



## 内房股 10 月销售数据点评 —量价齐跌，行业调整加速

### 销售数据点评

房地产行业| 中国  
2011 年 11 月 15 日

研究员

陈宋恩 [Philipchan@abci.com.hk](mailto:Philipchan@abci.com.hk)

李红颖 [Vivianli@abci.com.hk](mailto:Vivianli@abci.com.hk)

《内房股 9 月销售数据点评》  
报告时间：2011 年 10 月 19 日

《内房股 8 月销售数据点评》  
报告时间：2011 年 9 月 15 日

代码	名称	股价	
		支持位	阻力位
		HK\$	HK\$
688	中海外	9.99	16.89
3333	恒大地产	2.13	5.88
960	龙湖地产	6.52	12.87
2007	碧桂园	1.91	3.41
3383	雅居乐集团	4.16	12.43
813	世茂	5.38	11.68
2777	富力地产	5.48	11.16
119	保利香港	2.13	6.41
1813	合景泰富	2.31	5.86
1638	佳兆业集团	1.50	2.81
1918	融创	1.17	2.17
1224	中渝置地	0.98	2.71
1777	花样年控股	0.57	1.30
2868	首创置业	1.26	2.55

数据来源：农银国际证券

内房股 10 月销售数据的披露基本落下帷幕。我们统计 17 家内房股(14 家香港上市和 3 家 A 股上市)的销售数据显示，10 月开发商销售业绩整体转弱，而 8 月我们提到开发商的销售业绩是分化的，9 月强调开发商业绩开始有整体转弱的趋势，10 月这种趋势则更加明显。在限购、限价和限贷的政策累加下，市场观望情绪扩散，需求进一步萎缩。需求的价格弹性呈现整体下跌，连被认为定位在满足首次置业人群的刚性需求产品(价格集中在人民币 5800-6000/平米)也不例外。开发商 10 月销售额同比加速倒退，而且这种倒退由量价齐跌导致。

- 10 月开发商销售业绩整体转弱
- 年初累计销售额增长进一步放缓
- 量价齐跌，价格敏感度下降

我们认为行业的短期前景仍然不乐观，地产板块 11、12 月或进入价跌量滞的调整阶段：

- 10 月过后地产行业进入淡季，增长会进一步放缓
- 全年销售任务未达标，现金流压力大的开发商被迫降价压力大

因为预期 11、12 月行业进入价跌量滞的调整阶段，我们相信地产板块的估值短期内缺乏恢复动力。虽然市场憧憬年底的中央经济工作会议有望出现微调，但是我们认为这却是短线投资者的逢反弹抛售的机会。

我们维持年底前地产板块会持续落后大市的观点。各公司的估值在 4 季度很难回到过去 2 年的平均 PB 估值。而过去 2 年的 P/B 低位可成为第一个支持位。



内房股 10 月销售数据

代码	名称	10月			1-10月		10月		1-10月	
		人民币亿	同比	环比	人民币亿	同比	人民币/平米	人民币/平米	1-10月同环比变化	10月同环比变化
<b>10月销售同比环比均维持增长的內房股</b>										
1813	合景泰富	8.6	14.9%	4.9%	101.0	0.5%	11,195	-	-	-
1918	融创中国	29.5	324.6%	83.2%	140.6	143.7%	18,790	15,588	54.9%	50.3%
<b>10月销售同比上升环比下跌的內房股</b>										
3333	恒大地产	86.1	54.9%	-6.0%	778.8	89.2%	6,159	6,567	5.2%	-1.1%
1638	佳兆业	19.0	138.0%	-5.0%	122.0	58.0%	6,420	6,428	-43.0%	-18.8%
1777	花样年	5.5	35.0%	-30.0%	60.3	124.0%	7,987	9,468	-11.1%	-2.9%
<b>10月销售环比上升同比下跌的內房股</b>										
688	中海外	67.6	-6.6%	2.4%	781.0	46.4%	12,093	15,787	24.4%	1.9%
960	龙湖地产	43.8	-11.5%	3.5%	326.3	37.9%	-	-	-	-
2007	碧桂园	44.0	-13.7%	63.0%	369.0	37.0%	6,197	6,308	16.1%	14.2%
3383	雅居乐	33.0	-38.9%	17.9%	262.0	16.0%	11,379	10,480	-4.9%	-13.6%
2868	首创置业	12.3	-18.0%	18.3%	90.1	1.9%	8,255	9,138	-11.8%	-6.4%
<b>10月销售同比环比均下跌的內房股</b>										
813	世茂地产	22.0	-45.6%	-38.9%	267.2	13.0%	13,350	13,022	5.9%	4.5%
2777	富力地产	20.5	-18.2%	-31.8%	235.1	-2.0%	12,304	14,989	21.0%	0.3%
119	保利香港	9.0	-47.1%	-30.8%	131.0	42.0%	8,182	7,798	2.2%	-13.4%
1224	中渝置地	4.8	-22.0%	-30.1%	49.6	-6.0%	7,149	8,584	14.4%	1224
<b>A股同业9月销售数据参考</b>										
000002	万科A股	103.4	-33.0%	-17.3%	1,074.2	28.7%	10,299	11,409	4.1%	-13.0%
600048	保利A股	54.2	-39.3%	-19.5%	627.0	24.6%	9,519	11,272	25.6%	-17.0%
600383	金地集团	26.7	-29.4%	-29.4%	224.0	13.0%	14,053	13,568	15.7%	14.1%

数据来源：公司资料；\*农银国际估计

量价齐跌，行业调整加速

- 10 月开发商销售业绩整体转弱

在 8 月我们看到开发商的销售业绩是分化的，而 9 月我们强调开发商业绩开始有整体转弱的趋势，而 10 月这种趋势则更加明显。在限购、限价和限贷的政策累加下，住房买家观望情绪扩散，需求进一步萎缩。我们统计的 17 家内房股中，8 月有 7 家地产商可以保持同比环比的双增长，9 月下降至 5 家，10 月仅有 2 家。其中维持多月双增长的地产商恒大地产(3333)、龙湖(960)和花样年(1777)均已经出现环比倒退。10 月环比出现增长的地产商合景泰富(1813)和融创中国(1918)是因为新供应的刺激效应。

- 年初累计销售额增长进一步放缓

10 月销售额同比下跌趋势相较 8 月、9 月更加明显。期内，我们统计的 17 家公司中有 12 家公司的销售额同比下跌，9 月为 11 家，8 月为 9 家，地产行业的龙头企业中海外(688)、万科 A 股(000002)均连续出现销售业绩同比倒退。这些龙头企业的表现更代表行业的整体状况。

除富力(2777)及中渝置地(1224)外，15 公司首 10 月的合约销售额维



持同比增长，但增幅较首9月、首8月已经收窄。我们估算这17家公司的首10月平均同比增长为39.3%，首9月平均同比增长为46.0%，而首8月为55.6%。

内房股销售额同比变化

公司名称	股票代码	1-10月 同比	1-9月 同比	1-8月 同比	1-7月 同比
中海外	688	46.4%	54.7%	70.1%	82.4%
恒大地产	3333	89.2%	94.5%	97.1%	95.7%
龙湖地产	960	37.9%	50.9%	59.8%	67.1%
碧桂园	2007	37.0%	49.0%	62.0%	56.0%
雅居乐	3383	16.0%	17.0%	43.0%	47.0%
世茂地产	813	13.0%	24.8%	30.0%	32.0%
富力地产	2777	-2.0%	-1.0%	1.0%	7.0%
远洋地产	3377	33.0%	37.0%	38.0%	42.0%
保利香港	119	42.0%	62.0%	61.0%	83.0%
合景泰富	1813	0.5%	-0.8%	2.4%	-
佳兆业	1638	58.0%	48.0%	31.0%	63.0%
融创中国	1918	143.7%	118.9%	117.9%	92.4%
花样年	1777	124.0%	139.0%	158.0%	160.0%
首创置业	2868	1.9%	5.6%	13.3%	25.4%
中渝置地	1224	-6.0%	13.0%	30.0%	55.0%
万科A股	000002	28.7%	35.9%	47.8%	63.9%
保利A股	600048	24.6%	38.4%	56.6%	75.1%
金地集团	600383	13.0%	28.4%	68.6%	112.7%

数据来源：公司资料；农银国际估计

- 量价齐跌，价格敏感度下降

10月开发商销售额的同比加速放缓，是由量价齐跌导致。尽管9月开发商的合同销售价格已经出现下跌，但和10月不同，10月市场上的价格弹性明显整体下跌。

我们看到恒大这类销售价格集中在人民币5800-6000/平米的区间的开发商销售也已经减速。在年初至今持续的环比上升后，10月恒大销售额环比出现6.0%的跌幅。其产品定位在满足首次置业人群的刚性需求，这类人群的需求被证明具有较好的价格弹性。但是10月这部分需求的价格弹性也在减弱，反映市场上需求加速萎缩，需求敏感度整体下降。

因为开发商降价对销量刺激不明显，近而看到10月销售额下跌速度较9月加快。



## 行业调整有望进入价跌量滞阶段

### - 10月过后地产行业进入淡季，增长会进一步放缓

10月过后地产行业进入传统淡季，环比增长会进一步回落。由于市场的需求在10月加速萎缩，价格弹性降低，我们认为11、12月行业有望进入价跌量滞，同比也会出现加速下滑。开发商会减少新盘，以去库存为主。

### - 全年销售任务未达标，现金流压力大的开发商被迫降价压力大

尽管我们预计11、12月行业的销售环境会进一步恶劣，很可能进入价跌量滞阶段，但是迫于库存和现金流的双重压力，我们预期个别企业，如富力、保利香港(119)不得不加大价格促销的力度，冀此短暂刺激销量增加现金回笼。我们相信大幅降价刺激需求的销售方式会伤害公司的利润率，但或加速行业调整的速度。

公司名称	股票代码	1-10月合同销售额 人民币亿	1-10月合同销售额/ 2011全年目标	2011销售目标 人民币亿	30/6/2011 净负债率
中海外	688	781.0	97.6%	800	38.5%
恒大地产	3333	778.8	111.3%	700	75.4%
龙湖地产	960	326.3	81.6%	400	52.8%
碧桂园	2007	369.0	85.8%	430	56.8%
雅居乐	3383	262.0	70.8%	370	60.2%
世茂地产	813	267.2	74.2%	360	75.3%
<b>富力地产</b>	<b>2777</b>	<b>235.1</b>	<b>73.5%</b>	<b>320</b>	<b>88.2%</b>
<b>保利香港</b>	<b>119</b>	<b>131.0</b>	<b>72.8%</b>	<b>180</b>	<b>99.9%</b>
合景泰富	1813	101.0	67.3%	150	60.7%
佳兆业	1638	122.0	81.3%	150	76.1%
融创中国	1918	140.6	76.8%	183	89.8%
花样年	1777	60.3	100.5%	60	73.2%
首创置业	2868	90.1	60.1%	150	-22.4%
中渝置地	1224	49.6	66.1%	75	19.8%
万科A股	000002	1,074.2	76.7%	1,400	-16.2%
保利A股	600048	627.0	-	-	103.6%
金地集团	600383	224.0	56.0%	400	21.7%

数据来源：公司资料；农银国际估计



## 板块估值缺乏恢复动力

因为预期 11、12 月行业进入价跌量滞的调整阶段，我们相信地产板块的估值短期内缺乏恢复动力。虽然市场憧憬年底的中央经济工作会议有望出现微调，但是我们认为却是短线投资者的逢反弹抛售的机会。

我们维持年底前地产板块会持续落后大市的观点。各公司的估值在 4 季度很难回到过去 2 年的平均 PB 估值。而过去 2 年的 P/B 低位可成为第一个支持位。

代码	名称	2年 PB低位	2年 PB均值	股价 支持位	股价 阻力位
688	中海外	1.33	2.25	9.99	16.89
3333	恒大地产	0.96	2.64	2.13	5.88
960	龙湖地产	1.53	3.02	6.52	12.87
2007	碧桂园	1.00	1.79	1.91	3.41
3383	雅居乐集团	0.59	1.76	4.16	12.43
813	世茂	0.54	1.16	5.38	11.68
2777	富力地产	0.67	1.44	5.48	11.16
119	保利香港	0.34	1.02	2.13	6.41
1813	合景泰富	0.45	1.13	2.31	5.86
1638	佳兆业集团	0.60	1.13	1.50	2.81
1918	融创	0.58	1.07	1.17	2.17
1224	中渝置地	0.20	0.55	0.98	2.71
1777	花样年控股	0.47	1.08	0.57	1.30
2868	首创置业	0.40	0.83	1.26	2.55
000002	万科	1.64	2.09	6.88	8.77
600048	保利地产	1.62	2.05	8.58	10.89
600383	金地集团	1.14	1.10	9.00	14.25

数据来源：Bloomberg;\*港股股价以港币计，A 股同业以人民币计



附件：内房股9月销售数据

代码	名称	9月			1-9月		9月	1-9月	合约销售价格	
		人民币亿	同比	环比	人民币亿	同比	人民币/平米	人民币/平米	9月/首9月变化	9月同比变化
<b>9月销售同比环比均维持增长的内房股</b>										
3333	恒大地产	91.6	79.6%	0.6%	692.6	94.5%	6,054	6,623	-8.6%	-5.5%
960	龙湖地产	42.3	14.6%	31.8%	282.5	50.9%	-	-	-	-
813	世茂地产	36.0	2.3%	7.5%	244.8	24.8%	11,590	12,975	-10.7%	2.3%
1638	佳兆业	20.0	219.0%	0.0%	103.0	48.0%	5,190	6,429	-19.3%	-42.1%
1777	花样年	7.9	68.0%	7.2%	54.8	139.0%	8,201	9,650	-15.0%	-17.6%
<b>9月销售同比上升环比下跌的内房股</b>										
1918	融创中国	16.1	113%	-31.2%	111.1	122%	11,181	-	-	-
<b>9月销售环比上升同比下跌的内房股</b>										
688	中海外	66.0	-18.0%	48.3%	713.4	54.7%	13,415	16,258	-17.5%	-5.5%
3383	雅居乐	28.0	-9.7%	21.7%	229.0	17.0%	9,032	9,871	-8.5%	-30.1%
2777	富力地产	30.1	-17.2%	49.8%	214.6	-1.0%	14,366	15,308	-6.2%	6.3%
2868	首创置业	10.4	-25.7%	73.3%	77.8	5.6%	7,324	9,295	-21.2%	-16.3%
1224	中渝置地	6.9	-45.9%	201.8%	44.8	13.0%	7,211	8,765	-17.7%	-18.6%
<b>9月销售同比环比均下跌的内房股</b>										
2007	碧桂园	27.0	-58.5%	-54.2%	325.0	49.0%	6,429	6,323	1.7%	18.7%
119	保利香港	13.0	-13.3%	-5.1%	122.0	62.0%	9286	7771	19.5%	17.6%
1813	合景泰富	8.2	-25.3%	-5.2%	92.2	-0.8%	11,743	-	-	-25.3%
<b>A股同业9月销售数据参考</b>										
000002	万科A股	125.1	-12.0%	19.4%	970.8	35.9%	11,583	11,541	0.4%	-7.5%
600048	保利A股	67.4	-26.2%	11.9%	572.8	38.4%	11,466	11,472	-0.1%	10.4%
600383	金地集团	37.8	-36.0%	70.3%	197.3	28.4%	12,194	13,523	-9.8%	2.6%

数据来源：公司资料；\*农银国际估计



附件：内房股8月销售数据

代码	名称	8月			1-8月			8月		1-8月	
		人民币亿	同比	环比	人民币亿	同比	环比	人民币/平米	8月/首8月变化	人民币/平米	8月/首8月变化
<b>8月销售同比环比均维持增长的内房股</b>											
3333	恒大地产	91.0	105.0%	4.8%	601.0	97.1%		6,268	6,720	-7%	-0.9%
960	龙湖地产	32.1	23.5%	25.9%	240.2	59.8%		-	-	-	-
2007	碧桂园	59.0	90.3%	145.8%	298.0	62.0%		6,705	6,314	6%	25.4%
3383	雅居乐	23.0	15.0%	9.5%	201.0	43.0%		9,200	10,579	-13%	-8.9%
813	世茂地产	33.5	24.0%	1.5%	209.0	30.0%		14,457	13,261	9%	24.0%
1918	融创中国*	23.4	-	3.6%	110.2	113.0%		17,346	15,638	11%	0.0%
1777	花样年	7.3	146.0%	32.3%	46.9	158.0%		10,163	9,938	2%	-13.1%
<b>8月销售同比上升环比下跌的内房股</b>											
119	保利香港	13.7	71.3%	-10.5%	109.0	61.0%		8,563	7,622	12%	17.7%
<b>8月销售环比上升同比下跌的内房股</b>											
1638	佳兆业	20.0	-19.0%	10.0%	83.0	31.0%		5,487	6,822	-20%	-66.0%
<b>8月销售同比环比均下跌的内房股</b>											
688	中海外	44.5	-11.2%	-44.8%	647.4	70.1%		13,404	16,613	-19%	2.0%
2777	富力地产	20.1	-34.4%	-34.0%	184.5	1.0%		13,291	15,473	-14%	7.7%
1813	合景泰富	8.7	-21.2%	-13.3%	84.0	2.4%		11,408	-	-	-21.2%
2868	首创置业	6.0	-43.1%	-42.3%	67.4	13.3%		9,677	9,712	0%	-17.9%
1224	中渝置地	2.3	-63.0%	-29.9%	38.0	30.0%		9,307	9,134	2%	23.3%
<b>A股同业8月销售数据参考</b>											
000002	万科A股	104.8	-12.6%	15.4%	845.7	47.8%		10,917	11,534	-5%	-16.8%
600048	保利A股	60.2	-12.0%	19.0%	505.4	56.6%		11,375	11,473	-1%	38.5%
600383	金地集团	22.2	-26.2%	-10.5%	159.5	68.6%		13,620	13,870	-2%	20.2%

数据来源：公司资料



## 分析员声明

本人，陈宋恩，Philip，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。本人及关连人士并没有持有报告内所推介股份的任何及相关权益。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。

本人，李红颖，Vivian Li，为本研究报告的主要负责人。特此声明，文中观点准确反映了我个人对所有论述公司及其证券的看法，而本人所收取之酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中表述的观点和建议有关。在本报告日，本人持有恒大地产的股份，但并无于报告内所论述的公司担任高级人员。

农银国际证券和其关联公司、董事和雇员（不包括负责本研究报告的分析员）将不时于本文件中提及的证券或衍生工具拥有一定利益，如持仓或进行交易，作为主事人或代理人作出购买或沽售。同样地，农银国际证券和其关联公司之雇员，随时有可能担任或曾担任本报告中所述公司的高级人员、董事或顾问。农银国际证券亦有可能在过去十二个月内不时招揽，提供或曾提供投资银行服务，包销或其他服务（包括作为顾问、经理人、包销商或借贷人）予本报告中所述的公司。

本报告由从事证券及期货条例(Cap.571) 中第一类(证券交易) 及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团-农银国际证券有限公司(「农银国际证券」) 所发行。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。本报告所载之资料和意见乃根据本公司认为可靠之资料来源及以高度诚信来编制，惟农银国际证券并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。本报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。本报告的作用纯粹为提供信息。本报告对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，本报告亦并非，及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。农银国际证券或其任何附属机构、总监、员工和代理在法律上均不负责人因使用本报告期内资料而蒙受的任何的直接或间接损失。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。撰写研究报告内容的分析员均为证券及期货条例注册的持牌人士。

Copyright 2011 ABCI Securities Company Limited

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环，红棉路8号13楼，东昌大厦，农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2183