

房地产行业

资金隐忧显现

——3季报综述

投资要点:

● **增速趋缓。**从近几年情况分析，房地产行业的营业收入增速已经从峰值回落至相对平稳的增速。我们预计未来随着行业调控的持续，行业整合的过程中，净利润的增速也在波动中趋缓。

● **三项费用占比下降。**尽管销售费用、管理费用和财务费用各自的同比增速波动较大，但三者占营业收入的比重逐步下降的趋势仍较为明显。三项费用占比的下降，显示了房地产公司管理运营能力的提升。随着行业调控的持续和行业整合的深入，管理和运营能力将在房地产公司的竞争中发挥越来越大的作用。

● **盈利能力有所下降。**尽管房地产公司的三项费用占比有所下降，但由于调控的持续，制度的不断健全，以及市场的逐步成熟和完善，诸如土地增值税的清算、预收帐款的监管等都将摊薄行业的净利润。

● **销售好于预期。**房地产上市公司前3季度实现了同比增长15%的销售金额和同比增长44.45%的预收帐款，除了价格上涨的原因之外，行业资源聚集效应也不可小觑。在行业调控常态化的过程中，行业整合的结果将是强者恒强。

● **资金隐忧显现。**房地产公司的资金状况是短期无忧，而远期隐忧已经显现。从短期来看，货币资金足以应付短期债务需求，资金压力不大。但相较于短期借款和一年内到期的非流动负债，货币资金的增速远低于二者。此外，长期借款在借款总额（长期借款加短期借款之和）中的比重逐年提高，如果销售低迷，回款速度放缓，不排除未来资金压力增大的风险。

● **投资策略。**调控仍在持续，流动性依然宽裕。政策的压制和资金的刺激使得行业面临较多的不确定性。近期高端商品房好于中低端住宅的销售业绩或许反映了资金在追求保值增值中对房产的难以割舍。但在中国当前的环境下，政策的调控始终无法忽视。房子的最终属性依然是居住。投资和投机型的需求能够支撑市场多久尚难判断。维持行业“中性”评级。个股方面，行业整合，强者恒强的局面下，我们推荐行业龙头万科、招商地产，以及有价值重估机会的商业地产公司世茂股份。

请务必阅读正文之后的重要声明



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

行业评级 中性 (维持)

静态市盈率: 27.50

动态市盈率: 18.30

行业表现 2010.11.05



评价周期	1个月	6个月	12个月
绝对表现(%)	12.14	14.17	(19.29)
相对表现(%)	(3.85)	2.55	(22.45)

资料来源:wind, 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
招商地产	推荐	1.06	1.46	1.82
滨江集团	推荐	0.48	0.85	1.16
阳光股份	推荐	0.50	0.65	0.86
云南城投	推荐	0.35	1.98	2.62
中南建设	推荐	0.719	1.2	1.65
福星股份	推荐	0.47	0.65	0.92
冠城大通	推荐	0.46	1.02	1.38
卧龙地产	推荐	0.34	0.82	1.11

资料来源: 公司数据

左红英 执业证书编号: S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业月报》	每月初
《2009年房地产行业投资策略》	20081217
《2009年2季度房地产行业投资策略》	20090323
《2009年下半年房地产行业投资策略》	20090615
《2010年房地产行业投资策略》	20091217
《2010年中期房地产行业投资策略》	20100602

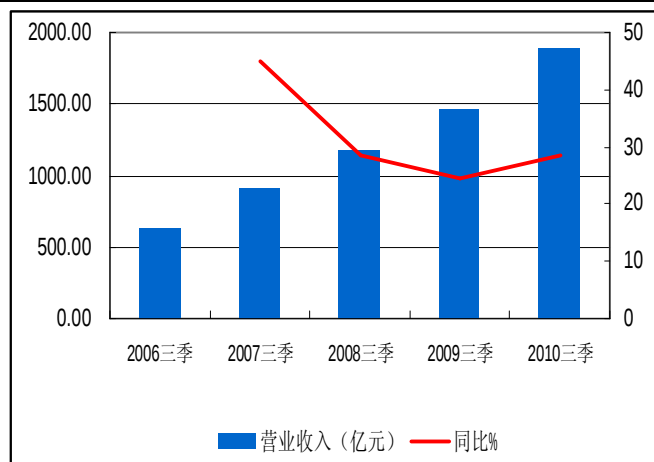
一、成长性——增速趋缓

我们从申万房地产行业的136家上市公司，先后删除了2007年以来年报有过亏损的公司、ST公司，以及2007年（含）以后上市的公司，保留了剩余的95家公司作为样本公司。

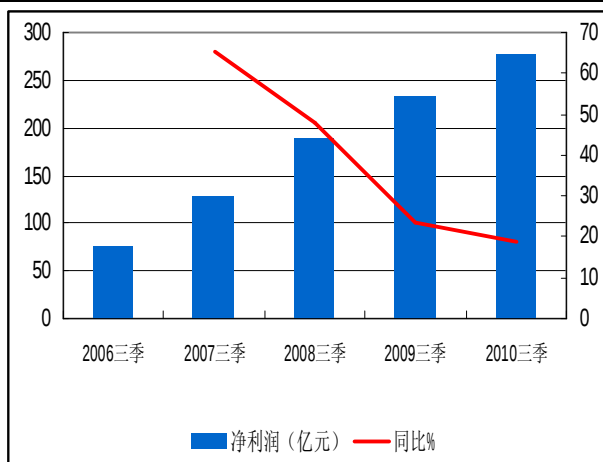
从营业收入同比增速来看，样本公司今年前3季度的营业收入同比增速为28.67%，较去年同期上升了4.24个百分点，与2008年同期基本持平，较2007年同期下降了16.32个百分点。从近几年情况分析，房地产行业的营业收入增速已经从峰值回落至相对平稳的增速。

净利润同比增速的下滑趋势更为明显。从2007年3季度至今年3季度，净利润同比增速从65.45%降至18.84%。我们预计未来随着行业调控的持续，行业整合的过程中，净利润的增速也在波动中趋缓。

图表 1 营业收入



图表 2 净利润



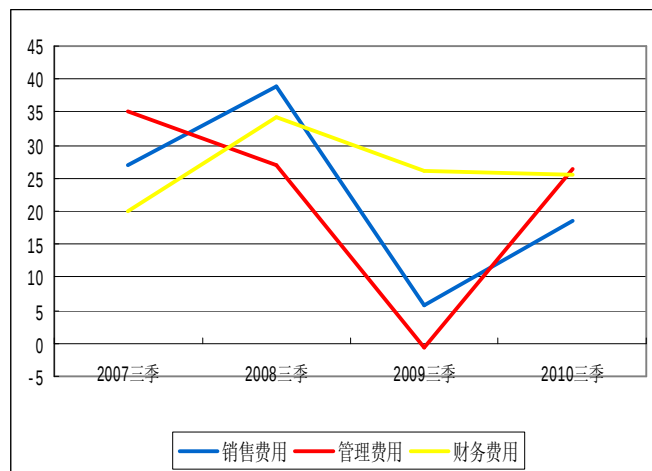
数据来源：wind，爱建证券研发部

二、三项费用——占比下降

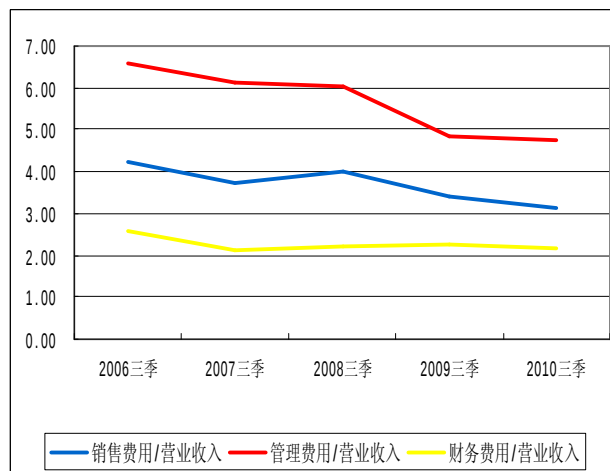
尽管销售费用、管理费用和财务费用各自的同比增速波动较大，但三者占营业收入的比重逐步下降的趋势仍较为明显。其中，财务费用占营业收入的比重维持在2%-2.6%之间，波幅较小，但整体呈下降趋势；销售费用占营业收入的比重从2006年3季度的4.26%下降至今年3季度的3.15%，下降了1.11个百分点；管理费用占营业收入的比重从2006年3季度的6.56%降至今年3季度的4.73%，下降了1.84个百分点。三项费用占营业收入的比重从2006年3季度的13.38%降至今年3季度的10.06%，下降了3.32个百分点。

三项费用占比的下降，显示了房地产公司管理运营能力的提升。随着行业调控的持续和行业整合的深入，管理和运营能力将在房地产公司的竞争中发挥越来越大的作用。

图表 3 三项费用同比增速 (%)



图表 4 三项费用占营业收入的比重 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

三、盈利能力——有所下降

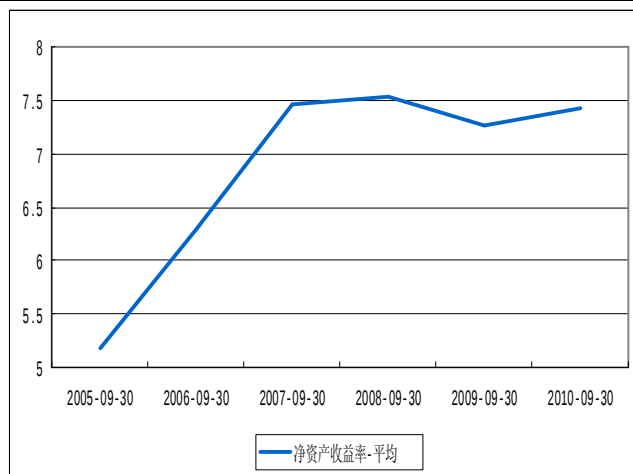
我们用整体法计算了样本公司的净资产收益率、销售毛利率和销售净利率。

今年前3季度的净资产收益率较去年同期微增了0.17个百分点。在经历了2007年的大幅提升之后,之后几年的净资产收益率实际上维持在7.5%左右,相对较为稳定。

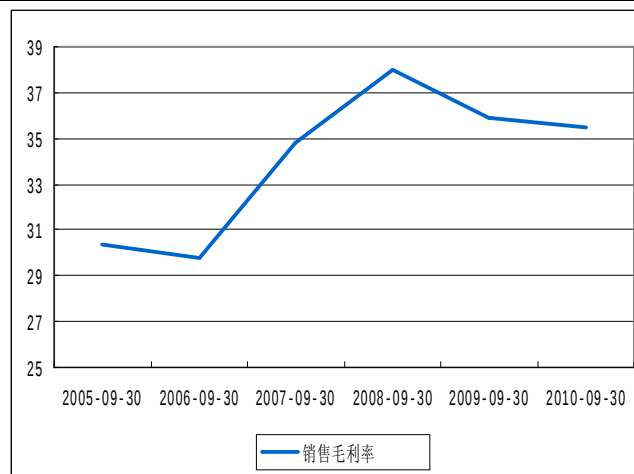
由于结算的滞后,销售毛利率和销售净利率均在2008年达到峰值,之后开始下滑。今年前3季度的销售毛利率和销售净利率分别较去年同期下降了0.35个百分点和1.22个百分点。

尽管房地产公司的三项费用占比有所下降,但由于调控的持续,制度的不断健全,以及市场的逐步成熟和完善,诸如土地增值税的清算、预收帐款的监管等都将摊薄行业的净利润。

图表 5 净资产收益率 (%)



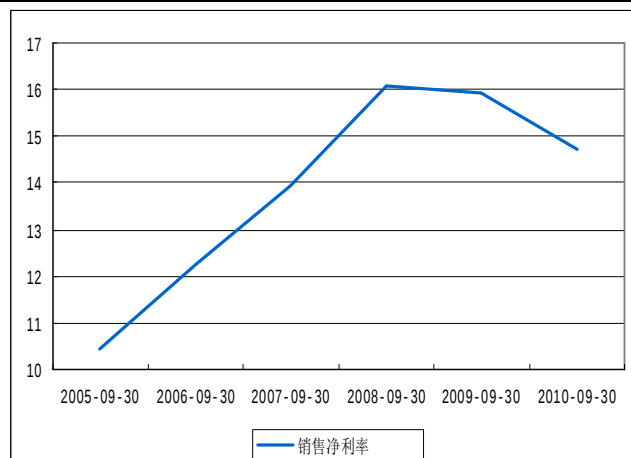
图表 6 销售毛利率 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

图表 7 销售净利率 (%)



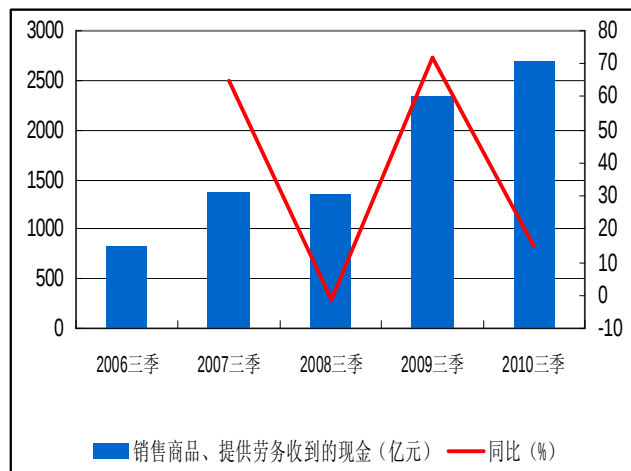
数据来源: wind, 爱建证券研发部

四、销售——好于预期

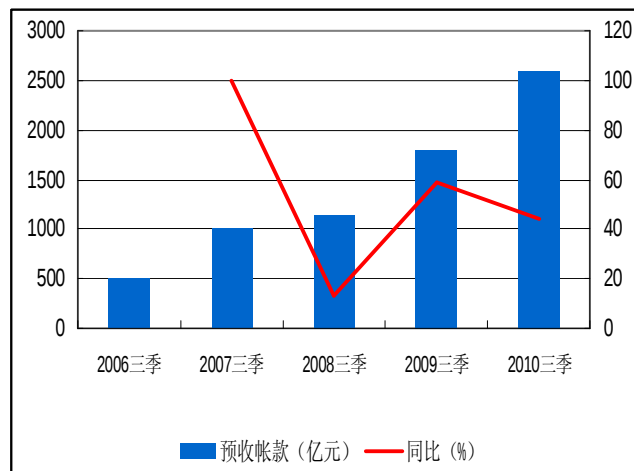
今年前3季度房地产上市公司（样本公司）销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增长了15.08%。尽管增速较去年同期下滑了将近57个百分点，但在2009年政策刺激超预期回暖的较高的基数下，面临重重调控的2010年仍能取得15%的增速，实属不易。预收帐款同比增长44.45%。一方面，这显示了市场旺盛的需求和强大的购买力；另一方面，从我们对北京、上海、深圳等20余座重点城市的统计，今年1-9月份累计成交面积较去年同期下降了31.63%，而房地产上市公司前3季度实现了同比增长15%的销售金额和同比增长44.45%的预收帐款，除了价格上涨的原因之外，行业资源聚集效应也不可小觑。在行业调控常态化的过程中，行业整合的结果将是强者恒强。房地产上市公司为行业内相对较为优秀的公司，其超越行业整体水平的销售业绩也在情理之中。

良好的销售业绩带来的高额预收帐款下，预收帐款占营业收入的比重也大幅提升。截止3季度末，样本公司预收帐款占营业收入的比重从去年同期的122.52%提升至137.54%。高占比的预收帐款所定了上市公司今明两年的业绩。但一旦预售资金实行专户监管，作为房地产公司最重要的资金来源渠道被封堵，对房地产公司的运营能力将提出更大的考验。

图表 8 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）

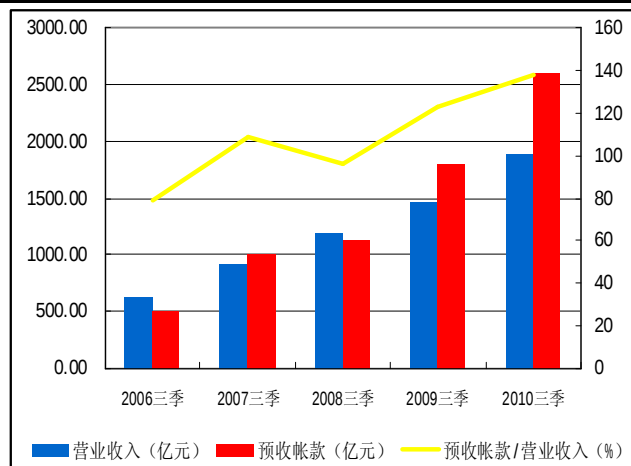


图表 9 预收帐款（亿元）

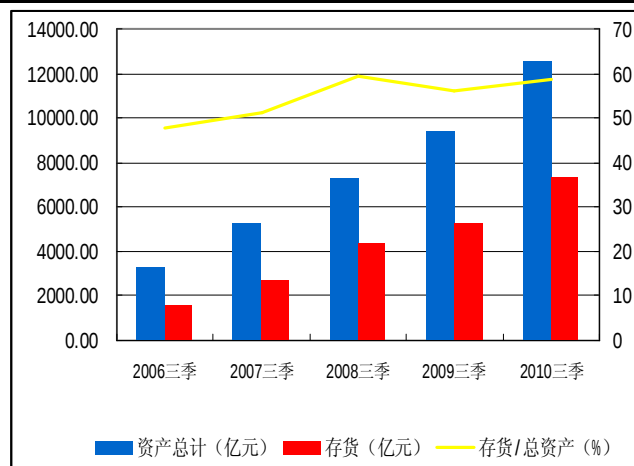


数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 10 预收帐款占营业收入的比重（%）



图表 11 存货占总资产的比重（%）



数据来源：wind，爱建证券研发部

五、资金——隐忧显现

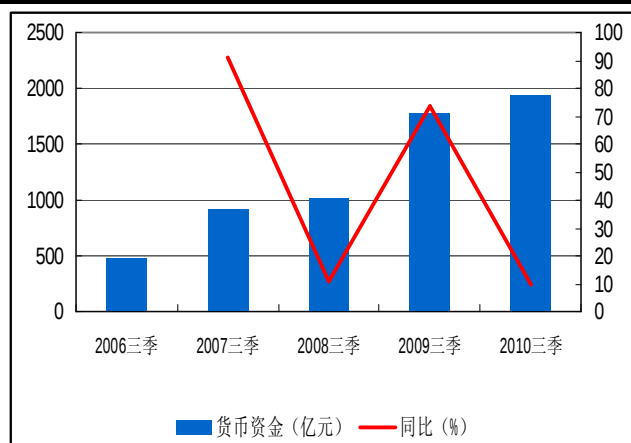
房地产公司的资金状况是短期无忧，而远期隐忧已经显现。

3季报数据显示，截止3季度末，95家样本公司共有货币资金1941.72亿元，同比增长9.92%；短期借款738.53亿元，同比增长19.56%；一年内到期的非流动负债552.20亿元，同比增长55.95%。从短期来看，货币资金足以应付短期债务需求，资金压力不大。但相较于短期借款和一年内到期的非流动负债，货币资金的增速远低于二者。此外，长期借款在借款总额（长期借款加短期借款之和）中的比重逐年提高，截止3季度末，样本公司长期借款比重已达到77.20%，较去年同期提高了5.52个百分点。如果销售低迷，回款速度放缓，不排除未来资金压力增大的风险。

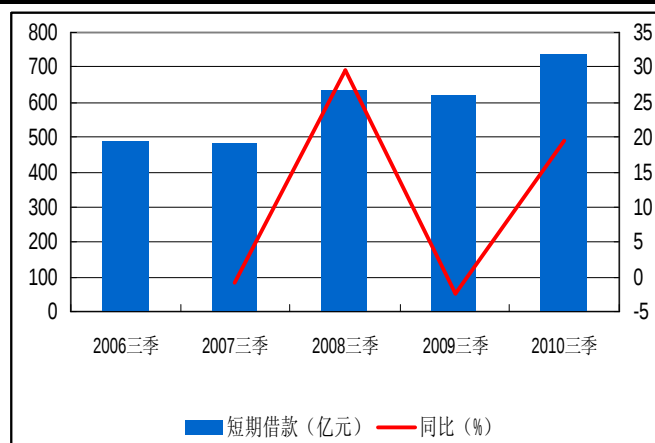
截止3季度末，95家样本公司经营活动产生的现金流量净额总计-786.89亿

元，较去年同期的472.70亿元减少了1259.6亿元。

图表 12 货币资金（亿元）

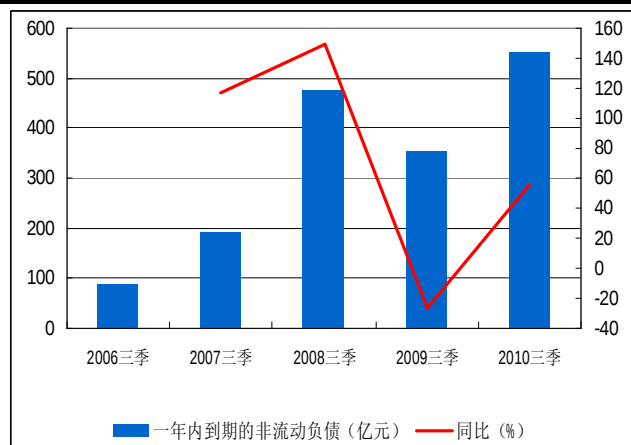


图表 13 短期借款（亿元）

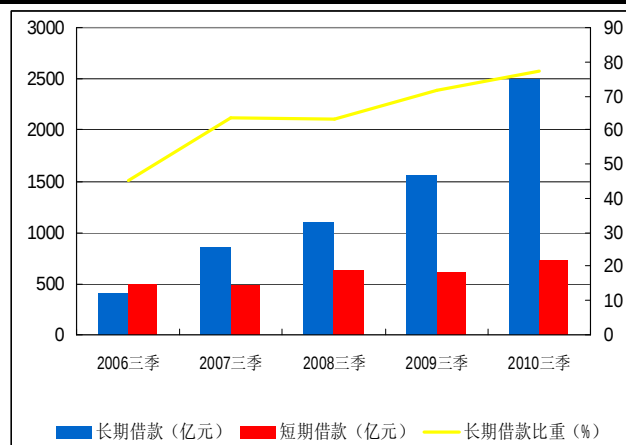


数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 14 一年内到期的非流动负债（亿元）

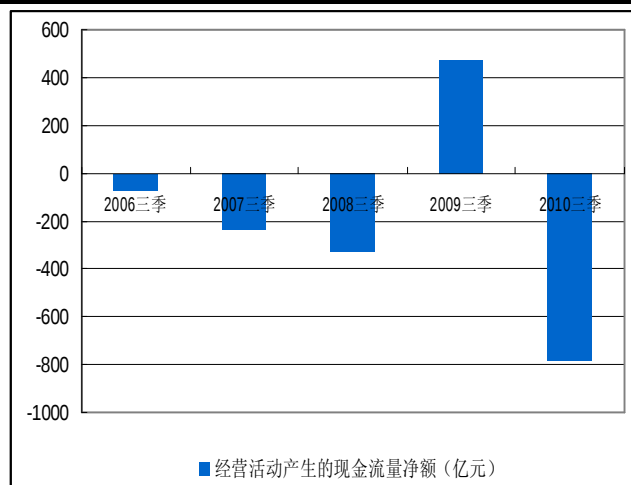


图表 15 长期借款在总借款中的比重 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 16 经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源: wind, 爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

六、投资策略

3季报揭示了除房地产上市公司的发展现状，也昭示了行业的未来。

在行业调控常态化、长期化的背景下，市场日益成熟和规范，资源日益集中于优秀企业。毛利率的下滑、增速的下降，无不考验企业的承受力。强者恒强是未来行业整合的结果。而在整合过程中，各企业自身管理能力、资金使用效率、融资能力、资源整合能力、开发能力等等的审视和提升，将是其应对行业变化的生态环境的可行选择。在超越行业平均水平的销售业绩下，短期内优秀房企的资金压力并不明显。但长期借款占比的提升，为房地产公司未来的资金压力埋下了伏笔。

调控仍在持续，流动性依然宽裕。政策的压制和资金的刺激使得行业面临较多的不确定性。近期高端商品房豪雨中低端住宅的销售业绩或许反映了资金在追求保值增值中对房产的难以割舍。但在中国当前的环境下，政策的调控始终无法忽视。房子的最终属性依然是居住。投资和投机型的需求能够支撑市场多久尚难判断。维持行业“中性”评级。个股方面，行业整合，强者恒强的局面下，我们推荐行业龙头万科、招商地产，以及有价值重估机会的商业地产公司世茂股份。

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级:

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。