

全年资金基本无忧

—— 09 年年报及 10 年一季报分析

我们跟踪分析了 81 家 A 股房地产企业 09 年年报和 10 年一季报情况。

研究结论

- **现金支出加快，但资金面仍为宽裕：**进入 2010 年，地产公司继续回补库存，但得益于前期积累大量资金，截至一季度末，81 家地产上市公司现金/总资产和现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）依旧维持在 17%和 121%高位，资金面仍为宽裕。
- **全年资金基本无忧：**在一系列假设条件下，我们测算得出至 2010 年末，81 家地产上市公司现金/总资产和现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）分别为 13.2%和 90%，其中现金/总资产比例与 08 年最低水平基本相当，而现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）比例还是远高于 08 年水平。全年资金基本无忧。
- **预收款同比大增，保障全年业绩收入：**09 年全年，营业收入和预收款同比增速分别达到了 32%和 106%，其中预收款同比增速更是创出了近四年最高水平。进入 10 年一季度，预收款增速略有回落，但仍达到 89%水平。作为对预收款的滞后反映，营业收入同比增速达到了 81%。在预收款的充分保障下，预计 2010 年地产公司收入同比出现高增长基本无忧，但很难达到一季度 81%高位，原因有二：1) 一季度超高增长部分原因在于去年一季度的低基数；2) 楼市调整将减少地产公司未来几个月的预售状况，地产公司存在平滑业绩需要。
- **毛利率止跌回升：**由于结算地价上升和 08 年市场调整，81 家地产上市公司平均毛利率在 08 年一季度达到顶点后就进入了下行通道，毛利率水平从 41.8%下降至 09 年的 35.1%。09 年市场大幅回暖，各地房价再次出现较大幅度的上涨，随着这些项目陆续进入结算，10 年一季度毛利率止跌回升至 38.8%。我们预计毛利率上行趋势在今年有望继续保持，但今年市场的调整又将削弱明年地产公司的毛利率水平。
- **费用控制持续向好：**在市场疲软的 08 年，地产公司加大了成本费用控制，且在市场回暖的 09 年继续得以保持。81 年地产上市公司 09 年三费合计为 9.29%，低于 07 年和 08 年水平，特别是管理费用率处于连续下降态势。10 年一季度三费合计 9.85%，也要低于 08 年和 09 年一季度水平。
- **净利润增速同比飙升：**毛利率的上升和费用的控制共同推升了地产公司的盈利水平，今年一季度 81 年地产公司的平均净利率水平为 13.9%，较去年略有提升。加上营业收入的高增长，2010 年一季度归属母公司净利润同比增速达到 106%，已超过 06 和 07 年高位。和收入增速相同，净利润出现高增长的部分原因也在于去年一季度的低基数，加上平滑业绩需要，预计今年全年利润增速将低于一季度水平，但净利率有望继续上行。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

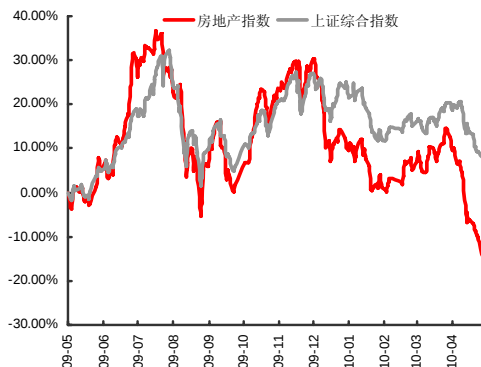
行业

房地产

报告日期

2010 年 05 月 10 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-27

-19

-18

相对表现 (%)

-12

-11

-21

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS(E)	10 EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
万科	0.58	0.78	1.05	7.22	增持
保利地产	1.07	1.37	1.72	10.61	买入
金地集团	0.52	0.63	0.83	6.02	买入
招商地产	1.30	1.70	2.23	15.74	买入
华侨城 A	0.82	1.14	1.51	11.35	买入
苏宁环球	0.89	1.23	1.64	8.05	买入
栖霞建设	0.36	0.51	0.71	5.24	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、预收款同比大增，保障全年业绩收入	3
二、毛利率上升和费用控制共同提升公司的盈利能力	3
1、毛利率止跌回升	3
2、费用控制持续向好	4
3、净利润增速同比飙升	5
三、全年资金基本无忧	5
1、现金支出加快，但资金面仍为宽裕	5
2、全年资金基本无忧	6

图表目录

图 1：营业收入和预收款同比增速走势	3
图 2：2010 年一季度毛利率止跌回升	4
图 3：2007-2009 年三项费用率走势	4
图 4：2008-2010 年一季度三项费用率走势	4
图 5：2006 年以来净利率走势	5
图 6：2010 年一季度归属母公司净利润增速飙升	5
图 7：2007 年以来经营性现金收支情况	6
图 8：2006 年以来存货和预收款同比增速情况	6
图 9：2006 年以来剔除预收款后的资产负债率走势	6
图 10：2006 年以来现金状况	6
图 11：地产公司资金状况测算	7

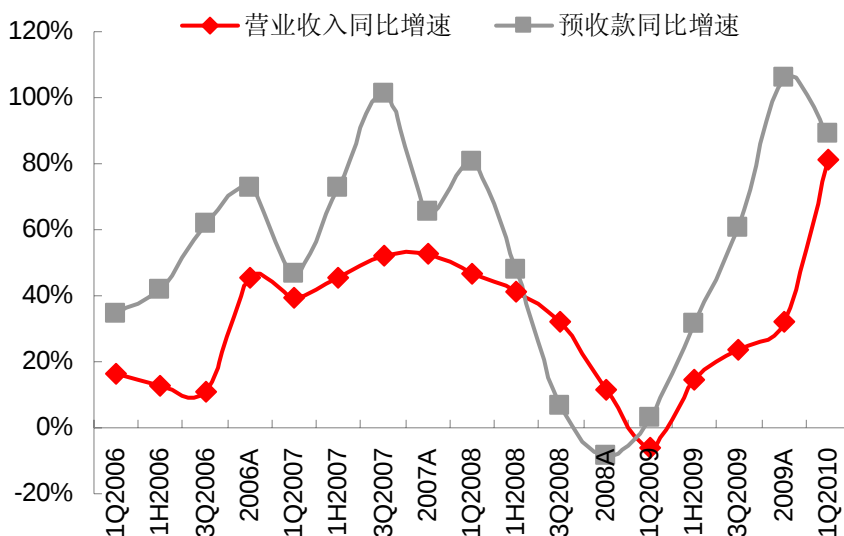
我们跟踪分析了 81 家 A 股房地产企业 09 年年报和 10 年一季度情况。

一、预收款同比大增，保障全年业绩收入

受益 09 年市场骤然回暖，81 家上市房企预收款同比增速从 09 年一季度开始触底回升，相应的营业收入也从 09 年中期开始重返正增长。09 年全年，营业收入和预收款同比增速分别达到了 32% 和 106%，其中预收款同比增速更是创出了近四年最高水平。

进入 10 年一季度，预收款增速略有回落，但仍达到 89% 水平。作为对预收款的滞后反映，营业收入同比增速达到了 81%。在预收款的充分保障下，预计 2010 年地产公司收入同比出现高速增长基本无忧，但很难达到一季度 81% 高位，原因有二：1) 一季度超高增长部分原因在于去年一季度的低基数；2) 楼市调整将减少地产公司未来几个月的预售状况，地产公司存在平滑业绩需要。

图 1：营业收入和预收款同比增速走势



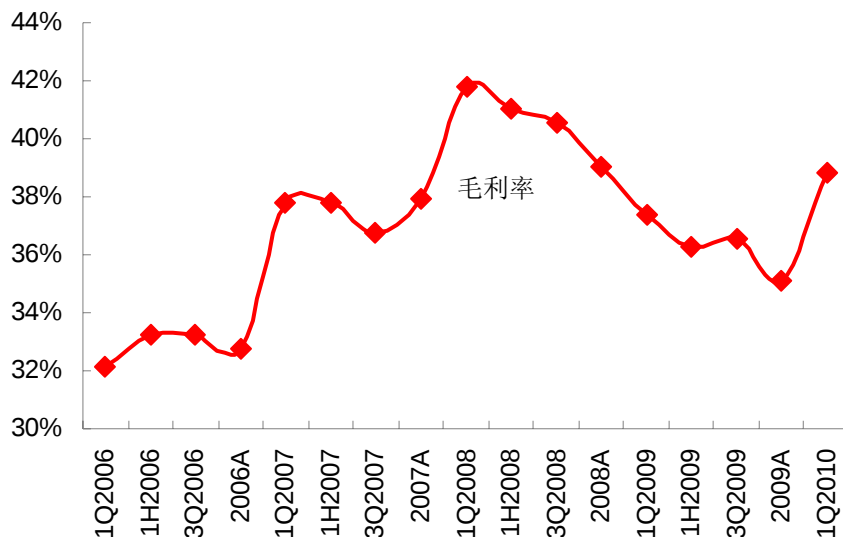
数据来源：WIND，东方证券研究所

二、毛利率上升和费用控制共同提升公司的盈利能力

1、毛利率止跌回升

由于结算地价上升和 08 年市场调整，81 家地产上市公司平均毛利率在 08 年一季度达到顶点后就进入了下行通道，毛利率水平从 41.8% 下降至 09 年的 35.1%。09 年市场大幅回暖，各地房价再次出现较大幅度的上涨，随着这些项目陆续进入结算，10 年一季度毛利率止跌回升至 38.8%。

我们预计毛利率上行趋势在今年有望继续保持，但今年市场的调整又将削弱明年地产公司的毛利率水平。

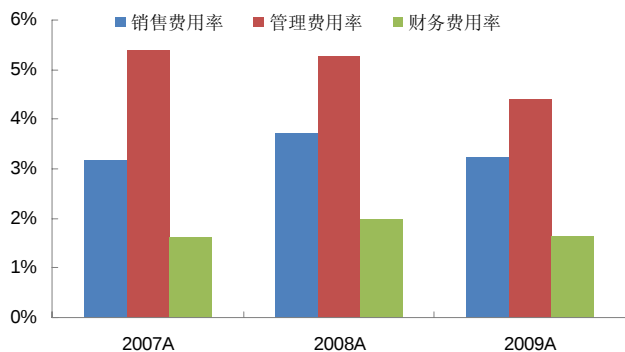
图 2：2010 年一季度毛利率止跌回升


数据来源：WIND，东方证券研究所

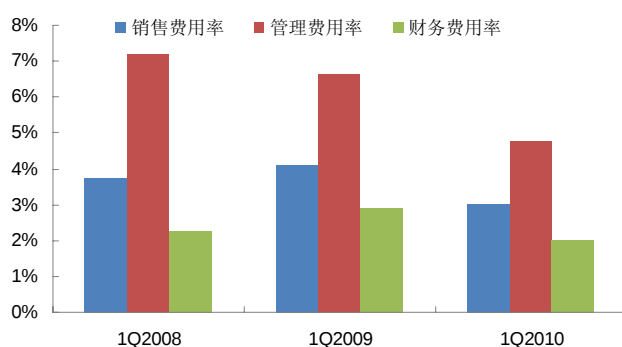
2、费用控制持续向好

在市场疲软的 08 年，地产公司加大了成本费用控制，且在市场回暖的 09 年继续得以保持。81 年地产上市公司 09 年三费合计为 9.29%，低于 07 年和 08 年水平，特别是管理费用率处于连续下降态势。10 年一季度三费合计 9.85%，也要低于 08 年和 09 年一季度水平。

在土地成本大幅上升后，地产公司的盈利水平受到极大压制，费用控制的作用开始得到体现，预计地产公司在未来将持续加大力度控制费用的支出。

图 3：2007-2009 年三项费用率走势


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 4：2008-2010 年一季度三项费用率走势


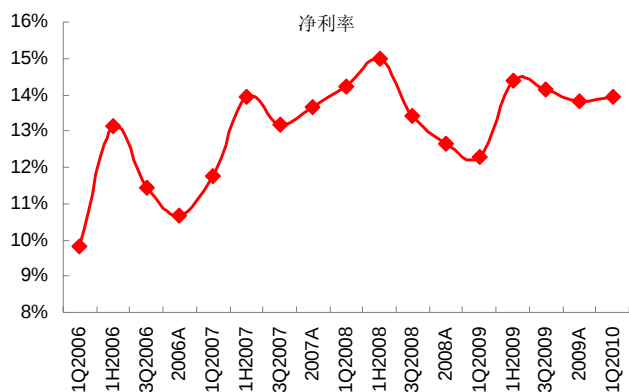
数据来源：WIND，东方证券研究所

3、净利润增速同比飙升

毛利率的上升和费用的控制共同推升了地产公司的盈利水平，今年一季度 81 家地产公司的平均净利率水平为 13.9%，较去年略有提升。加上营业收入的高增长，2010 年一季度归属母公司净利润同比增速达到 106%，已超过 06 和 07 年高位。

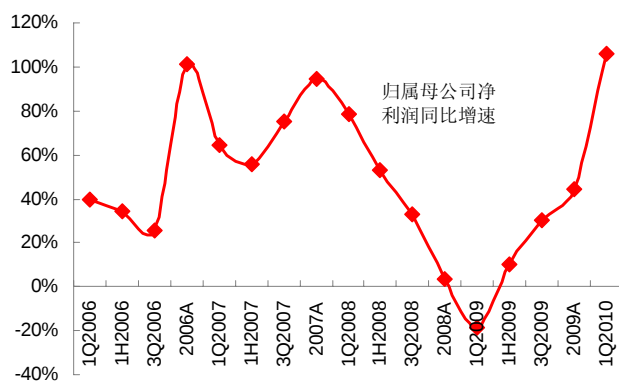
和收入增速相同，净利润出现高增长的部分原因也在于去年一季度的低基数，加上平滑业绩需要，预计今年全年利润增速将低于一季度水平，但净利率有望继续上行。

图 5：2006 年以来净利率走势



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 6：2010 年一季度归属母公司净利润增速飙升



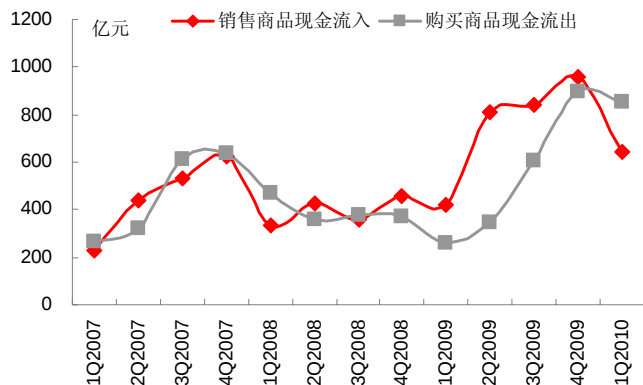
数据来源：WIND，东方证券研究所

三、全年资金基本无忧

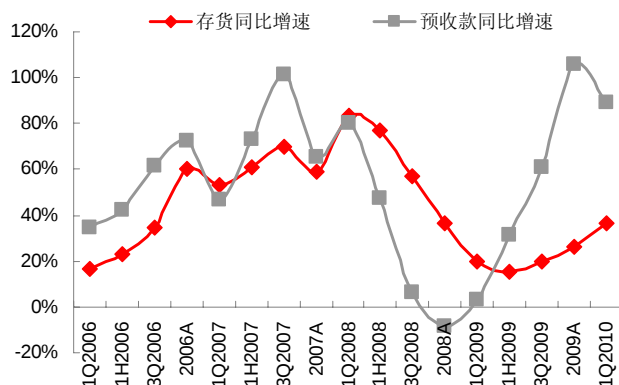
1、现金支出加快，但资金面仍为宽裕

由于 08 年市场疲软积累了大量的存货，所以在 09 年市场回暖后，地产公司并未急于增加库存，直到 09 年三季度，购买商品现金流出才开始加快，与之对应的是，存货同比增速也触底回升。

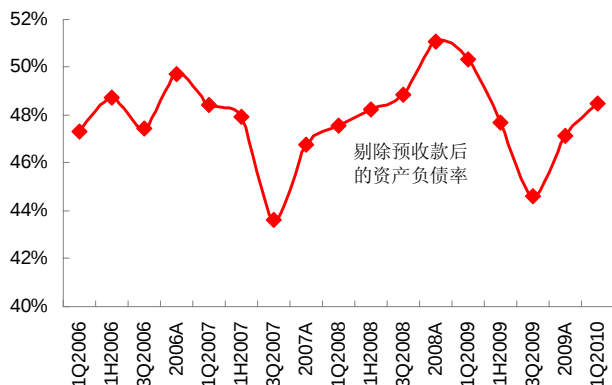
进入 2010 年，地产公司继续回补库存，但得益于前期积累大量资金，截至一季度末，81 家地产上市公司现金/总资产和现金/(短期借款+应付账款+一年内到期长期负债)依旧维持在 17%和 121%高位，资金面仍为宽裕。

图 7：2007 年以来经营性现金收支情况


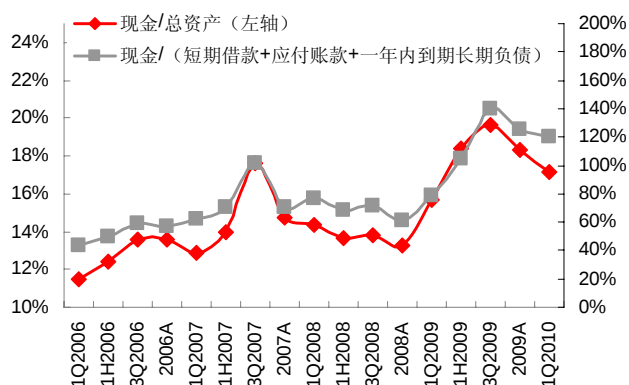
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 8：2006 年以来存货和预收款同比增速情况


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 9：2006 年以来剔除预收款后的资产负债率走势


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 10：2006 年以来现金状况


数据来源：WIND，东方证券研究所

2、全年资金基本无忧

截至 2010 年一季度末，81 家地产公司货币资金余额为 1630 亿，我们从现金/总资产和现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）两个角度出发来测试地产公司今年的资金状况。

我们的假设条件是：2010 年总资产同比增长为 30%；2010 年“短期借款+应付账款+一年内到期长期负债”同比增长 30%；2010 年 81 家企业购买商品现金支出与 09 年持平，为 2116 亿元；2010 年二至四季度每季销售商品现金流入 400 亿元；经营性活动外现金收支相抵。

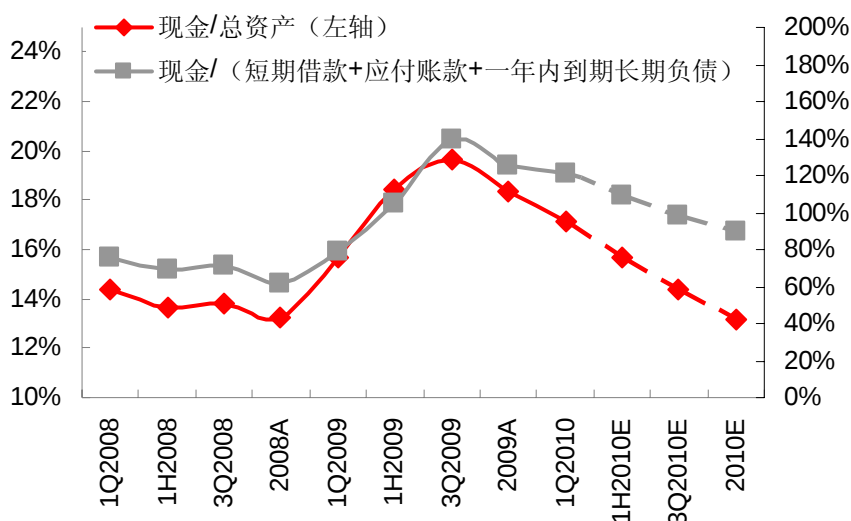
假设条件中，资产和负债增速与 08 年基本相当，2010 年二至四季度销售商品现金流入也与 08 年基本持平。

根据测试，我们得出至 2010 年末，81 家地产上市公司现金/总资产和现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）分别为 13.2%和 90%，其中现金/总资产比例与 08 年最低水平基本相当，而现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）比例还是远高于 08 年水平。

从 08 年经验来看，经营性活动外现金收支相抵是一个相对谨慎的假设，实际情况往往是筹资活动现金流入会超过投资活动产生的现金支出，所以在其它假设条件成立的情况下，地产公司最终的资金状况要好于我们的模拟结果。

政府收紧政策虽然直接打击了楼市的成交，但政策的提前出台又让开发商略显从容。开发商策略性降价是一种常规的营销手段，在恒大高调宣布降价促销后，预计也会有开发商跟进。从资金面状况来讲，今年要明显好于 08 年，年内较难出现开发商因资金链吃紧而被迫降价的情况。

图 11：地产公司资金状况测算



数据来源：WIND，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn