

行业动态研究报告

2010年前高后低 上市公司业绩无忧

前高后低的2010年

2010年上半年,由于对于宏观经济向好的趋势需要进一步确认,我们认为不会出现大的针对房地产行业的利空政策,目前的政策以维持稳定为主,由于新开工面积处于逐步回升的阶段,自09年下半年开始有较多的新盘供应市场,但是仍然处于行业平均值以下,远未达到供大于求的状态,因此房价存在进一步上涨的空间。到2010年下半年,国家宏观经济复苏稳健,开始调结构治理通胀,出台更进一步的房地产调控措施,由此打压房价和资产泡沫。

09年前3季度净利润增长23.44%

wind 数据统计,沪深两市91家房地产上市公司(剔除全部ST公司,下同)2009年前3季度实现营业收入1416.8亿元,同比增长25.4%;实现归属母公司股东的净利润总额为200亿元,同比增长23.44%。总体看来,房地产行业营业收入和净利润增长速度均好于上市公司整体水平。

全国房地产投资和开工面积提升

购置土地面积增速和新开工面积分别为24072万平方米和8.14亿平方米,增速分别为-18.7%和3.3%,虽然购置土地面积仍然处于较低的水平,但是降幅已经大大缩小;尤其是饱受大家关注的新开工面积,增速今年以来首次由负转正,显示开发商对于后市还是持有乐观的态度,积极调整开工面积。随着新开工面积的逐步增长和施工面积的加大,困扰房地产市场的房屋供应会得到一定程度的缓解,也会使房价进入一个健康增长的区间。

关注一线城市重点企业和二线城市龙头企业

09年上市公司大量预收帐款对业绩是极大的保证,新开工面积也在逐渐的回暖当中,维持对于行业**增持**的评级。

投资建议

基于我们对行业集中度将进一步加强判断,我们认为未来的机会属于资金和资源实力更强的公司,一线城市和二线城市龙头企业无疑具有更强的投资价值;对于房地产上市公司的判断还是应该回到业绩的主线,选择业绩锁定性好,公司成长性高,预收帐款较多的上市公司,以及核心城市的商业地产,主要的上市公司有万科A、保利地产、招商地产、首开股份、金融街、华业地产、信达地产、宁波富达和建发股份。

房地产

维持

增持

王康

wangkang@csc.com.cn
010-85130229

张朝晖

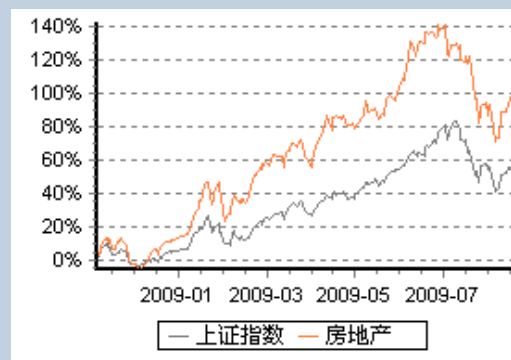
zhangzhaohui@csc.com.cn
010-85130972

陈莹

chengying@csc.com.cn
010-85130989

分析日期: 2009年11月27日

股价表现



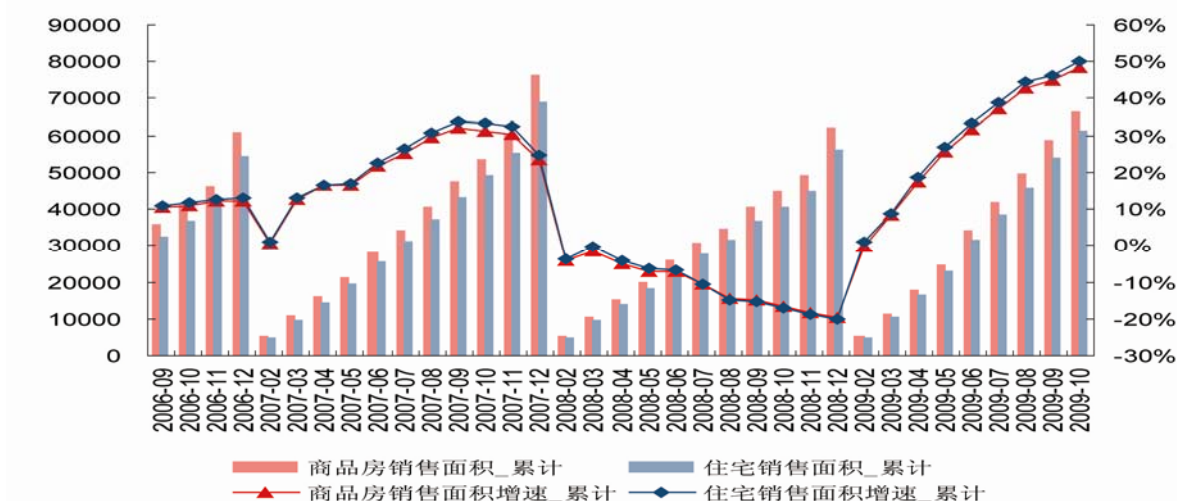
09 年 1-10 月全国房地产市场运行情况

09 年 1-10 月房地产销售火爆,销售面积及销售额分别为 66369 万平方米和 31529 亿元,同比增长 48.4%和 79.2%,已经超过 07 年的历史最高点,其中,商品住宅销售面积增长 50.1%;办公楼销售面积增长 28.2%;商业营业用房销售面积增长 32.9%。商品住宅销售额增长 84.3%,办公楼和商业营业用房销售额分别增长 43.0%和 53.7%。销售均价也连续上升,前 10 月全国商品房均价 4750 元/平方米。进入到 7 月份,销售面积环比开始下降,主要是受开发商新开工面积不足和捂盘的影响,许多大型城市新盘数量严重不足。从我们监测的主要大中城市来看,房地产市场的存量房有明显下降的趋势,开发商已经完成了去库存化的过程。从下半年开始房地产市场进入了新一轮的补库存的阶段。

10 月份,全国房地产开发景气指数为 102.03,比 9 月份提高 0.95 点。其中,商品房空置面积分类指数为 91.84,比 9 月份提高 1.51 点。10 月全国 70 个大中城市房价同比上涨 3.9%,涨幅比 9 月份扩大 1.1 个百分点;环比上涨 0.7%,涨幅与 9 月份相同。

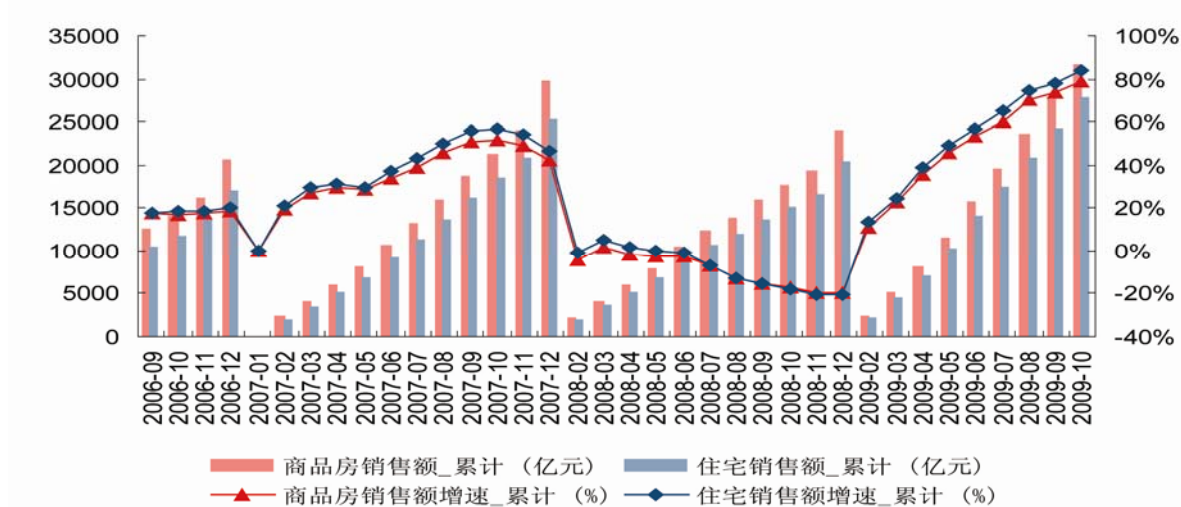
今年 1-10 月,国内房地产开发企业资金投入达 44034 亿元,同比增长 43.4%。其中,国内贷款 9119 亿元,增长 53%;利用外资 377 亿元,下降 29.6%;企业自筹资金 14320 亿元,增长 16.7%;其他资金 20218 亿元,增长 69.5%。房地产企业筹措资金渠道进一步收窄,对于银行贷款和预收账款的依赖进一步增加,这对于房地产上市公司来说,是急需改变的,因此未来房地产上市企业增发融资会驶入快车道。

图 1: 09 年前 10 月商品房和住宅销售面积



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 2：09 年前 10 月商品房和住宅销售金额



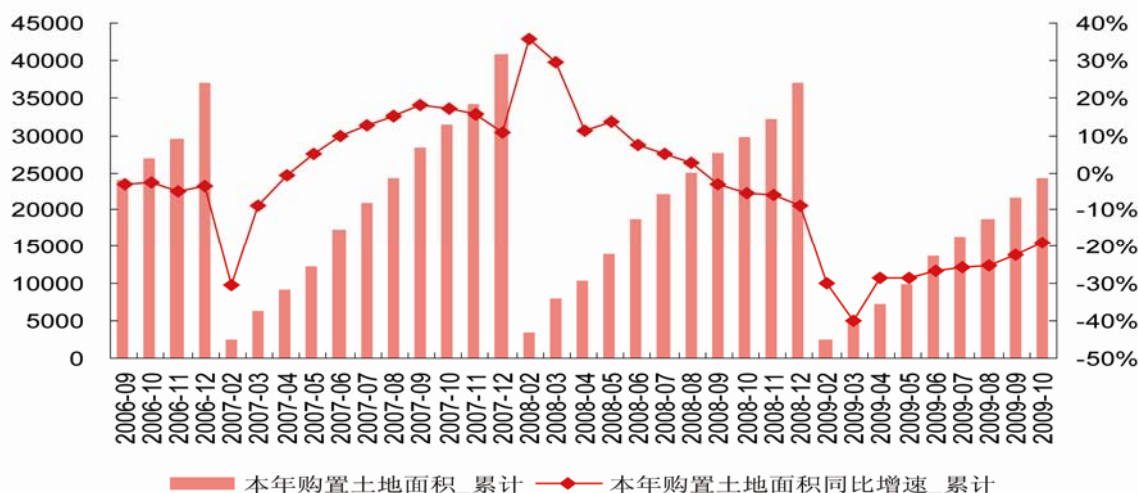
数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

虽然销售超预期大幅回升，但是由于年初大多开发商对市场判断相对谨慎，导致投资调整滞后，在 6 月份受政策调控影响，投资下滑幅度缩小。今年 1-10 月，行业投资增速同比增长 18.9%，同比增速下滑 5.7 个百分点；购置土地面积增速和新开工面积分别为 24072 万平方米和 8.14 亿平方米，增速分别为 -18.7% 和 3.3%，虽然购置土地面积仍然处于较低的水平，但是降幅已经大大缩小；尤其是饱受大家关注的新开工面积，增速今年以来首次由负转正，显示开发商对于后市还是持有乐观的态度，积极调整开工面积。

主要上市公司纷纷加大拿地力度，保利地产前 10 月新增权益建筑面积 886 万平方米，平均楼面价 3590 元/平方米；其中单 10 月就增加 301 万平方米的土地储备，显示开发商拿地的步骤在进一步加快。万科前 10 月新增权益建筑面积 678 万平方米，平均楼面价 2686 元/平方米，主要土地储备以二线城市为主。随着主要公司加大拿地力度，土地资源日益向龙头公司倾斜。

从土地供应情况来看，今年 1-10 月份全国 60 个城市共推出住宅用地 15733 公顷，同比增加 25%。住宅用地累计供应量超过去年同期水平，连续 9 个月呈增长态势。从土地成交情况来看，前 10 个月份全国 60 个城市共成交住宅用地 12843 公顷，同比增加 50%。住宅用地成交量连续 9 个月呈增长态势，且在 10 月进一步扩大。全国住宅用地供应量和成交量连续 9 个月呈增长态势，四季度是传统土地供应高峰期，预计未来两个月将迎来新一轮供地潮。但是供地的增加并不意味着房屋的增加，这还得受开发商是否囤地和房屋建设周期的影响。不过总体来说，住宅用地供应量和成交量的持续上涨表明了我国经济的良好复苏态势，也有利于我国房地产行业的持续发展。

图 3: 本年购置土地面积情况



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 4: 房地产开发投资总额

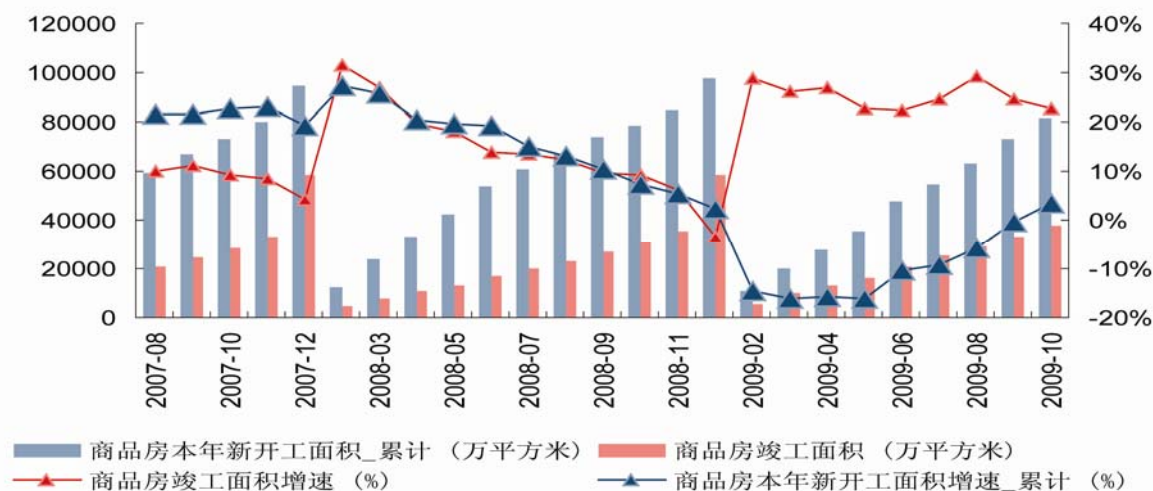


数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

房地产开发投资总额 28440 亿元，同比增长 18.9%，主要增长动力来自施工面积、竣工面积和新开工面积的大幅增长，从下图中可以看出，自 08 年以来，房地产新开工面积一路下滑，从 08 年 2 月的 27.2% 的增速下滑到 09 年 5 月的 -16.2%，09 年 6 月出现了第一次的转折。如果将新开工面积和竣工面积放在一起比较，我们可以发现二者之间存在巨大的缺口，一方面表明开发商对于后市态度的谨慎，加快其存货的周转速度；从 6 月份开始，该缺口在不断的收紧中，新开工面积始终处于稳步回升的过程，10 月份终于首次出现了正增长；另一方面也说明，如果能将房地产新开工面积进一步提升，将会大大的增加房地产开发投资总额的增速，正也是国家相关部门愿意看到的，更能带动上下游相关产业的发展。

我们认为，新开工面积的增长趋势是稳定的，11 月份后直至明年 2 季度都会是一个缓慢匀速增长的过程。

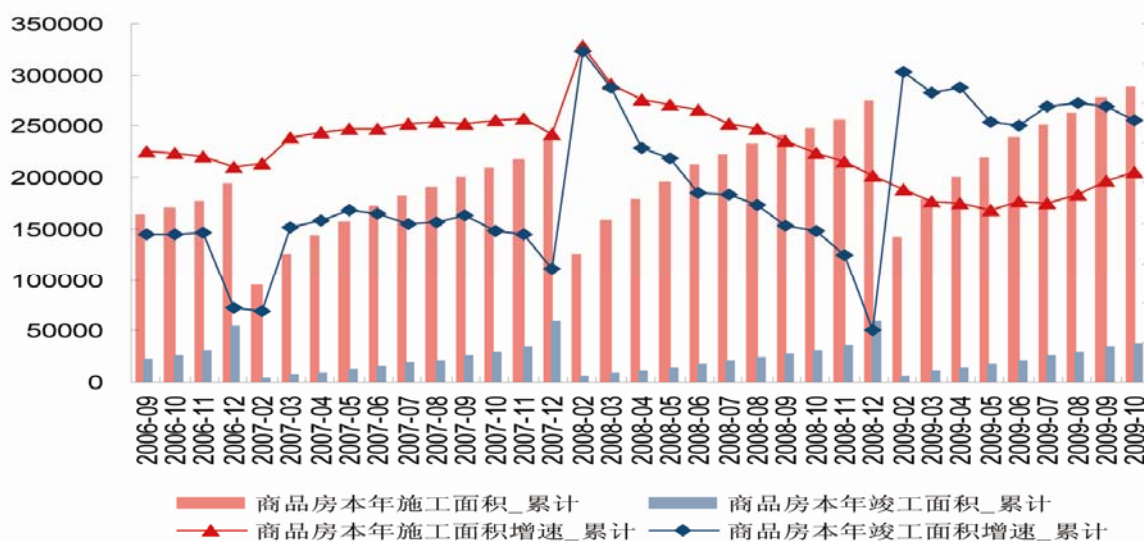
图 5：09 年前 10 月新开工面积和竣工面积



数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

与新开工面积如出一辙的是商品房的施工面积，09 年以来，商品房施工面积处于低位徘徊的状态，到 10 月份为 28.83 亿平方米，同比增长 16.4%，由 7 月开始出现了掉头向上的局面，表明开发商对于后市态度的转变，开始加大施工力度，进行再库存的过程。竣工面积 3.77 亿平方米，增速 22.3%，基本维持在较高水平。施工面积增速和竣工面积增速有着 6% 的缺口，而在 07 年-08 年竣工面积增速一直是小于施工面积的增速的。未来我们可以看到，随着新开工面积的逐步增长和施工面积的加大，困扰房地产市场的房屋供应会得到一定程度的缓解，也会使房价进入一个健康增长的区间。

图 6：09 年上半年商品房施工竣工情况



数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

09 年前 3 季度净利润同比增长 23.44%

wind 数据统计，沪深两市 91 家房地产上市公司（剔除全部 ST 公司，下同）2009 年前 3 季度实现营业收入 1416.8 亿元，同比增长 25.4%；实现归属母公司股东的净利润总额为 200 亿元，同比增长 23.44%。总体看来，房地产行业营业收入和净利润增长速度均好于上市公司整体水平。

2009 年前 3 季度房地产上市公司整体净利润 23.44% 的同比增速与 2009 年房地产销售量价齐升的现状十分吻合，符合我们对于上市公司上半年业绩的增速不高的解释，主要原因在于房地产预售制度的存在使得房地产销售和结算存在一定时间差。这从 2009 年前 3 季度预收款项的增幅大幅增长可见一斑。91 家房地产上市公司 2009 年前 3 季度共有预收款项 1853 亿元，同比增长 62.26%，预收款项的大幅增长保证了 2009 年全年甚至 2010 年和 2011 年的业绩增长。同期上市公司存货余额合计 5255 亿元，同比增长 22.15%，增幅远远小于预售账款的增幅，说明企业存货消化压力大大减小。

09 年前三季度排行前 10 名的公司营业收入总额合计 738.21 亿元，占 91 家房地产上市公司营业收入合计额的 52.1%，比 08 年同期上升 4.44 个百分点；从净利润的情况来看，09 年前三季度前 10 名公司归属母公司的净利润合计 538.68 亿元，占 91 家房地产上市公司归属于母公司的净利润合计额的 54.12%，比 08 年同期上升 3.45 个百分点。

同样，由于销售和结算时间的原因，2009 年前 3 季度房价的快速上涨在 2009 年三季报中没有体现。91 家房地产上市公司 2009 年前 3 季度销售毛利率为 36.34%，比 2008 年同期下降 2.35%。尽管如此，销售费用、管理费用和财务费用占销售收入比重的降低导致房地产上市公司营业利润率和净利率有所提高。2009 年前 3 季度，91 家房地产上市公司净利率为 15.87%。

表 1：2009 年 Q3 91 家房地产上市公司预收款项增速大于净利润增速

	2007	2008H	2008	2009H	2009Q3
销售毛利率	35.19%	38.51%	36.16%	35.90%	36.34%
销售净利率	12.69%	14.59%	12.17%	14.36%	15.87%
销售费用/营业收入	3.22%	3.50%	3.53%	3.11%	3.43%
管理费用/营业收入	5.02%	5.73%	5.09%	4.88%	5.01%
三项费用/营业收入	9.86%	11.15%	10.66%	10.14%	10.68%
所得税/利润总额	29.77%	25.63%	24.99%	24.96%	25.69%
投资收益/利润总额	15.13%	13.07%	15.41%	13.43%	13.58%
净资产收益率	11.04%	5.23%	9.68%	4.82%	6.73%
营业收入增长率		37.44%	12.56%	11.30%	17.01%
营业利润增长率		51.76%	2.63%	13.35%	25.26%
净利润增长率		57.95%	7.99%	9.58%	23.44%
预收帐款增长率		45.36%	-5.65%	31.03%	66.26%

数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

有息负债率降低，获取现金能力增强

2009 年三季报资产负债表日，91 家房地产上市公司资产负债率为 64.79%，比 2008 年 12 月 31 日 62.38% 的负债率有所提高，主要原因在于预收款项的增长。扣除预收款项后，91 家房地产上市公司的有息负债率为 45.17%，低于 2008 年 12 月 31 日的 50.67%。总资产中，存货比重由 2008 年 12 月 31 日的 59.18% 下降到 55.86%，货币资金比重由 2008 年 12 月 31 日的 13.7% 增长到 17.86%。这进一步说明了 2009 年前 3 季度的房地产销售形势良好。良好的销售状况增强了房地产上市公司获取现金的能力。2009 年前 3 季度，91 家房地产上市公司每股经营活动现金净流量出现近两年来的首次正值，为每股 0.52 元。每股现金净流量为 0.83 元，达到近两年的最高值。房地产上市公司资金状况大为改观。

表 2：2009 年前 3 季度 91 家房地产上市公司有息负债率降低

	2007H	2007	2008H	2008	2009H
资产负债率	63.21%	61.67%	62.58%	62.38%	63.35%
有息负债率	46.97%	46.03%	47.96%	50.67%	47.53%
流动比率	0.80	0.77	0.76	0.76	0.77
速动比率	2.39	2.29	2.60	2.71	2.39
存货/总资产	52.58%	53.67%	58.17%	59.18%	55.86%
货币资金/总资产	14.53%	15.00%	13.57%	13.70%	17.86%
预收款项/流动负债	35.18%	34.21%	32.70%	26.20%	35.30%
短期借款/流动负债	22.66%	19.72%	20.91%	18.93%	16.28%

数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

表 3：2009 年前 3 季度 91 家房地产上市公司获取现金能力增强

单位：元

	2007	2008H	2008	2009H	2009Q3
每股经营活动现金净流量	-0.400	-0.253	-0.297	0.271	0.52
每股现金净流量	0.213	0.110	0.176	0.392	0.83

数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

表 4：已完成增发公司

名称	发行方式	发行价格	发行数量(万股)	募集资金合计(亿元)
新湖中宝	定向	3.85	56,255.2311	21.66
金地集团	定向	14.00	30,257.1429	42.36
首开股份	定向	13.96	33,995.0000	47.46
保利地产	定向	24.12	33,167.4958	80.00
中南建设	定向	7.82	47,802.9484	37.38
鑫茂科技	定向	7.71	2,859.1037	2.20
美都控股	定向	5.31	17,100.0000	9.08
世茂股份	定向	12.05	69,224.0000	83.41
云南城投	定向	15.18	13,175.0000	20.00

数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

表 5：未完成增发公司

名称	方案进度	发行方式	增发数量(万股)	增发价格下限
滨江集团	董事会预案	定向	15,000.00	13.78
万科 A	董事会预案	网上网下定价	87,961.68	
中国宝安	董事会预案	定向	10,000.00	11.17
旭飞投资	董事会预案	定向	13,395.00	9.26
天业股份	董事会预案	定向	2,699.39	8.15
合肥城建	董事会预案	定向	4,500.00	
中航地产	董事会预案	定向	24,816.38	8.89
华丽家族	董事会预案	定向	10,000.00	13.25
华业地产	股东大会通过	定向	30,000.00	7.26
道博股份	股东大会通过	定向	3,129.44	
海泰发展	股东大会通过	定向	12,924.51	
招商地产	股东大会通过	定向	20,000.00	28.12
ST 中润	董事会预案	定向	13,000.00	7.47
大龙地产	股东大会通过	定向	7,000.00	11.33
苏宁环球	股东大会通过	定向	38,000.00	13.40
阳光城	股东大会通过	定向	7,500.00	21.58
中南建设	股东大会通过	定向	8,000.00	15.47
ST 东源	股东大会通过	定向	91,352.64	
世茂股份	股东大会通过	定向	15,000.00	13.81
新湖中宝	股东大会通过	定向	30,000.00	10.19
刚泰控股	董事会预案	定向	5,800.00	8.36
ST 兴业	董事会预案	定向	18,600.00	6.98
广宇集团	股东大会通过	定向	12,500.00	7.22
莱茵置业	股东大会通过	定向	12,500.00	5.96
浙江广厦	董事会预案	定向	18,000.00	7.94
华侨城 A	股东大会通过	定向	48,638.99	
中天城投	股东大会通过	定向	18,800.00	8.33
深振业 A	股东大会通过	定向	15,000.00	7.62
天保基建	证监会批准	定向	27,930.00	8.87
荣盛发展	证监会批准	定向	15,000.00	6.71
鑫茂科技	证监会批准	定向	8,355.65	6.94

数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

投资主线和建议

2010 年上半年，由于对于宏观经济向好的趋势需要进一步确认，我们认为不会出现大的针对房地产行业的利空政策，目前的政策以维持稳定为主，由于新开工面积处于逐步回升的阶段，自 09 年下半年开始有较多的新盘供应市场，但是仍然处于行业平均值以下，远未达到供大于求的状态，因此房价存在进一步上涨的空间。到 2010 年下半年，国家宏观经济复苏稳健，开始调结构治理通胀，出台更进一步的房地产调控措施，由此打压房价和资产泡沫。

基于我们对行业集中度将进一步加强判断，我们认为未来的机会属于资金和资源实力更强的公司，一线城市和二线城市龙头企业无疑具有更强的投资价值；对于房地产上市公司的判断还是应该回到业绩的主线，选择业绩锁定性好，公司成长性高，预收账款较多的上市公司。

1. 行业龙头公司

基于我们对于行业整体看好的判断，我们认为还是要超配行业里的龙头公司（万科 A，保利地产，招商地产和金地集团），这部分上市公司 09 年销售业绩良好，预收账款累计较多，新增土地储备丰厚，现金充裕，具有较强的扩张能力，其土地和资金均能支持其高速发展的要求。在这一轮房地产的触底反弹中，万科 A，保利集团，招商地产和金地集团均表现出了很强的行业调控能力和销售能力，营业收入和净利润增幅均远远大于行业平均水平，显示出这一轮的房地产回暖让龙头公司获得了更高的成长性。在我们对行业市值前 10 位公司的统计当中，其营业收入，净利润和预售账款所占整个上市公司的比重也在不断的加强。行业前 10 位市值的公司归属母公司的净利润占到了整个行业净利润的 54.12%。

2. 布局二线城市及其他重点公司

从我们对于全国 70 个大中城市监控来看，二线城市在此轮的销售火爆中房价整体涨幅是落后于一线城市的，二线城市受土地供应制约较小，房价及需求存在进一步上涨的空间，并且主要公司也纷纷加大自己在二线城市拿地的力度。万科前 10 月新增权益建筑面积 678 万平方米，平均楼面价 2686 元/平方米，主要土地储备以二线城市为主。主要上市公司有苏宁环球，建发股份，宁波富达，华业地产。

3. 核心城市商业地产

随着我国经济向好趋势的确立，商业地产作为经济复苏最直接的受益者也是我们所关注的。同时由于 REITs（房地产信托投资基金）的即将推出，为普通投资者投资商业地产提供了渠道，同时也为商业地产的持有人提供了退出渠道。

风险提示

1. 成交量和房价是影响公司业绩和股价的主要因素，由于政策和消费者购买预期调整，可能会造成成交量和房价大幅波动。

2. 我国房地产市场历来是政策型的市场，政策是影响房地产市场最重要的外部因素，若政策调整出现大幅度变化，则会导致房地产进入新一轮的滞涨。

表 6：主要房地产上市公司业绩及估值

元，股价为 11 月 27 日收盘价

股票代码	公司简称	RNAV	EPS				PE		PB	股价	每股净资产	评级
			08A	09E	10E	11E	09E	10E				
000002	万科 A	9.4	0.37	0.54	0.7	0.84	20.9	16.1	2.9	11.27	3.87	增持
600048	保利地产	20.22	0.91	0.92	1.15	1.36	26.5	21.2	3.7	24.37	6.64	增持
000024	招商地产	26.23	0.72	1.15	1.44	2.22	26.3	21.0	3.3	30.2	9.12	增持
600383	金地集团	12	0.5	0.6	0.72	0.88	25.1	20.9	2.7	15.08	5.64	增持
600724	宁波富达	9.44	0.11	0.2	0.54	1.09	53.3	19.7	6.6	10.66	1.62	买入
600657	信达地产	8.34	0.49	0.57	0.66	0.86	20.2	17.4	3.8	11.5	3.03	增持
600153	建发股份	11.24	0.5	0.55	0.6	0.66	20.7	19.0	3.3	11.4	3.43	买入
600240	华业地产	7.8	0.15	0.21	0.35	0.41	42.0	25.2	2.6	8.83	3.4	增持
000667	名流置业	8.86	0.23	0.31	0.4	0.5	30.6	23.7	2.7	9.49	3.56	增持
600376	首开股份	15.99	0.7	0.9	1.28	1.45	25.3	17.8	3.0	22.78	7.63	增持
000402	金融街	11.16	0.42	0.61	0.69	0.72	22.1	19.5	2.2	13.46	6.07	增持
000031	中粮地产	5.77	0.08	0.13	0.14	0.14	97.2	90.2	7.1	12.63	1.79	中性
000006	深振业 A	9.04	0.3	0.56	0.71	0.85	22.3	17.6	3.4	12.48	3.72	中性
000043	中航地产	16.16	0.13	0.29	0.59	0.67	60.6	29.8	2.3	17.58	7.51	中性
600067	冠城大通	8.38	0.28	0.43	0.92	1.68	37.3	17.4	6.3	16.02	2.56	中性
000514	渝开发	6.7	0.2	0.33	0.4	0.54	45.7	37.7	4.7	15.08	3.23	中性

分析师介绍

王康, 陈莹, 张朝晖, 房地产行业分析师

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn
丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn
张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn
朱律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn
严非 (021) 68805033 yanfei@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohai@csc.com.cn
任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn
张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益, 珍视公司利益, 珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准, 追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养, 强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神, 发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话: (8610) 8513-0588
传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8621) 6880-5588
传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料, 但我公司及研究人员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, 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, 可能会随时调整。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, 不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下, 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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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, 须注明出处为中信建投证券研究发展部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。