

杜昊旻

 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
 duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨

 联系人
 wangyixin@gjzq.com.cn

LPR 如期下降，改善需求或更受益

事件

- 2022 年 8 月 22 日，中国央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）从 3.70% 下调至 3.65%，降幅 5BP；将五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.45% 下调至 4.30%，降幅 15BP。

评论

- 五年期 LPR 降幅符合预期，首套房贷利率下限至 4.10%。**本次五年期 LPR 下降 15BP 的幅度与 2022 年 5 月相同，而本月 MLF 利率下调 10BP 已经放出了此次 LPR 降息的预期，同时我们在 2022 年 6 月外发的《枯木逢春，寻找分化中的机遇》地产中期策略内已经预测房贷利率有望进一步下调，此次 LPR 下降符合预期。2021 年 12 月以来，信贷暖风频频释放，央行持续降息，1 年期 LPR 从 2021 年 11 月的 3.85% 降至当前 3.65%，降幅 20BP；5 年期 LPR 从 2021 年 11 月的 4.65% 降至 4.30%，降幅 35BP（其中 2022 年 5 月和 8 月均下降 15BP），非对称降息明显，此次下调 LPR 后首套房贷利率的下限至 4.10%，二套房贷利率下限至 4.90%，再次体现了中央支持刚性和改善性住房需求、稳定房地产市场的决心。
- 前期降息效果不明显，市场销售仍待恢复。**2021 年末至今的降息推动了房贷利率的下降，据贝壳研究院数据，2022 年 7 月全国百城首套房贷利率为 4.35%，较 2021 年 10 月高点下降 137BP（尤其在 5-7 月三个月内下降 82BP）；百城二套房贷利率为 5.07%，较 2021 年 10 月高点下降 91BP，放款周期也大幅缩短至 1 个月以内。但当前房贷利率下降对市场销售的提振效果尚不明显，房企违约频出与竣工交付事件叠加的负面影响较大，2022 年 1-7 月全国商品房销售金额同比下滑 28.9%，克而瑞百强房企销售金额同比下滑 49.3%，在房企融资困难的背景下，销售回款是多数房企的唯一资金来源，保销售复苏是行业稳定发展的关键。
- 未来政策须协同发力提振信心，供给侧稳预期，需求侧促消费。**我们在地产中期策略报告中对标 2014-2016 年的宽松周期，预计本轮首套房贷利率最低或至 4.0%，与降息后的下限 4.10% 有 10BP 的空间，信贷端后续的宽松空间或有限，须在供给侧有更多稳定市场信心和预期、在需求侧有更多促进居民购房消费的协同宽松政策落地。近期在供给侧，各地方政府和中央部委积极推进“保交楼”，设立纾困基金（通常有安全退出机制，优先选择盘活后有富余资金的项目）、AMC 帮扶出险房企、探讨通过中债增信方式支持民营房企融资等，在需求侧高能级城市调控也有松动，如南京、苏州、无锡取消认房又认贷，上海临港限购放松等，股票市场对此以及未来的政策也有一定预期。我们认为未来供给侧在保交付的同时，保市场主体的措施或将增加（重点或是未出险民企），企业稳定是市场信心和预期恢复的基础，而需求侧尤其是一线和强二线城市的宽松将持续落地，引领市场复苏。
- 预计宽松政策更加利好改善/置换需求，优质房企或率先受益。**我们在外发报告《南京取消认房又认贷，促进改善需求释放》中已经说明未来而更多的政策是对改善需求限制的宽松，LPR 下降对首套房和二套房的购买均有利好，此外二手房对新房的分流更能提高置换改善客群的购买力。而在供给侧的措施更多偏向项目层面的保交付，即使有对房企主体的支持，基于安全性考虑，资金也更加偏爱经营相对稳健的未出险房企。因此我们再次强调主打改善型产品、且能在当前保持一定拿地强度的房企更能受益于政策宽松的观点。

投资建议

- 五年期 LPR 的下降再次表明中央稳定房地产市场的决心，预计未来供需协同发力的政策将持续落地，更加利好改善需求和优质房企。首推积极布局重点城市核心板块、拥有高质量产品服务力的房企，如绿城中国、建发国际、滨江集团等。稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如保利发展、中国海外发展。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

内容目录

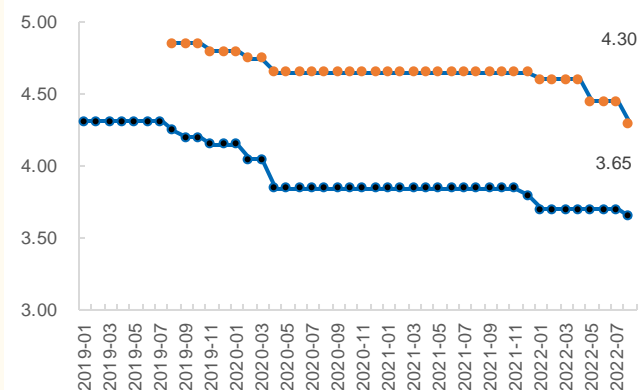
图表附录	3
风险提示	5

图表目录

图表 1: LPR 品种历史走势图	3
图表 2: 百城银行房贷利率及放款周期走势	3
图表 3: 全国商品房销售金额累计同比及单月同比	3
图表 4: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比	3
图表 5: 申万 A 股房地产板块本周涨跌幅排序	3
图表 6: WIND 港股房地产板块本周涨跌幅排序	3
图表 7: A 股地产公司 PE 走势	4
图表 8: 港股地产公司 PE 走势	4
图表 9: 港股物业公司 PE 走势	4
图表 10: 覆盖公司估值情况	5

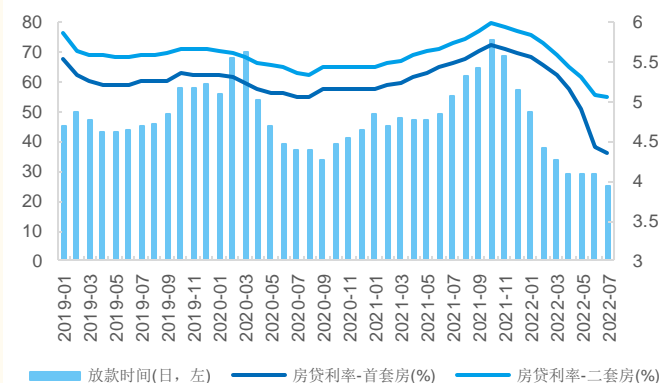
图表附录

图表 1: LPR 品种历史走势图



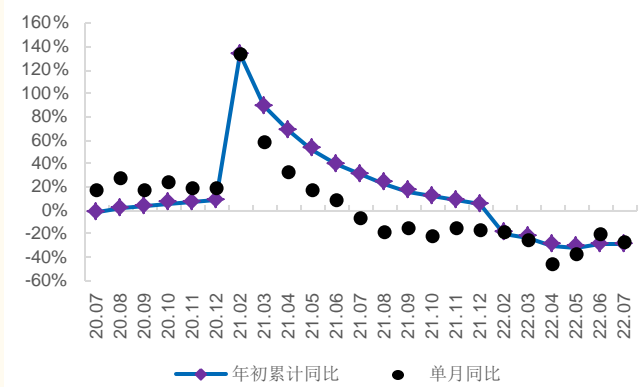
来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 2: 百城银行房贷利率及放款周期走势



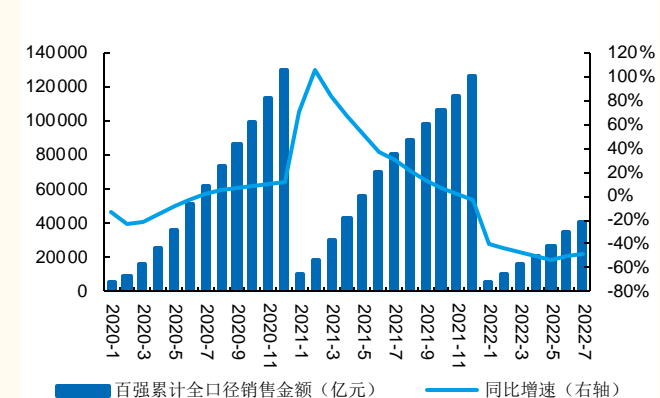
来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

图表 3: 全国商品房销售金额累计同比及单月同比



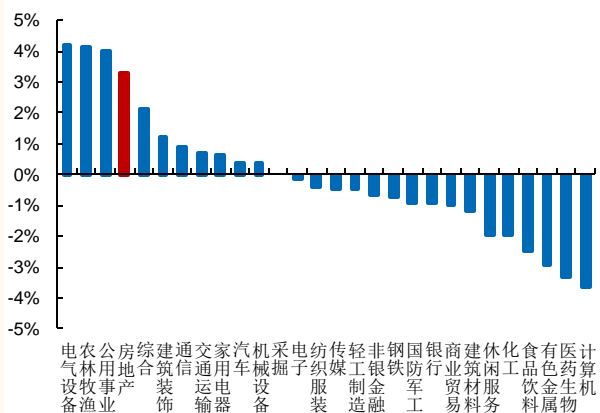
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比



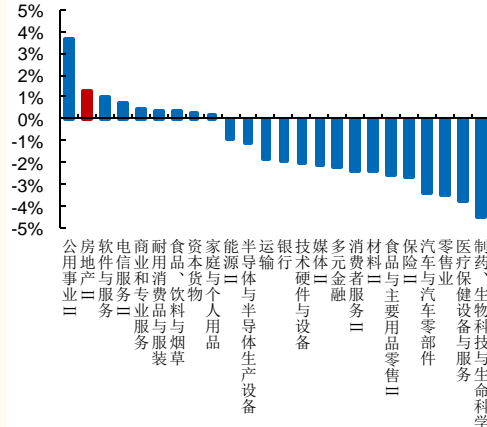
来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 5: 申万 A 股房地产板块本周涨跌幅排序



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: WIND 港股房地产板块本周涨跌幅排序



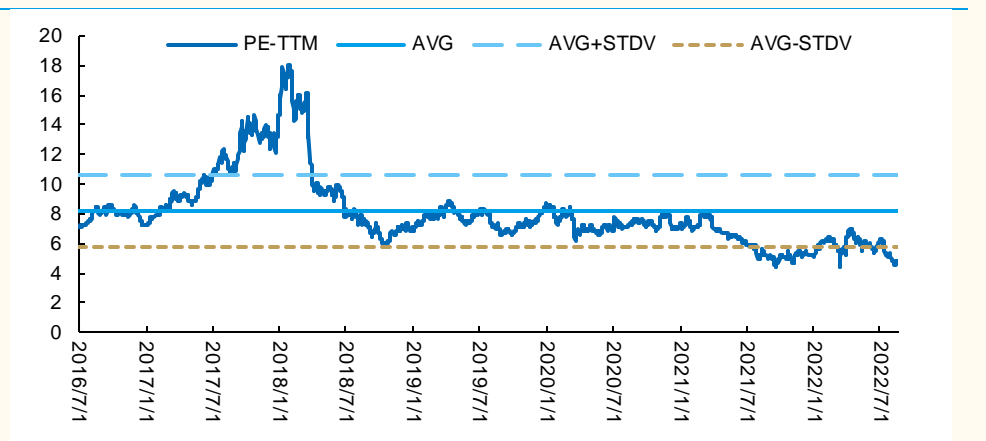
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: A 股地产公司 PE 走势



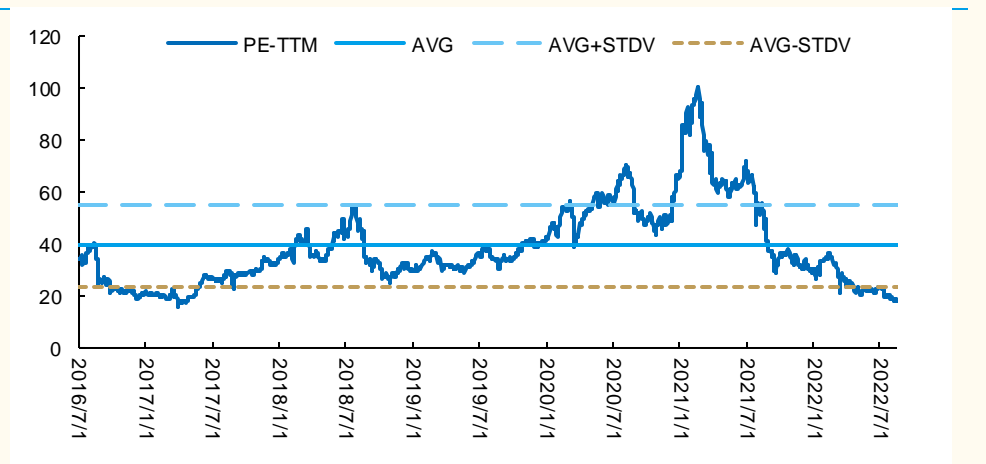
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 港股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 港股物业公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E
000002.SZ	万科 A	增持	1,897	8.4	8.2	7.6	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	2,012	7.3	6.6	5.7	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,154	11.1	10.6	8.9	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
600153.SH	建发股份	买入	345	5.7	5.3	4.5	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	273	9.0	6.8	5.2	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	331	7.4	5.6	3.3	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	242	6.9	5.3	3.4	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
2423.HK	贝壳*	买入	1,414	61.6	92.0	27.6	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	61	5.8	3.9	2.6	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	35	5.7	4.1	3.1	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	450	11.1	7.3	5.2	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	657	38.1	29.2	23.1	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	75	12.2	8.8	6.5	6.2	8.5	11.6	58%	38%	35%
平均值			688	14.6	14.9	8.2	67.5	76.1	96.2	27%	23%	49%
中位值			345	8.4	6.8	5.2	35.2	45.7	71.8	35%	30%	31%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 8 月 19 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

风险提示

- **宽松政策对市场提振不佳。**目前房地产调控宽松基调已定, 各地均陆续出台房地产利好政策, 若政策利好对市场信心的提振不及预期, 市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **三四线城市恢复力度弱。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象, 而三四线城市成交量依然在低位徘徊, 而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激, 市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在-5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%；
中性：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%－5%；
减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402