



## 中国房地产业

# 月度销售数据：受新冠肺炎疫情影响，一月份销售额同比下跌 8%

- 由于开发商的售楼处因新冠肺炎疫情而关闭，一月份合同销售额平均同比下跌 8%
- 无锡、天津、西安、南昌和南京等地先后推出不同支持措施以扶持房地产企业
- 我们认为大规模取消限购不太可能，因有可能导致资产泡沫
- 我们认为时代中国(1233 HK)和中国奥园(3883 HK)等防守性较强，因其项目集中度高而湖北项目占比小

**主要开发商的 1 月合同销售同比下降 8%。** 主要上市开发商的 1 月合同销售额平均同比下降 8%；销售面积和均价亦各同比下降 4%。开发商的售楼处自春节（1 月 25 日）起，因新冠肺炎疫情而关闭，1 月份销售看似好于预期。可是，我们认为较慢的销售跌幅可能是由于一些开发商把一些新项目的推出时间，从 12 月延后至 1 月。12 月份主要开发商的销售只同比增长 1%，比去年 9-11 月份 25-34% 的同比增幅明显降低。根据过去数据，一些开发商在完成全年目标后，或刻意把新项目延后至 1 月，为免基数过高，为下一年销售增长带来压力。我们相信新冠肺炎疫情将在 2 月全面反映。此外，不少开发商已开拓网上卖房平台，但其成效有待验证。纵使最近中国恒大（3333）网上推出 75 折优惠价格预订买房 3 日后被买家累计认购 47,500 套，总值 580 亿元人民币，但在价格和退房政策方面提供不少优惠才能获得如此成绩。买家只需支付 5000 元人民币就能享受 75 折价格优惠，并且在正式签约后至入住前无理由退房。

**各种扶持政策缓解现金流压力。** 1 月份以来，由于疫情突发，为了减少人员聚集，防范新型肺炎感染，多省市要求房企暂停开放售楼处，房企销售业绩将在短期内明显受压。未来数月可能销售大幅下降，开发商或面临资金链断裂。事实上，开发商海外发债成本已录得一定上升。以禹洲地产为例，其 2 月发行的 4 亿美元 5 年期海外债，比 1 月发行的 6.45 亿美元六年期债，票据利息上升 0.325 个百分点至 7.7%。为免房地产企业爆破，近日多个城市，如无锡、天津、西安、南昌和南京等地，已先后出台利好政策，例如延迟缴纳税款和土地金、允许项目竣工日期顺延和鼓励银行贷款等，以舒缓房企资金压力，力度为近年少见。

**大规模取消限购未别实现。** 可是，最近出台的楼市利好政策主要针对税项、土地和融资等支出相关政策，以增加投资性需求来刺激销售等手段并未出现，坚持“房住不炒”的定位将维持不变。限购政策若获得松绑，或带来极大资产泡沫，而且令资金不能导向实体经济，有碍经济在疫情过后从回平稳发展。事实上，中国恒大网上预订买房反应热烈亦反映过去严厉实施限购后，房地产市场已经累积大量投资性需求。

**偏爱物业管理；大湾区开发商更具防守性。** 我们预计未来几个月开发商的合同销售额将大幅下降，这可能对该行业的股价表现造成压力。我们认为大湾区开发商如时代中国(1233 HK)和中国奥园(3883 HK)更具防守性，因其项目比较集中(大湾区分别占总土地储备 62.6%和 18.8%)而湖北项目偏少(分别占总土地储备 0%和 1.5%)。我们建议投资者转为投资物业管理板块，因为其管理费收入稳定，现金充裕，受到冠状病毒爆发的影响较小。物管板块股价过去一月平均上升 13.1%，明显跑赢开发商近 1.6%跌幅。

**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2月26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)	5.64
2020 年平均市帐率 (x)	1.17
2020 年平均股息率 (x)	6.98

来源：彭博、农银国际证券预测

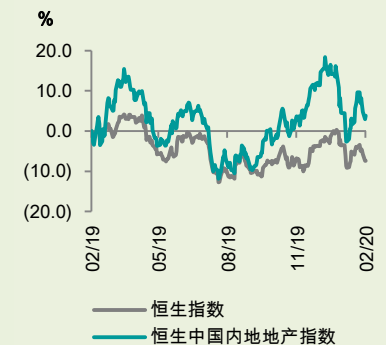
### 股价表现 %

	绝对	相对*
1 个月	(1.6)	2.3
3 个月	2.5	1.1
6 个月	13.1	8.6

\*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2月 25 日)

公司	代码	评级	目标价 (HK\$)	股价 (HK\$)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率 (x)	FY20E 市盈率 (x)	FY19E 市帐率 (x)	FY20E 市帐率 (x)	FY19E 股息率 (x)	FY20E 股息率 (x)
中国奥园	3883	买入	14.10	11.06	27.5%	7.4	4.6	1.9	1.5	4.1	6.5
时代中国	1233	买入	17.40	14.30	21.7%	5.4	3.8	1.1	0.9	5.5	7.9

注: 自2019年7月2日和8月7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1月份合同销售额

	代码	2020年1月								2019	
		金额 RMB 十亿	同比变化 %	面积 000 平米	同比变化 %	均价 RMB/平米	同比变化 %	合同金额 RMB 十亿	同比变化 %		
1	时代	1233 HK	6.7	60%	443	42%	15,061	12%	78	29%	
2	龙光	3380 HK	6.1	40%	375	15%	16,240	21%	96	34%	
3	禹洲	1628 HK	3.4	23%	212	18%	16,240	4%	75	34%	
4	绿城	3900 HK	5.0	14%	220	38%	22,727	-17%	135	34%	
5	万科	2202 HK	54.9	12%	3,335	5%	16,465	7%	631	4%	
6	宝龙	1238 HK	3.5	10%	221	6%	15,911	5%	60	47%	
7	旭辉	884 HK	9.8	9%	626	6%	15,645	3%	201	32%	
8	首创置业	2868 HK	4.3	4%	154	22%	28,052	-15%	81	14%	
9	金茂	817 HK	10.5	2%	577	43%	18,227	-29%	161	29%	
10	合景泰富	1813 HK	5.2	1%	279	-11%	18,513	13%	86	31%	
11	碧桂园	2007 HK	32.9	0%	3,790	-1%	8,686	0%	552	14%	
12	恒大	3333 HK	40.6	-6%	4,498	16%	9,015	-19%	601	9%	
13	中国奥园	3883 HK	5.1	-10%	433	-16%	11,678	8%	118	29%	
14	富力	2777 HK	6.2	-10%	535	-5%	11,562	-6%	138	5%	
15	世茂	813 HK	10.2	-11%	586	-15%	17,426	4%	260	48%	
16	雅居乐	3383 HK	20.3	-18%	1,103	-12%	18,381	-7%	377	25%	
17	融创	1918 HK	5.0	-19%	300	-27%	16,733	12%	118	15%	
18	中国海外	688 HK	18.6	-22%	1,358	-15%	13,719	-9%	556	21%	
19	保利	600048 CH	23.6	-30%	1,576	-31%	14,970	2%	462	14%	
20	远洋	3377 HK	3.5	-30%	167	-29%	21,141	-2%	130	19%	
21	龙湖地产	960 HK	10.1	-32%	606	-37%	16,683	7%	243	21%	
22	华润置地	1109 HK	11.0	-33%	499	-49%	22,119	32%	243	15%	
23	越秀	123 HK	3.1	-35%	116	-37%	26,254	3%	72	25%	
<b>总共</b>			<b>297.6</b>	<b>-8%</b>	<b>22,008</b>	<b>-4%</b>	<b>13,521</b>	<b>-4%</b>	<b>5,642</b>	<b>19%</b>	

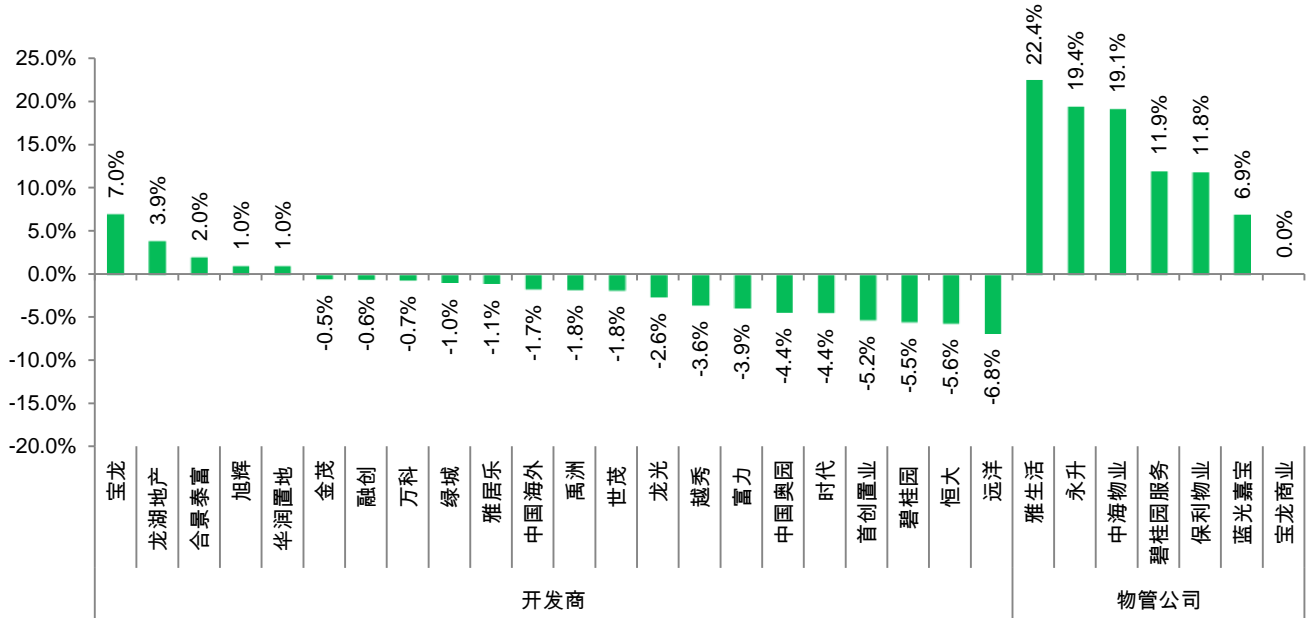
# 碧桂园只公布归股东权益数据

\* 港币

来源: 公司数据、农银国际证券

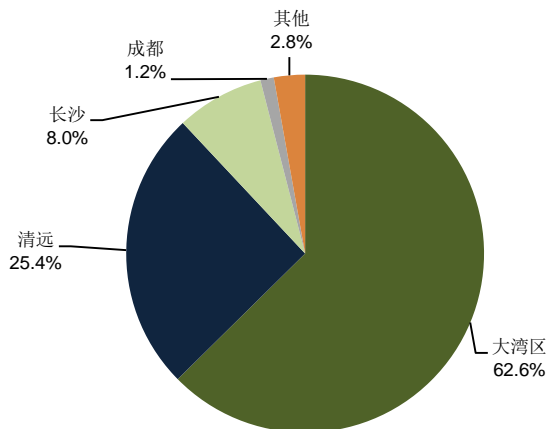


图 2: 开发商和物管公司 1 个月股价表现



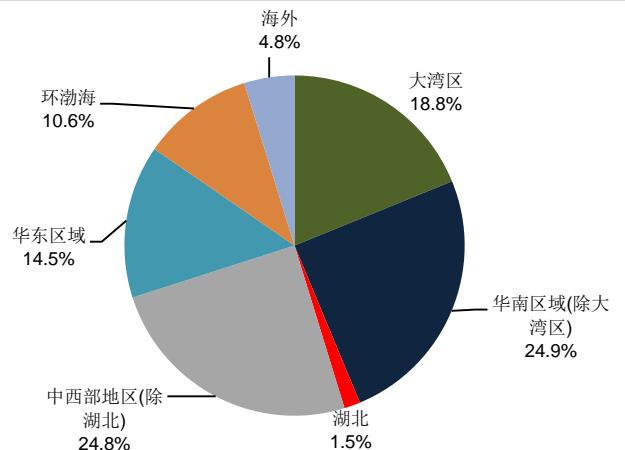
来源: 彭博、农银国际证券

图 3: 时代中国土地储备 (2019年6月底: 23.1 百万平米)



来源: 时代中国、农银国际证券

图 4: 中国奥园土地储备 (2019年6月底: 40.1 百万平米)



来源: 中国奥园、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