



中国房地产业

月度销售数据：3月销售环比反弹128%

- 23家主要上市开发商的合同销售在3月份平均同比下降9%，比2月的同比下降33%有所恢复
- 23家上市开发商的合同销售均价同比下降11%，销售建筑面积同比增长2%
- 我们估计，平均售价每下降5%，毛利率将下降3.2个百分点
- 由于全球新冠肺炎大流行导致不确定的销售前景，以及利润率下降，我们仍然偏爱物管公司多于开发商，因物管公司拥有丰富的现金余额和可见的新项目渠道。雅生活(3319 HK)依然是我们的首选。

开发商的合同销售额在2020年3月环比反弹128%。随着新冠肺炎疫情的缓解，主要上市开发商的合同销售额在2020年3月显示出强劲的复苏。2020年3月，23家主要上市开发商的合同销售环比回升128%，而与去年同期相比，3月的合同销售仅同比下降-9%(全国商品房/新房销售额同比下降-15%/-12%)，而2月和1月的合同销售额同比下降-33%和-7%。此外，大多数开发商在其业绩发布会中提到，基本上所有销售中心都在4月恢复了正常运营，因此从4月开始，更多的开发商可能会实现正销售同比增长。

对利润率侵蚀的担忧开始浮出水面。但是，我们注意到，如果没有开发商在价格上做出牺牲，可能就无法实现如此巨大的进步。23家上市开发商的合同均价在3月份同比下降11%，来推动销售面积同比增长2%，这或使开发商的毛利率处于重大下行风险中。事实上，由于土地价格的上涨，2019年该行业的平均毛利率同比下降2.0个百分点至30.4%，而净利率同比下降0.8个百分点至13.3%。我们估计，平均售价每下降5%将导致3.2个百分点毛利率下降。这种利润侵蚀的影响可能会在2021年项目交付时开始体现出来。

LPR下降将鼓励更多房贷购买者。于4月份，一年期贷款最优惠利率(LPR)从之前的4.05%降低了20个基点(bps)至3.85%，而五年期LPR从4.75%降低了10个基点至4.65%。这是今年以来贷款基准利率的第二次下调。我们的经济师预计，影响抵押贷款定价的五年期LPR到2020年底将进一步下降20个基点至4.45%。根据Rong360的数据，与12月相比，2020年3月的平均首次住房抵押贷款利率下降6个基点至2019年12月的5.48%。

母公司或关联开发商将为上市物管公司锁定未来项目。2020年一季度，母公司或关联开发商的销售面积，将为上市物管子公司或关联公司将来的在管面积带来近平均3.4%的增长(图6)。我们认为母公司或关联开发商的预售项目将绝大部分由子公司管理，并在大约1年后交付成为在管面积。

主要物管公司股价在过去1个月中上涨了28.5%；雅生活依然是首选。由于全球新冠肺炎大流行导致不确定的销售前景，以及利润率下降，我们仍然偏爱物管公司多于开发商，因物管公司拥有丰富的现金余额和可见的新项目渠道。在过去1个月中，物管行业的股价平均上涨了28.5%，超过了开发商的15.8%的涨幅。雅生活仍然是我们物管行业的首选。另一方面，大湾区开发商中国奥园和时代中国是我们在开发商领域的首选，在我们看来，大湾区的经济复苏和住房需求表现将超过中国其他地区。

风险因素：1) 在需求萎缩的情况下，开发商或展开价格战以赢得市场份额；2) 由于合约销售放缓，偿还信贷能力或下降导致财务成本上升；3) 新冠肺炎疫情持续，而中国经济亦在疫情好转后复苏缓慢。

行业报告

2020年4月24日

分析员：董耀基

电话：(852) 2147 8311

电邮：kennethtung@abci.com.hk

主要数据

2020年平均市盈率(x)	5.44
2020年平均市帐率(x)	1.03
2020年平均股息率(x)	7.16

来源：彭博、农银国际证券预测

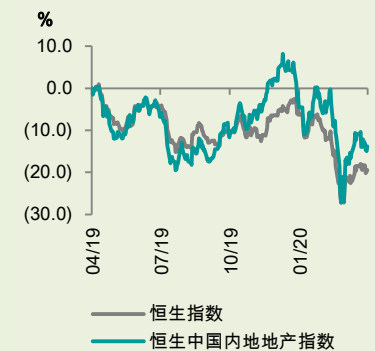
股价表现 %

	绝对	相对*
1个月	11.1	5.1
3个月	(9.7)	4.2
6个月	(3.3)	7.1

*相对恒生指数

来源：彭博、农银国际证券

一年股价表现 (%)



来源：彭博、农银国际证券

行业估值 (数据截至4月23日)

公司	代码	评级	目标价 (HK\$)	股价 (HK\$)	上升空间 (%)	FY20E 市盈率 (x)	FY21E 市盈率 (x)	FY20E 市帐率 (x)	FY21E 市帐率 (x)	FY20E 股息率 (x)	FY21E 股息率 (x)
雅生活	3319	买入	51.40	38.90	32.1%	27.5	19.9	6.72	5.75	1.82	2.51
中国奥园	3883	买入	11.10	8.88	25.0%	3.61	2.58	1.13	0.87	8.31	11.61
时代中国	1233	买入	15.70	12.24	28.3%	3.58	3.16	0.93	0.77	8.37	9.48

注：自2020年3月10日、3月18日和3月25日发布的公司研究报告后，未有对预测和目标价作修订

来源：彭博、农银国际证券预测



图 1: 主要内地开发商3月份合同销售额

	代码	2020年3月						3M2020						2020		
		金额	同比变化	面积	同比变化	均价	同比变化	金额	同比变化	面积	同比变化	均价	同比变化	目标	同比变化	
		RMB 十亿	%	000 平米	%	RMB/平米	%	RMB 十亿	%	000 平米	%	RMB/平米	%	RMB 十亿		
1	恒大	3333 HK	62.1	13%	6,945	35%	8,939	-17%	147.4	23%	16,581	50%	8,887	-18%	650	22.7%
2	绿城	3900 HK	14.2	17%	590	13%	24,068	3%	24.3	-5%	1,120	-6%	21,696	1%	250	9.7%
3	禹洲	1628 HK	5.7	10%	370	6%	15,454	4%	10.4	-6%	665	-10%	15,584	4%	100	10.4%
4	龙光	3380 HK	7.1	-9%	493	-13%	14,442	4%	15.9	-7%	1,058	-15%	14,991	10%	110	14.4%
5	万科	2202 HK	54.9	-4%	3,781	5%	14,531	-9%	137.9	-8%	8,848	-4%	15,583	-4%	na	na
6	金茂	817 HK	13.0	30%	786	70%	16,587	-24%	26.1	-8%	1,566	25%	16,638	-26%	200	13.0%
7	世茂	813 HK	20.3	6%	1,151	9%	17,663	-3%	37.0	-9%	2,109	-8%	17,554	-1%	300	12.3%
8	时代	1233 HK	4.7	-30%	385	-12%	12,130	-21%	12.4	-11%	901	-4%	13,789	-7%	82	15.1%
9	中国海外	688 HK	26.8	7%	1,496	12%	17,896	-4%	59.7	-12%	3,306	-11%	18,064	-1%	360	16.6%
10	龙湖地产	960 HK	21.1	8%	1,208	0%	17,425	8%	38.2	-14%	2,248	-21%	16,975	8%	260	14.7%
11	合景泰富	1813 HK	6.2	-2%	393	8%	15,695	-10%	13.0	-16%	784	-14%	16,633	-2%	103	12.6%
12	碧桂园	2007 HK	47.0	4%	5,710	18%	8,238	-12%	100.9	-16%	12,020	-13%	8,393	-4%	na	na
13	融创	1918 HK	30.9	-18%	2,287	-13%	13,520	-6%	61.8	-23%	4,534	-16%	13,622	-7%	600	10.3%
14	中国奥园	3883 HK	7.3	-3%	743	-5%	9,798	2%	14.3	-24%	1,377	-21%	10,383	-3%	132	10.8%
15	华润置地	1109 HK	22.4	-13%	1,313	6%	17,070	-19%	38.9	-24%	2,155	-20%	18,062	-5%	262	14.9%
16	宝龙	1238 HK	3.2	-31%	215	-29%	14,869	-2%	8.0	-25%	521	-26%	15,387	2%	75	10.7%
17	远洋	3377 HK	9.0	-18%	459	2%	19,604	-20%	15.5	-30%	769	-22%	20,195	-10%	130	11.9%
18	富力	2777 HK	8.0	-32%	659	-37%	12,175	7%	16.7	-33%	1,401	-35%	11,918	3%	152	11.0%
19	旭辉	884 HK	10.1	-47%	625	-39%	16,168	-13%	22.4	-35%	1,389	-31%	16,127	-5%	230	9.7%
20	保利	600048 CH	27.4	-36%	2,014	-29%	13,592	-10%	71.0	-35%	4,903	-30%	14,487	-8%	na	na
21	越秀	123 HK	4.8	-34%	183	-41%	26,421	11%	9.1	-36%	347	-42%	26,236	9%	80	11.4%
22	雅居乐	3383 HK	7.7	-35%	568	-32%	13,468	-4%	15.7	-38%	1,053	-38%	14,862	1%	120	13.0%
23	首创置业	2868 HK	2.4	-50%	80	-52%	30,000	3%	7.6	-46%	263	-54%	28,745	17%	80	9.5%
	总共		416.3	-9%	32,453	2%	12,828	-11%	904	-15%	69,918	-7%	12,930	-8%	4,277	13.9%
全国数据																
	- 所有商品房		1,216	-15%	135,030	-14%	9,005	-1%	2,036	-25%	219,780	-26%	9,264	2%		
	- 住宅		1,074	-12%	117,460	-14%	9,140	2%	1,793	-23%	192,350	-26%	9,324	4%		

碧桂园只公布归股东权益数据

来源: 公司数据、国统局、农银国际证券

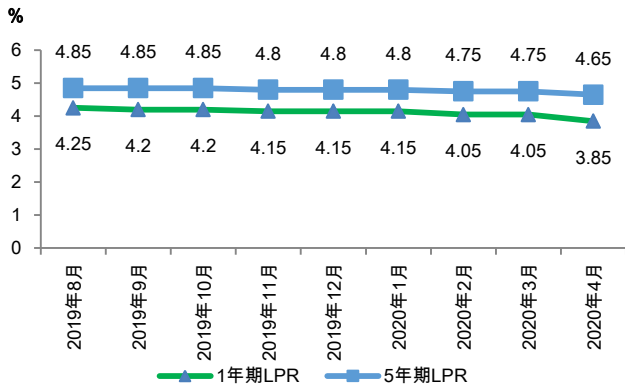
图 2: 最近上市开发商的合同销售业绩

开发商	上市日期	代码	2018	2019	同比增长	1Q2020	同比增长
			人民币百万	人民币百万	%	人民币百万	%
新力	11-Nov-19	2103 HK	71,081	91,423	29%	14,440	NA
中国天宝	11-Nov-19	1427 HK	NA	NA	NA	NA	NA
景业名邦	5-Dec-19	2231 HK	2,298	3,116	38%	NA	NA

来源: 公司数据、农银国际证券

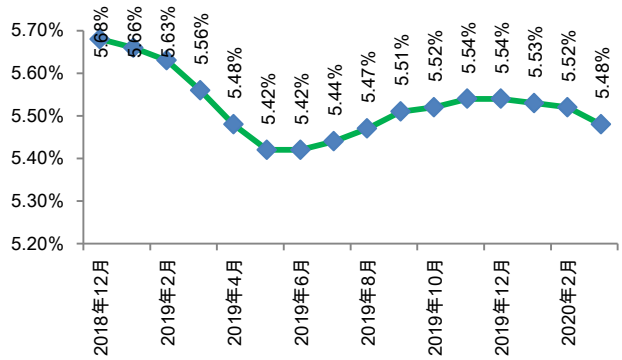


图 3: 期贷款最优惠利率走势



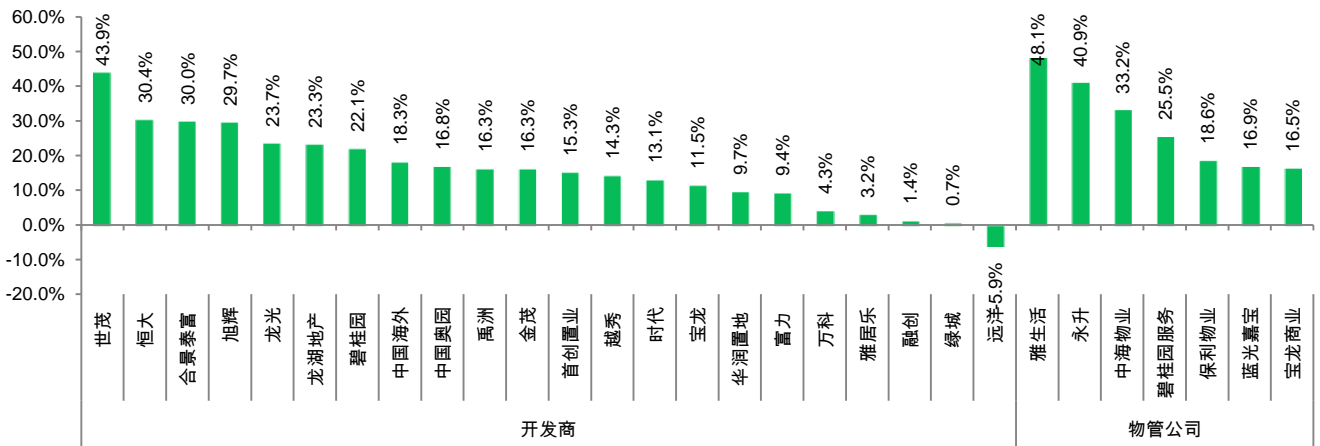
来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 融 360 首套房贷利率



来源: 融 360、农银国际证券

图 5: 开发商和物管公司过去 1 个月股价表现



来源: 彭博、农银国际证券

图 6: 物业管理公司的在管面积与母公司 / 相关开发商的合同销售面积

物管公司	股票代码	在管面积 (百万平方米)			母公司/关联公司 开发商	股票代码	合同销售面积 (百万平方米)					20年第1季度销售面积占 物管公司2019年底在管 面积的百分比	
		2018	2019	同比 变化			2018	2019	同比 变化	1Q20	同比 变化		<B/A>
1	碧桂园服务	6098 HK	182	276	52%	碧桂园服务	2007 HK	77.3	81.4	5%	12.0	-13%	4.4%
2	保利物业	6049 HK	191	287	51%	保利地产	600048 CH	27.7	31.2	13%	4.9	-30%	1.7%
3	雅生活	3319 HK	138	234	69%	雅居乐+ 绿地	3383 HK/ 600606 CH	43.7	41.4	-5%	5.2	-33%	2.2%
4	中海物业	2669 HK	141	151	7%	中国海外	688 HK	15.9	17.9	13%	3.3	-11%	2.2%
5	新城悦	1755 HK	43	60	40%	新城发展	1030 HK	18.1	24.3	34%	2.9	-31%	4.8%
6	永升生活	1995 HK	40	65	62%	旭辉	884 HK	9.6	12.0	26%	1.4	-31%	2.1%
7	奥园健康	3662 HK	10	15	45%	中国奥园	3883 HK	8.9	11.7	32%	1.4	-21%	9.1%
8	蓝光嘉宝	2606 HK	61	72	18%	蓝光发展	600466 CH	8.0	11.0	37%	1.2	-51%	1.6%
9	宝龙商业	9909 HK	17	18	12%	宝龙地产	1238 HK	2.8	3.8	34%	0.5	-26%	2.8%
Average											3.4%		

来源: 公司、农银国际证券



权益披露

分析员，董耀基，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该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。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。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。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

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、复制或以任何其他形式分发；

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

电话：(852) 2868 2183