

高盛闭门会-香港房地产进入多年上行周期，上调房价预测至涨 15%，看好新鸿基和恒基地产 20260531

香港房产进入上行周期，开发商盈利与利润率双修复

摘要

- 香港住宅市场进入多年上行周期，预计未来 3 年房价复合年增长率 9%，累计涨幅约 27%-28%。
- 投资策略偏好开发商而非商业地产持有者，看好其 20%-30%的盈利增长潜力及利润率回升。
- 土地供应持续滞后，招标完成量远低于目标，竞争减少保障了开发商 20%-30%的利润率水平。
- 恒基兆业与新鸿基地产为核心标的，盈利收益率达 6%-7%，未来 2-3 年股息提升空间大。
- 北部都会区规划预计 2026 年底前敲定，恒基兆业 4,050 万平方英尺农地储备变现将显著提速。
- 中环写字楼租金 Q1 上涨 5%并上调全年增长预测至 10%，但零售板块基本面依然审慎。
- 利率敏感度分析显示，利率每变动 1%对盈利影响约 5%-6%，供需失衡是股价表现的最强驱动力。

Q&A

对于 2026 年香港房地产市场的最新预测是怎样的，尤其是在住宅、写字楼和零售这三个板块？

截至 2026 年 4 月底，住宅价格年内已上涨 8%，近期涨幅接近 9%至 10%，因此全年住宅价格涨幅预测已上调至 15%。在写字楼市场，核心区写字楼租金表现超出预期，目前已上涨 5%，全年租金增长预测也因此上调至 10%；但对于非核心区写字楼，仍维持全年无增长的谨慎预测。零售板块是复苏最慢的领域，预计今年香港低端消费领域的零售租金将下降 2%。尽管 2026 年第一季度零售销售额同比增长约 12%，且高端消费领域因本地支出增加和游客回流表现不同，但整体基本面

依然审慎。此外，住宅租金市场需求强劲，过去三年累计上涨 20%，2026 年以涨幅略高于 2%。

在当前市场环境下，投资策略上有什么偏好？尤其是在开发商与商业地产持有者之间，以及对特定公司的看法？

投资策略上更看好开发商而非商业地产持有者。尽管开发商与商业地产股的业绩增速差距开始收窄，但这种差异被认为是结构性且可持续的。目前开发商股价虽有反弹，但仍低于周期中值，市净率为 0.6 倍，较账面价值折价约 50%，与新加坡、澳大利亚、日本等区域市场约 1 倍的市净率相比仍有差距。行业预计将进入多年的上行周期，未来两年盈利增长有望达到 20% 至 30%。因此，建议投资者关注市盈率或盈利收益率，而非仅看重股息率。特别关注的两家公司是恒基和 Aesopong Kai，其年化盈利收益率分别约为 6% 和 7%。尽管当前派息率上限约为 50%，导致股息率仅为 2% 至 3%，但预计未来两到三年内有提升股息的空间，恒基可能率先行动。

香港住宅市场未来几年的增长驱动力、周期特点以及供需基本面是怎样的？

预计未来三年房价的复合年增长率为 9%，累计增长约 27% 至 28%。此轮上行周期的核心驱动力在于需求端，以及政府支持更多流动性流入香港的政策，而非完全依赖于类似 2004-2007 年周期中 GDP 高速增长的经济复苏。在需求方面，家庭组建率预计至少为 1.5% 至 2%。在流动性方面，近期银行存款等流动性指标已呈现低双位数的增速，显示流动性正在回流，这与 2004-2007 年周期中流动性（K 因子）增速达到 13% 的情况有相似之处。在供应方面，尽管政府预测未来两三年将有 2.6 万至 3.4 万套供应，但鉴于土地招标和出让活动的明显滞后，这一目标在未来两三年内预计难以实现。

市场对于香港与深圳房价差距、北部都会区发展以及中国内地商业地产 REITs 政策对香港市场的影响存在一些争议，具体观点是什么？

关于香港与深圳的房价差距，观点是两者不会被拉平。过去两年，该差距已从 58% 扩大至 62%。主要原因在于香港以第三产业为主的经济结构（占 GDP 94%，深圳约为 60%）、高出 1 至 2 倍的人均收入，以及“一国两制”下难以完全开放的关口。即便香港房价收入比（14 倍）低于深圳（23 倍），但预计到 2028 年，两地房价差距将进一步扩大至 64%。关于北部都会区发展，其目的是整合大湾区并增加土地供应。政府虽已提出规划方向并设有农地补偿制度，但具体细节尚在公众咨询阶段，预计相关政策将在 2026 年底前推出。然而，土地供应持续落后于政府目标，目前土地招标仅完成约 3,000 至 4,000 宗，远低于 2.2 万宗的目标，这使得核心地段如长沙湾的土地竞价更为激烈。关于中国内地商业地产政策，政府放宽规则后已有 5 份申请提交，这些 REITs 的收益率约为 4%，为资产价值提供支撑，并为中国商业地产的资本化率设定基准。对于香港而言，香港置地在内地市场有潜在的杠杆操作机会，但可能涉及二线商场项



恒基兆业地产是在中国商业地产，特别是零售物业方面敞口最大的公司，因此内地一线城市房价的企稳或复苏将对其构成利好。

恒基兆业地产在杭州的项目近期表现如何？市场对其盈利增长的担忧是否合理？

市场担忧恒基兆业地产在杭州的项目可能因高端品牌尚未完全落地而无法带来预期回报，加上资本化利息转为实际投入，可能影响其 2026 年的盈利增长。然而，从基本面数据来看，该杭州项目 2026 年第一季度的零售额同比增长了 26%；即便剔除 lao pu 业务，增速仍维持在 12%至 13%。4 月份的数据也保持在 11%至 12%的增长区间。这表明，尽管中国整体消费表现平淡，但高端消费领域依然保持着良好的增长态势。

鉴于公司股票长期以来主要基于股息率进行交易，当前增长潜力是否正在回归？在资本配置决策中，应如何在资本返还（如回购与分红）和增加土地储备以把握潜在的上行周期之间进行权衡？

过去五至六年，公司股票表现平平，投资者关注的焦点始终是分红金额与回购计划，其原因是项目回报率不佳，利润率仅为个位数，且项目周期长达三到四年。然而，当前背景已发生显著变化。以新鸿基地产和恒基兆业为例，其管理层预计未来利润率可达 20%至 30%。在未来三至四年的周期内，即使当前股息率约为 5%至 6%，假设融资成本为 4 左右，实现两位数的净资产收益率也相对容易，这与过去几年个位数低位的回报率形成鲜明对比。因此，需要在资本返还与投资增长之间取得平衡。尽管市场对香港房地产市场仍存顾虑，担心政府可能出台类似新加坡的印花税调控政策以抑制房价过快上涨，但基于对新鸿基地产和恒基兆业的预测，其盈利增长预期仍维持在 20%至 30%的水平。即使未来三年股息率仅为 3%，若周期持续三至四年，股息率也有望升至 4%左右。未来三至四年的盈利增长具有较高的可见性，主要得益于受限的土地供应。许多开发商，如新世界发展及其他资质较弱的小型开发商，均面临财务困境，导致近期香港土地拍卖的竞标者数量从以往的 15 至 16 家减少到 5 至 7 家，这将保障开发项目的利润率水平。回顾 2010 年至 2013-2014 年的上升周期，这些股票的股息收益率曾低于 2%，部分甚至降至 1.5%至 1.6%。因此，尽管当前估值与历史高位存在差距，但盈利复苏的确定性较高，应逢低布局以待复苏。

在上一轮上升周期中，相关股票的股息收益率曾降至 2%。考虑到当前的市场环境，估值重估的潜在路径是什么？是否需要看到持续的月度价格上涨，或是开发商加快新项目推出节奏才能触发？

过去六个月，市场的主要驱动因素是房价上涨和交易量增长。今年（2026 年）以来，房价涨幅达到 8.89%，交易量增长 30%至 40%，接近历史高位。然而，股价表现并非直线上升，期间因利率担忧等因素出现过回调，目前市净率仍在 0.5 至 0.6 倍左右。估值重估的关键在于利润率扩张的可持续性。除了房价走势，土

地价格是另一个核心因素。近期土地拍卖显示，核心地段的土地成本依然高企，但非核心地段的价格则相对低迷。若市场需求持续，将推动利润率进入可持续的上升周期，从而带来增长。内部催化剂方面，除了土地竞拍，北部都会区的发展规划是重要看点。相关公众咨询将于今年（2026年）完成，审批流程预计在年底前加快。一旦规划公告发布，市场会预期持有存量土地的开发商能以较低成本获取土地，实现后续收益增长。此外，不同公司的策略也存在差异。例如，领展房产基金正逐步剥离非核心资产，其回购规模和资产剥离的执行情况将影响其表现。对于写字楼市场，香港中环地区的租金已大幅上涨，推动第一季度盈利同比增长5%，扭转了去年（2025年）的下滑趋势，预计租金将因供需失衡而继续上涨。同时，香港的基金管理业务也在持续增长。对于开发商而言，除了住宅市场的房价、交易量，还应关注地价、土地结算以及北部都会区的相关政策。

关于北部都会区发展规划的进展，政府预计何时会公布更多细节？这对相关开发商，特别是恒基兆业，意味着什么？

政府目前正在进行公众咨询，之后会将提案提交立法会进行一读至三读程序，预计所有事项将在今年（2026年）年底前敲定。因此，今年下半年将会公布更多关于北部都会区的具体规划细节。目前，许多开发商仍在等待政府明确区域建设规划和回报机制。恒基兆业尤其值得关注，其搁置长达十年的农地转换计划有望在新政府的推动下显著加快。若一切获批，明年（2027年）将是其积极变现4,050万平方英尺土地储备的重要年份。市场观点曾因恒基兆业的杠杆率高于新鸿基地产而有所保留，但这种看法忽略了恒基兆业拥有四到五年的土地储备，且无需急于购置新土地，因为其大量的农地储备提供了一种更经济的土地补充方式。同时，恒基兆业也有去杠杆的考量。

如果香港未来12个月内利率上升，将对房地产公司的基本面和股价表现产生多大影响？

从盈利层面看，利率敏感性并不高。影响主要来自浮动利率债务，利率每变动1%，对盈利的影响约为5%至6%。但大多数公司已普遍去杠杆，新世界发展可能是个例外，其核心逻辑在于通过资产货币化来偿还债务。从股价表现来看，相关性分析显示，股价对利率，特别是美国长期国债利率的上升，初期反应非常敏感，会导致股价承压。但从中长期看，基本面是决定股价表现的关键因素。目前，所有优质写字楼的空置率都处于历史最低水平。香港的按揭利率在降息周期中会跟随美联储，即使出现最坏情况的加息，香港也无需立即跟进。当前的持有成本仍略呈正收益，在侵蚀租金收益或转为负持有成本之前尚有缓冲空间。因此，根本上讲，供需失衡是迄今为止驱动开发商股价表现的最强劲因素。