



内房股 9 月销售数据点评 —行业景气度下降趋势逐渐清晰

内房股 9 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 9 月销售数据显示，虽然在销售旺季 9 月，多数地产商仍可以通过新盘促销策略刺激部分需求，令销售额环比上升，但是同比下跌趋势相较 8 月明显。

销售数据点评

房地产行业| 中国
2011 年 10 月 13 日

研究员
陈宋恩 Philipchan@abci.com.hk
李红颖 Vivianli@abci.com.hk

《内房股 8 月销售数据点评》
报告时间：2011 年 9 月 15 日

- 相比 8 月业绩分化的表现，9 月开发商业绩有整体转弱的趋势
- 年初累计销售额增长继续放缓
- 开发商议价能力进一步下降

我们认为行业的短期前景仍然不乐观，地产板块会持续弱于大市：

- 10 月过后地产行业进入淡季，增长会加速放缓
- 保障房加速增加行业内的供应，加速价格拐点形成
- 投资者需警惕销售连续同比倒退的公司
- 产品价格富于弹性的地产商未来表现优于同业

由于基本面转差，我们相信板块的估值重心会逐步下调，包括 PB 估值的底部和顶部均会下移。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 9月销售数据

代码	名称	9月			1-9月		9月		1-9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	9月/首9月变化	9月同比变化
9月销售同比环比均维持增长的内房股										
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%
9月销售同比上升环比下跌的内房股										
1918	融创中国	16.1	113%	-31.2%	111.1	122%	11,181	-	-	-
9月销售环比上升同比下跌的内房股										
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%
9月销售同比环比均下跌的内房股										
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%
A股同业9月销售数据参考										
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

行业景气度下降趋势逐渐清晰

- 相比 8 月业绩分化的表现，9 月开发商业绩有整体转弱的趋势

在限购、限价和限贷的政策累加下，市场观望情绪扩散。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。其中连续多月维持双增长的地产商仅有恒大地产、龙湖和花样年。开发商业绩有整体转弱的趋势。

- 年初累计销售额增长进一步放缓

尽管多数地产商仍可以通过新盘促销策略刺激部分需求，令销售额环比上升，但是同比下跌趋势相较 8 月明显。期内，我们统计的 17 家公司中有 11 家公司的销售额同比下跌，占比 64.7%，而 8 月为 52.9%。地产行业的龙头企业中海外(688)、万科 A 股(000002)均连续出现业绩同比倒退。

多数公司首 9 月的合约销售额维持同比增长，但增幅较首 8 月已经收窄。我们估算这 17 家公司的首 9 月平均同比增长为 46.0%，而 8 月为 55.6%，7 月为 62.7%。



- 开发商议价能力进一步下降

9月有11家公司调低环比销售价格，平均下降幅度为8.1%，而8月仅有8家，平均下降幅度为3.5%。住宅销售价格从7月份的僵持，到8月开发商试探的降价，发展到9月，地产商出现主动降价。

行业的短期前景仍然不乐观

- 10月过后房地产行业进入淡季，增长会进一步放缓

10月过后房地产行业进入淡季，环比增长会进一步回落。而且，我们认为通过增加新盘刺激短期销量的方式会累积大量的库存，增加明年的销售压力。我们预期，未来开发商会改变销售策略，减少新盘，以去库存为主。

- 保障房加速增加行业内的供应，加速价格拐点形成

住宅分公共供应和商业供应。虽然多数开发商选择调整开工量或放缓进度，减少供应来应对调控，但是国家正积极加速保障房的建设，通过公共供应分流需求，加速价格拐点形成。开发商未来议价能力会进一步减弱，随着房价下跌预期的加深，开发商或将进入价格和销量同时下跌的状况。

- 警惕销售连续同比倒退的公司

我们相信销售额在年初至今连续同比倒退的公司，反映的已经不是供应不稳定和宏观环境带来的负面影响，而集中反映公司应变能力的滞后。富力地产(2777)和合景泰富(1813)年初至今不断录得销售额的同比减少，首9月的销售额分别同比倒退1.0%和0.8%。这类资产集中在限购城市、产品定位在高端的地产商，在投资需求被遏制的情况，相信他们的销售业绩会持续落后同业。即使地产商现在改变资产配置区域或者产品定位、在供应上迎合市场，也需要6-12个月的产品建设周期。

- 产品价格富于弹性的地产商表现优于同业

地产商恒大地产、龙湖和花样年连续3月维持同比和环比的双增长，尤其是恒大地产从年初至今维持这样的上升态势。我们注意到恒大和花样年的销售价格集中在人民币5,190-9,650/平米的区间。我们分析，除了同比基数较低这一因素外，这些公司主要产品的目标客户集中在首次置业和改善性住宅需求、公司资产没有集中在一线城市，是他们的销售表现可以持续同比上升的原因。

这2家公司9月的销售单价同比年初至今的平均值也已经出现了



8.6-15.0%的下跌。但从销售额强劲增长来推断，价格下跌有效的刺激了销量的上升，显示良好的价格弹性。市场会担心随着房价下跌预期的加深，市场的观望情绪加重，价格弹性将受到考验。但是，恒大和花样年首9个月的销售额已经分别达到全年销售目标的98.9%和91.3%，在我们统计的17家公司中分别位列前两位，相信这两家公司未来销售压力较低，因而进一步降价压力小、不至于过分损伤毛利率。年内的政策风险对公司影响将较小。恒大、花样年(1777)全年的销售目标分别为人民币700亿和60亿。

板块估值重心下移

由于基本面转差，我们相信板块的估值重心会逐步下调，包括PB估值的底部和顶部均会下移。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	2011/10/13 价格*	2011/10/13 2011PB	2011/10/13 P/E	2年 PB低位	2年 PB均值	股价 支持位	股价 阻力位
688	中海外	13.18	1.76	9.08	1.33	2.25	9.99	16.89
3333	恒大地产	3.47	1.56	4.73	0.96	2.64	2.13	5.88
960	龙湖地产	9.07	2.12	8.51	1.53	3.02	6.52	12.87
2007	碧桂园	2.69	1.41	7.25	1.00	1.79	1.91	3.41
3383	雅居乐集团	7.06	1.00	4.56	0.59	1.76	4.16	12.43
813	世茂	7.28	0.72	4.78	0.54	1.16	5.38	11.68
2777	富力地产	7.17	0.88	4.15	0.67	1.44	5.48	11.16
119	保利香港	2.99	0.48	6.39	0.34	1.02	2.13	6.41
1813	合景泰富	2.93	0.57	3.84	0.45	1.13	2.31	5.86
1638	佳兆业集团	1.76	0.71	5.14	0.60	1.13	1.50	2.81
1918	融创	1.65	0.81	1.93	0.58	1.07	1.17	2.17
1224	中渝置地	1.73	0.35	9.15	0.20	0.55	0.98	2.71
1777	花样年控股	0.72	0.59	3.21	0.47	1.08	0.57	1.30
2868	首创置业	1.64	0.52	2.48	0.40	0.83	1.26	2.55
000002	万科	7.40	1.76	8.25	1.64	2.09	6.88	8.77
600048	保利地产	9.32	1.76	8.04	1.62	2.05	8.58	10.89
600383	金地集团	4.98	1.24	6.60	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	人民币/平米	8月/首8月变化	8月/首8月变化	8月/首8月变化	8月/首8月变化
8月销售同比环比均维持增长的内房股											
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%	
8月销售同比上升环比下跌的内房股											
119	保利香港	13.7	71.3%	-10.5%	109.0	61.0%	8,563	7,622	12%	17.7%	
8月销售环比上升同比下跌的内房股											
1638	佳兆业	20.0	-19.0%	10.0%	83.0	31.0%	5,487	6,822	-20%	-66.0%	
8月销售同比环比均下跌的内房股											
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%	
A股同业8月销售数据参考											
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



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

房地产行业

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，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。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。**本人持有恒大地产(3333)股份。**

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。农银国际证券或任何其附属机构、总监、员工和代理在法律上均不负责任何人因使用本报告期内数据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 2383