

房地产

评级：增持

维持

2009 年 05 月 13 日

相关研究：

《天寒地冻待春风 冰融雪消播种时》2008 年 8 月 22 日

《关于财政部降低公积金贷款首付比例及贷款利率的点评》2008 年 10 月 23 日

《国务院常务会议促进经济增长措施点评》2008 年 11 月 10 日

《救市政策走向深入 建议关注珠三角地产板块》2009 年 3 月 4 日

《把握概念性投资机会 重点关注上海板块》2009 年 4 月 30 日

执笔人：

平海庆

0351-8686971

pinghq@126.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份任公司

http://www.i618.com.cn

业绩增长放慢 资金压力缓解 关注四类公司

——房地产行业 2008 年报及 2009 年 1 季报综述

深度研究

投资要点：

● **2008 年上市公司业绩增长放缓。**2008 年 A 股 100 家房地产上市公司营业收入同比增长 18.52%，营业利润同比增长 5.87%，净利润同比增长 11.67%。2009 年 1 季度营业收入同比下降 6.01%，营业利润同比下降 22.79%，净利润同比下降 27.17%。我们认为，1 季度上市公司营业收入下降，并没有真正反映出 1 季度真实的销售情况，而是上市并未将销售业绩计入 1 季度业绩。

● **行业毛利率在 2009 年 1 季度开始下降。**2008 年 100 家上市公司平均毛利率为 39.15%，较 2007 年上升 4.13 个百分点。毛利率上升有两个原因：08 年营业收入中有相当一部分来自 07 年末结算收入，这部分收入土地成本低、销售价格高；08 年部分地区房价下跌幅度并不是很大，相对于 07 年以前较低的土地成本，毛利率仍处于相当高水平。随着 2007 年高价土地进入开发周期，而房价上涨又遇到相当大压力，我们认为房地产行业 2009 年毛利率会出现下降。

● **开发商投资意愿仍然不强。**2008 年 100 家上市公司共投入资金 2595.8 亿元，同比下降 1.06%。2009 年 1 季度上市公司总投资较 2007 年同期下降 31.49%。投资下降一方面说明市场需求减少，另一方面反映目前市场条件下开发商投资意愿不强。

● **资金紧张压力有所缓解。**2009 年 1 季度 100 家上市公司算术平均每股经营现金流量净额 3 年来首次由负变正。尽管 2009 年 1 季度销售回暖，政府信贷政策适度放松，房地产企业融资状况也稍有好转，但经过此次由房地产引发的全球金融危机和全国房地产市场的深度调整，我们认为房地产企业在扩张方面将更趋于理性，将会更加重视开发节奏与现金流的平衡。

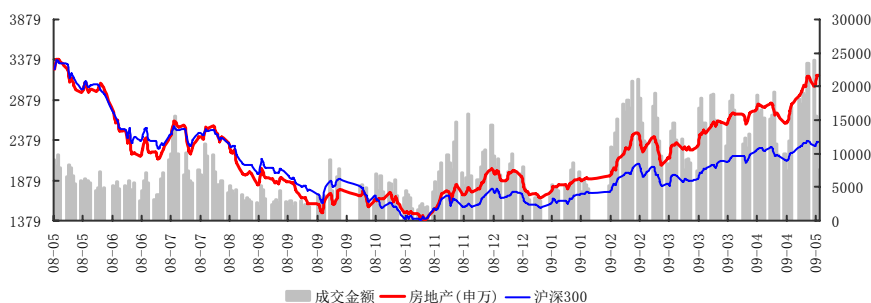
● **去库存化加速 预售款增长较快。**2009 年 1 季度 100 家上市公司存货共计 4540.2 亿元，增长速度明显降低。2009 年 1 季度末 100 家公司预售款共计 1045.2 亿元，较 2008 年末增长 15.21%，增长速度加快。其中大型公司销售表现好于中型公司，中型公司好于小型公司。

● **资产负债率仍然偏高 大型公司净负债率下降。**将异常数据排除后，2008 年末行业平均资产负债率为 53.45%，09 年 1 季度略微上升了 0.21 个百分点。随着销售好转，09 年 1 季度行业净负债率较 08 年末下降 1.48 个百分点。值得注意的是大型公司净负债率在 2008 年末开始低于中型公司。

● **营运费用增加 盈利能力下降。**2008 年上市公司平均销售费用率同比增加 0.34 个百分点，2009 年 1 季度继续上升；借款大幅增长导致上市公司 2008 年财务费用率较 2007 年上升了 0.61 个百分点，2009 年 1 季度继续上升。2008 年上市公司的 ROA、ROE 和 ROIC 均下滑较多，盈利能力开始下降。

● **总体评价与投资展望：**维持房地产行业“增持”评级；建议关注四类上市公司。

地产板块 1 年内走势



目 录

1. 业绩增长减缓 毛利开始下降	1
1.1. 收入、利润增长速度均放缓	1
1.2. 行业毛利率在 2009 年 1 季度开始下降	3
2. 投资减少 资金压力缓解	4
2.1. 经营支出同比略有下降	4
2.2. 资金紧张压力缓解	5
3. 去库存化加速 预售款增长较快	7
3.1. 去库存化加速	7
3.2. 预售款增长较快	8
4. 资产负债率仍然偏高 大型公司净负债下降	10
5. 营运状况及盈利能力	10
6. 总体评价及投资展望	12
6.1. 总体评价：对 2009 年上市公司业绩保持谨慎乐观	12
6.2. 投资展望：维持行业“增持”判断，建议关注四类公司	13

图目录

图 1: 上市公司 2008 年营业收入.....	1
图 2: 上市公司 2009 年 1 季度营业收入.....	1
图 3: 近三年营业收入比较.....	3
图 4: 近三年 1 季度营业收入比较.....	3
图 5: 2008 年房地产上市公司毛利率	4
图 6: 2009 年 1 季度上市公司毛利率	4
图 7: 100 家上市公司经营支出	5
图 8: 8 家大型公司经营支出	5
图 9: 33 家中型公司经营支出	5
图 10: 59 家小型公司经营支出	5
图 11: 大中型房地产企业 2009 年 1 季度经营现金流好转	6
图 12: 大型企业每股现金流量净额一直都保持为正	6
图 13: 2009 年 1 季度大中型房企在融资方面显得更加谨慎.....	7
图 14: 100 家公司存货变化	8
图 15: 8 家大型公司存货变化	8
图 16: 33 家中型公司存货变化	8
图 17: 59 家小型公司存货变化	8
图 18: 100 家公司预售款变化	9
图 19: 8 家大型公司预售款变化	9
图 20: 33 家中型公司预售款变化	9
图 21: 59 家小型公司预售款变化	9
图 22: 不同规模公司资产负债率比较.....	10
图 23: 不同规模公司净负债率比较.....	10

表目录

表 1: 不同规模地产公司业绩比较.....	2
表 2: 不同规模公司毛利率变化.....	4
表 3: 上市公司每股经营现金流量净额.....	5
表 4: 上市公司每股现金流量净额.....	6
表 5: 上市公司每股筹资现金流.....	7
表 6: 不同规模地产公司存货变化比较.....	8
表 7: 不同规模公司预售款变化.....	9
表 8: 上市公司负债情况比较.....	10
表 9: 上市公司三项费用率比较.....	11
表 10: 上市公司盈利能力比较.....	12
表 11: 山西证券房地产行业覆盖公司盈利预测.....	14
附表 12: 100 家房地产上市公司主要财务数据	14

1. 业绩增长减缓 毛利开始下降

1.1. 收入、利润增长速度均放缓

2008 年 A 股 100 家房地产上市公司实现营业收入 1967.7 亿元，同比增长 18.52%，相对 2007 年 44.33% 的增速下降了 25.81 个百分点；2009 年 1 季度 100 家公司实现营业收入 316.23 亿元，同比下降 6.01%，与 2008 年 1 季度 47.59% 的同比增长相比，增速下降 53.59 个百分点。我们认为，1 季度上市公司营业收入下降，并没有真正反映出 1 季度实际的销售情况，而是上市并未将销售业绩计入 1 季度业绩。相反，1 季度受全国房地产市场全面回暖影响，上市公司销售同比大幅增长。

受土地增值税、期间费用上升以及上市公司计提土地跌价准备影响，2008 年上市公司营业利润和净利润增速明显低于营业收入增长。100 家上市公司共实现营业利润 372.7 亿元，同比增长 5.87%；实现净利润 293.7 亿元，同比增长 11.67%。2009 年 1 季度共实现营业利润 55.7 亿元，同比下降 22.79%；实现净利润 41.3 亿元，同比下降 27.17%。

图 1：上市公司 2008 年营业收入

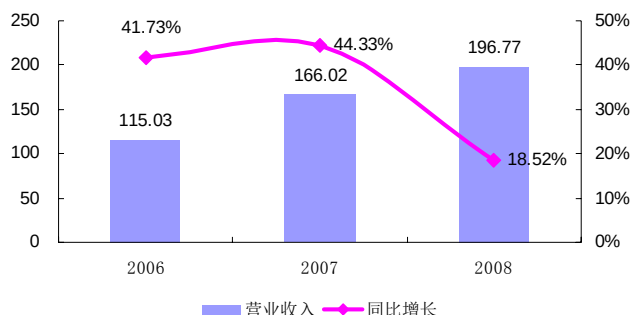
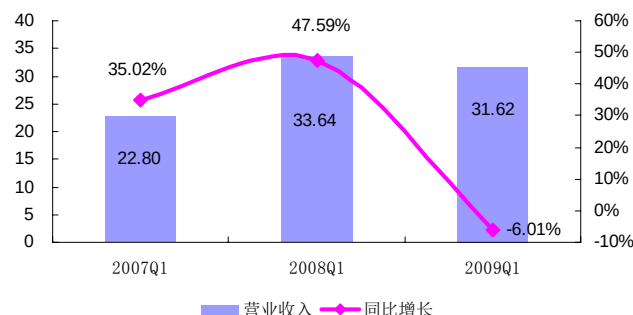


图 2：上市公司 2009 年 1 季度营业收入



数据来源：wind、山西证券研究所

我们对 100 家上市公司进行分类比较，以 2009 年 1 季度末总资产为基准，将地产公司分为大型、中型、小型。分类标准见下表。

类型	小型	中型	大型
总资产规模	≤ 50 亿元	50 亿元 <、≤ 200 亿元	> 200 亿元

通过比较，大、中型公司 08 年营业收入增长明显高于小型公司；外高桥在 2008 年实行了定向增发，营业收入大幅上升，如果排除外高桥一家公司影响，2008 年中型企业营业收入同比增长为 17.32%，与大型公司相当。

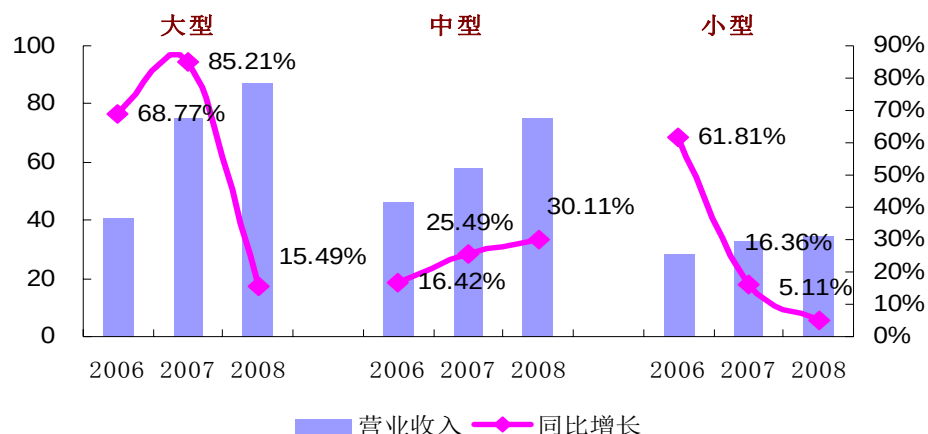
对比 2009 年 1 季度业绩，大型公司营业收入、营业利润、净利润均实现同比增长，而中、小型公司则同比下降，小型公司下降更为明显，行业集中度进一步提高。

表 1：不同规模地产公司业绩比较（单位：十亿元）

		2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
所有	营业收入	115.03	166.02	196.77	22.80	33.64	31.62
	同比增长	41.73%	44.33%	18.52%	35.02%	47.59%	-6.01%
	营业利润	18.00	35.20	37.27	4.22	7.21	5.57
	同比增长	117.99%	95.59%	5.87%	78.81%	70.95%	-22.79%
	净利润	13.61	26.30	29.37	2.96	5.67	4.13
	同比增长	176.82%	93.30%	11.67%	63.20%	91.43%	-27.17%
大型	营业收入	40.62	75.23	86.88	9.22	11.93	14.63
	同比增长	68.77%	85.21%	15.49%	115.70%	29.28%	22.69%
	营业利润	7.86	16.27	16.31	2.10	2.04	2.67
	同比增长	71.85%	107.00%	0.26%	130.55%	-2.97%	30.95%
	净利润	5.69	11.65	12.29	1.44	1.59	1.95
	同比增长	68.04%	104.69%	5.55%	117.41%	10.02%	22.54%
中型	营业收入	46.10	57.85	75.27	9.13	13.45	12.14
	同比增长	16.42%	25.49%	30.11%	5.71%	47.42%	-9.80%
	营业利润	7.49	13.10	15.26	1.69	3.30	2.23
	同比增长	42.57%	74.91%	16.44%	51.07%	95.57%	-32.33%
	净利润	5.80	9.73	11.93	1.17	2.60	1.68
	同比增长	58.38%	67.83%	22.54%	31.08%	121.69%	-35.45%
小型	营业收入	28.31	32.94	34.62	4.44	8.26	4.86
	同比增长	61.81%	16.36%	5.11%	11.86%	85.92%	-41.24%
	营业利润	2.65	5.83	5.71	0.43	1.88	0.67
	同比增长	268.69%	120.24%	-2.18%	30.26%	333.57%	-64.35%
	净利润	2.12	4.93	5.15	0.35	1.48	0.50
	同比增长	199.41%	132.44%	4.67%	34.82%	328.96%	-65.93%

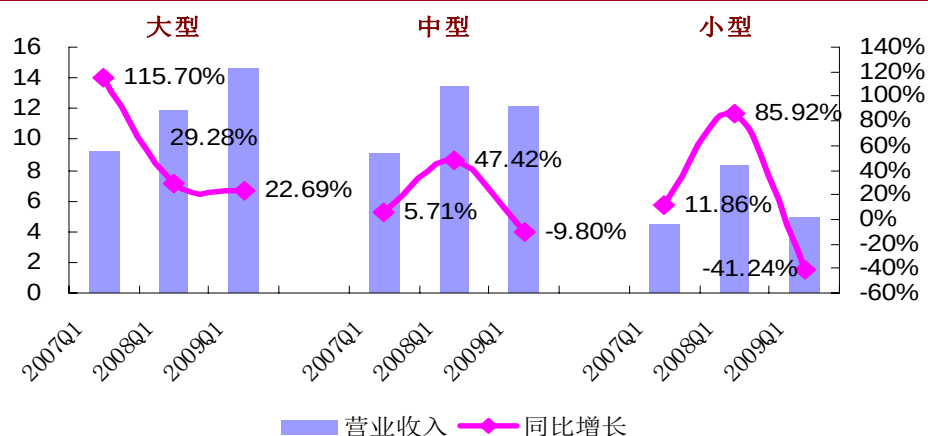
数据来源：山西证券研究所

图 3：近三年营业收入比较



数据来源：山西证券研究所

图 4：近三年 1 季度营业收入比较



数据来源：山西证券研究所

1.2. 行业毛利率在 2009 年 1 季度开始下降

2008 年 100 家上市公司平均毛利率为 39.15%，较 2007 年上升 4.13 个百分点。毛利率上升有以下两个原因：08 年营业收入中有相当一部分来自 07 年未结算收入，这部分收入具有土地成本低、销售价格高的优势；08 年部分地区房价虽然出现下跌，但下跌幅度并不是很大，相对于 07 年以前较低的土地成本，毛利率仍处于相当高水平。

随着 2007 年高价土地进入开发周期，而房价上涨又遇到相当大压力，我们认为房地产行业 2009 年毛利率会出现下降，这在 2009 年 1 季报里已经得到证明。

不同规模企业比较下，大、中型企业的平均毛利率要显著高于小型企业。

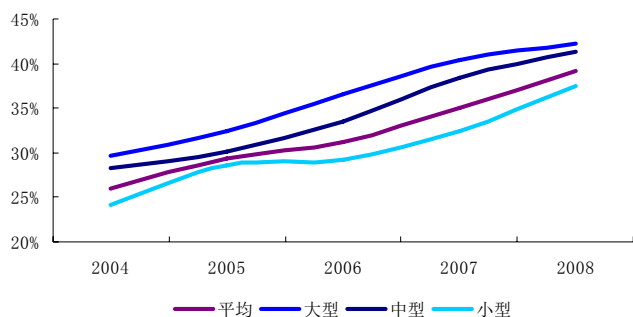
在毛利率降低、资金紧张而润资又比较困难的情况下，我们认为小型企业的生存空间会减小。

表 2：不同规模公司毛利率变化

规模	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
所有	31.24%	35.02%	39.15%	32.28%	40.30%	38.86%
大型	36.57%	40.40%	42.28%	40.65%	45.68%	44.38%
中型	33.51%	38.34%	41.35%	35.69%	41.61%	43.98%
小型	29.25%	32.44%	37.50%	29.19%	38.79%	35.11%

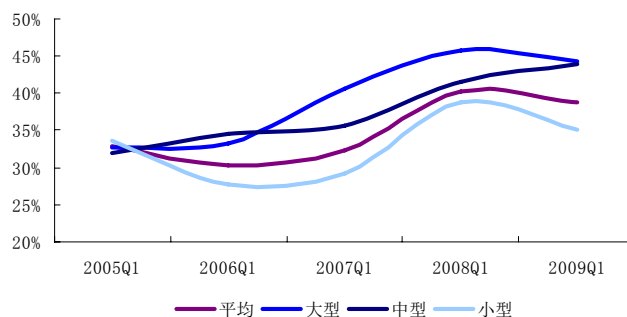
数据来源：山西证券研究所

图 5：2008 年房地产上市公司毛利率



数据来源：wind、山西证券研究所

图 6：2009 年 1 季度上市公司毛利率



2. 投资减少 资金压力缓解

2.1. 经营支出同比略有下降

我们用现金流量表中的经营活动现金支出作为公司的总投资，2008 年 100 家上市公司共投入资金 2595.8 亿元，同比下降 1.06%。投资下降的原因有：房地产市场销售下降，市场需求减少；国家信贷政策收紧，房地产企业贷款受到压缩；A 股股指下跌，房地产企业直接融资大幅下降。

2009 年 1 季度上市公司总投资较 2007 年同期下降 31.49%，下降幅度较大的主要原因为 2008 年同期房地产投资基数较大，但从另一个侧面说明 2009 年 1 季度上市公司投资意愿仍然不强。

不同规模公司比较，大型公司经营支出同比下降最快，而小型公司经营支出下降最慢。

图 7：100 家上市公司经营支出

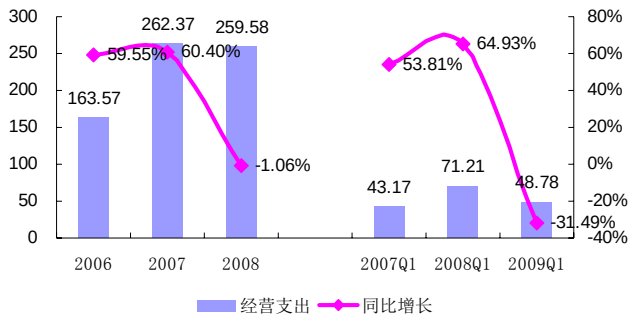
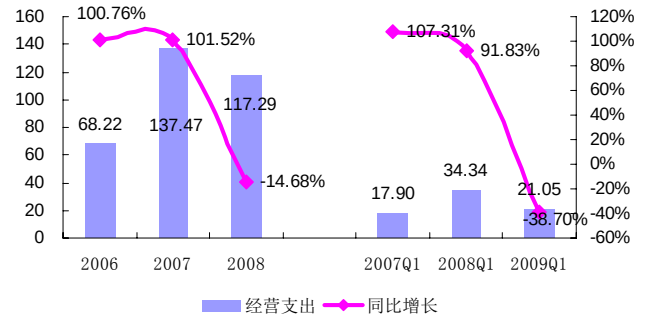


图 8：8 家大型公司经营支出



数据来源：wind、山西证券研究所

图 9：33 家中型公司经营支出

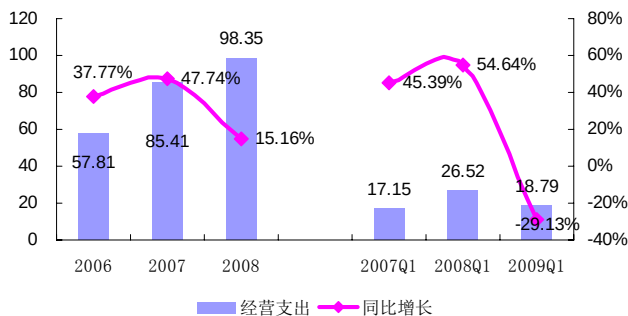
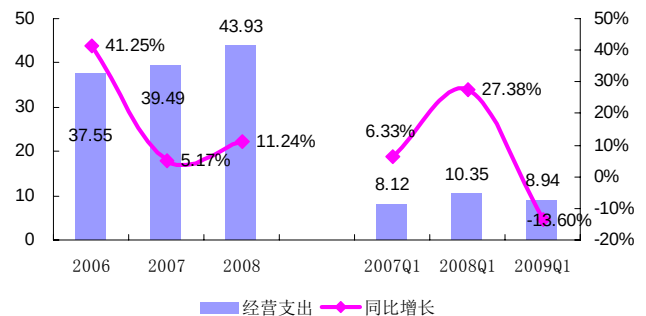


图 10：59 家小型公司经营支出



数据来源：wind、山西证券研究所

2.2. 资金紧张压力缓解

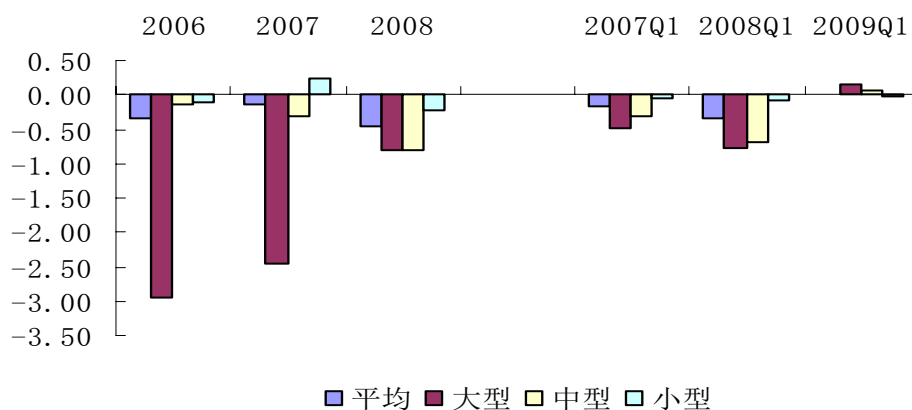
随着土地投入和新开工面积下降，房地产企业经营现金流明显好转，2009 年 1 季度 100 家上市公司算术平均每股经营现金流量净额 3 年来首次由负变正。

表 3：上市公司每股经营现金流量净额

	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
平均	-0.34	-0.15	-0.47	-0.18	-0.34	0.02
大型	-2.95	-2.45	-0.82	-0.48	-0.79	0.15
中型	-0.14	-0.30	-0.81	-0.30	-0.68	0.06
小型	-0.10	0.25	-0.23	-0.06	-0.09	-0.03

数据来源：山西证券研究所

图 11: 大中型房地产企业 2009 年 1 季度经营现金流好转



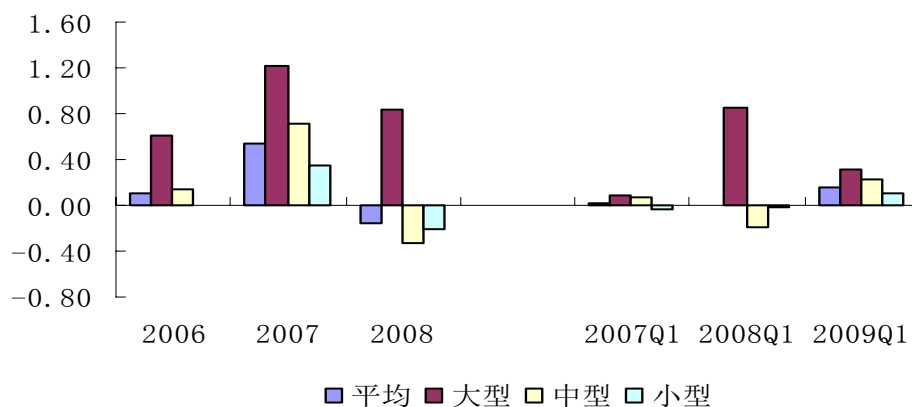
数据来源: 山西证券研究所

表 4: 上市公司每股现金流量净额

	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
平均	0.10	0.54	-0.16	0.01	0.00	0.16
大型	0.60	1.22	0.84	0.09	0.86	0.31
中型	0.14	0.72	-0.32	0.08	-0.19	0.23
小型	0.01	0.35	-0.20	-0.04	-0.02	0.10

数据来源: 山西证券研究所

图 12: 大型企业每股现金流量净额一直都保持为正



数据来源: 山西证券研究所

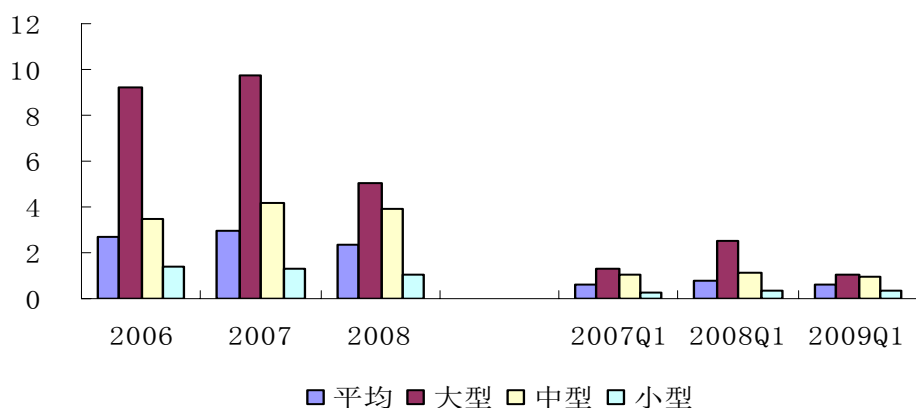
尽管 2009 年 1 季度销售回暖，政府信贷政策适度放松，房地产企业融资状况也稍有好转，但经过此次由房地产引发的全球金融危机和全国房地产市场的深度调整，我们认为房地产企业在扩张方面将更趋于理性，将会更加重视开发节奏与现金流的平衡。

表 5：上市公司每股筹资现金流

	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
平均	2.67	2.97	2.31	0.60	0.77	0.62
大型	9.23	9.78	5.01	1.29	2.48	1.06
中型	3.46	4.18	3.88	1.05	1.15	0.95
小型	1.36	1.33	1.06	0.27	0.33	0.37

数据来源：山西证券研究所

图 13：2009 年 1 季度大中型房企在融资方面显得更加谨慎



数据来源：山西证券研究所

3. 去库存化加速 预售款增长较快

3.1. 去库存化加速

销售回暖和投资下降也使得房地产企业去库存化加速，2009 年 1 季度 100 家上市公司存货共计 4540.2 亿元，同比增长 25.76%，增长速度明显降低，其中规模越大的公司存货增长越慢。

表 6: 不同规模地产公司存货变化比较 (单位: 十亿元)

规模	项目	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
所有	存货	204.83	317.18	454.02	196.07	367.17	461.76
	同比增长	57.21%	54.85%	43.14%	66.11%	87.26%	25.76%
大型	存货	91.02	169.02	232.36	87.20	200.85	234.36
	同比增长	104.46%	85.70%	37.48%	133.34%	130.33%	16.68%
中型	存货	72.95	105.30	158.75	71.45	122.33	163.02
	同比增长	29.86%	44.34%	50.77%	39.03%	71.22%	33.26%
小型	存货	40.86	42.87	62.91	37.42	43.99	64.39
	同比增长	38.07%	4.93%	46.75%	27.82%	17.54%	46.37%

数据来源: 山西证券研究所

图 14: 100 家公司存货变化

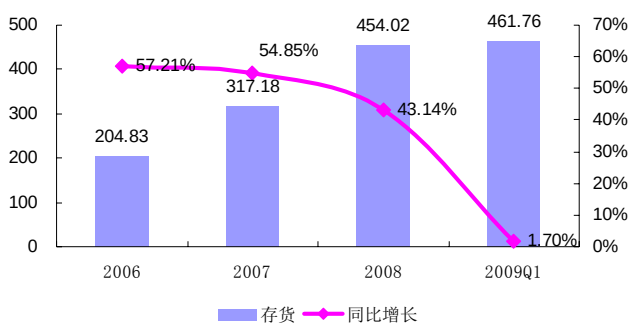
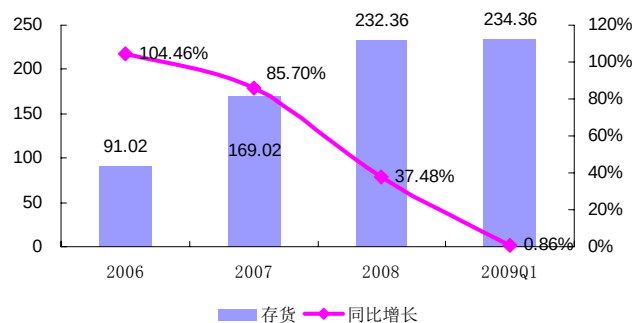


图 15: 8 家大型公司存货变化



数据来源: 山西正确研究所 (注: 2009 年 1 季度同比数据是与 2008 年同比)

图 16: 33 家家中型公司存货变化

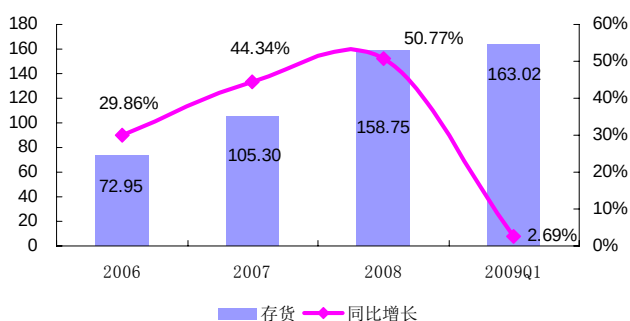
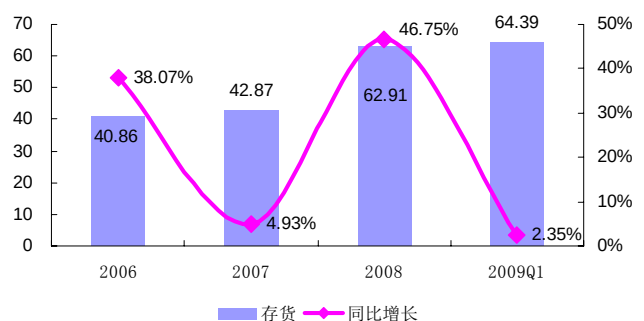


图 17: 59 家小型公司存货变化



数据来源: 山西正确研究所 (注: 2009 年 1 季度同比数据是与 2008 年同比)

3.2. 预售款增长较快

2008 年末 100 家房地产上市公司预售款共计 907.2 亿元, 较 2007 年末下降 2.77%; 受 2009 年 1 季度市场回暖影响, 2009 年 1 季度末 100 家公司预售款

共计 1045.2 亿元，较 2008 年末增长 15.21%。这验证了我们“2009 年 1 季度上市公司营业收入下滑原因为业绩未计入”的判断。不同规模上市公司相比较，大型公司销售表现好于中型公司，中型公司好于小型公司。

表 7：不同规模公司预售款变化（单位：十亿元）

规模	项目	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
所有	预售款	57.34	93.31	90.72	52.19	98.78	104.52
	同比增长	72.17%	62.73%	-2.77%	70.41%	89.26%	5.81%
大型	预售款	23.87	45.14	50.52	22.14	52.24	60.41
	同比增长	152.84%	89.11%	11.90%	210.79%	135.97%	15.64%
中型	预售款	23.90	36.21	31.20	20.74	36.27	34.16
	同比增长	63.52%	51.49%	-13.83%	41.59%	74.89%	-5.81%
小型	预售款	9.57	11.95	9.00	9.31	10.27	9.95
	同比增长	3.47%	24.98%	-24.69%	5.14%	10.22%	-3.11%

数据来源：山西证券研究所

图 18：100 家公司预售款变化

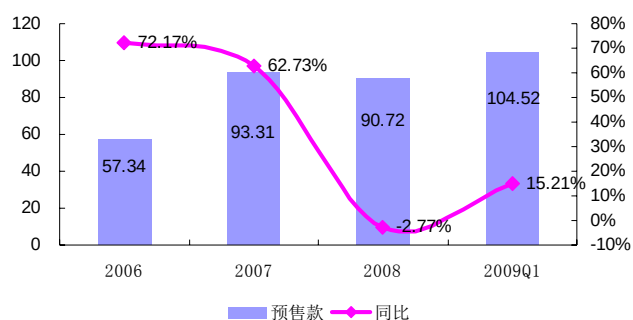
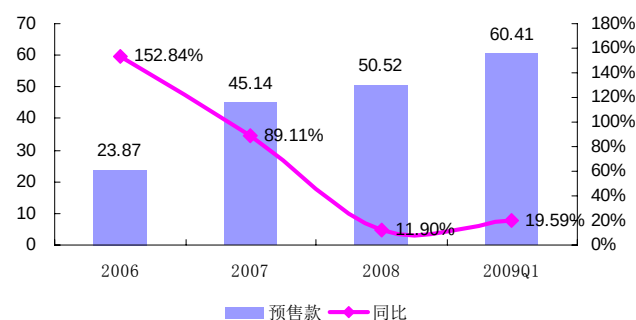


图 19：8 家大型公司预售款变化



数据来源：山西证券研究所（注：2009 年 1 季度同比数据是与 2008 年同比）

图 20：33 家中型公司预售款变化

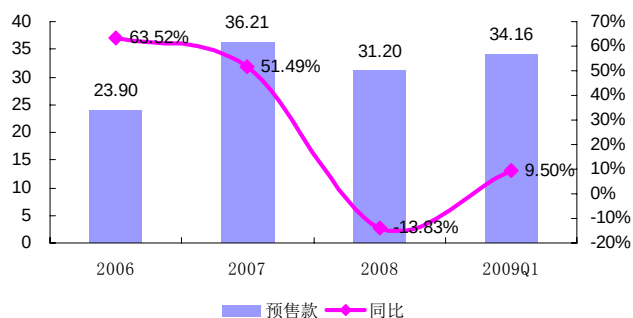
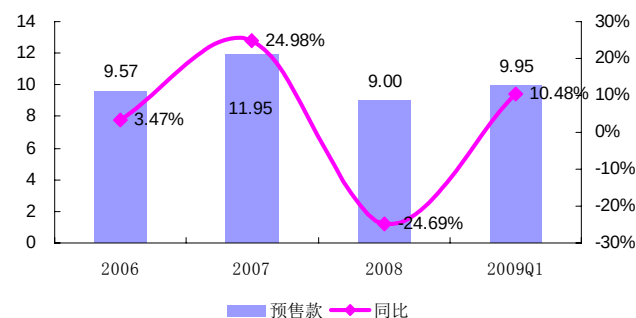


图 21：59 家小型公司预售款变化



数据来源：山西证券研究所（注：2009 年 1 季度同比数据是与 2008 年同比）

4. 资产负债率仍然偏高 大型公司净负债下降

将异常数据排除后，2008 年末 100 家公司资产负债率为 53.45%，与 2007 年末相同，09 年 1 季度略微上升了 0.21 个百分点，其中大型公司高于中、小型公司。净负债率方面 2008 年末平均净负债率为 39.63%，同比上升 15.81 个百分点；随着销售好转，09 年 1 季度较 08 年末下降 1.48 个百分点。值得注意的是大型公司净负债率在 2008 年末开始低于中型公司。

表 8：上市公司负债情况比较

		2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
资产负债率	平均	58.07	53.45	53.45	57.13	52.60	53.66
	大型	62.36	61.49	61.88	63.50	61.61	62.80
	中型	59.15	58.17	58.65	59.40	58.31	59.07
	小型	56.94	49.92	49.61	55.09	48.42	49.62
净负债率	平均	43.51	23.82	39.63	44.95	30.85	38.15
	大型	51.46	47.01	49.27	60.24	50.22	47.03
	中型	48.31	34.35	59.77	54.28	48.06	55.86
	小型	39.95	15.23	27.87	38.05	19.30	27.75

数据来源：山西证券研究所

图 22：不同规模公司资产负债率比较

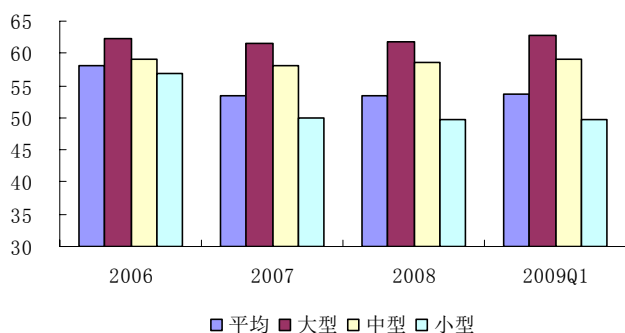
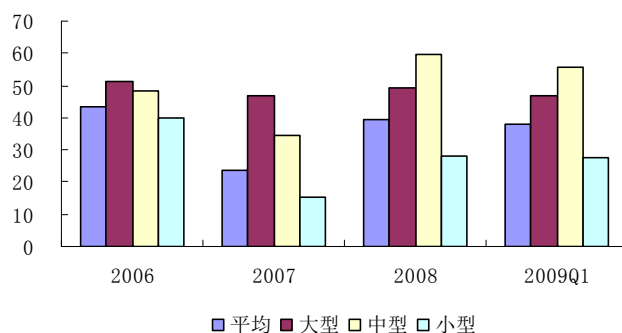


图 23：不同规模公司净负债率比较



数据来源：山西证券研究所（注：2009 年 1 季度同比数据是与 2008 年同比）

5. 营运状况及盈利能力

2008 年上市公司销售费用率同比增加 0.34 个百分点，主要原因为销售投入增加；该比率 2009 年 1 季度继续上升，预计 2009 年全年将高于 2008 年。2008

年上市公司管理费用率较 2007 年上升 1.01 个百分点,但 2009 年 1 季度该费率较 2008 年同期下降了 7.64 个百分点,说明上市公司在管理费用方面将压缩开支,印证了大多少上市公司在 2008 年年报中“加强管理”的 2009 年目标。直接融资的大幅减少导致上市公司 2008 年财务费用率较 2007 年上升了 0.61 个百分点,2009 年 1 季度继续上升。

表 9: 上市公司三项费用率比较

	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
销售费用						
所有	3.75	2.89	3.23	9.94	3.93	4.17
大型	3.38	2.76	3.94	5.38	4.94	4.96
中型	3.70	3.35	3.20	18.00	4.10	4.56
小型	3.85	2.62	3.13	5.51	3.66	3.79
管理费用						
所有	9.12	7.81	8.82	28.05	21.77	14.13
大型	5.43	4.76	5.58	11.56	8.19	8.70
中型	6.64	5.75	5.77	46.10	9.83	9.47
小型	11.29	9.61	11.29	19.13	31.58	17.98
财务费用						
所有	3.68	3.24	3.85	4.84	5.91	5.86
大型	0.87	1.11	1.48	3.35	2.29	4.36
中型	2.87	2.59	3.09	0.79	3.80	4.14
小型	4.65	4.00	4.72	7.67	7.83	7.20

数据来源: 山西证券研究所

土地增值税上升、销售费用和财务费用增加、计提土地跌价准备等因素导致净利润下滑,2008 年上市公司的 ROA、ROE 和 ROIC 均下滑较多,大型公司由于资产规模增加较快,体现得尤为明显。我们预计随着行业毛利率的下降,行业整体的盈利水平相对 2008 年将不会有太大改善。

表 10：上市公司盈利能力比较

	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1
ROA						
所有	5.75	8.33	6.95	3.79	6.95	3.19
大型	7.01	8.70	5.91	6.56	3.15	2.98
中型	6.88	8.60	7.34	4.37	7.25	4.23
小型	4.83	8.11	6.86	2.97	7.38	2.56
ROE						
所有	4.07	6.10	7.67	2.04	2.95	3.91
大型	9.76	9.96	8.50	12.15	5.08	5.05
中型	6.93	4.00	9.27	4.19	-5.37	5.64
小型	1.32	6.83	6.51	-0.95	7.94	2.62
ROIC						
所有	4.60	7.14	6.31	2.31	4.77	2.41
大型	7.54	7.98	4.92	6.36	2.88	2.55
中型	5.70	6.74	6.66	2.60	6.26	3.41
小型	3.44	7.26	6.30	1.48	4.12	1.74

数据来源：山西证券研究所

6. 总体评价及投资展望

6.1. 总体评价：对 2009 年上市公司业绩保持谨慎乐观

2008 年房地产上市公司业绩总体上低于预期，收入和利润增长速度均开始放缓；受土地增值税、销售费用上升以及部分公司计提土地跌价准备影响，营业利润下降速度更快；尽管 2009 年 1-4 月份房地产市场急速回暖，上市公司销售状况良好，我们也看好其二季度业绩，但在宏观经济尚在底部运行，房地产行业也处于恢复阶段，下半年的销售形势还可能出现反复，因此，我们对 2009 年上市公司收入增长保持谨慎乐观；在土地成本上升、销售费用和财务费用上升的预期下，上市公司利润增长空间也十分有限。通过降低开工面积和促进销售，2008 年末上市公司资金紧张压力有所缓解，2009 年 1 季度每股经营现金流净额三年来首次由负变正；但由于资产负债率仍然处于高位，净负债率也没有明显下降，加上目前 A 股市场直接融资还比较困难，2009 年上市公司总体财务状况并不乐观。

6.2. 投资展望：维持行业“增持”判断，建议关注四类公司

在对 2 季度销售保持乐观的预期下，我们维持房地产行业“增持”评级。

公司选择方面，我们建议重点关注四类公司：

一、2009 年业绩增长较为确定的公司：2009 年 1 季度末预售款占 2008 年营业总收入比重较大的公司有：陆家嘴、大龙地产、滨江集团、浙江广厦、招商地产；

二、区域规划发展中受益的公司：长期受影响的有上海两个中心建设，受益较大的公司有陆家嘴、张江高科、外高桥、浦东金桥；海峡西岸经济区建设，受益较大的公司有阳光发展、中国武夷、建发股份；天津滨海新区建设，受益公司有津滨发展、天房发展、泰达股份；港珠澳大桥建设，受益公司有华发股份、世荣兆业。

三、现金流充裕、经营稳健的公司：2009 年 1 季度末资产负债率和净负债率较低，且现金流充裕的公司有万科 A、招商地产、金融街、万业企业、中国宝安。

四、股东背景强大且注入预期强烈的公司：虽然 2009 年截至到目前 A 股市场融资仍然处于停滞状态，但在大股东注入资产强烈预期下，招商地产、城投控股、张江高科、上实发展等公司仍存在一些机会。

表 11：山西证券房地产行业覆盖公司盈利预测

名称	代码	当前评级	当前股价	市场表现			EPS				PE				PB	每股净资产
			2009-5-13	周	月	6个月	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E		2008-12-31
开发类																
万科A	000002.SZ	增持	10.46	14%	23%	51%	0.70	0.37	0.49	0.57	15	29	21	18	3.61	2.90
保利地产	600048.SH	增持	22.19	7%	-3%	39%	1.30	0.91	1.10	1.57	17	24	20	14	3.87	5.74
金地集团	600383.SH	增持	15.10	13%	35%	137%	1.31	0.50	0.66	1.01	12	30	23	15	2.73	5.54
招商地产	000024.SZ	增持	28.90	0%	29%	99%	1.62	0.94	0.94	1.08	18	31	31	27	3.34	8.65
中华企业	600675.SH	增持	14.79	5%	24%	153%	0.67	0.43	0.50	0.65	22	35	30	23	4.96	2.98
首开股份	600376.SH	增持	18.01	2%	26%	178%	0.39	0.70	0.78	0.79	46	26	23	23	3.95	4.56
福星股份	000926.SZ	增持	8.10	7%	4%	62%	0.60	0.47	0.61	0.65	13	17	13	13	1.60	5.07
新湖中宝	600208.SH	增持	9.68	6%	13%	172%	0.24	0.30	0.39	0.51	41	32	25	19	6.09	1.59
北京城建	600266.SH	增持	14.22	-2%	4%	96%	0.36	0.43	0.56	0.82	39	33	25	17	3.01	4.73
栖霞建设	600533.SH	增持	6.43	7%	11%	89%	0.85	0.19	0.24	0.38	8	34	27	17	2.60	2.47
泛海建设	000046.SZ	中性	14.09	10%	27%	134%	0.29	0.09	0.18	0.29	49	151	78	48	3.89	3.62
云南城投	600239.SH	中性	24.51	-3%	-8%	96%	0.16	0.20	0.57	0.99	150	123	43	25	9.21	2.66
天房发展	600322.SH	中性	5.78	4%	14%	66%	0.05	0.10	0.09	0.13	114	57	68	44	1.73	3.35
上实发展	600748.SH	中性	15.98	-2%	36%	130%	0.25	0.34	0.39	0.40	63	48	41	40	6.66	2.40
深振业A	000006.SZ	中性	12.21	9%	31%	153%	0.50	0.30	0.43	0.47	25	41	28	26	3.86	3.16
苏宁环球	000718.SZ	中性	12.40	-3%	15%	108%	0.44	0.40	0.49	0.65	28	31	25	19	9.05	1.37
平均值											41	46	33	24	4.38	
园区类																
金融街	000402.SZ	买入	10.99	0%	12%	33%	0.68	0.43	0.48	0.58	16	26	23	19	1.87	5.87
张江高科	600895.SH	增持	15.20	-3%	5%	66%	0.31	0.38	0.46	0.77	49	40	33	20	4.54	3.35
陆家嘴	600663.SH	中性	25.60	-3%	1%	85%	0.40	0.47	0.57	0.71	63	54	45	36	5.69	4.50
外高桥	600648.SH	中性	15.99	0%	14%	119%	0.01	0.24	0.30	0.41	1599	67	54	39	4.61	3.47
浦东金桥	600639.SH	中性	15.78	1%	9%	103%	0.24	0.33	0.37	0.53	64	48	43	30	4.33	3.64
中国国贸	600007.SH	中性	9.62	-2%	6%	34%	0.29	0.35	0.24	0.33	33	27	40	29	2.30	4.19
苏州高新	600736.SH	中性	5.76	5%	8%	95%	0.48	0.23	0.19	0.30	12	25	31	19	2.00	2.88
平均值											40	41	39	27	3.62	

数据来源：山西证券研究所

附表 12：100 家房地产上市公司主要财务数据

名称	EPS		毛利率		ROE	BPS	每股经营 现金流	资产负债率	净负债率
	2008	2009Q1	2008	2009Q1	2009Q1	2009Q1	2009Q1	2009Q1	2009Q1
万科 A	0.37	0.07	39.00	33.81	2.36	2.97	0.34	68.17	24.54
保利地产	0.91	0.13	40.80	42.88	2.35	5.74	0.50	71.90	105.53
招商地产	0.94	0.10	41.29	43.82	1.08	8.75	0.06	57.39	29.79
金地集团	0.50	0.03	43.14	30.42	0.55	5.58	0.34	70.82	72.72
金融街	0.43	0.06	49.96	56.74	-0.06	5.93	0.06	49.06	10.20
北辰实业	0.13	0.05	43.71	44.52	1.95	2.60	0.05	65.16	51.06
首开股份	0.70	0.09	33.67	62.87	1.70	4.69	-0.05	82.50	181.05

泛海建设	0.09	0.01	46.67	39.97	0.16	3.62	-0.13	57.06	35.34
陆家嘴	0.47	0.02	69.35	60.88	0.51	4.59	-0.19	46.98	-21.60
外高桥	0.24	0.00	14.33	15.46	0.08	3.70	-0.36	75.60	201.15
滨江集团	0.61	0.03	45.28	59.56	0.92	2.80	0.50	77.34	51.54
南湖中宝	0.30	0.04	32.12	17.84	2.21	1.63	0.01	66.17	59.80
华发股份	0.88	0.16	37.61	46.62	2.78	5.67	0.28	65.38	58.10
南京高科	0.56	0.12	27.34	33.04	0.83	14.12	0.78	61.85	69.66
上实发展	0.34	0.03	43.40	31.79	1.18	2.43	-0.13	75.02	96.93
张江高科	0.38	0.08	62.89	63.79	2.22	3.43	-0.16	51.13	23.56
信达地产	0.49	0.01	32.70	31.83	-0.32	2.97	-0.07	57.00	37.59
苏州高新	0.23	0.03	23.75	32.11	0.88	2.91	-0.05	72.71	113.59
北京城建	0.43	0.18	42.68	45.60	3.22	4.91	0.03	63.82	66.22
天房发展	0.10	0.01	27.82	43.81	0.34	3.33	-0.27	58.37	82.01
中华企业	0.43	0.11	34.08	47.77	3.59	3.09	0.09	60.47	72.43
浙江广厦	0.42	-0.06	28.68	56.56	-3.93	1.64	-0.08	84.46	146.72
中粮地产	0.08	-0.01	55.48	41.42	-0.45	1.77	0.03	63.62	110.42
中国国贸	0.35	0.08	60.35	61.82	1.96	4.27	0.11	48.99	73.62
万通地产	1.04	0.05	43.47	62.81	0.86	5.39	0.21	59.96	40.35
栖霞建设	0.19	0.02	40.44	33.45	0.72	2.49	-0.01	60.51	77.87
福星股份	0.55	0.05	29.77	20.29	1.03	5.19	-0.09	51.68	39.11
苏宁环球	0.40	0.08	53.12	57.24	5.38	1.45	0.16	71.23	-14.54
津滨发展	0.04	0.00	24.81	14.15	-0.95	1.37	-0.04	61.65	124.80
荣盛发展	0.46	0.11	38.91	33.22	4.16	2.72	-0.06	68.46	76.39
深振业 A	0.30	0.12	68.14	52.75	1.87	3.48	-0.24	72.81	194.13
阳光股份	0.05	0.09	45.69	66.88	2.69	3.39	0.18	64.33	16.27
中国宝安	0.19	0.06	36.78	29.99	1.18	1.91	0.40	55.54	25.78
名流置业	0.24	0.02	52.67	60.42	0.54	3.49	0.16	23.72	-13.73
广宇集团	0.24	0.02	35.72	44.66	0.80	2.24	0.36	74.49	142.39
浦东金桥	0.33	0.08	53.43	66.18	1.90	3.82	0.05	40.83	40.41
香江控股	0.27	0.00	54.96	65.87	-0.12	1.42	-0.02	73.47	20.31
深长城	0.03	-0.01	40.40	35.07	-0.16	7.42	0.87	68.72	100.78
广汇股份	0.55	0.13	38.13	40.53	3.90	3.41	0.29	42.66	24.28
中航地产	0.13	-0.03	28.23	44.06	-0.37	7.53	-0.76	62.00	58.41
亿城股份	0.45	0.04	42.07	33.97	1.78	2.81	0.04	49.69	21.10
华远地产	0.68	0.09	38.12	52.99	4.22	2.08	0.17	64.24	33.17
天地源	0.18	0.02	25.85	30.69	0.39	2.09	0.13	67.47	67.46
新黄浦	0.31	0.07	37.23	27.81	0.65	4.60	-0.02	39.54	15.02
万业企业	0.83	0.14	35.61	39.99	0.71	5.85	0.44	38.31	-7.73

云南城投	0.20	0.05	30.17	57.59	1.77	2.71	-2.04	78.68	85.48
中关村	0.09	0.00	25.64	32.95	0.43	0.93	0.12	79.65	58.38
华业地产	0.15	0.03	41.95	35.46	0.42	3.11	-0.05	40.34	19.01
天保基建	0.37	0.03	47.15	47.71	0.60	5.59	-0.07	48.73	3.78
京能置业	0.24	-0.03	46.82	0.00	-1.47	1.81	-0.13	66.66	27.62
大龙地产	0.01	0.04	32.86	27.21	1.21	2.98	0.25	61.63	72.38
世茂股份	0.13	0.02	44.39	37.47	0.63	2.77	0.02	47.65	11.10
金丰投资	0.39	0.05	62.04	75.19	1.19	4.11	0.06	48.45	34.94
渝开发	0.20	0.03	48.81	51.32	1.09	3.15	-0.32	31.68	17.16
长春经开	0.01	-0.01	25.55	16.50	-0.15	6.39	0.00	25.10	8.06
中天城投	0.57	0.10	41.14	39.58	7.74	1.38	0.23	72.59	110.01
广宇发展	-0.08	-0.02	27.71	-54.75	-2.19	0.84	0.30	76.76	43.36
阳光发展	0.55	0.01	14.39	10.37	0.12	4.15	0.29	74.49	202.90
海泰发展	0.43	0.12	25.11	19.18	0.23	5.08	-0.66	39.39	11.85
美都控股	0.17	0.03	8.57	10.68	1.83	1.84	0.07	73.61	90.49
中江地产	0.64	0.00	60.38	80.79	0.03	2.53	0.26	70.72	104.78
华丽家族	0.42	0.03	20.52	61.53	0.62	1.96	-0.08	58.56	-10.92
东华实业	0.45	0.07	31.18	27.21	2.55	2.85	0.13	62.11	38.25
粤宏远 A	-0.18	0.01	24.00	28.80	0.36	2.19	0.08	44.08	54.31
爱建股份	0.02	0.01	14.12	12.10	-0.18	1.31	-0.01	51.20	-16.17
新疆城建	0.12	0.04	21.00	50.08	1.51	2.66	-0.04	54.34	49.99
正和股份	0.14	0.01	83.00	89.52	0.34	1.64	0.01	29.44	12.19
银基发展	0.11	0.01	46.23	25.23	0.65	1.22	0.01	34.39	27.62
深深房 A	0.02	0.00	32.98	26.80	0.07	1.20	-0.03	44.03	8.86
卧龙地产	0.31	0.08	36.33	41.56	4.97	1.61	0.13	62.74	43.51
莱茵置业	0.28	-0.02	34.05	12.10	-1.31	1.31	0.29	75.46	51.97
南湖创业	0.83	0.05	61.79	64.68	1.76	2.72	-0.03	35.04	10.56
上海新梅	0.33	0.06	32.25	56.00	2.94	2.12	-0.06	57.62	85.26
中茵股份	0.48	0.01	21.94	35.24	1.23	0.97	-0.10	77.89	100.11
鼎立股份	0.15	0.03	17.52	26.20	1.63	1.91	0.17	59.10	31.80
沙河股份	0.22	-0.02	61.22	48.75	-0.91	1.92	-0.09	73.32	143.15
空港股份	0.28	0.02	29.85	38.35	0.84	2.32	-0.29	60.42	63.94
陕国投 A	0.19	0.03	52.39	20.08	2.29	1.45	-0.07	65.68	-18.12
珠江实业	0.13	0.01	39.00	32.66	0.14	3.88	-0.13	50.99	55.29
世荣兆业	0.22	-0.01	36.11	61.67	-0.77	1.78	-0.46	41.49	33.75
合肥城建	0.53	0.01	46.91	43.67	0.22	4.72	-0.32	45.91	-14.51
天宸股份	0.13	-0.05	40.45	8.64	-3.03	1.76	-0.13	58.02	81.13
世纪星源	0.01	-0.01	56.48	62.26	-0.62	0.83	-0.01	45.85	11.43

科学城	-0.05	-0.03	10.22	-17.48	-1.95	1.44	-0.02	26.92	-5.08
宜华地产	0.25	0.00	31.80	37.57	0.13	1.94	-0.02	47.93	-40.28
鑫茂科技	1.89	-0.07	20.43	17.52	-1.85	3.96	0.06	46.55	29.94
绵世股份	0.47	0.02	83.63	64.02	0.41	2.72	0.07	23.41	-66.33
天业股份	0.11	-0.02	47.31	37.40	-0.98	2.42	-0.09	61.85	19.00
绿景地产	0.31	0.02	54.37	43.82	1.46	1.32	0.11	60.02	5.43
多伦股份	0.02	0.00	24.73	38.91	0.24	1.35	0.16	33.49	16.39
天伦置业	0.05	0.01	72.97	74.50	0.37	3.12	0.02	46.37	58.83
园城股份	-0.57	-0.02	5.54	-17.39	-8.51	0.18	0.04	88.23	59.62
国兴地产	0.06	-0.01	42.31	0.00	-0.77	1.95	0.05	45.89	-4.49
创兴置业	0.24	-0.03	35.27	33.61	-1.36	2.00	0.05	23.36	4.02
光华控股	-0.12	0.01	41.91	18.25	1.41	0.75	-0.10	71.09	55.47
运盛实业	0.04	-0.01	57.81	30.22	-1.25	1.10	-0.03	23.58	19.43
海鸟发展	0.01	-0.02	58.96	57.25	-0.85	2.30	0.01	18.85	13.11
东方银星	-0.30	-0.01	-13.49	2.96	-0.59	0.83	0.00	47.66	13.25
海德股份	0.19	0.02	52.36	50.42	1.53	1.07	0.05	32.42	-29.08
旭飞投资	-0.12	-0.01	27.56	18.10	-0.92	1.48	-0.02	20.52	-14.85

数据来源: wind、山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。