國房市情形仍險峻，政策及多角化經營為產業短期發展關鍵

房市整體信心雖仍不佳，但政府的積極救市為房市谷底反彈帶來一絲曙光

- 受房市疲軟影響，十一月房地產投資投資年減率下探 9.4%，顯示落底時間緩慢且長，並有賴政府祭出政策托底，預期2H24始見景氣復甦
- 人行透過調降五年期 LPR 以及 7 天期逆回購利率，試圖往房市挹注流動性，限價令的解除以及近期白名單的發布顯示政府積極救市的決心

人口轉移租賃市場帶來利多消息，長租公寓成為現行人口居住趨勢

- 中國都市化現象顯著，二三線城市人口外移至核心城市，為了因應蝸牛族的住房需求，長租公寓市場規模蒸蒸日上
- 租房與購房二者此消彼漲，加上租金扣抵的保障性政策支持，租賃業務為房企轉型目標

中國房地產業具成長潛力個股：萬科企業、華潤置地

- 因應現代人的居住及消費習慣，物業管理服務營收以及購物中心的經常性租金收入推動房企得以脫離房市週期風險
- 看好注重房地產業多角化經營以及財務結構健全的地產開發商：如萬科、華潤