

业绩增速低于预期 投资机会仍然可期

——房地产行业 2011 年中报综述

分析师：齐艳莉

SAC NO: S1150511010015

2011 年 9 月 7 日

联系人

易华强

010-68784256

yihq@bhqz.com

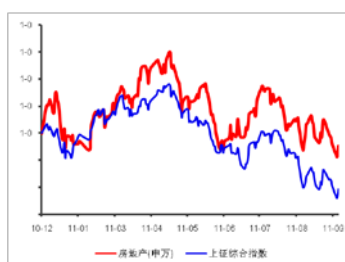
子行业评级

房地产开发	看好
园区开发	看好

重点品种推荐

保利地产	推荐
招商地产	推荐
首开股份	推荐
华侨城	推荐

最近一年行业相对走势



投资要点：

● 房地产板块 2011 年上半年净利润增速低于预期

- 2011 年上半年，房地产板块实现营业总收入 1578.42 亿元，同比增长 8.54%。实现归属于母公司所有者的净利润 233.15 亿元，同比增长 14.19%。利润增速落后于沪深 300 水平，低于预期。
- 营业收入及净利润均保持增长的公司为 59 家，同时也有 34 家公司营业收入和净利润双双下滑。32 家公司净利润同比增速在 50% 以上，50 家公司业绩同比下滑。部分项目较少的公司业绩波动较大，我们更看好具有规模优势，土地储备丰富，业绩能够稳定增长的公司。

● 房地产企业 2011 年业绩锁定情况良好

- 按 11 年中报分析的房地产行业业绩锁定率为 142.9%。从预收账款情况来看，房地产整体业绩锁定情况良好，2011 年业绩将保持平稳增长，我们预计行业整体业绩将保持 15% 以上的增长。
- 业绩锁定率高且当前股价对应 2010 年年报市盈率较低的公司具有较高的安全边际，不管是在房地产行业调控政策、货币政策还是市场风险发生变化的情况下，这些公司业绩增长更明确，相对风险更小。

● 上市公司财务指标并不乐观

- 综合上市房地产企业的各项财务指标，与历史水平进行对比，我们发现房地产企业实际资产负债水平并未明显变化；近年房价的上涨带动了销售毛利率的提升，但未来提高空间有限；行业期间费用率上升，偿债能力下降，流动比率和速动比率已低于 2008 年；房地产企业净现金流出较大，当前货币政策下，面临较大的现金流压力；房地产企业存货增幅较大，未来供应量将上升，若成交量不能放大，将增大房价下调压力。

● 上半年板块表现良好，后期投资机会仍然可期

- 今年以来，房地产板块在各板块中相对收益排名第三，仅次于食品饮料和纺织服装行业。综合今年前 8 个月的房地产板块表现，考虑当前整体市场处于接近底部位置，我们认为后期房地产板块继续跑赢大盘具有相当难度。
- 考虑行业估值水平以及政策环境、后期市场成交量的变化趋势，继续看好房地产板块投资机会，个股推荐为保利地产、招商地产、首开股份和华侨城。

目 录

1 房地产业 2011 年中报业绩情况	4
1.1 房地产板块 2011 年中期业绩低于预期	4
2 个股业绩增速分析	5
2.1 房地产公司 2011 年中报业绩增速情况	5
2.2 房地产公司预收账款情况	8
3 行业财务状况分析	12
3.1 行业资产负债率逐步升高	12
3.2 行业销售毛利率逐步提高	13
3.3 地产企业期间费用小幅提高	13
3.4 地产企业偿债能力下滑	14
3.5 地产企业现金状况	14
3.6 地产企业存货情况	15
4 行业市场表现与估值水平	16
4.1 今年以来地产行业跑赢大盘	16
4.2 地产行业估值溢价处于底部	18
4.3 预计地产行业今年整体业绩增速并不乐观	19
5 行业投资建议	20

图 目 录

图 1: 房地产板块资产负债率	12
图 2: 房地产行业销售毛利率与平均房价	13
图 3: 房地产企业销售、管理与财务费用小幅提高	14
图 4: 房地产企业偿债能力下滑	14
图 5: 现金流入稳步增长	15
图 6: 净现金流量降幅较大	15
图 7: 房地产企业存货逐步升高	16
图 8: 今年以来房地产板块跑赢沪深 300 指数	17
图 9: 今年各月房地产板块收益与沪深 300 指数比较	17
图 10: 今年以来各行业收益排名	18
图 11: 房地产板块估值溢价率处于底部	19
图 12: 房地产板块市净率溢价水平	19
图 13: 近年房地产企业中报业绩锁定率与当年净利润增速对比	20
图 14: 房地产企业前几年中报与年报净利润增长率对比	20

表 目 录

表 1	2011 年中期房地产各板块对比沪深 300 营收和净利润情况.....	4
表 2	2011 年中期房地产各板块对比沪深 300 业绩增幅情况.....	4
表 3	2011 年中报房地产公司营业收入与利润情况.....	5
表 4	房地产公司预收账款情况	9
表 5	房地产板块估值溢价率处于底部	18

1 房地产业 2011 年中报业绩情况

1.1 房地产板块 2011 年中期业绩低于预期

2011 年上半年，房地产板块实现营业总收入 1578.42 亿元，同比增长 8.54%。其中房地产开发板块实现营业总收入 1454.07 亿元，同比增长 8.36%；园区开发板块实现营业总收入 124.36 亿元，同比增长 10.76%。沪深 300 实现营业总收入 7.83 万亿，同比增长 27.74%。

房地产板块实现归属于母公司所有者的净利润 233.15 亿元，同比增长 14.19%。其中房地产开发板块实现归属于母公司所有者的净利润为 214.79 亿元，同比增长 16.81%；园区开发板块实现归属于母公司所有者的净利润为 18.36 亿元，同比下降 9.51%。沪深 300 实现归属于母公司所有者净利润 8644.53 亿元，同比增长 23.12%。

表 1 2011 年中期房地产各板块对比沪深 300 营收和净利润情况

板块名称	2011 年中报		
	营业总收入（亿元）	归属母公司股东净利润（亿元）	净利润率（%）
房地产	1578.42	233.15	14.77
房地产开发	1454.07	214.79	14.77
园区开发	124.36	18.36	14.76
沪深 300	78260.17	8644.54	11.05

资料来源：Wind 渤海证券研究所

我们对房地产行业 2011 年归属于母公司所有者的净利润增长预期在 15%左右，实际房地产板块中期业绩同比增长 14.19%，略低于我们的预期。

表 2 2011 年中期房地产各板块对比沪深 300 业绩增幅情况

板块名称	2011 年中报			
	营业总收入同比（%）	营业利润同比（%）	利润总额同比（%）	归属于母公司股东净利润同比（%）
房地产	8.54	10.67	12.57	14.19
房地产开发	8.36	12.33	14.35	16.81
园区开发	10.76	-6.56	-5.68	-9.51
沪深 300	27.74	25.76	25.40	23.12

资料来源：Wind 渤海证券研究所

2011 年上半年，房地产调控政策继续深化，货币政策从紧，央行多次加息及提高存款准备金率，行业面临前所未有的政策压力，但全国房地产销售额增速仍为 24.06%。房地产上市公司营业收入增速落后于全国房地产销售增速，主要是由于

房地产结算进度的影响，预计今年房地产板块利润增速将超出我们此前 15% 的预期。

2 个股业绩增速分析

2.1 房地产公司 2011 年中报业绩增速情况

在房地产板块整体业绩增长 14.19% 的情况下，房地产开发企业业绩分化比较严重。营业收入及净利润均保持增长的公司为 59 家，同时也有 34 家公司营业收入和净利润双双下滑。32 家公司净利润同比增速在 50% 以上，50 家公司业绩同比下滑。净利润同比大幅增长的公司，均是由于去年的基数较低，由于房地产项目开发的特点，这些公司的业绩稳定性值得关注。从一线房地产公司及多数业绩优异的二线房地产公司来看，均能保持较稳定的业绩增长，说明即使在政策压力巨大的情况下，房地产行业仍能保持平稳发展。

表 3 2011 年中报房地产公司营业收入与利润情况

证券代码	证券简称	2010 年年报				
		营业总收入 (亿元)	收入同比 (%)	归属于母公司所有 者净利润 (亿 元)	利润同比 (%)	净利润率 (%)
600732.SH	上海新梅	0.9323	351.9147	0.5961	99250	63.93865
600503.SH	华丽家族	0.1135	-21.2899	5.5944	8808.28	4928.987
600791.SH	京能置业	6.7426	1649.507	0.5579	7870	8.274256
000711.SZ	天伦置业	0.2938	6.797528	0.1887	3330.909	64.22737
000043.SZ	中航地产	11.003	55.34597	0.4259	1617.339	3.870763
000090.SZ	深天健	19.9849	54.43804	1.4727	827.3929	7.369064
000909.SZ	数源科技	6.9733	92.11781	0.1556	681.9095	2.231368
000609.SZ	绵世股份	0.0632	-7.46706	1.649	373.3065	2609.177
000040.SZ	宝安地产	2.9196	-18.8211	1.1744	271.6456	40.22469
600684.SH	珠江实业	6.2657	287.921	1.0849	251.8975	17.3149
600246.SH	万通地产	7.347	36.91253	0.0717	160.7273	0.975909
000402.SZ	金融街	46.167	133.1973	12.7038	150.2374	27.51706
600239.SH	云南城投	0.9713	-45.3528	0.9136	141.6292	94.05951
601588.SH	北辰实业	24.7008	21.12688	3.2557	137.2613	13.18054
000011.SZ	深物业 A	11.4659	64.40216	2.9969	136.4418	26.1375
000667.SZ	名流置业	6.8307	33.13388	0.5797	132.5311	8.486685
600665.SH	天地源	7.5724	1.312497	1.2593	126.6967	16.63013
000965.SZ	天保基建	7.9471	81.17178	2.0501	120.6781	25.79683
000042.SZ	深长城	8.8084	38.17748	1.6913	108.5193	19.20099
002077.SZ	大港股份	9.0072	-0.20276	0.3065	100.4578	3.402833
600696.SH	多伦股份	0.3338	515.8672	0.1135	93.02721	34.0024

600067.SH	冠城大通	43.2955	56.01926	4.0042	91.26821	9.248536
600657.SH	信达地产	10.4197	-15.4286	1.8043	84.33796	17.31624
600639.SH	浦东金桥	12.8353	209.5155	3.2392	78.37987	25.23665
600823.SH	世茂股份	33.1878	80.64829	4.8091	74.65408	14.49057
600048.SH	保利地产	151.9104	35.09451	27.9461	71.73715	18.39644
000616.SZ	亿城股份	7.1356	-30.6078	1.0297	59.84166	14.43046
600240.SH	华业地产	9.2796	-0.70834	1.6157	59.6226	17.41131
600658.SH	电子城	5.3068	21.56782	2.0303	57.3754	38.25846
002146.SZ	荣盛发展	39.8781	39.52856	6.1337	53.09754	15.38112
000931.SZ	中关村	12.2087	22.27041	0.0118	51.28205	0.096652
000517.SZ	荣安地产	6.6259	53.0337	1.102	50.73177	16.6317
000638.SZ	万方地产	0.628	-61.8191	0.0875	49.31741	13.93312
000031.SZ	中粮地产	16.0742	259.1679	1.0928	48.31705	6.798472
600185.SH	格力地产	6.4794	18.04121	1.5149	45.38388	23.38025
000573.SZ	粤宏远 A	3.4787	27.39224	0.2153	41.08781	6.189094
000024.SZ	招商地产	80.9149	15.90483	14.6859	39.84174	18.14981
000540.SZ	中天城投	10.1684	7.741211	2.5793	38.97091	25.36584
600638.SH	新黄浦	1.0461	-53.5397	1.2688	38.86396	121.2886
600748.SH	上实发展	17.3602	1.925166	2.2772	38.3139	13.11736
000006.SZ	深振业 A	10.6871	37.13365	1.3086	32.27535	12.24467
000036.SZ	华联控股	3.1693	52.22382	0.5188	31.67513	16.36955
600322.SH	天房发展	15.111	138.3702	1.3133	31.12021	8.69102
600208.SH	新潮中宝	25.7176	10.57719	4.0001	29.73858	15.55394
600872.SH	中炬高新	8.4718	48.5551	0.606	28.49873	7.153143
600052.SH	浙江广厦	2.7973	-76.0101	2.0273	22.05298	72.47346
000961.SZ	中南建设	48.7107	22.35334	4.1297	21.90277	8.478014
600736.SH	苏州高新	14.8751	-7.14901	1.0642	21.44243	7.154238
600266.SH	北京城建	22.426	402.7011	4.3768	20.42703	19.51663
000718.SZ	苏宁环球	14.6713	-14.2881	3.3999	17.9497	23.17382
600649.SH	城投控股	7.6502	-59.9453	5.5142	17.92053	72.07916
600082.SH	海泰发展	3.9082	-18.3956	0.3565	16.46521	9.121846
600614.SH	鼎立股份	5.0293	9.690294	0.2613	12.77514	5.195554
000009.SZ	中国宝安	18.177	11.79517	2.1662	11.81541	11.91726
000558.SZ	莱茵置业	5.664	-29.5601	0.4522	11.76471	7.983757
600606.SH	金丰投资	2.5629	-59.8014	0.9323	10.84294	36.37676
600064.SH	南京高科	8.3208	-46.1245	1.8844	8.874509	22.64686
002285.SZ	世联地产	7.898	45.48603	1.4713	7.073721	18.62877
600773.SH	西藏城投	4.4992	-38.5523	1.0279	6.883644	22.84628
600325.SH	华发股份	31.6147	39.17126	2.9037	6.288664	9.184651
000002.SZ	万科 A	199.8884	19.22013	29.7785	5.879111	14.89756
600743.SH	华远地产	11.2468	64.66041	1.8121	5.667969	16.11214
600463.SH	空港股份	3.5595	-26.7653	0.4048	4.572462	11.37238
600173.SH	卧龙地产	5.4956	7.143414	0.9366	4.333296	17.04273

000631.SZ	顺发恒业	8.5761	80.93038	1.9047	2.917815	22.2094
000797.SZ	中国武夷	5.3702	-37.3847	0.328	2.117061	6.10778
002305.SZ	南国置业	0.6061	-8.41644	0.0644	1.417323	10.62531
000671.SZ	阳光城	12.7676	22.5227	0.8958	1.186039	7.016197
000029.SZ	深深房A	5.5392	6.763294	0.643	0.249454	11.60817
000005.SZ	世纪星源	0.2911	28.57774	0.2712	—	93.16386
000502.SZ	绿景控股	0.4837	60.858	-0.1046	—	-21.625
000534.SZ	万泽股份	0.8801	-29.9897	-0.1452	—	-16.4981
000546.SZ	光华控股	1.5968	271.7811	0.1036	—	6.487976
000628.SZ	高新发展	6.2034	35.30656	-0.0613	—	-0.98817
000836.SZ	鑫茂科技	5.6119	53.17575	-0.4898	—	-8.72788
000838.SZ	国兴地产	0.0077	#DIV/0!	-0.0537	—	-697.403
000975.SZ	科学城	1.2026	4.948076	0.0978	—	8.13238
000979.SZ	中弘股份	6.678	651.5192	1.7869	—	26.75801
002059.SZ	云南旅游	1.0577	6.622984	0.0687	—	6.495225
600053.SH	中江地产	0.3401	-68.2357	0.0159	—	4.675096
600193.SH	创兴资源	0.9434	#VALUE!	0.0535	—	5.670977
600215.SH	长春经开	0.133	-88.1303	-0.1776	—	-133.534
600490.SH	ST合臣	1.4927	-63.4357	-0.0756	—	-5.06465
600576.SH	万好万家	0.4439	-83.3039	-0.1502	—	-33.8364
600615.SH	丰华股份	0.6411	725.0965	-0.0836	—	-13.0401
600634.SH	*ST海鸟	0.0221	-67.1131	-0.0264	—	-119.457
600687.SH	刚泰控股	2.5732	742.2913	0.3881	—	15.08239
600716.SH	凤凰股份	0.1441	1008.462	-0.1942	—	-134.768
600734.SH	实达集团	3.4763	23.14205	-0.1988	—	-5.71872
600767.SH	运盛实业	0.8367	671.8635	-0.0385	—	-4.60141
600777.SH	新潮实业	2.9169	63.95368	0.0452	—	1.54959
600890.SH	ST中房	0.0332	-57.7608	-0.1494	—	-450
000506.SZ	中润投资	5.6975	72.4947	0.8612	-0.05802	15.1154
000736.SZ	重庆实业	0.3567	-76.1867	0.0736	-2.51656	20.63359
600159.SH	大龙地产	2.0847	-69.1279	0.2294	-6.86155	11.00398
600663.SH	陆家嘴	26.5963	41.36065	8.9192	-9.46445	33.53549
000926.SZ	福星股份	22.1452	-4.42626	2.2497	-16.4488	10.15886
000069.SZ	华侨城A	58.6928	-7.89949	10.9095	-19.2284	18.58746
600175.SH	美都控股	13.7508	-6.51756	0.6294	-27.3042	4.577188
000656.SZ	金科股份	0.0045	12.5	0.1119	-27.3848	2486.667
002208.SZ	合肥城建	4.4153	-3.58554	0.6983	-30.5796	15.81546
000537.SZ	广宇发展	2.8364	-75.5584	0.6693	-31.8362	23.59681
600533.SH	栖霞建设	10.9857	-51.3528	1.3559	-35.7332	12.34241
600648.SH	外高桥	39.2703	9.609378	1.3785	-36.2691	3.510286
600223.SH	鲁商置业	3.3971	-28.1979	0.2629	-37.3899	7.738954
000511.SZ	银基发展	1.7162	-21.3185	0.1274	-37.9142	7.423377
002016.SZ	世荣兆业	1.8883	150.8036	0.0789	-37.9229	4.178361

600641.SH	万业企业	5.2693	-5.21648	0.8357	-38.3793	15.85979
002244.SZ	滨江集团	8.5527	-2.43883	1.4977	-40.1614	17.51143
000514.SZ	渝开发	1.7641	-50.6159	0.2965	-45.6761	16.80744
002133.SZ	广宇集团	7.4335	34.50404	0.5544	-45.679	7.458129
600393.SH	东华实业	3.8485	12.38137	0.1484	-45.9381	3.856048
600807.SH	天业股份	2.6076	-13.7356	0.364	-45.97	13.9592
600007.SH	中国国贸	7.5239	77.52165	0.6199	-48.8151	8.239078
600158.SH	中体产业	5.5952	51.21345	0.2907	-55.5028	5.195525
000150.SZ	宜华地产	0.2346	-32.2944	0.0209	-57.6065	8.908781
600383.SH	金地集团	51.5973	-40.997	4.783	-61.046	9.269865
600376.SH	首开股份	15.4662	-54.8501	3.0742	-64.9128	19.87689
600675.SH	中华企业	8.1435	-20.3959	0.2608	-70.2283	3.202554
600679.SH	金山开发	5.199	6.151867	0.0044	-80.2691	0.084632
600136.SH	道博股份	0.0904	-38.7949	0.0121	-83.0769	13.38496
000567.SZ	海德股份	0.0992	-81.7815	0.0209	-87.6404	21.06855
600895.SH	张江高科	5.1462	-40.5015	0.2057	-93.2351	3.997124
000014.SZ	沙河股份	1.7728	-56.2336	0.0387	-94.0799	2.182987
000918.SZ	嘉凯城	27.671	-21.8201	0.0729	-98.392	0.263453
000608.SZ	阳光股份	2.9791	-88.3522	0.0547	-98.7497	1.836125
600745.SH	中茵股份	0.8216	-67.6319	-0.038	-104.298	-4.62512
000505.SZ	ST珠江	1.4429	-73.4781	-0.1504	-129.542	-10.4235
000046.SZ	泛海建设	3.8496	-51.8878	-0.3373	-140.536	-8.76195
000803.SZ	金宇车城	0.3694	14.47165	-0.0097	-175.781	-2.62588
600753.SH	东方银星	0	-100	-0.0136	-232.039	—
000897.SZ	津滨发展	6.9601	-43.1081	-0.7286	-307.047	-10.4682
600603.SH	ST兴业	—	—	-0.1053	-308.103	—
000809.SZ	中汇医药	0.7999	14.43491	-0.0288	-413.043	-3.60045
600766.SH	ST园城	0.279	-62.4748	-0.076	-544.444	-27.2401
600225.SH	天津松江	1.3733	-54.696	-0.7227	-5050	-52.6251

资料来源: Wind 渤海证券研究所

由于房地产公司项目开发的特点,部分项目较少的公司业绩波动较大,从价值投资的角度,我们更看好具有规模优势,土地储备丰富,业绩能够稳定增长的公司。

2.2 房地产公司预收账款情况

由于当前房地产销售多数为期房销售,预收账款可以较充分体现房地产公司已实现销售但尚未结算的业绩情况,我们对各公司的预收账款情况进行统计,分析时用“(中报营业收入+预收账款)/上年营业收入”表示今年的业绩锁定情况。

整体来看,按11年中报分析的房地产行业业绩锁定率为142.9%。从预收账款情况来看,房地产整体业绩锁定情况良好,2011年业绩将保持平稳增长。

表 4 房地产公司预收账款情况

证券代码	证券简称	10 年营业总收入 (亿元)	11 年中报业绩锁定率 (%)	当前股价对应 10 年报市盈率
000502.SZ	绿景控股	0.712	848.16	—
600687.SH	刚泰控股	1.2653	539.32	866.08
000838.SZ	国兴地产	0.0111	500.90	—
600767.SH	运盛实业	0.6081	459.64	—
000546.SZ	光华控股	0.7946	356.37	855.94
000631.SZ	顺发恒业	18.8534	343.91	14.80
600322.SH	天房发展	19.8623	303.81	21.07
600503.SH	华丽家族	4.5752	303.72	24.12
600773.SH	西藏城投	8.6465	281.91	94.73
002244.SZ	滨江集团	62.1808	279.84	12.93
000002.SZ	万科 A	507.1385	250.55	12.23
600777.SH	新潮实业	5.6397	248.49	—
600791.SH	京能置业	10.6419	237.03	19.49
600048.SH	保利地产	358.9412	233.97	12.89
000506.SZ	中润投资	11.9661	213.32	33.64
600743.SH	华远地产	17.7891	212.27	13.18
000402.SZ	金融街	81.1029	208.38	11.40
600745.SH	中茵股份	6.431	207.94	25.67
600185.SH	格力地产	11.5748	206.35	28.70
600225.SH	天津松江	17.7469	202.83	22.79
600053.SH	中江地产	2.6599	201.13	561.43
600665.SH	天地源	20.4993	191.27	19.26
002146.SZ	荣盛发展	65.2718	179.86	15.42
000031.SZ	中粮地产	21.1357	176.61	21.15
600266.SH	北京城建	46.462	173.30	9.93
600376.SH	首开股份	77.6549	167.43	12.64
600732.SH	上海新梅	0.6139	161.02	182.10
000540.SZ	中天城投	33.2783	159.64	23.19
000718.SZ	苏宁环球	34.7349	157.90	21.63
600383.SH	金地集团	195.9253	156.46	10.03
002208.SZ	合肥城建	8.4769	156.23	17.49
600748.SH	上实发展	33.6282	152.53	24.69
600716.SH	凤凰股份	11.0999	150.43	24.18
600223.SH	鲁商置业	30.184	150.08	17.52
000909.SZ	数源科技	8.2362	148.23	84.97
000024.SZ	招商地产	137.8243	145.40	15.87
000517.SZ	荣安地产	12.4994	142.20	32.28
000961.SZ	中南建设	91.3751	141.59	15.17
002133.SZ	广宇集团	21.557	141.24	11.29
600766.SH	ST 园城	0.8389	140.64	—

600325.SH	华发股份	58.7511	140.51	11.01
000042.SZ	深长城	14.4734	139.28	14.81
000040.SZ	宝安地产	7.7721	137.63	24.21
600696.SH	多伦股份	0.5805	134.07	675.40
600675.SH	中华企业	30.3027	133.40	11.38
600246.SH	万通地产	35.684	131.46	12.47
600823.SH	世茂股份	45.694	128.50	19.29
600663.SH	陆家嘴	27.5355	121.74	19.09
000573.SZ	粤宏远 A	5.2866	120.06	70.11
600158.SH	中体产业	13.666	118.96	62.89
000011.SZ	深物业 A	9.9318	118.34	31.57
600649.SH	城投控股	38.9794	114.54	19.30
600807.SH	天业股份	7.0318	112.38	35.80
000006.SZ	深振业 A	23.3873	112.19	10.99
000537.SZ	广宇发展	15.3001	112.18	30.13
600052.SH	浙江广厦	22.3704	101.68	28.19
000965.SZ	天保基建	12.0802	101.09	20.24
000656.SZ	金科股份	0.0066	100.00	670.39
600684.SH	珠江实业	6.5271	99.53	20.40
000736.SZ	重庆实业	4.3159	99.02	24.31
600639.SH	浦东金桥	14.8342	96.08	15.59
600193.SH	创兴资源	0.9968	95.48	33.70
600657.SH	信达地产	41.335	94.94	20.80
000511.SZ	银基发展	4.279	91.68	124.29
600067.SH	冠城大通	84.2288	91.60	11.29
600615.SH	丰华股份	2.8129	90.29	66.81
000029.SZ	深深房 A	10.2106	89.70	56.34
000671.SZ	阳光城	32.0168	89.14	7.17
000046.SZ	泛海建设	16.2514	87.98	147.65
601588.SH	北辰实业	55.6413	85.79	51.57
600240.SH	华业地产	22.4941	85.45	26.85
002016.SZ	世荣兆业	7.1943	83.35	37.36
600658.SH	电子城	13.0847	81.46	14.92
600872.SH	中炬高新	12.7792	80.81	47.75
002059.SZ	云南旅游	2.6565	79.92	—
600393.SH	东华实业	11.0816	77.98	28.65
600007.SH	中国国贸	10.3594	77.14	76.39
000926.SZ	福星股份	56.2551	74.31	13.63
000667.SZ	名流置业	19.5511	73.88	34.46
000090.SZ	深天健	35.4645	73.87	41.68
000009.SZ	中国宝安	32.1678	73.77	62.57
600175.SH	美都控股	28.2753	73.21	31.17
600614.SH	鼎立股份	7.7614	71.96	108.00

000836.SZ	鑫茂科技	8.6294	71.81	248.76
000931.SZ	中关村	25.9906	70.12	418.00
600239.SH	云南城投	3.2745	69.56	22.27
600064.SH	南京高科	26.8149	68.47	18.93
600208.SH	新湖中宝	81.4004	68.08	18.71
600533.SH	栖霞建设	31.4131	67.24	16.80
000534.SZ	万泽股份	3.1094	66.95	154.56
000043.SZ	中航地产	39.1935	65.07	9.94
002285.SZ	世联地产	12.72	63.25	26.10
600895.SH	张江高科	13.619	63.04	29.19
000069.SZ	华侨城 A	173.1767	62.21	13.40
600679.SH	金山开发	9.0672	61.83	427.32
000803.SZ	金宇车城	0.7028	60.97	—
000558.SZ	莱茵置业	18.2379	59.61	25.16
600734.SH	实达集团	13.6476	58.01	80.78
600736.SH	苏州高新	48.4466	56.34	18.52
000809.SZ	中汇医药	1.4921	56.02	920.72
000628.SZ	高新发展	12.1453	55.63	152.24
000975.SZ	科学城	2.3153	55.34	—
000616.SZ	亿城股份	30.7444	55.32	8.61
600890.SH	ST 中房	0.1101	55.13	—
600215.SH	长春经开	3.4784	54.74	29.04
600641.SH	万业企业	14.4994	53.25	23.31
000797.SZ	中国武夷	18.8287	52.96	27.79
000918.SZ	嘉凯城	91.7796	51.33	9.51
000036.SZ	华联控股	11.1539	50.97	16.31
002077.SZ	大港股份	19.7551	50.59	42.69
600648.SH	外高桥	88.8118	50.25	18.91
000150.SZ	宜华地产	0.7892	49.32	160.74
600082.SH	海泰发展	8.4269	49.31	51.33
600463.SH	空港股份	8.5975	48.49	27.39
000711.SZ	天伦置业	0.6408	47.86	152.26
600173.SH	卧龙地产	21.988	41.72	12.99
000005.SZ	世纪星源	1.3723	40.09	721.96
000514.SZ	渝开发	7.8214	39.09	33.74
002305.SZ	南国置业	6.6163	39.08	26.24
600606.SH	金丰投资	13.5978	34.42	13.89
000014.SZ	沙河股份	7.352	34.05	19.43
000979.SZ	中弘股份	36.6139	30.03	8.67
600159.SH	大龙地产	8.2447	30.01	118.81
000897.SZ	津滨发展	34.4768	28.39	63.82
600638.SH	新黄浦	5.2708	26.31	27.18
000638.SZ	万方地产	2.9494	25.36	27.58

000505.SZ	ST 珠江	6.8607	24.29	74.48
000608.SZ	阳光股份	30.4235	19.58	7.54
600490.SH	ST 合臣	8.1089	19.36	327.50
000567.SZ	海德股份	0.8428	15.52	40.85
600576.SH	万好万家	3.3088	13.49	—
000609.SZ	绵世股份	0.9492	6.68	39.76
600753.SH	东方银星	0.0985	0.10	1100.06
600136.SH	道博股份	0.3241	—	100.38
600603.SH	ST 兴业	—	—	—
600634.SH	*ST 海鸟	0.1456	—	—
	行业整体	3922.22	142.90	18.52

资料来源: Wind 渤海证券研究所

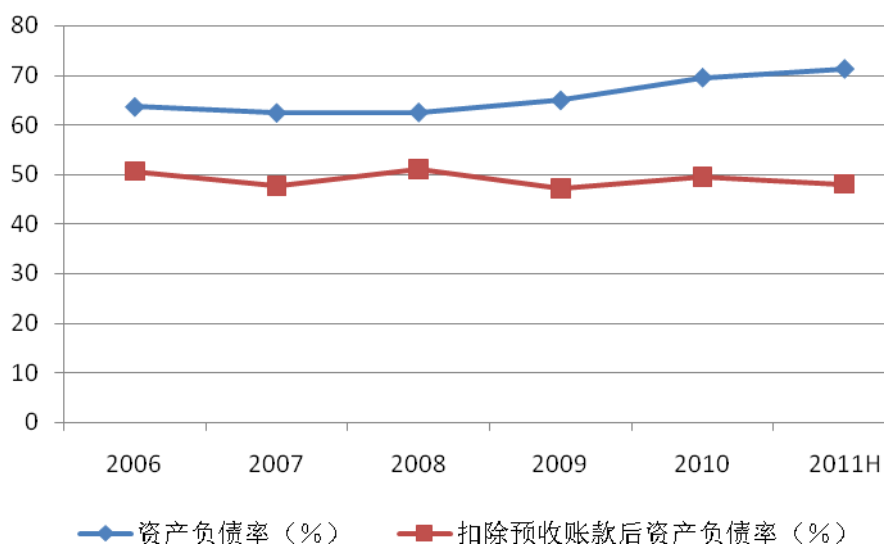
从估值安全角度来看,我们认为业绩锁定率高且当前股价对应 2010 年年报市盈率较低的公司具有较高的安全边际,不管是在房地产行业调控政策、货币政策还是市场风险发生变化的情况下,这些公司业绩增长更明确,相对风险更小。

3 行业财务状况分析

3.1 行业资产负债率逐步升高

从行业资产负债水平来看,资产负债率从 2006 年的 63.64% 上升到今年中报的 71.28%,但从扣除预收账款的资产负债率来看,今年中报为 48.04%,与历史平均水平相当,仍在正常范围之内,表明行业资产负债水平并未发生恶化。

图 1: 房地产板块资产负债率

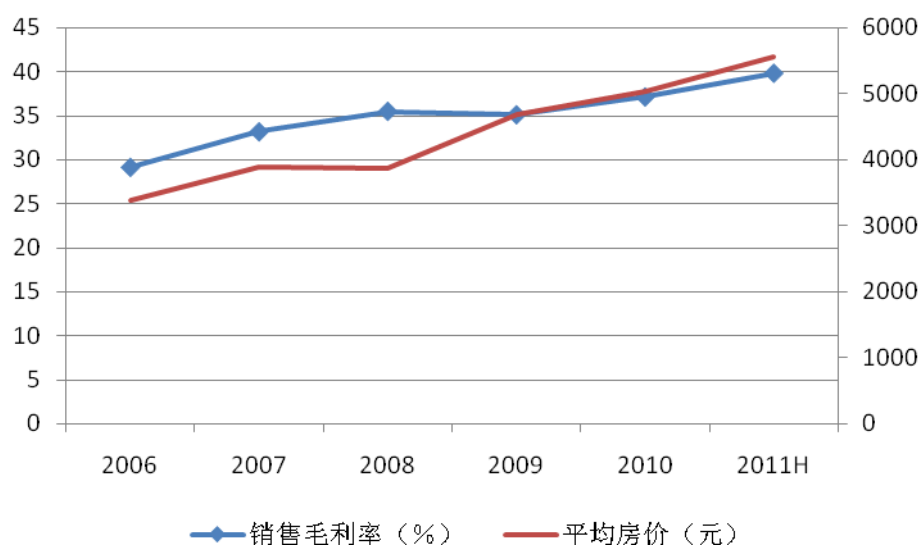


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.2 行业销售毛利率逐步提高

随着平均房价的逐步上升，房地产行业销售毛利率逐年提高，从 2006 年的 29.1% 提高到今年中报的 39.8%。今后随着房地产调控措施的逐步落实，房价涨幅将趋缓，另一方面，随着前几年低价土地逐步开发完毕，后期结算的将主要是近两年获取的高价土地，未来行业销售毛利率可能下降。

图 2: 房地产行业销售毛利率与平均房价

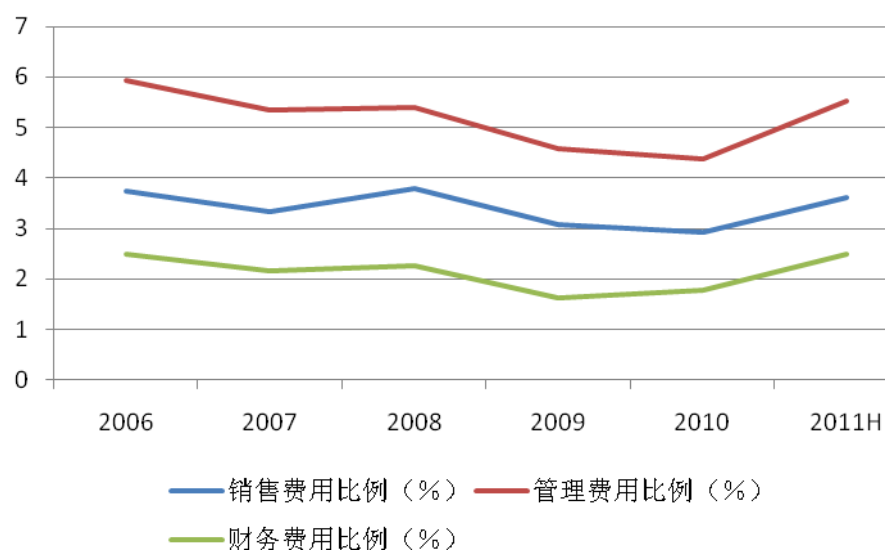


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.3 地产企业期间费用小幅提高

2011 年上半年，房地产企业销售、管理与财务费用合计占营业收入的比例为 11.62%，高于 2009 年的 9.28% 和 2010 年的 9.07%。利率的提高造成了财务费用的上涨，另一方面，人工、物价上涨导致管理费用提升，同时，在今年各项房地产调控综合措施作用下，销售难度加大，销售费用率提高。

图 3: 房地产企业销售、管理与财务费用小幅提高

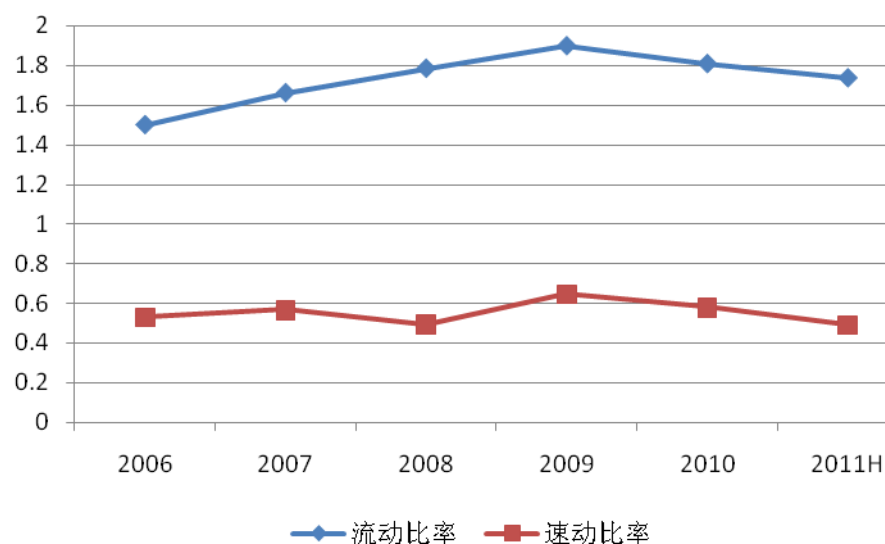


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.4 地产企业偿债能力下滑

2011 年上半年, 房地产企业偿债能力下滑, 流动比率与速动比率分别为 1.73 和 0.49, 已低于 2008 年水平, 表明房地产上市公司具有较大偿债压力, 在融资渠道匮乏的情况下, 若未来房地产销售持续萎缩, 地产企业将面临较大偿债风险。

图 4: 房地产企业偿债能力下滑

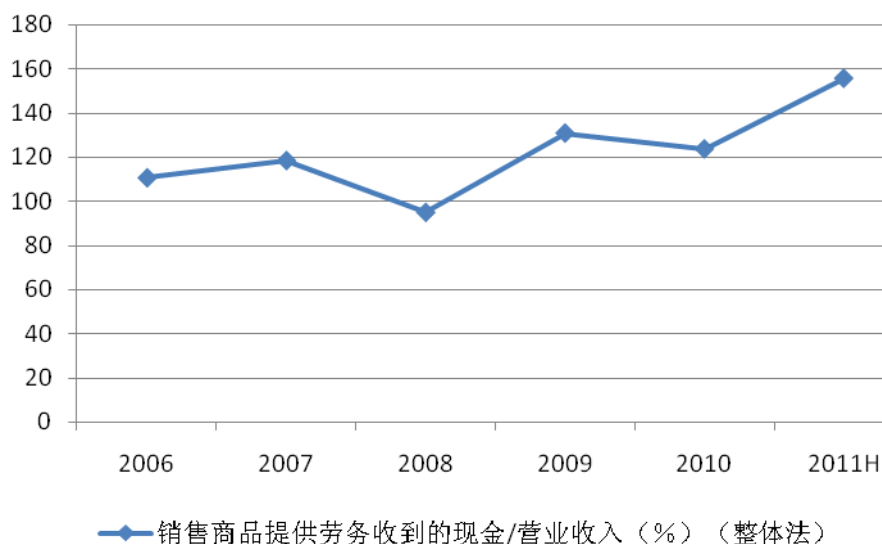


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.5 地产企业现金状况

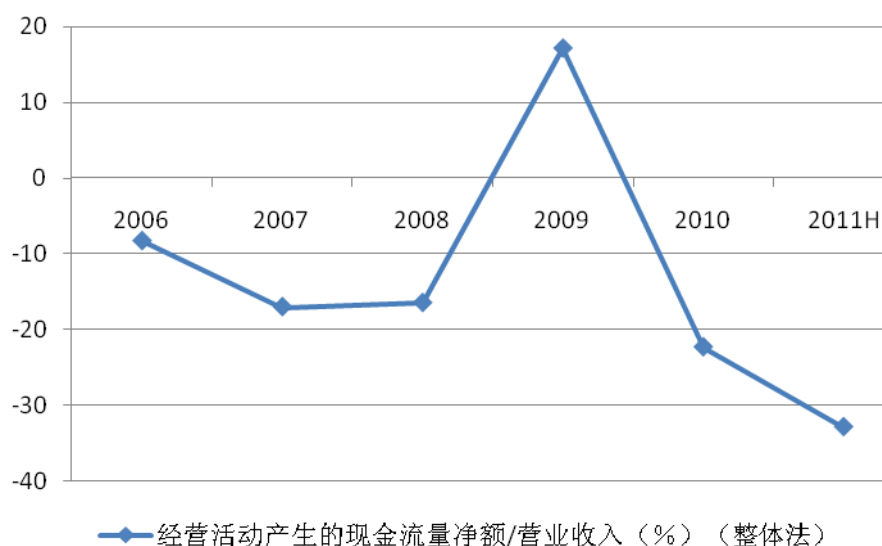
2011 年上半年，按照销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的对比情况来看，现金收入状况较好，表明总体来看，上半年房地产公司销售情况良好。但从净现金流量情况来看，净额大幅下降，表明房地产项目施工及拿地并未明显放缓，多数房地产公司因此面临较大的现金流压力。

图 5：现金流入稳步增长



资料来源：wind 渤海证券研究所

图 6：净现金流量降幅较大



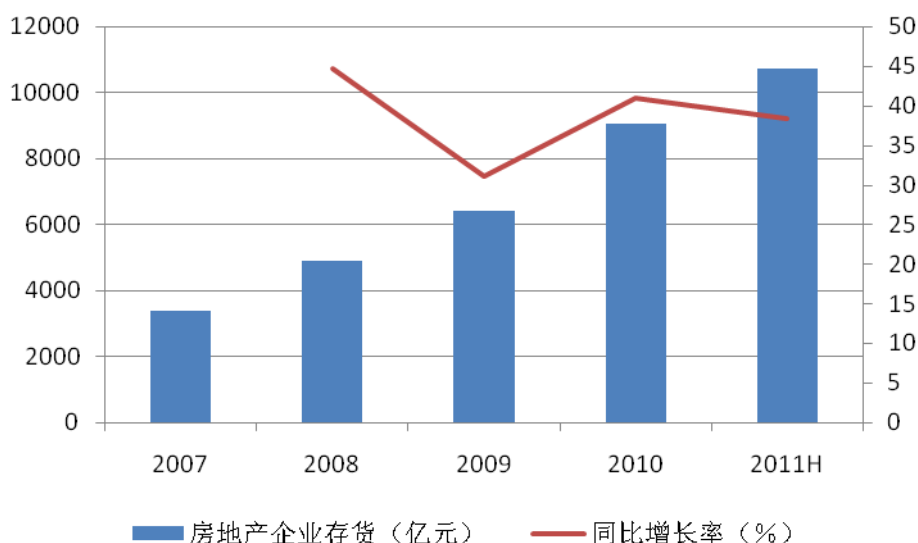
资料来源：wind 渤海证券研究所

3.6 地产企业存货情况

2011 年上半年，房地产企业存货总量为 10711 亿元，同比增长 38.3%。存货量的大幅增长，表明未来有大量的房屋推向市场，在成交量增幅减缓的情况下，未来房

企去库存难度增大。

图 7：房地产企业存货逐步升高



资料来源：wind 渤海证券研究所

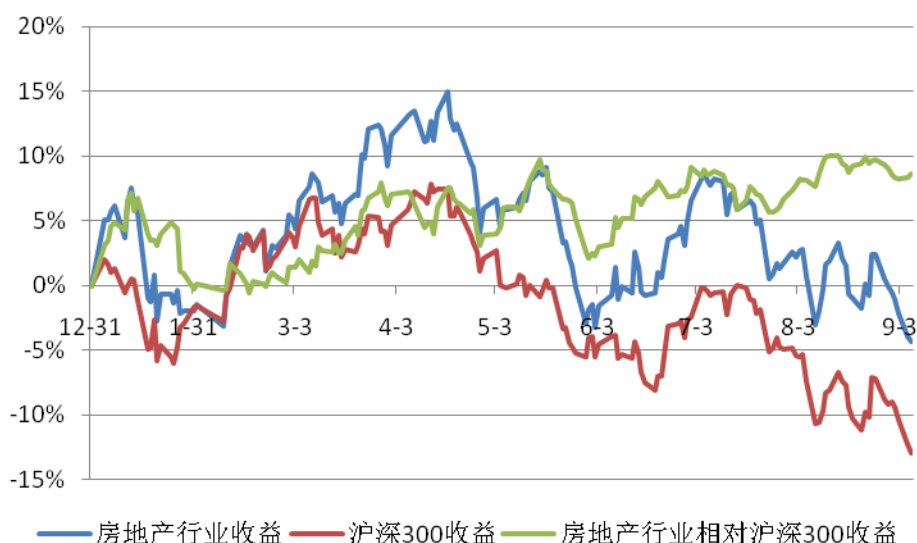
综合上市房地产企业的各项财务指标，与历史水平进行对比，我们发现房地产企业实际资产负债水平并未明显变化；近年房价的上涨带动了销售毛利率的提升，但未来提高空间有限；行业期间费用率上升，偿债能力下降，流动比率和速动比率已低于 2008 年；房地产企业净现金流出较大，当前货币政策下，面临较大的现金流压力；房地产企业存货增幅较大，未来供应量将上升，若成交量不能放大，将增大房价下调压力。

4 行业市场表现与估值水平

4.1 今年以来地产行业跑赢大盘

截至 2011 年 9 月 6 日，今年房地产板块累计下跌 4.33%，沪深 300 指数累计下跌 12.95%，房地产跑赢沪深 300 指数 8.62 个百分点。

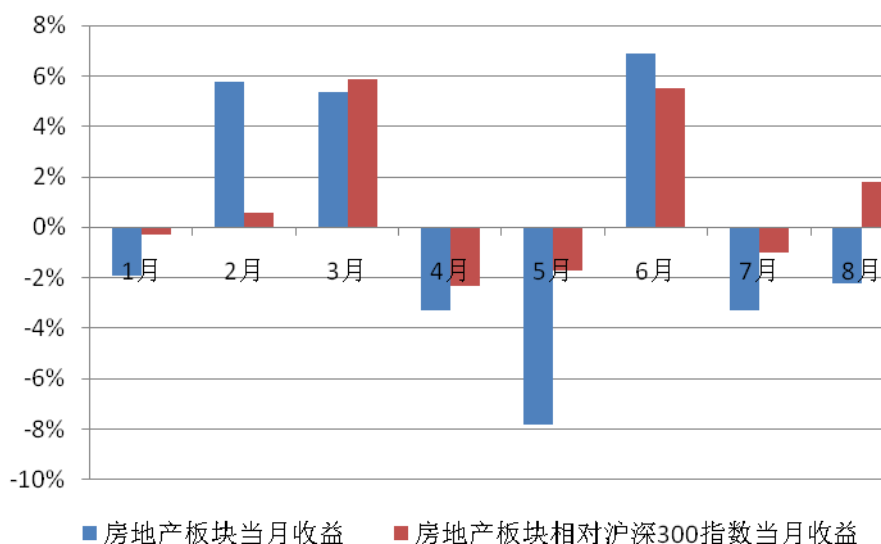
图 8: 今年以来房地产板块跑赢沪深 300 指数



资料来源: wind 渤海证券研究所

今年 1-8 月, 房地产板块累计跑赢沪深 300 指数 8.47 个百分点。分月份来看, 2 月、3 月、6 月和 8 月房地产板块指数相对沪深 300 指数取得正收益, 其它月份房地产板块收益为负。

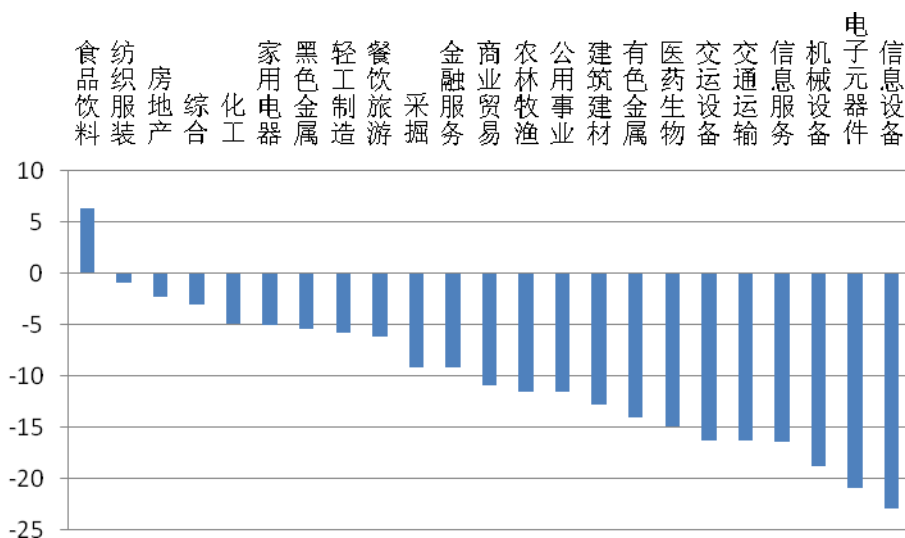
图 9: 今年各月房地产板块收益与沪深 300 指数比较



资料来源: wind 渤海证券研究所

今年以来, 房地产板块在各板块中相对收益排名第三, 仅次于食品饮料和纺织服装行业。自去年房地产行业调控以来, 市场对房地产行业预期悲观, 行业长期保持低估值, 然而从去年房地产行业年报和今年中报情况来看, 上市公司业绩仍保持稳定增速, 超出市场预期, 这也是调整市中房地产跑赢大盘的重要原因。

图 10: 今年以来各行业收益排名



资料来源: wind 渤海证券研究所

综合今年前 8 个月的房地产板块表现, 考虑当前整体市场处于接近底部位置, 我们认为后期房地产板块继续跑赢大盘具有相当难度。

4.2 地产行业估值溢价处于底部

从 wind 统计的分析师预测来看, 当前股价对应的 2011 年市盈率为 11.79 倍, 对应的 2012 年市盈率为 9.09 倍, 综合历史估值水平来看, 房地产板块估值处于底部。

表 5 房地产板块估值溢价率处于底部

板块名称	PE			PE 溢价率 (%)			PB	PB 溢价率 (%)
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2011Q2	2011Q1
房地产	18.52	11.79	9.09	41.81	2.08	4.0	2.32	18.37
房地产开发	18.26	11.57	8.89	39.82	0.17	1.72	2.34	19.39
园区开发	21.86	15.84	12.76	67.38	37.14	46.00	2.12	8.16
沪深 300	13.06	11.55	8.74				1.96	

资料来源: Wind 渤海证券研究所

截止 9 月 6 日, 房地产板块整体估值溢价率为 41.81%, 其中房地产开发板块估值溢价率为 39.82%, 园区开发板块估值溢价率为 67.38%。2006 年至今, 历史平均房地产板块估值溢价率为 114.29%, 当前房地产板块整体估值溢价水平处于底部, 房地产板块安全边际较高。

图 11: 房地产板块估值溢价率处于底部



资料来源: wind 渤海证券研究所

根据 2011 年中报数据分析, 当前股价对应的房地产板块整体市净率为 2.39, 相对沪深 300 的市净率溢价为 15.46%。

图 12: 房地产板块市净率溢价水平

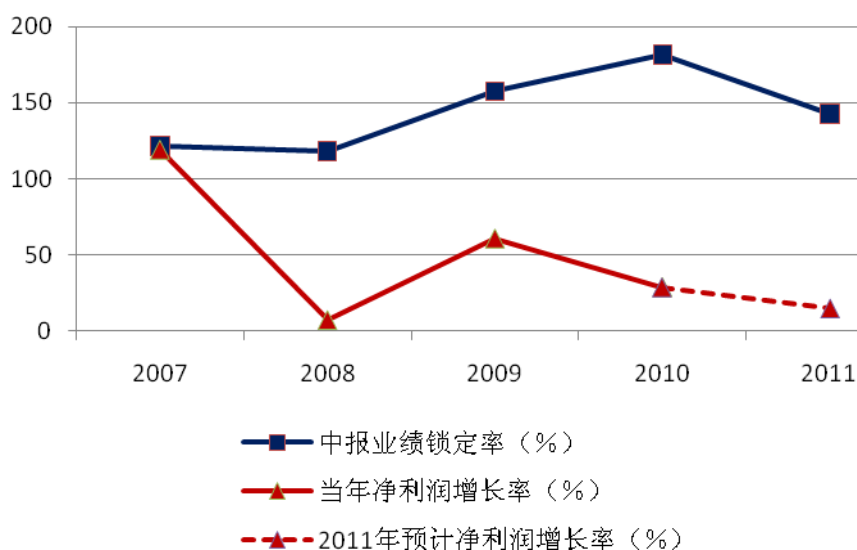


资料来源: wind 渤海证券研究所

4.3 预计地产行业今年整体业绩增速并不乐观

从行业预收账款与中报营业收入的历史水平来看, 今年的业绩锁定率为 142.9%, 低于 2009 年的 157.8% 和 2010 年的 181.9%, 结合行业销售毛利率综合判断, 我们预计行业今年整体业绩增速为 15% 左右。

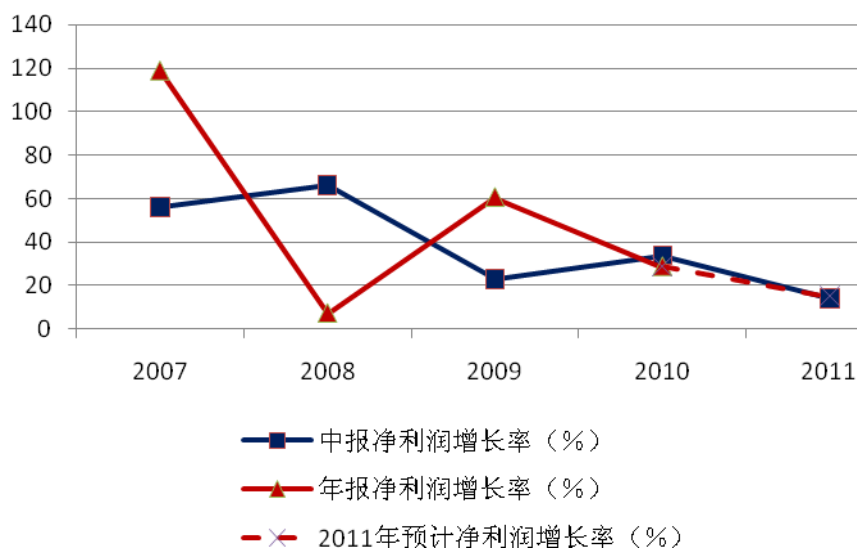
图 13: 近年房地产企业中报业绩锁定率与当年净利润增速对比



资料来源: wind 渤海证券研究所

从近几年房地产中报业绩增速与年报业绩增速对比来看,今年中报净利润仅增长14.19%,大幅低于前几年的中期净利润增速,从中期业绩来看,今年房地产企业利润增长不容乐观。

图 14: 房地产企业前几年中报与年报净利润增长率对比



资料来源: wind 渤海证券研究所

5 行业投资建议

截至9月7日,房地产板块对应去年年报的市盈率为18.82倍,TTM市盈率为17.87倍,相对历史估值水平,仍然维持在底部位置。虽然综合今年以来房地产板块相对收益情况以及市场整体估值,我们认为后期房地产板块跑赢大盘有相当

难度，但基于当前估值已较悲观反映行业基本面，继续维持对房地产行业“看好”评级。

当前一线地产股对应 2011 年市盈率为 9 倍左右，考虑地产行业整体业绩增速，我们认为 12~15 倍市盈率为合理估值，后市仍有较大上涨空间。

政策环境以及市场成交量的变化依然是制约房地产板块行情的主导因素，进入 9、10 月，房地产板块投资机会逐步明朗，主要基于以下几点：

(1) 通胀水平见顶后有望逐步回落，虽然货币政策从紧的基调仍未改变，但政策超出预期的可能减小。受国际金融形势及国内经济可能下滑影响，再次加息及提高存准率的可能越来越小。

(2) 一线城市限购已持续半年多时间，二三线城市限购逐步展开，近期市场成交维持低水平，部分城市房价涨幅初步得到控制，虽然政策不可能放松，但只要无更严厉政策出台，房地产行业就能得到喘息之机。

(3) 9、10 月份作为房地产市场的传统旺季，在前期销售不畅的情况下，部分企业会加大降价促销力度，市场成交量仍有望环比大幅增长。

(4) 行业的低估值水平提供了一定的安全边际。

从未来业绩增长预期来看，我们看好去年销售情况良好，具有较多的未结算资源，且土地储备具有优势，近两年开发量较大，未来 2~3 年有较大的成长空间的公司。我们推荐三类公司：

(1) 业绩增长确定，估值优势明显的行业龙头，招商地产、保利地产。

(2) 区域优势明显，土地储备丰富，同时收益于保障房建设，首开股份。

(3) 地产与旅游复合业务模式，华侨城。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyan.jun@bhqz.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn