

中国房地产

虚拟地产能否推动元宇宙经济体？

答案是肯定的。跟现实世界相似，我们认为虚拟地产市场的快速发展（2019年至2021年总交易量翻了15倍）可以帮助及加速元宇宙的早期发展。主要是因为虚拟地产能够为游戏开发商带来丰厚及稳定的资金来源（土地销售/加密货币）和吸引更多重要用户来提升价值和引入更多元的商业用途（Justin Bieber的演唱会；LV/Gucci的广告）。虽然虚拟房地产的风险仍然很高（在三个主要交易平台上，虚拟资产的均价（ASP）在短短18个月内涨了8倍），但它通过明星和企业的加入，连接了现实与虚拟世界，为元宇宙这个生态体系增加了一个新的维度。叠加目前与新冠病毒的长期作战，我们认为元宇宙的这一趋势是长期的。我们的科技/互联网板块分析师认为以下公司将受益：**1) 科技板块：**歌尔股份（002241 CH, 买入）、舜宇光学（2382 HK, 持有）、京东方（000725 CN, 未评级）、韦尔股份（603501 CH, 买入）。**2) 互联网板块：**Facebook（FB US, 未评级）、Roblox（RBLX US, 未评级）、腾讯（700 HK, 买入）、字节跳动（未上市）。

- **什么是元宇宙地产？** 首先我们需要理解两个概念：**1) 元宇宙**是一个3D线上虚拟平台，人们可以在上面玩游戏、创造、工作、以及交易加密货币。**2) 虚拟地产**是元宇宙中的房产。每一块地都被赋予了其独一无二且不可复制的非同质化代币（NFT，即一段代码）并以此来区分每个地块和每笔交易。游戏开发商和玩家可以在平台上的一级/二级市场进行购买/出售，并将虚拟房产用于沉浸式的住宅或商业体验。
- **谁是元宇宙地产的主要玩家？** **1) 土地供应商：**土地是由游戏开发商来提供的。行业龙头包括 Decentraland、The Sandbox（获新鸿基9300万美元投资）、Cryptovoxels、和 Somnium Space。在国内，天下秀（600556 CH）也开发了同款元宇宙游戏“虹宇宙”。**2) 买家：**主要买家是加密货币商企，例如 Metaverse Group（虚拟地产公司）、Token.Com（虚拟货币及元宇宙地产公司）、奢侈品牌（LV、Gucci、Burberry）去打广告，Snoop Dogg 和林俊杰等明星，还有散户。
- **虚拟地产如何规划和定价？** 以 Decentraland 为例，该公司在它的平台上共推出了90,601块土地（面积相当于梵蒂冈的48倍）、最小的交易单位是1块土地（232平米）。这些土地被划分为不同的区域，比如加密货币谷（对应现实中的硅谷）、时尚街（比弗利山庄）、博彩区（拉斯维加斯）等等。买家可以投标相应的土地，然后将其建成住宅区或商业区，也可以从二级市场直接购买。在此之后，玩家可以使用游戏开发商自己的数字货币“Mana”进行交易或者经营该物业（1 Mana = 4.59美元，浮动汇率）。虚拟货币商 Boston Protocol 就在今年6月买下了赌博区的一整个街区。**元宇宙房产如何定价？** 主要还是和现实世界一样按照位置来的，比如靠近商业区或者明星的住宅。林俊杰住宅旁边的住宅现在市值已经到了320万人民币。
- **元宇宙的市场增速？** 光 Decentraland 一个平台，2021年交易量已经较19年翻了15倍。而且主要平台的每单位土地价格也在同期涨了9倍，达到了3600美金。在今年11月，有两块地以总价243万美金的价格出售，这个已经超出了曼哈顿平均的房产价格。而背后的玩家主要以大公司为主。基本原理主要是由NFT逐渐流行进而推动了汇率（Mana兑美元）和房价。
- **为什么有人会买？** 1) 这些物业具有真实价值。Justin Bieber 在今年11月于虚拟世界举办了线上演唱会。LV 和 Gucci 也计划在游戏中租赁广

优于大市（维持）

曾展

(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952
xiaoxiao@cmbi.com.hk

杨天薇, Ph.D

(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

林晨莹

(852) 3761 8912
lanalin@cmbi.com.hk

告位打广告。2) 非同质化代币增值迅速，在炒币和炒房的双驱下，资产增值更为强劲。

- **风险：1) 技术故障/黑客攻击：**在11月24日，虹宇宙平台上的部分房产因技术故障消失。或者玩家的账号被黑客攻击导致丧失房产所有权。**2) 游戏停产：**如果该游戏变得不那么流行或者停产，房产也将随之消失。**3) 元宇宙货币贬值：**如果元宇宙货币贬值，虚拟房产在现实世界的价值将大幅缩水。**4) 政策风险：**部分国家可能会选择禁止元宇宙游戏。
- **科技板块将会有那些企业受益？**随着元宇宙/AR/VR 从游戏领域扩展到房地产领域，我们相信技术供应链将从中受益并认为这个行业将发展为下一个数十亿美元的市场。我们确定了以下3个主要供应链受益企业：**1) 组装：**歌尔股份（002241 CH，买入）是目前最大的VR组装厂商，拥有Facebook、Sony和Pico等主流客户。**2) 光学（相机/菲涅耳透镜）：**舜宇光学（2382 HK，持有）是AR/VR设备的主要相机镜头/模组供应商。**3) 显示屏：**京东方（000725 CN，未评级）是领先的micro-OLED面板制造商，也将受益于AR/VR需求的激增。**4) 芯片：**韦尔股份（603501 CH，买入）是继索尼、三星之后的一线CIS（显示芯片）供应商。目前公司显示芯片、显示驱动已被众多客户采用，包括全球AR/VR龙头厂商。
- **互联网板块将会有那些企业受益？**我们互联网板块的分析师也对元宇宙的长期发展持积极态度。鉴于目前区块链技术的蓬勃发展，这将使Facebook（FB US，未评级）、Roblox（RBLX US，未评级）等国际公司以及腾讯（700 HK，买入）、字节跳动（未上市）等国内公司从中受益。因为它们在游戏、内容、数字资产方面具有的优势。
- **这将会如何影响中国地产行业？**由于目前虚拟地产投机仍处于早期阶段，规模相对较小，我们认为即使政府允许，也并不会从实体房地产中转移太多资金。

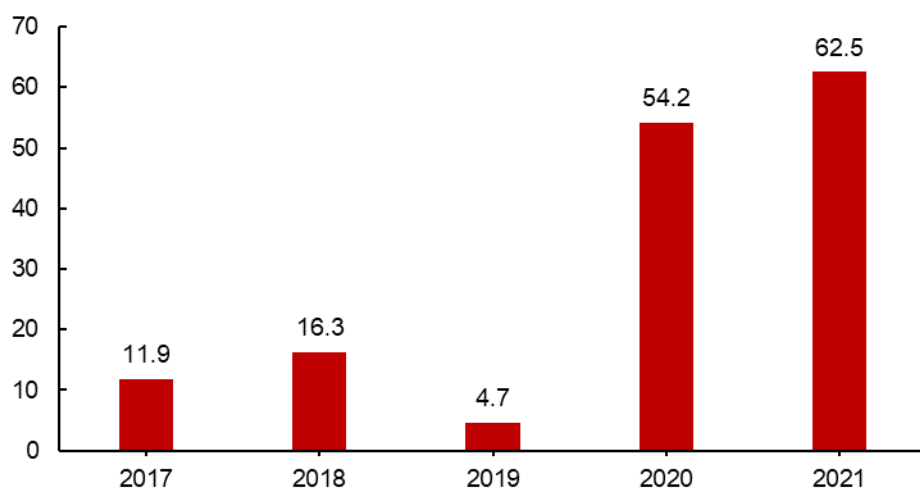
图 1: 受益公司情况一览

公司	代码	收市价 (LC)	市值 (LC mn)	评级	目标价 (LC)	市盈率			市帐率			
						21E	22E	23E	21E	21E	22E	23E
歌尔股份	002241 CH	52.09	177,956	买入	46.90	40.3	30.2	24.4	6.8	2.3	1.7	1.4
舜玉光学	2382 HK	232.40	254,908	持有	210.10	36.7	29.4	24.0	11.4	5.0	4.1	3.5
京东方	000725 CH	4.88	185,680	无评级	NA	7.6	8.1	7.1	1.5	0.9	0.8	0.7
META	FB US	324.46	902,570	无评级	NA	21.4	20.9	18.1	6.8	7.7	6.4	5.5
ROBLOX	RBLX US	126.10	72,991	无评级	NA	NA	NA	992.9	122.9	26.4	22.7	18.3
腾讯	700 HK	468.80	4,502,263	买入	640.00	27.9	24.4	19.9	4.3	6.5	5.5	4.7
天下秀	600556 CH	12.65	22,868	无评级	NA	52.7	34.8	24.0	6.5	5.0	3.4	2.4

资料来源: 公司公告, 招银国际证券

图 2: Decentraland 平台上的房屋销售额于 2021 年上升至 6300 万美元

Decentraland 总销量数据



资料来源: NonFungible

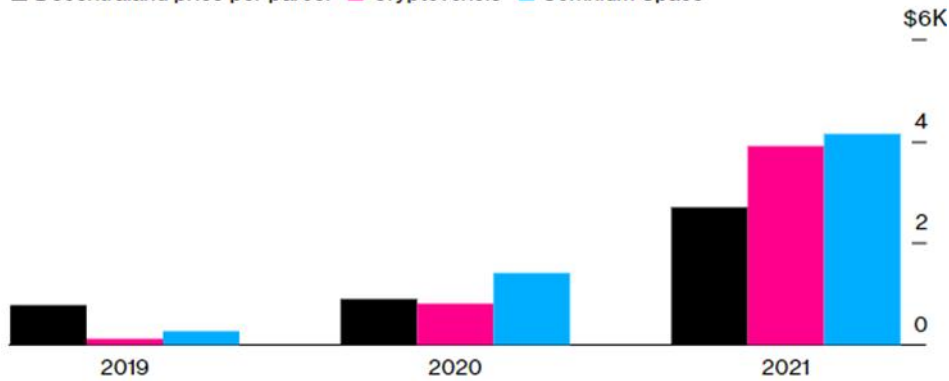
2021 年数据截止至 12 月 1 日

图 3: 三大平台虚拟房产平均售价 18 个月翻 8 倍

Land Rush

The price of property in the virtual world is booming

■ Decentraland price per parcel ■ Cryptovoxels ■ Somnium Space



资料来源: NonFungible
2021 年数据截止至 3 月

图 4: Justin Bieber 在虚拟世界举办演唱会



资料来源: Wave

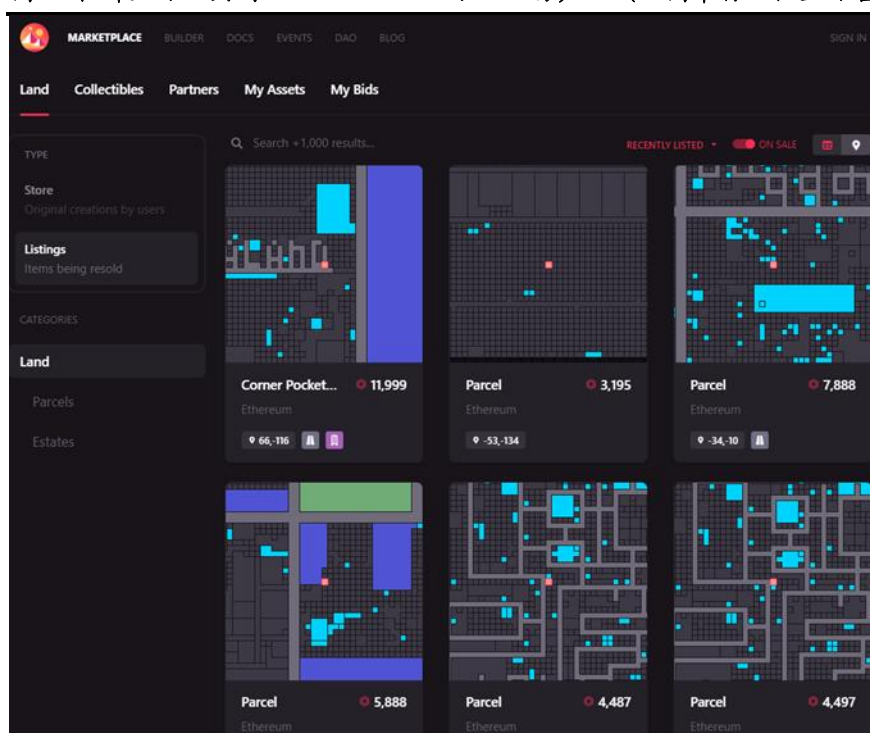
图 5: LV/Gucci 在 Token Tower 购买广告位



Tokens.com has broken digital ground on a tower in Decentraland that it hopes will generate revenue from leases and advertising. Tokens.com

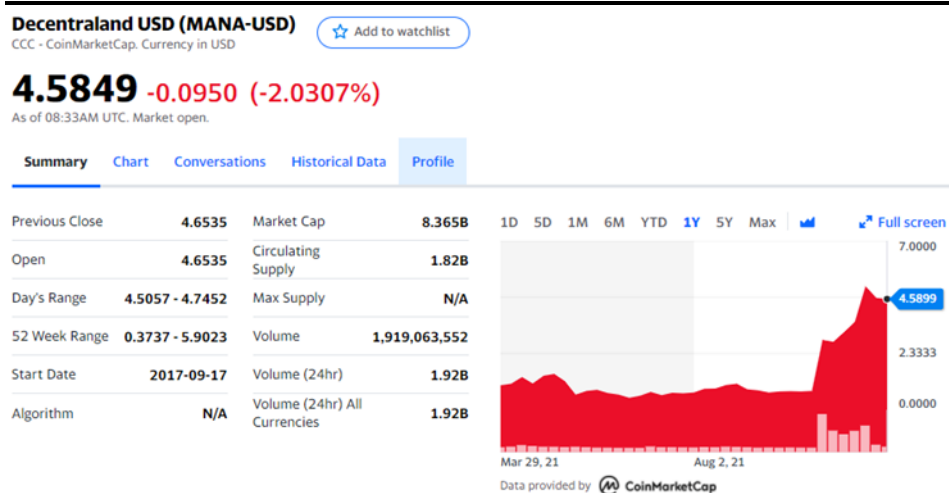
资料来源: Tokens.com

图 6: 在哪里可以买到 Decentraland 的土地/房产? (地图中标红位置可售)



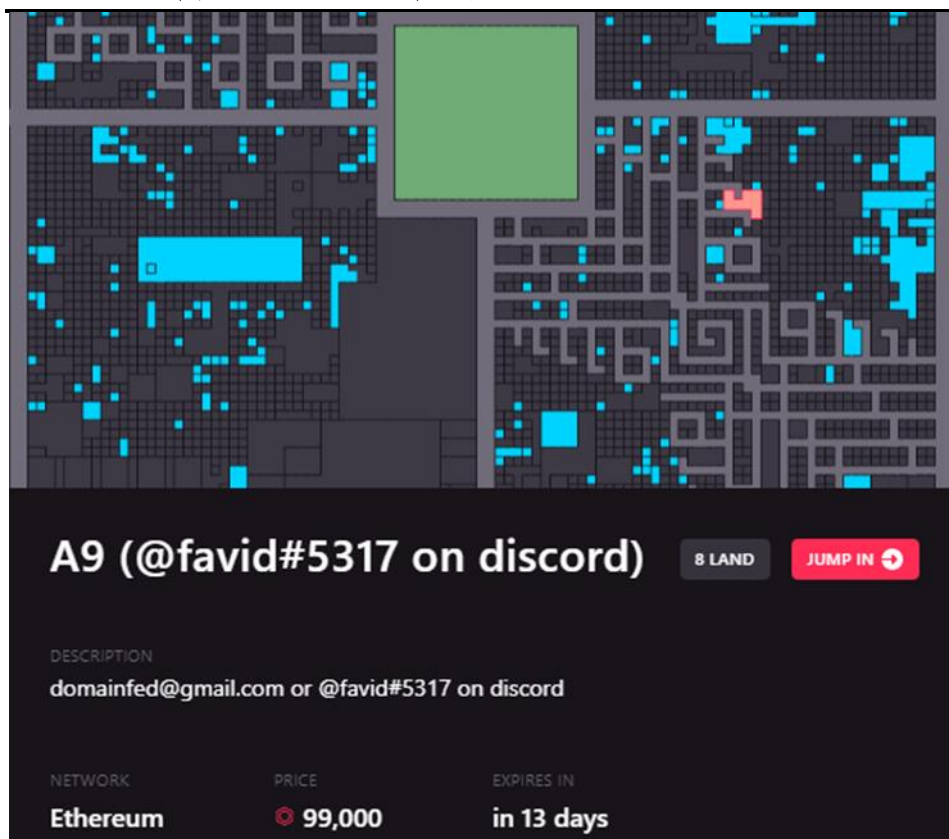
资料来源: Decentraland

图 7: 用什么货币进行交易? Decentraland 自主开发的加密货币“Mana”



资料来源: Yahoo Finance

图 8: 实例: 林俊杰虚拟住宅附近房产售价 99,000 Mana (320 万人民币, 均价 1.2 万人民币每平方米)












资料来源: Decentraland

图 9: 上述房产在游戏中实貌



资料来源: Decentraland

图 10: 同等价格在纽约和广州可以分别买到什么?

 <p>CO-OP IN LENOX HILL 61 East 77th Street #8E \$499,000 + \$26,000</p> <p>Studio 1 Bath Listing by Compass (90 5th Avenue, New York, NY 10011-7624)</p>	 <p>OPEN HOUSE, SUN 1-2 CO-OP IN WASHINGTON HEIGHTS 515 Edgecombe Avenue #43 \$400,000</p> <p>1 Bed 1 Bath Listing by LG Fairmont Group (225 Broadway Suite 2140, New York, NY 10007)</p>	 <p>阳光城三房, 户型朝南, 楼层好, 视野宽阔, 包...</p> <p>阳光城丽景湾 低楼层 (共30层) 2017年建 3室2厅 113平米 南 0人关注 / 1月前发布</p> <p>VR房源</p>	<p>300万 26,549元/平</p>
 <p>CO-OP IN CENTRAL PARK SOUTH 150 Central Park South #1108 \$475,000</p> <p>Studio 1 Bath Listing by Avalon Partners NY (3 Columbus Circle, New York, NY 10019)</p>	 <p>CO-OP IN WEST VILLAGE 304 West 10th Street #2A \$489,000</p> <p>Studio 1 Bath Listing by Compass (90 5th Avenue, New York, NY 10011-7624)</p>	 <p>双城国际 精装修住宅 200米到地铁站 明火 有阳台 业主自荐</p> <p>双城国际公寓 中楼层 (共29层) 1998年建 1室1厅 38平米 北 20人关注 / 5月前发布</p> <p>近地铁 满两年 VR看装修</p>	<p>300万 78,948元/平</p>
 <p>CO-OP IN CENTRAL PARK SOUTH 150 Central Park South #1108 \$475,000</p> <p>Studio 1 Bath Listing by Avalon Partners NY (3 Columbus Circle, New York, NY 10019)</p>	 <p>CO-OP IN WEST VILLAGE 304 West 10th Street #2A \$489,000</p> <p>Studio 1 Bath Listing by Compass (90 5th Avenue, New York, NY 10011-7624)</p>	 <p>温馨三房 户型方正 北向望花园 位置安静 交通便利</p> <p>滨江绿园 低楼层 (共11层) 2004年建 3室2厅 110.5平米 北 64人关注 / 2年前发布</p> <p>满五年 VR房源</p>	<p>300万 27,150元/平</p>

资料来源: Streeteasy

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(净净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。