

2024 年 5 月 21 日 星期二

## 分析师推荐

【东兴银行】银行行业：政策重在去化商品房库存，有助缓释银行潜在不良压力（20240517）

事件：5 月 17 日，全国切实做好保交房工作视频会议在京召开；同时，央行、国家金融监管总局发布了三条关于个人住房贷款的重要通知。

政策落地有望推动地产风险隐忧缓解，有助于居民按揭需求释放。随着房地产行业政策定调转变，消化存量商品房、解决房企债务风险问题的优先级提升。我们认为：（1）需求端的限购、信贷政策持续放松，有助于推动商品房库存去化、消化房企债务风险，缓解银行房地产贷款资产质量隐忧。（2）从规模来看，有助于提升居民住房贷款需求。（3）从息差角度来看，考虑到政策对银行负债端成本调降的关注和推动，预计息差压力可控。

当前利率中枢下行，板块高股息配置价值突出。我们继续看好稳健国有大行的配置价值。此外，在规模趋势性下行和扩张分化之下，也建议关注个股的成长性溢价机会。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴地产】房地产统计局 1-4 月数据点评：4 月销售降幅扩大，政策力度大幅加强（20240520）

销售：4 月新房销售同比降幅扩大，销售均价进一步下行。2024 年 1-4 月商品房累计销售面积同比增速为-20.2%、前值为-19.4%；累计销售金额同比增速为-28.3%、前值为-27.6%。开发投资：4 月新开工面积同比降幅明显收窄，竣工面积、开发投资维持弱势。2024 年 1-4 月房屋累计新开工面积同比增速为-24.7%，前值为-28.3%。到位资金：4 月房企到位资金降幅有所收窄，自筹资金同比转增。2024 年 1-4 月房地产开发企业累计到位资金同比增速为-24.9%，前值为-26.0%。

我们认为当前的销售依然未见好转，投资持续下行，市场信心的修复需要政策的强力托底。后续，消化存量房产和优化增量住房的政策措施将会形成组合拳，进一步对市场需求形成托底。5 月 17 日午间，中国人民银行、国家金融监管总局连续发布通知：1）首套住房商贷最低首付调整为不低于 15%，二套商贷最低首付调整为不低于 25%；2）取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；3）下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。我们认为，购房门槛和成本的降低，有望提振核心一、二线城市的

## A 股港股市场

| 指数名称   | 收盘价       | 涨跌%   |
|--------|-----------|-------|
| 上证指数   | 3,157.97  | -0.42 |
| 深证成指   | 9,681.66  | -0.71 |
| 创业板    | 1,861.48  | -0.77 |
| 中小板    | 5,963.31  | -0.7  |
| 沪深 300 | 3,676.16  | -0.4  |
| 香港恒生   | 19,220.62 | -2.12 |
| 国企指数   | 6,820.97  | -2.07 |

## A 股新股日历（本周网上发行新股）

| 名称   | 价格    | 行业   | 发行日      |
|------|-------|------|----------|
| 万达轴承 | 20.74 | 机械设备 | 20240521 |
| 汇成真空 | -     | 机械设备 | 20240524 |

\*价格单位为元/股

## A 股新股日历（日内上市新股）

| 名称 | 价格 | 行业 | 上市日 |
|----|----|----|-----|
|----|----|----|-----|

\*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

购房需求。需求的提升将利好重点布局一二线城市的优质房企和中介机构，华润置地、招商蛇口、保利发展、贝壳等有望收益。

(分析师: 陈刚 执业编码: S1480521080001 电话: 010-66554028)

## 重要公司资讯

- 1. 赛诺菲:** 5月21日宣布, 同 FormationBio 和 OpenAI 达成协议, 将合作构建 AI 驱动软件以加速药物开发, 更高效地为患者提供新药。赛诺菲表示, 与 OpenAI 的合作将使其能够访问专有数据, FormationBio 则将提供额外的工程资源。(资料来源: 界面新闻)
- 2. 国鸿氢能:** 5月15日, 湖北国鸿氢能科技有限公司成立, 法定代表人为王寻, 注册资本2000万人民币, 经营范围含新兴能源技术研发、电池制造、电池销售、发电机及发电机组制造、发电机及发电机组销售、输配电及控制设备制造等。股东信息显示, 该公司由国鸿氢能全资持股。(资料来源: 同花顺财经)
- 3. 中科飞测:** 近日, 思凯斯(上海)半导体科技有限公司成立, 注册资本1000万元, 经营范围包含: 软件开发; 机械设备销售; 半导体器件专用设备销售; 机械零件、零部件销售; 软件销售; 智能控制系统集成等。企查查股权穿透显示, 该公司由中科飞测全资持股。(资料来源: 同花顺财经)
- 4. 安徽建工:** 深圳徽建投资发展有限公司成立, 注册资本为1亿元, 经营范围包含: 土石方工程施工; 园林绿化工程施工; 电动汽车充电基础设施运营; 物业管理; 建设工程施工; 电气安装服务; 公路管理与养护等。企查查股权穿透显示, 该公司由安徽建工全资持股。(资料来源: 同花顺财经)
- 5. 正信光电:** 近日, 正信光电与印度前十大 EPC 公司之一的 SOLARWORLD 公司达成合作协议, 共同在印度建立光伏组件生产线。SOLARWORLD 公司联合创始人 Kartik 携工程师团队访问正信光电, 就合资建厂细节进行了深入讨论, 并签署了协议。(资料来源: 同花顺财经)

## 经济要闻

- 1. 工信部:** 工信部数据显示, 电信业务收入稳步增长, 电信业务总量增速保持两位数。1—4月份, 电信业务收入累计完成5924亿元, 同比增长4%。按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长12.5%。(资料来源: 界面新闻)
- 2. 国家统计局:** 2024年4月, 全国城镇不包含在校生的16-24岁劳动力失业率为14.7%, 25-29岁劳动力失业率为7.1%, 30-59岁劳动力失业率为4.0%。(资料来源: 第一财经)
- 3. 商务部:** 2024年1-4月我国电子商务发展情况。1-4月全国网上零售额4.41万亿元, 同比增长11.5%, 其中实物商品网上零售额3.74万亿元, 增长11.1%, 占社会消费品零售总额的比重为23.9%, 跨境电商出口占货物贸易出口比重稳步提高。1-4月商务部重点监测网络服务消费额增长25.1%, 其中在线旅游增长77.6%, 新中式游、县城游、出境游受青睐; 以旧换新政策效应开始显现, 4月份家电和家具网络销售额分别增长9.3%和12.2%, 较上月加快2.3和3.2个百分点。(资料来源: 中国新闻网)
- 4. 发改委:** 国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超表示, 大规模设备更新和消费品以旧换新政策出台以来, 国家发展改革委会同有关部门在制定落实相关行动方案和政策措施方面开展了大量工作。加大中央投资对设备更新和循环利用项目的支持力度, 明确汽车以旧换新补贴政策, 设立

5000 亿元科技创新和技术改造再贷款；同时，推动地方抓紧采取行动，北京等 27 个省市印发落实方案，因地制宜出台制造业贷款贴息、以旧换新补贴、消费券等支持政策。在各方共同努力下，设备更新和消费品以旧换新需求正在持续释放。（资料来源：央广网）

**5. 交易商协会：**统计数据显示，4 月份共发行 1188 只债务融资工具，金额为 10701 亿元；其中，超短期融资券发行 4097 亿元，短期融资券发行 441 亿元，中期票据发行 5071 亿元，定向债务融资工具 700 亿元，资产支持票据发行 382 亿元。（资料来源：界面新闻）

**每日研报****【东兴轻工制造】家居行业年报及一季报总结：内销龙头高股息率，外销拐点已现（20240520）**

**家居板块收入利润双增，23 年分红率提升。**2023 年，家居用品板块营收 2410.5 亿元，同比+0.8%；归母净利润 183.5 亿元，同比+22.8%。收入受益国内消费场景恢复实现增长，其中 23Q1 因收入滞后于销售仍有下滑，Q2-Q4 连续增长；利润端增速较高，各季度均正增长。24Q1 收入利润继续提升，板块营收同比+10.3%，归母净利润同比+8.8%。收入受益于低基数，利润端延续增长。板块毛利率自 23Q1 起保持同比提升，受益于原材料价格回落及产能利用率提升，推动板块盈利能力提升。2023 年板块分红比例提升，稳定 50%以上，利润恢复后分红比例提升有望强化板块投资价值。

**家居内销：**高分红保护投资价值，地产政策起效可期。2023 年家居消费受益消费场景恢复+需求回补，复苏较好。2024 年建材家居卖场销售额 1-4 月累计同比-12.2%，需求有所承压。从地产角度看，24 年以来一、二手房销售均有下滑，竣工数据亦有回落，家居需求短期仍承压。2024 年 5 月地产利好政策批量出台，包括杭州、西安全面取消限购；杭州临安区收购商品房作公租房；央行下调个人住房首付款及贷款利率等等。政策端出现超预期积极变化，我们看好地产销售向好。家居内销企业近期业绩较好，而估值已经普遍到低位，对悲观预期已有反映。低估值下，重点企业股息率平均达到 4%左右。高股息率保证龙头公司的投资价值，行业集中度提升对冲部分需求压力。需求预期已至底部，地产政策推动预期回升可期。我们建议关注：1) 业绩确定性高、股息率水平高的一线龙头公司，包括索菲亚、顾家家居、欧派家居；2) 受益智能马桶品类渗透率提升的瑞尔特，有望逆势增长；3) 核心品类仍有发展空间的二线龙头公司，包括志邦家居、金牌厨柜、喜临门。

**家居外销：**拐点已现，看好业绩持续向好。2022 年下半年以来，家具出口金额持续下滑。2023 年 11 月起，家具出口数据恢复同比增长，24 年 1-4 月家具出口金额累计同比增长 10%；从企业角度看，重点外销企业在 23Q4/24Q1 收入普遍正增长，环比改善明显且增速高于行业。从家得宝和劳氏角度看，库存经过数季度的下降，在 23 财年末已回到 21 财年水平。因此我们认为去库存阶段结束，补库需求恢复常态。美国房屋销售 24Q1 已有环比改善，未来若美国降息实现，房屋回暖持续性可期，进而推动家居销售向好。家居低库存水平下若销售转好，出口订单持续增长值得期待。外销企业估值已回到中枢水平，后续业绩持续性成为关注重点，我们建议关注具备海外产能布局，在出口低谷期成功开拓新业务/客户的优质出口企业。

**风险提示：**海外家居需求不及预期，国内地产销售下滑超预期，原材料价格波动超预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044）

**【东兴银行】银行业：政策重在去化商品房库存，有助缓释银行潜在不良压力（20240520）**

**事件：**5 月 17 日，全国切实做好保交房工作视频会议在京召开；同时，央行、国家金融监管总局发布了三条关于个人住房贷款的重要通知。

**？取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。**各地可根据房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设置下限及下限水平。

**？5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率25BP，5年以下（含5年）和5年以上首套房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%。**

**？首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套最低首付款比例调整为不低于25%。**各地可在此基础上，按因城施策原则自主确定首付比例下限。

点评：

**1、政策目标：**推动商品房库存去化，解决房企债务风险。有助于缓释银行房地产贷款资产质量隐性压力。

在4月底政治局会议定调“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”以来，地产需求端的限购政策进一步放开，各地以旧换新等库存去化政策陆续推出。在本次全国切实做好保交楼工作视频会议上，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰强调“打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作”。政策推出旨在进一步降低居民购房门槛、资金成本，推动商品房库存去化，缓释房企流动性压力、债务风险。有助于缓释银行房地产贷款资产质量隐性压力。

**2、政策效果展望：**有助于刺激成交量，提振居民住房贷款需求。从本次政策力度来看，（1）公积金贷款利率下调25BP：为2022年10月（下调15BP）以来首次下调，调降后5年期以上公积金贷款利率2.85%。本次调整降幅更大。（2）取消全国层面房贷利率下限：放松力度较大，此前全国层面的首套、二套房贷利率下限分别为5Y LPR -20BP和5Y LPR +20BP（上次调整于2023年8月31日）。事实上，在因城施策的框架下，已有许多城市陆续取消了房贷利率下限。我们认为，此次全国层面下限取消，将进一步打开后续一线、核心城市取消房贷利率下限的空间。（3）首付比例下调：分别降低5个百分点。全国首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限由不低于20%、30%下调至不低于15%、25%。进一步降低了居民购房首付门槛。从购房者角度来看，首付门槛、按揭资金成本均有较大幅度下调，政策力度较强。有助于释放居民刚需、刺激成交量，提振住房按揭贷款需求。

**3、预计新发放按揭贷款利率将继续下行；在息差压力加大背景下，LPR短期内调整可能性或不大，仍需进一步观测存款成本改善情况。**我们认为，在当前信贷供需环境下，新发放住房按揭贷款利率将进一步下行，行业息差仍面临下行压力。近期存款自律机制叫停“手工补息”、银行下架部分高成本存款、优化负债结构，旨在降低存款端成本。我们判断，在存款成本压降没有看到明显效果时，出于呵护银行息差、维持银行体系安全性的考虑，LPR短期内调降的概率不高。仍需持续关注负债端成本改善的情况。

**投资建议：**政策落地有望推动地产风险隐忧缓解，有助于居民按揭需求释放。随着房地产行业政策定调转变，消化存量商品房、解决房企债务风险问题的优先级提升。我们认为：（1）需求端的限购、信贷政策持续放松，有助于推动商品房库存去化、消化房企债务风险，缓解银行房地产贷款资产质量隐忧。（2）从规模来看，有助于提升居民住房贷款需求。（3）从息差角度来看，考虑到政策对银行负债端成本调降的关注和推动，预计息差压力可控。

当前利率中枢下行，板块高股息配置价值突出。我们继续看好稳健国有大行的配置价值。此外，在规模趋势性下行和扩张分化之下，也建议关注个股标的成长性溢价机会。

**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度不及预期，资产质量大幅恶化。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

**【东兴房地产：华润万象生活(01209.HK)】华润万象生活 (01209.HK)：手握稀缺重奢资源，商管能力行业领先——（20240520）**

公司是中国领先的住宅物管及商写运营企业，商写运营业务毛利率显著高于住宅物管业务。2023 年营业收入为 147.7 亿元，同比增长 22.9%，2020-2023 年 CAGR 为 29.6%。2023 年住宅物管业务约占总收入的 65%。2023 年主营业务毛利润为 46.9 亿元，同比增长 30.0%，2020-2023 年 CAGR 为 37.0%。2023 年商写运营业务约占整体毛利润的 64%。公司 2023 年毛利率为 31.8%，其中住宅物管业务毛利率为 17.5%，商写运营业务毛利率为 58.4%。

住宅物管：母公司持续提供高质量支持，社区增值服务有明显提升空间

母公司华润置地为公司住宅在管面积的稳健增长提供长期支持。截至 2023 年底，公司住宅物管业务在管面积 3.55 亿平，其中，来自华润置地的在管面积占比为 38.6%。华润置地稳健的销售业绩和丰富优质的土地储备，能为公司在管面积的稳健增长提供长期保障。

母公司华润置地的住宅项目主要位于一二线高能级城市，产品定位偏向于中高端，是公司住宅物管业务收入的重要保障。公司来自华润置地的在管项目物管服务单价远高于第三方项目，这主要是由于华润置地项目布局以一二线高能级城市为主，项目定位偏向中高端，相应的物管收费水平也会比较高。

公司依托华润集团、华润置地优势产业资源，做大做强社区增值服务，不断延展增值服务边界。我们认为华润集团、华润置地在大健康、大消费、装修供应链等领域的优势产业资源和中高端的在管项目，有利于公司充分挖掘客户价值，持续提升社区增值服务的广度和深度。

公司社区增值服务毛利率有较大的提升空间。2023 年公司社区增值服务毛利率为 26.7%，与头部同行相比处于偏低的水平。我们认为公司依托华润集团、华润置地的优势产业资源和中高端的在管项目，社区增值服务的营收和毛利率都有较大的提升潜力。

商写运营：重奢品牌资源与商业运营能力行业领先

华润置地持续强化重点城市布局，为公司实现稳健的内生增长提供了重要支撑。从华润置地的购物中心开业

计划来看，购物中心项目仍然处在密集开业期，预计 2027 年末，在营购物中心将从 2023 年的 76 个增加至 117 个。聚焦核心城市的项目布局，为购物中心的成功运营打下重要基础。

**手握稀缺重奢资源是公司的关键壁垒，因为重奢资源具有难以复制的稀缺性：**1) 重奢购物中心布局具有先发优势。2) 重奢品牌门店数量具有稀缺性。3) 重奢品牌运营能力具有稀缺性。4) 重奢购物中心租金体量大，租金天花板高。

**公司购物中心运营能力行业领先，经营效率持续向好，实现“业主、租户、运营商”三方共赢。**公司 2023 年在营项目中 40 个项目零售额排名当地市场第一，占比约 40%；82 个项目零售额排名当地市场前三，占比约 80%。2023 年在业主租金收入和经营利润率提升的同时，租售比(租金收入/零售额)略微下降，业主、租户、运营商三方实现了互利共赢。

**公司管理的购物中心出租率整体处于行业较高水平，重奢购物中心具有较高的租金坪效。**我们选取了主流商业地产公司作为比较对象，2023 年华润万象在营购物中心平均出租率为 96.1%，整体处于较高水平；其中华润置地旗下购物中心出租率 96.5%，仅次于定位高端的太古的出租率。从租金坪效来看，2023 年华润置地在营购物中心的租金坪效低于定位偏高端的恒隆，优于定位偏中端的龙湖，重奢购物中心较高的租金水平有效提升了公司的租金坪效。

公司盈利预测及投资评级：

**结合绝对估值与相对估值分析，我们认为公司的合理股价区间为 33.0~37.7 港元，较当前 31.9 港元的股价有 3%~18% 的空间。**预计 2024-2026 年归母净利润分别为 34.7/39.2/44.9 亿元，对应每股收益分别为 1.52/1.72/1.97 元，当前股价对应 PE 分别为 19.3/17.1/14.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：经济与市场环境风险、规模扩张风险、并购整合风险、成本上涨风险、业务终止风险、应收账款减值风险、竞争加剧的风险、门店资源流失的风险、盈利预测的风险、估值高估的风险

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。