

板塊透視
內房股

隨着防疫政策放寬，及一系列支持樓市、推動經濟政策出台，中國經濟今年明顯復甦，房地產銷售亦逐步見曙光，3月中國30個大中城市成交面積，同比大幅增長44%、環比增幅亦達46%，增幅較2月分別擴大12個百分點及17個百分點，成交面積接近2019年同期，樓市似乎開始步入復甦。



▲內房上月銷售大增，與前期積壓的剛性及改善需求得到釋放有關。

大公報記者 趙建強

若分城市看，房地產銷售分化更為顯著，湘財證券分析師張智瓏指出，3月一手成交中，一、二線城市已超過市場較熱的2019年和2021年同期，而三線城市由於去年基數較低，雖然數字上增長比率較高，但實際銷售仍低於2019年和2021年同期，但亦恢復至2018年水平。



▲一、二線城市住房銷售率先回暖。圖為二線城市福州。

碧桂園擬增一二線城土儲

事實上，房企深明一、二線城市未來對發展的重要性，如過去以三、四線城市發展為主的碧桂園(02007)表示，未來幾年將會把一、二線城市土儲佔比提高到50%以上。碧桂園常務副總裁程光煜稱，目前集團土儲貨值約9500億元(人民幣，下同)，其中40%位於一、二線城市，集團去年新購土儲中，約70%來自一、二線，希望短期內將一二線城市土儲佔比提升到50%。

若從更能反映市場熱度的去化率看，克而瑞公布的3月20個重點城市平均開盤去化率為46%，與上月基本持平，但分化仍較明顯。一線及熱點城市(上海、成都、杭州)去化率保持在70%以上，剛性和改善需求仍然較多；部分二線城市(南京、蘇州、武漢、寧波)去化

率下降，除蘇州外均不到50%。張智瓏稱，由此可見，目前新房市場熱度分化較明顯，預計隨着供應增加，傳統熱點城市銷售復甦還將持續，但三四線城市復甦情況有待觀察。

具財力買地房企看高一線

不少主要房企銷售均以一、二線及熱點城市為主，因此根據克而瑞公布的3月首100房企實現銷售操盤金額高達6609億元，單月環比增長42%、同比增長29%。而今年首

季實現銷售操盤金額亦高達1.48萬億元，同比增長3.1%，表現明顯優於1月至2月的同比下降11.6%。

張智瓏相信，3月銷售增加，與前期積壓的剛性及改善需求得到釋放有關，但目前樓市復甦分化明顯，尤其是反映在新開盤去化率上，一線及熱點城市保持高去化，能級較低的城市受供應增加影響去化率有所下降，因此市場熱度持續性還需觀察，居民收入恢復情況及購房意願仍是主要影響因素。他建議，現階段可以關注拿地投資能力強、城市布局優異的房企，維持行業「增持」評級。

房企	首季金額	變幅	3月金額	變幅
萬科(02202)	1007.5	-5.4%	420.0	+1.1%
碧桂園(02007)	880.0	-33.8%	318.0	-21.7%
中國海外(00688)	835.1	+73.0%	429.0	+89.3%
華潤置地(01109)	790.2	+71.9%	388.0	+85.7%
龍湖集團(00960)	503.4	+35.9%	221.0	+30.2%
綠城中國(03900)	491.3	+31.0%	243.3	+61.1%
越秀地產(00123)	435.0	+214.9%	209.0	+251.3%
融創中國(01918)	293.0	-59.5%	112.1	-49.2%
旭輝集團(00884)	211.3	-26.5%	83.0	-30.8%
中國恒大(03333)	168.4	+123.6%	102.2	+334.9%
遠洋集團(03377)	165.6	+9.9%	82.0	+19.7%
雅居樂(03383)	113.2	-36.8%	47.4	+24.0%
佳兆業(01638)	89.6	+51.4%	54.6	-7.8%
龍光集團(03380)	63.7	-67.9%	31.2	-30.8%
合景泰富(01813)	63.3	-48.9%	8.2	-78.7%



主要房企銷售表現
(單位:億元人民幣)
數據來源:克而瑞研究



▲大摩對大型房企的銷售樂觀。

大摩看好龍頭房企
受惠市場整合

今年首季內房銷售表現有明顯改善，摩根士丹利指出，內地大型房企3月銷售反彈，其中國有內房銷售表現跑贏民營內房，維持銷售持續復甦的樂觀看法，建議買入優質大型內房，並看好此類房企長遠受惠於市場整合，亦有足夠土地儲備，而管理層亦有良好執行力。

摩通首選中海外華置保利

不過，摩根大通認為，今年內地房地產的表現仍然落後於MSCI中國指數，市場對房企銷售的可持續性信心仍然較低，因此內房良好的銷售業績，並未能持續推高股價。該行更警告，內地大幅推出寬鬆政策的可能性愈來愈低，今年第二季內房難有明顯的催化劑，將繼續跑輸MSCI中國指數。

摩通指出，行業要「跑贏大市」，需要待內地房地產新開工量顯著回升，及相關部門繼續推出寬鬆政策，且房企銷售額明顯較過去三年平均水平出現正增長。該行繼續看好有國企背景的房企，首選中國海外(00688)、華潤置地(01109)、保利發展，並對所有陷入困境的公司維持審慎態度。

該行又下調萬科(02202)、新城發展(01030)等房企的評級至「中性」。摩通解釋，雖然這些房企沒有流動性風險，但由於市場對流動性的擔心減低，未來股價驅動因素將會逐步回歸基本面，因此，在最新的中期業績錄得改善之前，此類房企短期獲重估的可能性不大，因此該行亦將萬科目標價由18元降至13元，新城發展由4元下調至2.1元。

摩通內房評級及目標價

內房股	投資評級	目標價(港元)
萬科企業(02202)	增持→中性	18元→13元
碧桂園(02007)	中性	2.5元→2.3元
新城發展(01030)	增持→中性	4元→2.1元
雅居樂(03383)	減持	1.8元→1.5元
富力地產(02777)	減持	1.25元
融創中國(01918)	減持	4.1元→1元
合景泰富(01813)	減持	1.2元→1元
龍光集團(03380)	減持	0.5元
時代中國(01233)	減持	0.81元→0.32元
禹州集團(01628)	減持	0.25元→0.13元

▲內地重點城市開放集中供地，土地市場回暖。

恒大融創債務重組 挽回市場信心

積極應對

今年內房最大利好消息，莫過於恒大(03333)、融創(01918)相繼於3月底公布重組方案，其中恒大公布，與境外債權人小組就擬議重組的核心條款達成具有約束力的協議。融創則稱，集團90.48億美元的境外債務重組，已與境外債權人小組訂立重組支援協議。

恒大截至2021年底止年度，其負債總額高達1.89萬億元人民幣，並出現負資產1990億元人民幣。恒大表示，與個別項目一些主要持有人談判取得進展，這些項目包括本金總額139.225億美元的美元高級擔保票據，及由景程發行本金總額52.26億美元的美元優先票

據。重組生效日預計為今年10月1日，最後期限日為今年12月15日。

根據初步分析，境外無擔保債權人的預估回收預計約為97.28億元人民幣，而各組別債權人預計回收率分別為，境外無擔保債權人為3.53%；現有恒大票據持有人為5.92%；現有景程票據持有人為6.49%至9.34%；天基的境外無擔保債權人為2.05%。

孫宏斌:政策助房企走出困境

融創則將該筆近百億美元的境外債務分為降槓桿、留債展期兩個項目重組，其中降槓桿計劃目標約30億美元，融創將分別發行10億美元的可轉換債券，發行17.5億美元的五年期強制可轉換債券。另外，債權人也可選擇將現有債權轉換為融創服務股權，交換價格為60個交易日加權平均股價的2.5倍，同時不得低於每股17港元，規模上限約4.49億股，約佔融創服務已發行總股數的14.7%。

融創主席孫宏斌更親自出席說明會，表示內地持續出台支持房地產行業政策，有助改善房地產經營環境，有利房企走出困境。他又強調，該公司資產優質，有信心克服困難，解決問題，並會全力支持重組方案盡快落地，帶領企業盡快恢復運營。

房企看好前景 買地氣氛回暖

相繼出手

去年房企減慢買地速度，但今年房企恢復買地，反映房企對市場前景看好。克而瑞數字顯示，1月、3月內地多個重點城市開啟今年的集中供地，在供應「少而精」之下，土地市場回暖，部分城市參拍房企急劇增加，並出現不少搖號成交地塊。

克而瑞監測的30家房企中，有10家房企拿地，較上月增加2家。其中在1月至2月沒有拿地的中海外(00688)、萬科(02202)等也相繼出手，該行監測的30家企業，於3月斥資451億元(人民幣，下同)買地，環比上漲28%，土地投資面積300萬平方米，環比增33%。

不過，克而瑞亦強調，截至3月底，有近70%的百強房企並未有買地，拿地百強房企以銷售首20為主，達到14家，拿地金額佔百強的74%，反映市場分化仍然嚴重。該行相信，短期拿地主力仍以央、國企為主，且投資愈發集中，地

價較高的真正優質地塊，即便是溢價率上限15%，也會讓部分企業投資「有心無力」。

民企在土地市場開始嶄露頭角，但整體仍受資金限制，未來參拍熱情、動力仍有待觀察。

融資成本降 紓緩資金鏈壓力

融資方面，克而瑞稱，雖然優質房企及白名單房企融資開闊，但行業面融資仍未有全面回暖，融資規模雖然環比回升但長期來看仍處於較低水平。今年首季，行業80家典型房企新增債券類融資成本僅3.98%，較2022年全年下降0.25個百分點，其中境外債券融資成本8.92%，則較2022全年上升1.87個百分點，境內債券融資成本3.62%，較2022年全年上升0.08個百分點。

不過該行強調，本月境內發債的企業主要是華潤置地(01109)、保利發展等國企央企，因此境內融資成本僅3.72%，仍然保持在較低的水平。



▲恒大與境外債權人小組，就重組達成協議。