

推荐（维持）

房地产行业2010年半年报财务指标分析

2010年9月3日

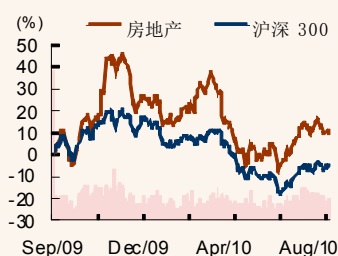
上证指数 2656

行业规模

		占比%
股票家数（只）	118	7.2
总市值（亿元）	8874	4.0
流通市值（亿元）	7152	5.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.3	-0.9	-3.7
相对表现	2.0	7.0	14.2



相关报告

1、《房地产行业半年报前瞻》
2010/07/05

贾祖国

010-57601862
jjazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

洪俊骅
021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

房地产行业上市公司的 2010 年中报披露已经全部结束，很多投资者都关心整个行业的财务数据有没有发生根本变化，对此我们特地撰写了房地产行业的半年报财务分析，供投资者参考。

- **财务相对指标有指导意义，绝对指标仅供参考：**我们认为房地产行业的绝对指标，比如资金、预收账款等，对实际的投资参考意义不大；而相对指标，比如现金总资产比率、预收账款总资产比率、存货总资产比率等可以反映公司的资产增长相对公司规模的一个相对变化，可以更加好的反映公司未来的发展趋势；
- **房地产行业平均财务情况较好：**本文选取了 WIND 证监会类房地产开发行业分类中所有的 110 家上市公司作为分析，我们认为房地产板块整体而言货币资金较为充裕，预收账款保障性也较高；目前地产公司平均存货比率比 2007 年有所上升，未来供应相对充足，不会出现短缺。只要行业不会出现大拐点，那么我们认为房地产行业存货保持在资产的 50%以上、权益的 1.5 倍以上是比较合理的；行业短期内不太会出现企业破产情况，但目前净负债率已经有所上升，需要引起我们的重视；
- **我司覆盖的 33 家重点公司财务情况明显优于行业平均水平：**我司覆盖的 33 家重点地产公司资金使用效率较高，预收账款保障性明显高于行业水平；存货水平高于行业，未来供应十分充足；短期内基本不会出现破产风险，但由于重点公司杠杆化程度普遍较高，加上再融资受限，导致净负债率高于行业平均水平，需要我们持续关注；
- **投资建议：**房地产板块经历了前期的较大幅度上涨后，目前估值已经相对合理。建议投资者关注商业地产类股票（如中国国贸）的投资机会。维持行业推荐的投资评级。

1、行业整体数据

绝对指标

我们认为行业的绝对财务指标可以在一定程度上反映行业财务情况,但该数据没有考虑数据相对资产(或者权益)的变动情况,所以只能在一定程度上可以作为投资者的参考。

本文选取了 WIND 证监会类房地产开发行业分类中所有的 110 家上市公司的平均指标来分析,我们并没有对经济效益较差的公司做剔除处理,主要是为了保持数据的整体合理性、可研性。

图 1: 货币资金(单位: 亿元)

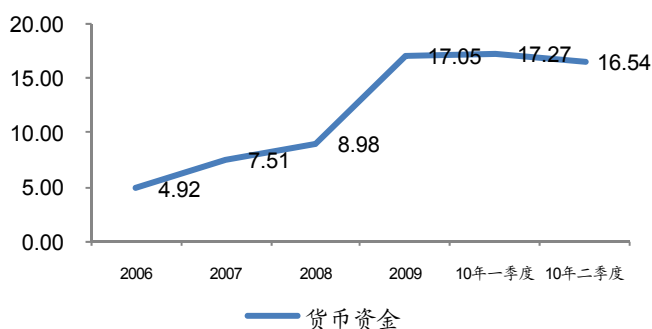
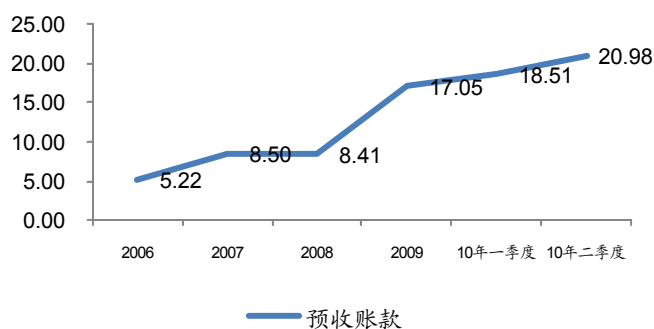


图 2: 预收账款(单位: 亿元)



资料来源: WIND、招商证券研究发展中心

从行业整体绝对指标来看,2010 年半年度行业的货币资金在一季度上升之后有所下降,目前的平均水平 16.4 亿元略低于 2009 年底的水平,但仍然大幅度高于 2007 年和 2008 年的平均水平。行业的预收账款呈现逐年上升的水平,截止目前的平均余额为 20.98 亿元,一方面显示出了房价仍然在整体上涨,另外一方面也显示出了销售依然相对乐观。这个指标可以和后文的相对指标相互比较。

我们没有列举资产负债率等数据,主要是由于部分公司数据导致整个行业数据失真。

相对指标

我们认为相对指标可以更加有效的反映行业的整体运营情况,相对指标考虑了资金、预收账款等相对资产(或者权益)的变化,客观的反映了公司的资产质量。

资金及预收账款情况

图 3: 现金占总资产比率

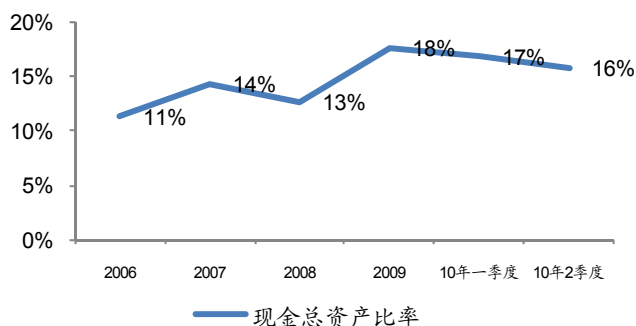
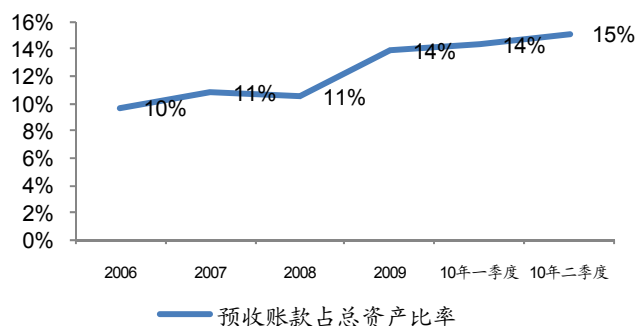


图 4: 预收账款占总资产比率



资料来源: WIND、招商证券研究发展中心

从行业整体数据来看，现金占总资产的比例最近两个季度有所下降，从年初的 18% 降到了 16%，但仍然高于 2007 年、2008 年的 0.13 与 0.14。显示目前行业上市公司现金仍然较为宽裕。

预收账款占总资产比率最近一个季度其实是在上升，目前达到了 15%。高于 2009 年底的 14%，也远远高于 2007 年、2008 年的 11%。

结论：目前地产行业总体而言现金情况良好，预收账款保障性也较高。

存货情况

图 5：存货总资产比率

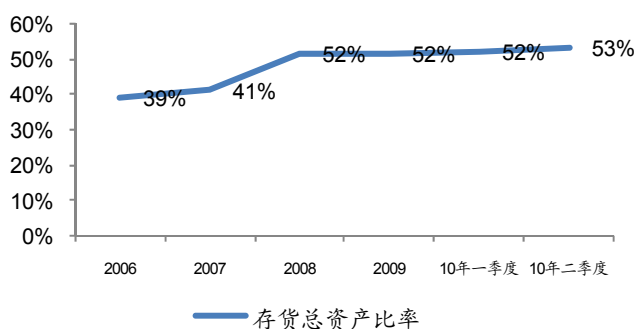
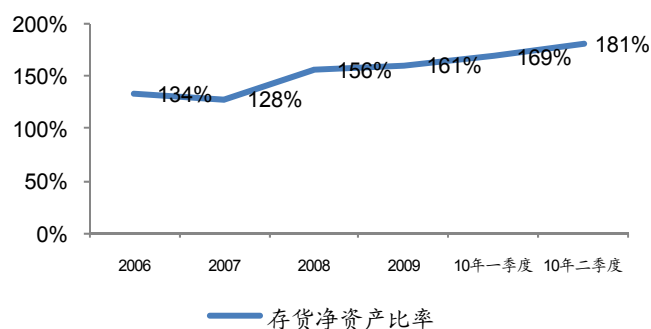


图 6：存货净资产比率



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

从行业看，存货总资产比率在最近一个季度上升了 1 个百分点，达到 53%，该比率已经连续两年没有发生变化；而存货净资产比率最近几年实质上是在上升。

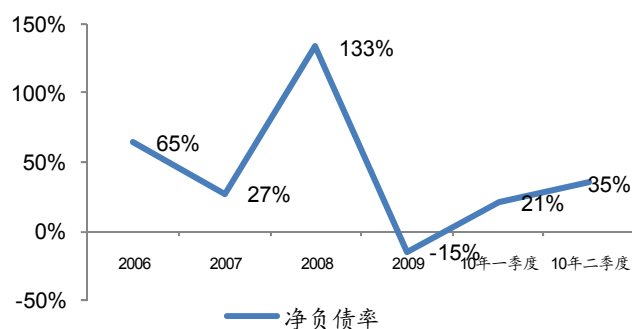
该数据表明地产公司存货比率比 2007 年有所上升，也可以看出未来供应还是相对充足的，不会出现短缺。只要行业不会出现大拐点，那么我们认为房地产行业存货保持在资产的 50% 以上、权益的 1.5 倍以上是比较合理的。

财务安全性

图 7：货币资金与短期借款+一年内到期长期借款比率



图 8：净负债率



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

货币资金与短期借款+一年内到期长期借款比率来看，目前的数据从一季度的高点有所下滑，接近 2009 年底的水平，但远远高于 2007 年与 2008 年的水平，可以看出短期内行业公司无法偿还短期贷款的风险很低。

从净负债率（剔除预收账款）上看，地产行业的上市公司净负债率有所提高，已经从 2009 年的 -15% 转正变为 35%，我们的理解是地产公司的再融资全面收紧，无法获得权益性融资导致行业净负债率有所上升，目前该数值比起 2008 年的 133% 还有很大差距，

但如果继续上升，理该引起我们的警惕。

2、招商证券覆盖重点公司数据分析

绝对指标

样本为招商证券重点覆盖的 33 家上市公司的平均数据，我们剔除了龙元建设以及世联地产两家上市公司，前者是因为没有完成转型，目前还是建筑类公司，而后者是轻资产的服务类公司，不具有地产公司的一般财务属性。

图 9：货币资金(单位：亿元)

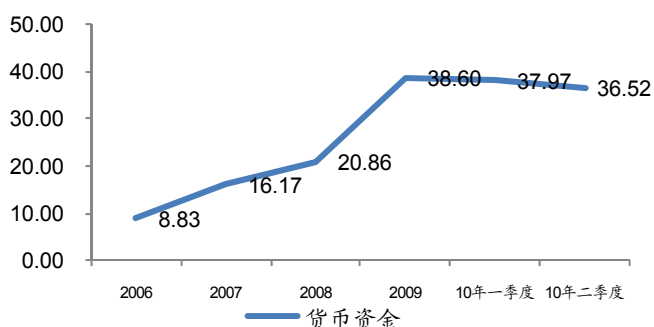
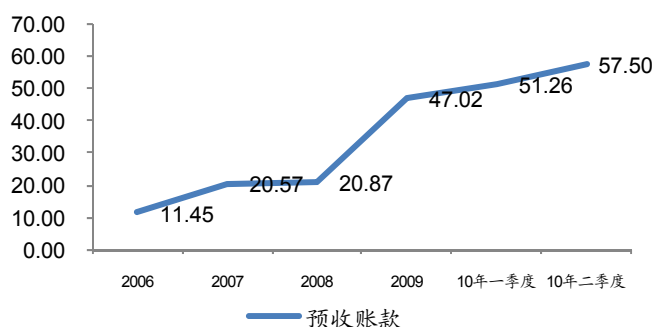


图 10：预收账款(单位：亿元)



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

从重点公司的绝对指标来看，2010 年半年度行业的货币资金在一季度上升之后有所下降，目前的均值为 36.52 亿元，低于 2009 年底水平，但仍然大幅度高于 2007 年和 2008 年的水平。预收账款呈现逐年上升的水平，目前的均值为 57.5 亿元。一方面显示出了房价仍然在整体上涨，另外一方面也显示出了销售依然相对乐观，重点公司的销售情况优于行业平均水平。这个指标可以和后文的相对指标相互比较。

总的来说，重点公司上述两个指标都与行业的整体情况相似。但优质公司的资金以及预收账款的绝对水平显然都高于行业的平均水平。

相对指标

我们认为相对指标可以更加有效率的反映行业的整体运营情况，相对指标考虑了资金、预收账款等相对资产(或者权益)的变化，客观的反映了公司的资产质量。

资金及预收账款情况

图 11：现金占总资产比率

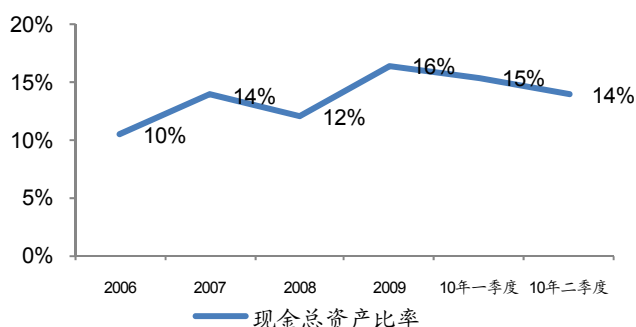
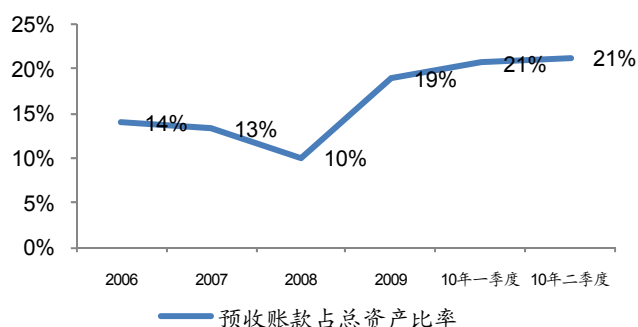


图 12：预收账款占总资产比率



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

从我们覆盖的重点公司的数据来看，现金占总资产的比例最近两个季度有所下降，从年

初的 16%降到了 14%，目前达到 2007 年的水平。和行业平均水平比较，大概低了 2 个百分点。显示目前行业上市公司现金相对行业平均水平来说要略显紧张，但另外一方面也说明重点公司的资金使用效率较高。

预收账款占总资产比率最近一个季度没有发生变化，目前达到了 21%，高于行业公司 6 个百分点，和往期比较，高于 2009 年底的 19%，也远远高于 2007 年、2008 年的水平。

结论：目前地产重点公司总体而言现金情况仍然较好，资金使用效率较高，预收账款保障性显著高于行业平均水平。

存货情况

图 13: 存货总资产比率

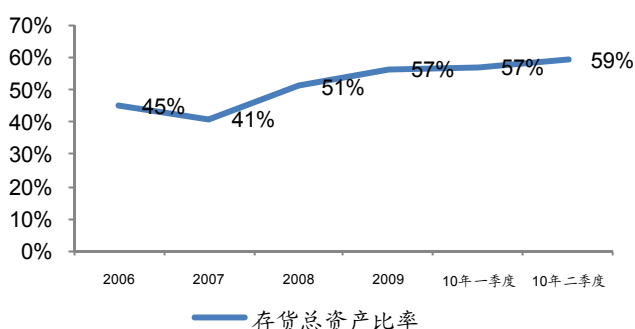
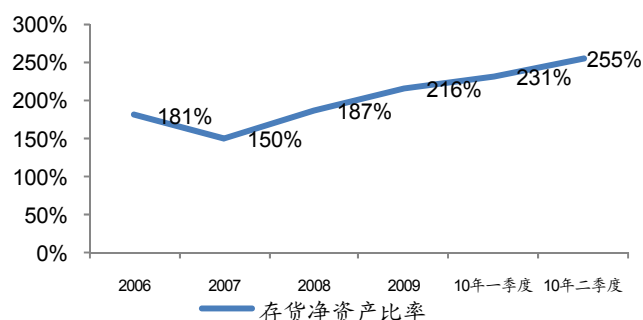


图 14: 存货净资产比率



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

从我们覆盖的重点公司看，存货总资产比率在近一季上升了 2 个百分点，达到 59%，该比率已经 1 年没有发生变化；而存货净资产比率最近几年实质上是在上升，重点公司 255% 的数字远远大于行业平均的 181%。

这表明重点地产公司目前存货比率比 2007、2008 年有所上升，未来供应还是相对充足的，不会出现短缺。而且重点公司的存货要远远大于行业的平均水平，只要行业不会出现大拐点，那么重点公司存货保持在资产的 55% 以上、权益的 2 倍以上是比较合理的。

财务安全性

图 15: 货币资金与短期借款+一年内到期长期借款比率

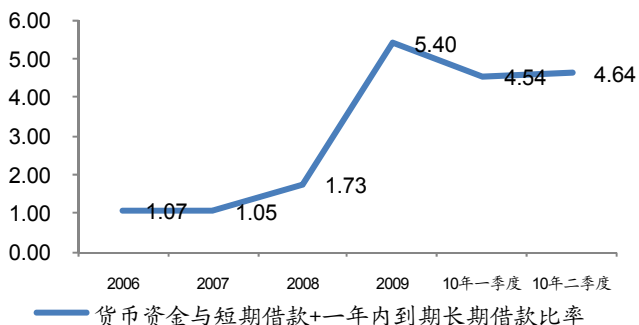
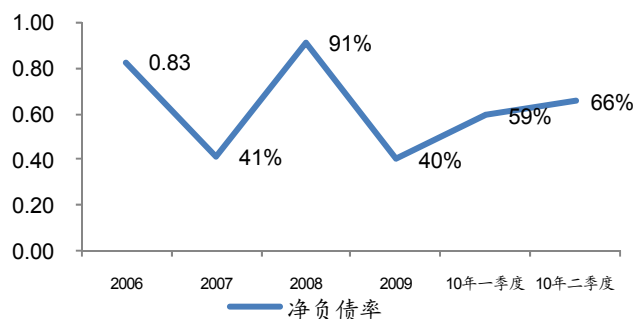


图 16: 净负债率



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

从重点公司的货币资金与短期借款+一年内到期长期借款比率来看，目前的数据从 2009 年底的高点有所下滑，但在二季度有所反弹，目前的均值 4.64 仍然远远高于 2007 年与 2008 年的水平，可以看出短期内行业重点公司无法偿还短期贷款的风险基本为零。

从净负债率（剔除预收账款）上看，地产行业的上市公司净负债率有所提高，已经从

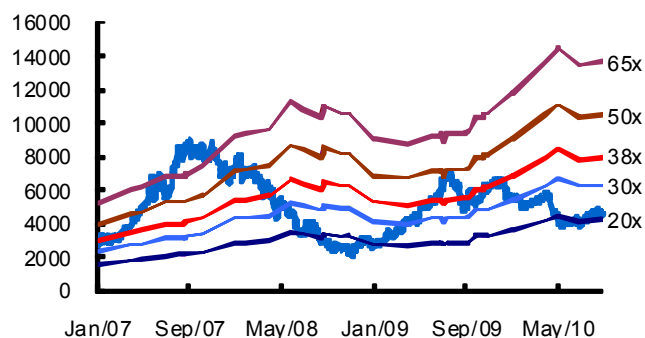
2009 年的 40% 上升到 66%，高于行业的平均水平。我们的理解是地产公司的再融资全面收紧，无法获得权益性融资导致净负债率有所上升；另外重点公司的杠杆使用情况要明显优于行业平均水平，这也导致净资产率要高于行业水平；目前该数值比起 2008 年的 91% 还有很大差距，但如果继续上升，也理该引起我们的警惕。

表 1：招商证券重点覆盖 33 家公司近期相对财务指标

证券简称	现金总资产比率			存货总资产比率			存货净资产比率			预收账款占总资产比率			货币资金与短期借款+一年内到期长期借款比率			净负债率		
	2009	2010 年一季报	2010 年半年报	2009	2010 年一季报	2010 年半年报	2009	2010 年一季报	2010 年半年报	2009	2010 年一季报	2010 年半年报	2009	2010 年一季报	2010 年半年报	2009	2010 年一季报	2010 年半年报
万科 A	17%	12%	12%	65%	70%	69%	198%	218%	230%	23%	25%	28%	2.67	1.41	1.42	8%	25%	29%
招商地产	20%	17%	20%	64%	67%	65%	166%	169%	169%	20%	20%	16%	3.55	2.85	3.37	-7%	8%	12%
金融街	31%	31%	21%	44%	46%	59%	116%	126%	168%	7%	8%	9%	3.22	2.18	1.55	-9%	-2%	33%
中天城投	21%	20%	24%	64%	59%	53%	322%	324%	334%	9%	8%	23%	2.96	2.15	2.94	221%	198%	171%
亿城股份	26%	14%	28%	62%	77%	67%	158%	213%	196%	25%	29%	26%		13.96	15.22	-49%	-4%	-49%
苏宁环球	9%	19%	16%	80%	67%	76%	241%	233%	244%	32%	27%	30%	1.06	3.32	1.74	54%	37%	41%
福星股份	6%	10%	14%	39%	36%	42%	93%	102%	100%	10%	12%	9%	1.09	1.05	2.04	70%	77%	61%
中南建设	11%	11%	14%	50%	49%	51%	216%	217%	231%	30%	29%	28%	1.38	1.17	1.55	128%	69%	63%
荣盛发展	14%	8%	9%	62%	64%	62%	220%	236%	245%	29%	28%	28%	2.12	1.48	1.28	72%	72%	87%
滨江集团	9%	11%	3%	57%	58%	51%	258%	267%	262%	38%	41%	36%	35.32	4.17	1.13	72%	48%	115%
中国国贸	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0.74	0.79	0.55	65%	66%	68%
保利地产	17%	13%	10%	67%	74%	78%	223%	296%	335%	33%	32%	32%				58%	87%	121%
浙江广厦	12%	9%	9%	64%	60%	65%	283%	261%	234%	28%	31%	24%	1.22	0.97	0.30	90%	80%	100%
冠城大通	21%	11%	11%	57%	63%	66%	301%	304%	345%	40%	43%	46%				36%	57%	60%
建发股份	7%	9%	7%	50%	46%	48%	235%	248%	245%	13%	18%	18%	0.40	0.79	0.83	123%	121%	120%
格力地产	21%	16%	15%	62%	70%	75%	203%	285%	393%	8%	11%	16%		22.47	25.06	96%	44%	57%
新湖中宝	26%	31%	29%	46%	44%	43%	152%	160%	159%	15%	16%	19%				17%	1%	7%
鲁商置业	11%	9%	8%	68%	77%	84%	713%	851%	996%	26%	31%	32%	1.15	1.02	0.90	250%	170%	135%
天津松江	12%	8%	9%	69%	72%	78%	572%	650%	794%	12%	17%	18%	0.74	0.50	0.65	-614%	232%	247%
华业地产	18%	25%	16%	65%	61%	63%	210%	211%	188%	20%	24%	23%	1.23	1.90	20.51	69%	55%	62%
北京城建	13%	13%	9%	56%	54%	65%	173%	177%	234%	21%	30%	35%	4.85	2.97	0.71	10%	11%	16%
华发股份	17%	21%	19%	64%	58%	73%	204%	210%	256%	23%	27%	33%	1.67	6.28	3.25	48%	28%	16%
首开股份	36%	41%	33%	48%	45%	54%	163%	162%	194%	16%	14%	14%	2.77	4.36	3.44	45%	16%	43%
金地集团	17%	16%	16%	73%	73%	76%	241%	224%	253%	22%	15%	18%				63%	61%	66%
华丽家族	21%	15%	12%	63%	68%	68%	160%	176%	187%	0%	2%	4%	51.86	37.03	31.44	89%	76%	89%
浦东金桥	13%	14%	4%	20%	20%	19%	41%	41%	42%	16%	19%	19%	0.76	0.81	0.21	18%	16%	42%
信达地产	16%	13%	8%	53%	58%	62%	115%	134%	139%	18%	19%	21%				11%	32%	30%
京投银泰	22%	25%	15%	52%	47%	58%	168%	177%	206%	21%	31%	27%		1.32	1.05	67%	24%	40%
凤凰股份	5%	2%	3%	89%	87%	91%	222%	228%	256%	29%	31%	30%			0.49	-87%	-6%	8%
苏州高新	19%	12%	12%	62%	68%	65%	246%	246%	251%	17%	21%	19%	0.81	0.57	0.58	76%	79%	88%
上实发展	15%	15%	18%	65%	65%	65%	312%	302%	359%	14%	11%	10%	1.09	1.33	1.95	120%	119%	103%
世茂股份	12%	14%	12%	59%	55%	43%	135%	128%	106%	12%	10%	9%				104%	31%	40%
张江高科	25%	20%	23%	23%	25%	28%	53%	56%	71%	1%	1%	0%	1.56	1.23	1.08	12%	34%	42%
平均	16%	15%	14%	57%	57%	59%	216%	231%	255%	19%	21%	21%	5.40	4.54	4.64	40%	59%	66%

资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

图 17：房地产行业历史PEBand



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

图 18：房地产行业历史PBBand

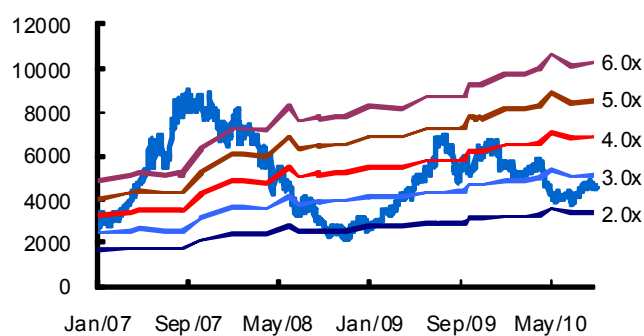


表 2: 房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

元,亿元,万 平	总市值	每股净 资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10 年 PE	11 年 PE	评级
服务类										
世联地产	81.62	5.00		37.51		1.01	1.33	37.14	28.20	审慎推荐—A
商业地产										
中国国贸	127.72	4.31	110	12.68	14.10	0.17	0.58	74.59	21.86	强烈推荐—A
开发类										
金融街	213.41	5.16		7.05	16.10	0.58	0.74	12.16	9.53	强烈推荐—A
世茂股份	152.88	5.85		13.06	22.90	0.80	1.04	16.33	12.56	强烈推荐—A
张江高科	150.38	3.66	362	9.71	13.65	0.60	0.68	16.18	14.28	审慎推荐—A
浦东金桥	92.60	3.62	91	9.97	13.00	0.46	0.52	21.67	19.17	审慎推荐—A
开发类										
冠城大通	73.92	2.54	215	10.05	11.30	1.02	1.59	9.85	6.32	强烈推荐—A
华业地产	45.21	3.37	122	7.01	10.60	0.50	0.80	14.02	8.76	强烈推荐—A
荣盛发展	165.72	2.86	1144	11.56	9.80	0.65	0.98	17.78	11.80	强烈推荐—A
格力地产	52.62	2.74	199	9.11	10.60	0.57	0.73	15.98	12.48	强烈推荐—A
首开股份	188.67	8.72	969	16.41	21.40	1.21	1.50	13.56	10.94	强烈推荐—A
金地集团	293.33	3.59	1480	6.56	7.46	0.52	0.63	12.62	10.41	强烈推荐—A
鲁商置业	78.08	0.68	274	7.80	8.83	0.63	0.92	12.38	8.48	强烈推荐—A
福星股份	69.65	6.22	315	9.81	11.90	0.64	0.89	15.33	11.02	强烈推荐—A
苏宁环球	153.24	1.81	1451	9.00	11.80	0.60	0.90	15.00	10.00	强烈推荐—A
招商地产	325.08	10.00	1051	18.93	28.40	1.21	1.60	15.64	11.83	审慎推荐—A
万科 A	942.29	3.62		8.57	8.90	0.60	0.74	14.28	11.58	审慎推荐—A
保利地产	541.30	5.76	2966	11.83	12.95	0.97	1.25	12.20	9.46	审慎推荐—A
北京城建	94.61	5.07	186	10.64	18.30	0.85	0.99	12.52	10.75	审慎推荐—B
华发股份	93.96	6.47	633	11.50	17.30	0.96	1.08	11.98	10.65	审慎推荐—A
天津松江	69.78	1.13	283	11.14	7.82	0.38	0.81	29.32	13.75	审慎推荐—A
南湖中宝	256.88	1.26	763	5.06	6.20	0.36	0.49	14.06	10.33	审慎推荐—A
龙元建设	50.13	5.00		10.58		0.50	0.80	21.16	13.23	审慎推荐—A
浙江广厦	46.64	2.39	219	5.35	5.10	0.43	0.48	12.44	11.15	审慎推荐—A
滨江集团	146.96	2.65	329	10.87	12.70	0.79	0.97	13.76	11.21	审慎推荐—A
信达地产	105.78	3.48	465	6.94	8.21	0.45	0.50	15.42	13.88	审慎推荐—A
苏州高新	54.04	2.99	263	6.13	6.20	0.45	0.49	13.62	12.51	审慎推荐—A
华丽家族	64.28	2.12	86	12.19	7.70	0.96	1.18	12.70	10.33	审慎推荐—A
亿城股份	53.34	2.88	185	5.37	6.37	0.48	0.60	11.19	8.95	审慎推荐—A
建发股份	163.80	2.28	545	7.32	6.53	0.55	0.68	13.31	10.76	审慎推荐—A
中南建设	112.93	3.61	1027	9.67	13.90	0.79	0.87	12.24	11.11	审慎推荐—A
中天城投	92.07	1.48	1027	10.08	11.24	0.59	0.98	17.08	10.29	审慎推荐—A
上实发展	101.62	2.23		9.38	11.51	0.34	0.44	27.59	21.32	审慎推荐—A
凤凰股份	48.14	1.64	125.46	6.50	4.73	0.29	0.48	22.41	13.54	审慎推荐—A
京投银泰	49.85	2.12	628	6.73	4.40	0.34	0.54	19.79	12.46	审慎推荐—A

注明: 公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

资料来源: 招商证券研发中心

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产: 美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕: 全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪: 全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》 2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》 2010/01/2

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，1 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。