

春寒料峭，夏花绚烂

2011 年年度地产行业投资策略报告

报告关键点:

- 📖 明年地产市场在供给推动下，成交量加速增长，但存货和价格都面临压力
- 📖 地产股在短期（一两个季度）风险较大，但是年中之后可能蕴藏较大机会
- 📖 短期内三条投资主线：中介公司，持有物业型公司以及开发类中项目利润率稳定甚至有望提升，项目量有爆发增长的中小企业。

报告摘要:

- 国内地产市场正处在去泡沫化进程。其中长期特征包括：经济中流动性长期趋势收缩是成因；去泡沫化中，房价通常只是丧失加速上涨动力，表现为微跌或微涨；交易量大多数情况下也表现平稳；但是地产股除了早期可能有快速反弹以外，大多数时间表现较差。
- 但是就明年而言则有所特殊点：地产市场由于供给的推动呈现量升价微跌的局面，地产股则由于宏观政策波动可能出现V型走势。具体说来：
 - 1、由于今年投资在明年将转化为异常高的供给，全国范围内将呈现供给推动导致的量升价跌局面。我们估计，全年成交量同比增长25%以上，价格则只会以温和促销方式小幅下跌。
 - 2、在这个过程中，去化速度下滑，存货迅速积累，从而促使企业采取上述的促销策略。但是因此企业的利润率面临压力。
 - 3、分区域看，二三线城市供给增长更快，这一方面意味着明年这些地区市场增长要远快于一线城市；同时也意味着其存货压力更大。因此，即使考虑这些地区可能的需求高增长，其价格也难以有较好表现。
 - 4、但是总的来看企业资金压力并不大，不会造成致命后果。
 - 5、通货膨胀波动导致宏观政策的剧烈波动将取代行业政策成为左右地产股方向的主要因素：上半年向下风险较大，而下半年则存在较大的向上机会。
- 从历史案例来看，在这样的量升价微跌的弱势市场下可沿着三条投资主线选股：
 - 1、中介类公司。通常对成交量的敏感性较大，盈利增长支持股价表现。
 - 2、广义持有物业型公司，包括持有写字楼、酒店或商铺。稳定的收入表现通常会支持其估值水平相对开发类企业上升。
 - 3、开发类企业中满足以下条件：
 - A、资金来源可靠是必要条件（大多数上市公司可满足）；
 - B、在融资条件满足下，首先需要维持利润率（高毛利项目，或者毛利润率稳定甚至有望随项目定位或区域层次升级）；
 - C、其次满足量的增长，即更高周转（小的企业更可能有此潜力）。
- 给予行业“同步大市-A”评级，个股推荐：世联地产、中国国贸、小商品城、华业地产、荣盛发展、泛海建设。

房地产

同步大市-A

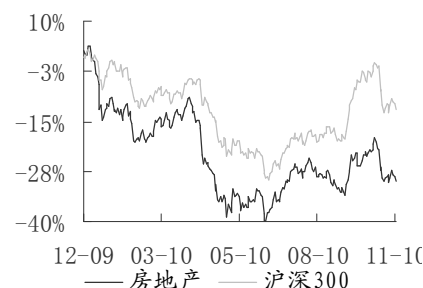
上次评级

同步大市-A

报告日期

2010-12-16

12 个月行业表现



研究员

柳世庆

行业分析师

010-66581630

liusq@essence.com.cn

证书编号

S1450209100295

徐胜利

行业分析师

010-66581636

xusl@essence.com.cn

证书编号

S1450209090272

前期研究成果

房地产行业数据周报(2010年11月29日)

2010-11-30

房地产：“低估值”不等于“估值底”

2010-11-25

房地产行业数据周报(2010年11月22日)

2010-11-23

目 录

1. 长期趋势：去泡沫化的地产市场	5
1.1. 国内地产市场去泡沫化的原因和表现	5
1.2. 短期内地产股有压力，但下半年存在机会	6
2. 短期展望：供给推动的地产市场	6
2.1. 量升价跌的地产市场	6
2.2. 二三线市场机会与压力均更大	8
2.3. 压力并不致命，企业温和调整	9
3. 从历史案例看弱势市场的择股	10
3.1. 成交量托起盈利，盈利托起中介股价	10
3.2. 估值水平托起持有物业型公司股价	12
3.3. 开发类企业：高周转不等于好股价	13
3.3.1. 案例及启示：盈利能力稳定比周转速度更重要	13
3.3.2. 案例及启示：相对小的企业更可能获得量的成长	17
4. 投资建议	20
5. 附录 1：去泡沫化进程的国际案例	21
6. 附录 2：择股分析之国外公司样本的选取方式	25

图 表 目 录

图 1: 国内商品房成交量同比增速	6
图 2: A 股市场表现 (2010 年 1 月 1 日=100)	6
图 3: 全国房屋新开工面积同比增速	7
图 4: 国内商品房去化比率	7
图 5: 历年上半年去化速度	7
图 6: 各类城市成交量增速	8
图 7: 各类城市新开工面积增速	8
图 8: 各类城市去化速度变化	8
图 9: 上市公司调整后存货/流动资产	9
图 10: 商品房 2008 年以来累计去化率	9
图 11: 上市公司现金资产/股东权益	10
图 12: 商品房 2008 年以来累计去化率	10
图 13: 信义房屋的股价及估值水平	10
图 14: 信义房屋营业收入与净利润 (百万新台币)	10
图 15: 台湾二手房市场交易量及房地产价格	11
图 16: 美联地产的股价及估值水平	11
图 17: 美联地产销售收入与净利润 (百万港元)	11
图 18: 香港新房交易量 (套)	11
图 19: 持有物业型公司股价表现 (1999 年 6 月=100)	12
图 20: 各持有物业型公司 PE 估值变化	12
图 21: 各持有物业型公司净利润 (百万港元)	12
图 22: 新鸿基股价及估值变化	13
图 23: 嘉华国际股价及估值变化	13
图 24: 大都市建设股价表现 (2001 年 6 月=100)	13
图 25: 大都市建设投资支出 (百万新台币)	14
图 26: 大都市建设存货变化 (百万新台币)	14
图 27: 大都市建设销售毛利率	14
图 28: 大都市建设销售额及利润 (百万新台币)	14
图 29: 长江实业股价表现 (1999 年 6 月=100)	15
图 30: 长江实业地产部门投资支出 (百万港元)	15
图 31: 长江实业地产部门存货变化 (百万港元)	15
图 32: 长江实业地产部门营业利润率	15
图 33: 长江实业地产销售额与净利润 (百万港元)	15
图 34: 皇翔建设和乡林建设股价表现 (2001 年 6 月=100)	16
图 35: 乡林建设投资支出 (百万新台币)	16
图 36: 乡林建设存货变化 (百万新台币)	16
图 37: 乡林建设销售毛利率	16
图 38: 乡林建设销售额与净利润 (百万新台币)	16
图 39: 皇翔建设投资支出 (百万新台币)	17
图 40: 皇翔建设存货变化 (百万新台币)	17
图 41: 皇翔建设销售毛利率	17
图 42: 皇翔建设销售额与净利润 (百万新台币)	17
图 43: 嘉华国际股价及估值变化	18
图 44: 嘉华国际营业利润构成 (百万港元)	18
图 45: 嘉华国际地产部门存货变化 (百万港元)	18
图 46: 嘉华国际地产部门经营利润率	18
图 47: 嘉华国际地产开发投资支出及销售收入 (百万港元)	19
图 48: 新鸿基股价表现 (1999 年 6 月=100)	19
图 49: 新鸿基地产开发投资规模 (百万港元)	19
图 50: 新鸿基地产部门经营利润率	19

图 51: 新鸿基存货变化 (百万港元)	20
图 52: 新鸿基物业销售收入 (百万港元)	20
图 53: 新鸿基各部门经营性利润 (百万港元)	20
图 54: 日本政府支出占 GDP 比例	21
图 55: 日本货币供应 M2 增速	21
图 56: 日本经济增长与通货膨胀 (1960-1980)	22
图 57: 日本东京圈和大阪圈房价 (万日元/套)	22
图 58: 日本 70 年代全国城市住宅地价 (2000=100)	22
图 59: 日本 70 年代全国城市住宅地价同比涨幅	22
图 60: 70 年代东京圈和大阪圈新推出楼盘量 (套)	22
图 61: 日本 70 年代股票市场表现	23
图 62: 日本 90 年代房价 (万日元/平方米)	23
图 63: 首尔和釜山房地产价格 (1986 年 1 月=100)	23
图 64: 香港房价指数 (1999=100)	23
图 65: 台湾信义房价指数 (1991 年 3 月=100)	23
图 66: 日本 90 年代推盘量 (套)	24
图 67: 首尔和釜山批建量 (千套)	24
图 68: 香港成交量 (套)	24
图 69: 台湾地产成交量 (套)	24
图 70: 日本 90 年代股票市场表现	24
图 71: 韩国 90 年代股票市场表现	24
图 72: 香港股票市场表现	25
图 73: 台湾股票市场表现	25
图 74: 香港样本股票表现	25
图 75: 台湾样本股票表现	25
表 1: 房地产销售面积增速估计	7
表 2: 2011 年各类城市去化率敏感性分析	9
表 3: 各持有物业型公司在 2000-2002 年期间情况	12
表 4: 嘉华国际主要在售项目当年销售进度	18

展望 2011 年，我们认为无论是楼市还是地产股都可能经历戏剧的一年¹。楼市上，市场有可能第一次看到在成交量节节攀升的同时，房价及企业盈利能力却面临压力；股票方面，宏观政策取代行业政策成为制约和刺激地产股表现的主要因素，上半年，看似“跌无可跌”的地产板块将面临更大压力，然而入夏之后，却有望迎来较大机会。

本文将分为三个部分：

第一部分中，我们认为地产市场正处在长达数年的去泡沫化过程，国际案例中，地产股通常只会在早期反弹后便长期寂静。但国内地产股则有望在明年走出 V 型走势。

第二部分中，我们认为未来几个季度，地产市场将在供给推动下形成量升价微跌的偏弱势局面，其中二三线城市可能面临相对较大的存货积累压力。但行业应该可以承受此压力。

第三部分中，我们通过参考台湾及香港可比阶段案例，试图找到在这样的偏弱势市场中寻找可行的投资思路。

1. 长期趋势：去泡沫化的地产市场

我们认为国内地产市场正处在持续数年的去泡沫化过程中，这将表现为：价格的温和调整以换来成交量相对平稳（但明年可能会快速上升）。受宏观政策影响，地产股在未来 1-2 个季度内风险较大，但年中前后可能有较大的机会。

由于关于去泡沫化的主要逻辑延续了过去深度报告的框架，篇幅所限，本部分只对重要结论及最新变化作简单介绍。具体分析可参见本文最后附录或者之前的报告《泡沫正在破裂，暂无崩溃之虞》以及《温和降价，成人达己》。

1.1. 国内地产市场去泡沫化的原因和表现

简单回顾历史，可以看到国内市场无论是其经济环境还是过去一段时间的表现均符合去泡沫化的特征。

如附录或《泡沫正在破裂，暂无崩溃之虞》一文所言，驱动去泡沫化的主要因素来自流动性的收缩。而根据安信证券宏观组的观点，我国的货币政策已经进入逐步正常化甚至收缩的趋势；此外，贸易顺差带来的流动性也将逐年下降。因此，地产泡沫的收缩将会相应持续数年。

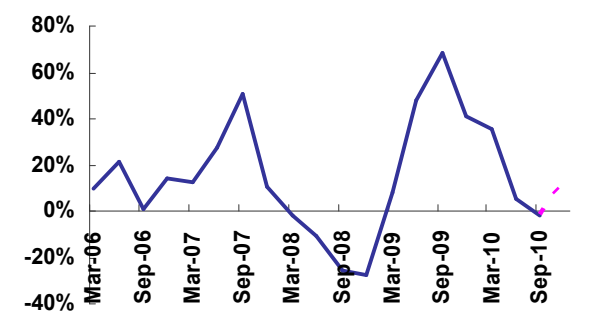
从地产市场过去几个季度表现来看，迄今主要泡沫化城市价格停止加速上涨，尽管中间经历了波折，在年中以后反弹过程短暂且大多尚未达到前期高点。尽管这似乎可以归功于两次调控，但对比历史上数次失败的调控，此次调控看起来“相对成功”应该更多与流动性环境今年以来已经恶化相关。

成交量在年中后快速反弹也是正常的去泡沫化的表现。尽管这被一定程度视为调控的“失败”，但从历史上去泡沫化过程表现看，4 月以后的缩量注定是短暂的。

地产股则在大部分时间里面表现较差，仅在年中后随着交易量反弹而反弹一段时间。而这些波折也基本与其它去泡沫化市场表现一致。

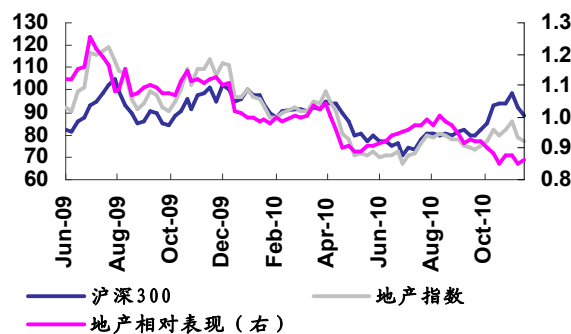
¹ 实习生韩思怡、陈婉宁对本文亦有较大贡献，在此表示感谢。

图 1：国内商品房成交量同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2：A 股市场表现（2010 年 1 月 1 日=100）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 短期内地产股有压力，但下半年存在机会

沿着这样去泡沫化的进程，我们认为未来数年呈现的特点与一般去泡沫化进程相似，但在短期内可能略有不同，其中关于 2011 年的地产市场表现及其对股市影响将在第二部分重点讨论

价格层面，我们认为房价未来将继续面临压力。尤其对于明年上半年，受供给影响压力更大。

成交量层面，中长期成交量将很难如同今年上半年那样萎靡。其中对于明年，由于供给的推动，开发商通过降价促销有望实现成交量的放大。

而对于地产股而言，未来数年将表现平平，但是对于 2011 年则有望出现 V 型局面。尽管去泡沫化进程同样会对国内地产股造成系统压制，但与国外去泡沫化市场截然不同的，中国的宏观环境和政策通常会大起大落。具体在当前，短期内通胀导致的紧缩政策将带来更多向下风险；然而明年年中随着通胀水平及宏观政策的稳定，这将产生向上的支持。

需要提示的是，如果政策紧缩程度达到 2008 年那样（目前我们不认为会那么严厉），那么对于成交量、房价以及地产股的判断需要更加悲观。

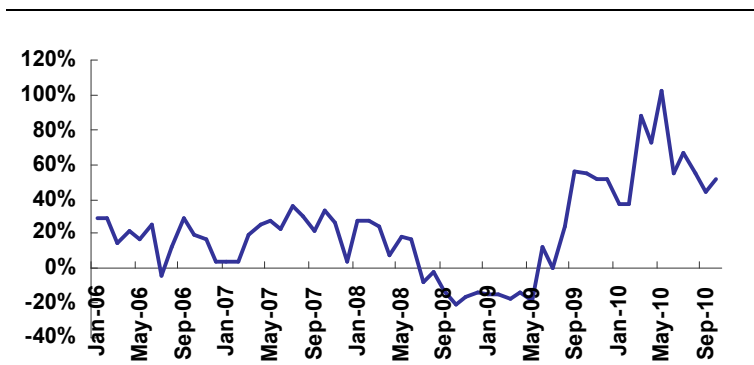
2. 短期展望：供给推动的地产市场

本部分中，我们重点讨论未来两个季度内的情况：地产市场将出现量升（全国成交量增速高达 25%以上）价微跌（很难超过 10%）的局面，而地产企业将逐步面临存货和盈利压力，并导致上半年地产股面临风险。

2.1. 量升价跌的地产市场

从供给方看，迄今为止依然较高的新开工将在明年转化为较大的供给压力。尽管有观点认为保障性住房对三季度以来的新开工数据产生扰动，但是从一些侧面证据来看，私人部门投资应该是更主要因素。（具体分析可见报告《疑窦丛生的保障房》）

图 3：全国房屋新开工面积同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

从需求方看，正常去泡沫化过程中占需求主导力量的刚性需求及配置需求并不会明显萎缩，国内需求将沿着回归潜在趋势水平的方向发展。因此，我们对未来需求作如下情景估计（关于此方法，我们在4月份报告《泡沫正在破裂，暂无崩溃之虞》中有具体论述，并且迄今为止，数据表现与当时估计相适应）。

表 1：房地产销售面积增速估计

不同趋势增长 \ 回到趋势年份	2011 年	2012 年	2013 年
20%	53.9%	35.9%	30.4%
18%	43.9%	30.3%	26.1%
15%	29.8%	22.2%	19.7%

数据来源：安信证券研究中心

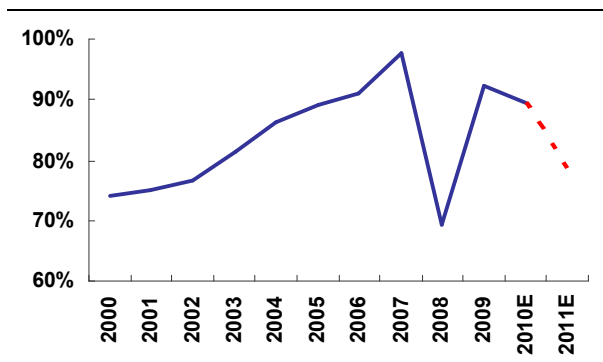
注：此表中，纵向表示销售面积长期趋势增长率的不同假设；横向表示以2007年为基年，在未来回到历史趋势水平的年份。中间的数据区代表假设未来某一年回到某一历史趋势水平的背景下，2011年对应的增长率。

根据此估计，2011年较大概率下，成交量增速将在25%以上，在较为乐观的情况下甚至可以达到30%以上。

对此数据的一个侧面验证是：按照国际经验，如果明年不存在流动性急剧紧缩，成交及去化情况尽管不会好于泡沫期，但是基本不会出现崩溃。而如果明年去化率不低于2008年，则成交量增速至少高于17%。

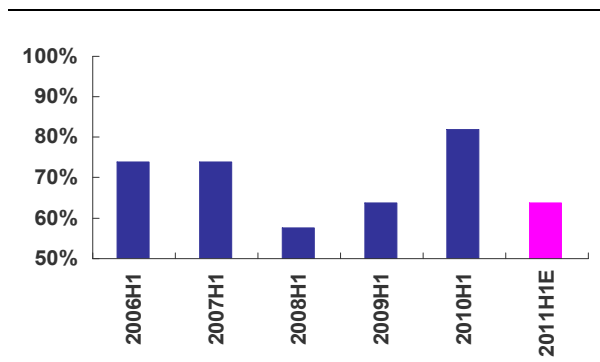
下图则给出在我们的估算下明年去化情况。在这种情况下，无论是全年还是上半年去化速度尽管恶化，但依然明显好于2008年。

图 4：国内商品房去化比率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 5：历年上半年去化速度



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

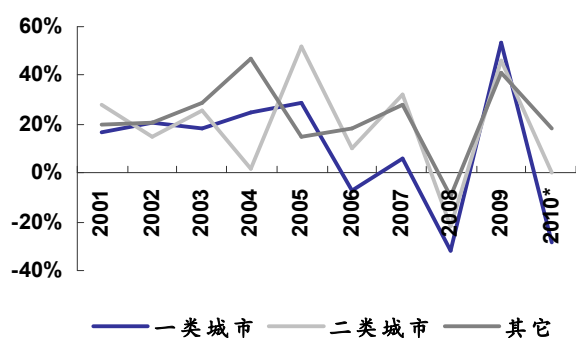
因此，总结供需两方面，我们认为明年的市场将是供给推动下，供略过于求的市场。这将导致成交量放大，但同时去化速度下降，存货上升，而开发商则面临降价促销的压力。交易量与价格可能背离的局面应该是历史罕见的。

2.2. 二三线城市市场机会与压力均更大

从经济发展带来的需求增长看，无疑二三线城市蕴藏机会更多。但是对于明年，这里的供给压力也明显更大。

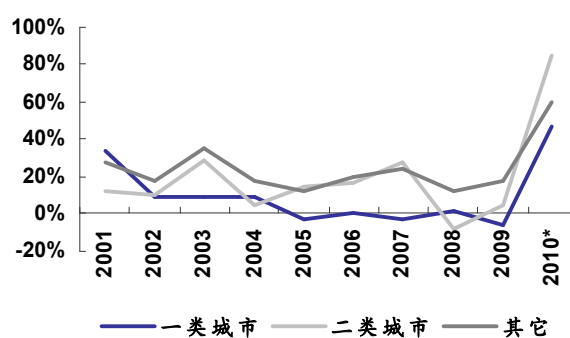
今年迄今为止，一线城市成交增速较低，同时投资也相对较低。

图 6：各类城市成交量增速²



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

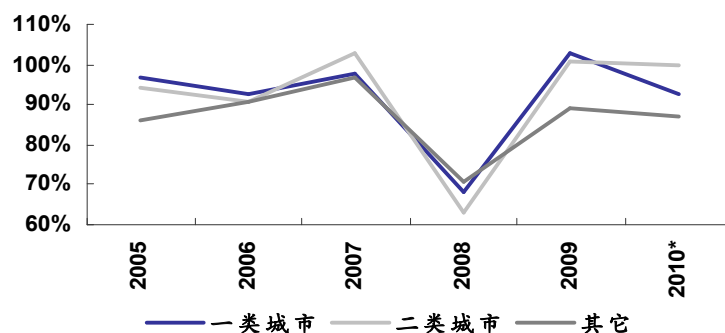
图 7：各类城市新开工面积增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

需要说明的是，除一类城市略低于去年，各类城市的去化速度在今年并没有明显异常于往年。这也反映了各类城市供需压力实际并没有太多异常变化。

图 8：各类城市去化速度变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

然而对于明年则供给压力将明显变化，以下给出给类城市在不同成交增速下去化率的敏感性分析。可见对于三线城市，成交量增速如果低于 30%，就相当于回到 2008 年。足以说明这些城市的供给压力之大。

² 一类城市包括：北京、上海、深圳、广州、天津、南京、杭州。二类城市包括：石家庄、沈阳、大连、福州、厦门、青岛、宁波、武汉、重庆、成都。以下分类均同此。

表 2：2011 年各类城市去化率敏感性分析

成交增速	一类城市	二类城市	其它
40%	88.0%	75.6%	76.1%
30%	81.7%	70.2%	70.7%
20%	75.4%	64.8%	65.2%
10%	69.1%	59.4%	59.8%

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：红色数据表示 2008 年时各类城市对应的去化率。

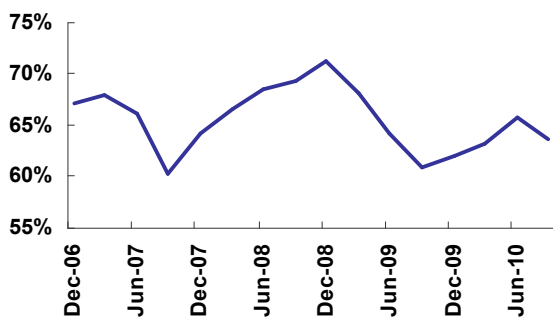
进一步，如果假设明年各类城市去化率回到历史平均水平，我们估计一类城市所需成交增速约 43%，而二三类城市需要 65% 左右。而从历史数据来看，一类城市曾在 2009 年超过这一增速（但我们不认为明年能达到），但是二三类城市则从未达到此增速。

综合来看，尽管我们也承认一类城市同样面临供给压力，但二三线城市的供给压力可能更大。这意味着在供给推动下，明年二三类城市可能呈现更高的增速的同时（对于企业而言意味着更大的市场份额），其背后的压力也将阻止其房价继续优异的表现。

2.3. 压力并不致命，企业温和调整

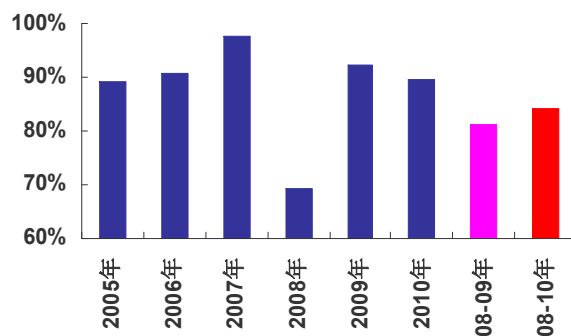
我们认为，明年企业面临的压力主要在于存货及其所带来的温和的降价和盈利压力，但不太可能出现现金流压力，因此不会出现致命问题。

从存货来看，目前的存货压力应该在正常的水平附近，到明年年中压力则将会较大。从上市公司数据来看，企业在现金和存货之间的摆布目前并没有出现异常。而从整个行业看，2008-2010 年合并的去化率仅略低于之前水平，显示目前存货水平只是略高于 2007 年底的水平（这里认为当时存货水平较低）。因此，随着明年上半年存货的快速积累，存货压力将上升至略高于历史平均水平。

图 9：上市公司调整后存货/流动资产³

数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：商品房 2008 年以来累计去化率

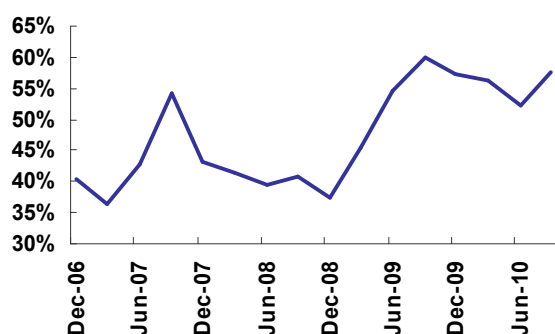


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

从资金情况看，随着销售回款的增加，企业资金压力并不大（这从迄今高企的投资和土地购置行为也能看到迹象）。而短期负债压力较小，也意味着企业短期财务风险较小。我们估计未来随着销售量及销售回款的增加，现金流状况出现风险的概率并不大。

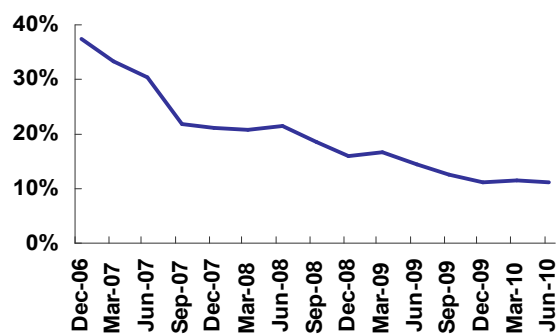
³ 调整后存货/流动资产 = (存货 - 65% 预收账款) / (流动资产 - 65% 预收账款)。这里 65% 为假设预收账款中对应的存货部分。

图 11: 上市公司现金资产/股东权益



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12: 商品房 2008 年以来累计去化率



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

综合以上压力, 我们认为, 越来越大存货压力将促使企业降低投资支出, 同时也导致企业需要通过适度的促销手段消化存货, 而价格的调整将压缩企业的盈利能力。但是考虑到资金压力不大, 除非出现极端紧缩环境, 这些调整将是温和的。

3. 从历史案例看弱势市场的择股

短期内, 地产市场很可能呈现量升价微跌的局面, 地产股也很难呈现大范围的机会。在这个背景下, 我们认为择股可以遵循三条主线:

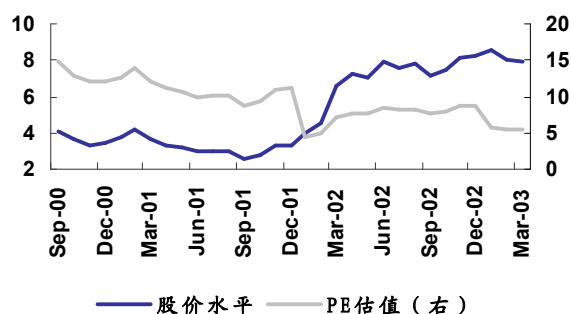
- 1、对于成交量更加敏感的子行业, 如地产中介行业。
- 2、下降周期中收益相对稳定的子行业, 如广义的持有物业型公司。
- 3、开发类中首先能保证价格和盈利能力稳定, 其次考虑周转及成交增速的企业。关于这一点可能与市场共识具有很多不同, 下面会重点讨论。

以上三条主线我们都能从一些历史案例中获得验证。我们样本选取的方式见附录 2。

3.1. 成交量托起盈利, 盈利托起中介股价

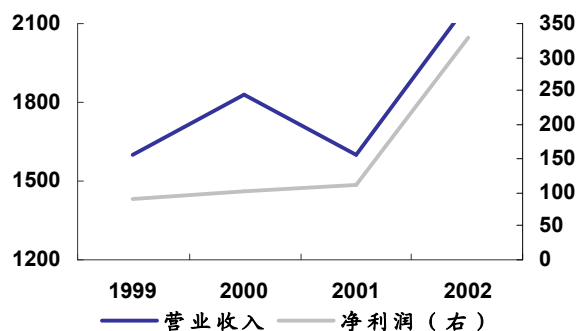
台湾市场表现最好的信义房屋主营二手房中介业务(台湾当时二手房市场规模与新房地产市场相当)。在样本期间股价上涨 147%。而其估值水平在期间反而下降, 显示盈利的成长性支撑股价的主要因素。

图 13: 信义房屋的股价及估值水平



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

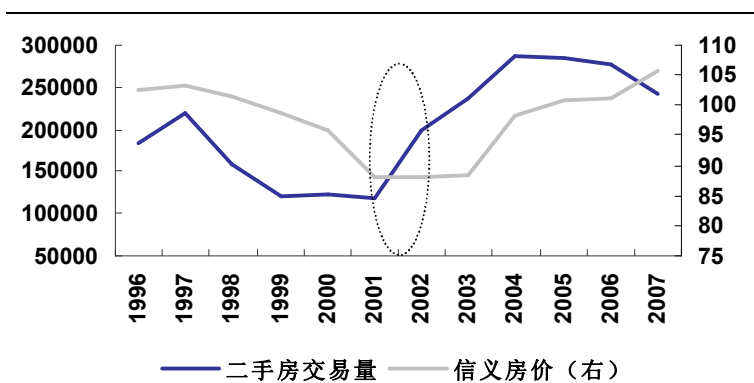
图 14: 信义房屋营业收入与净利润(百万新台币)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

从数据可知, 2002 年是其盈利以及股价表现最好的一年。而根据其年报描述, 2002 年台湾二手房市场呈现“量升价跌”局面。由于中介公司对于成交量(而非成交价格)的顺周期表现, 同期, 信义房屋无论是开店规模, 盈利能力还是股价均大幅上涨。

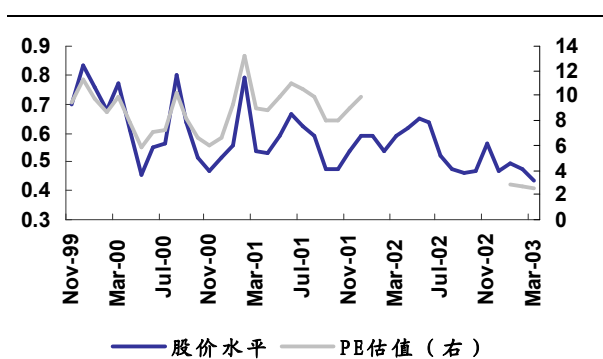
图 15: 台湾二手房市场交易量及房地产价格



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

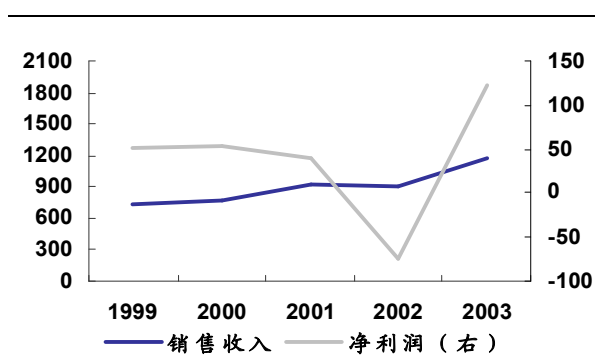
与此成功案例产生对比的是香港美联地产，其主要经营香港新房代理销售。在此期间股价表现和利润表现均不如其台湾的同行出色。（尽管相比同期香港股市和地产股指走势已经好很多）

图 16: 美联地产的股价及估值水平



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

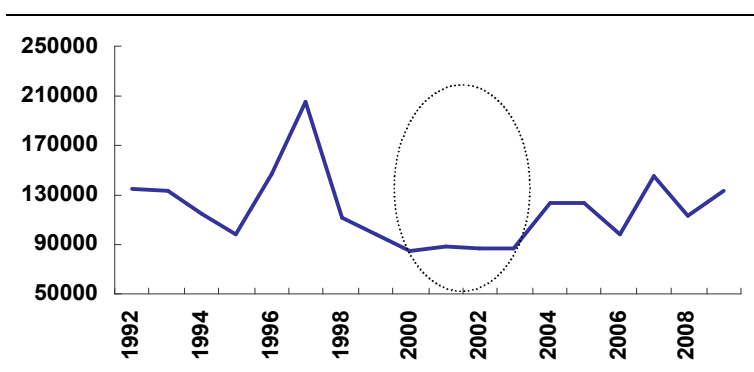
图 17: 美联地产销售收入与净利润（百万港元）



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

作为香港成功的中介公司，美联在此过程中成功进行并购，并实现市场份额扩大。然而整个市场交易低迷，使得其盈利能力表现很难突破。

图 18: 香港新房交易量（套）



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

总结起来，中介企业盈利能力对于其关注市场交易量的敏感性较强。量升（无需价升）市场有助于其盈利更快增长，进而推动股价上升。考虑到国内市场将经历交易量爬升过程，中介类企业有可能获得如同信义房屋一样的表现。

3.2. 估值水平托起持有物业型公司股价

引人注意的是，香港排名前四的样本公司中，有三个为持有物业型公司。分别为万事昌国际、天德地产和淘大置地（恒隆国际）。台湾由于以持有为主营业务的公司较少，因此这里没有相关股票。

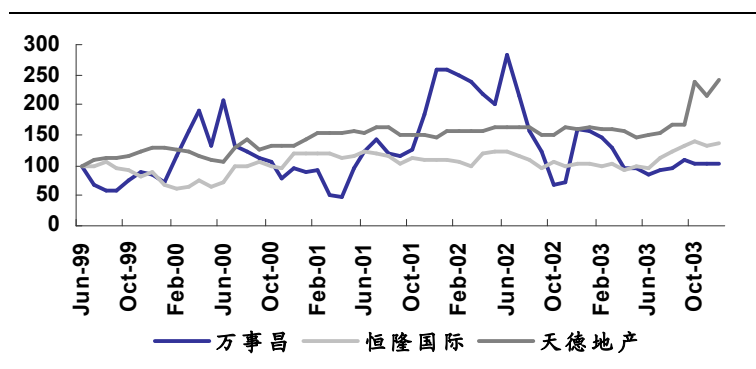
表 3: 各持有物业型公司在 2000-2002 年期间情况

公司名称	公司描述
万事昌国际	主要持有写字楼和酒店式公寓，业务分布在香港和大陆，其中大陆贡献收入的 60%，香港贡献约 40%
天德地产	主要持有写字楼和酒店，业务集中在香港。其中主要持有香港凯悦酒店。
恒隆国际	主要持有商铺和写字楼，业务绝大多数在香港本土

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

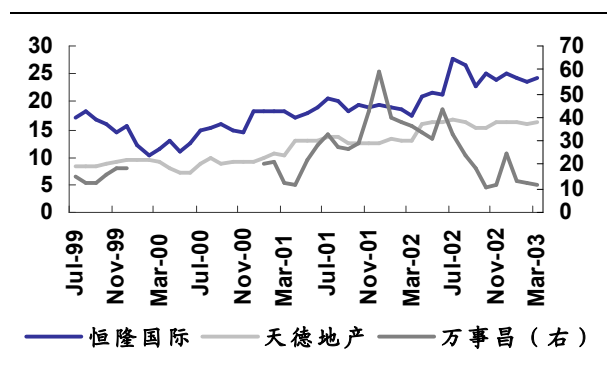
然而，尽管这些公司股价表现相对较好，但盈利并没有显著增长，而是更多依靠估值水平的提高。

图 19: 持有物业型公司股价表现（1999 年 6 月=100）



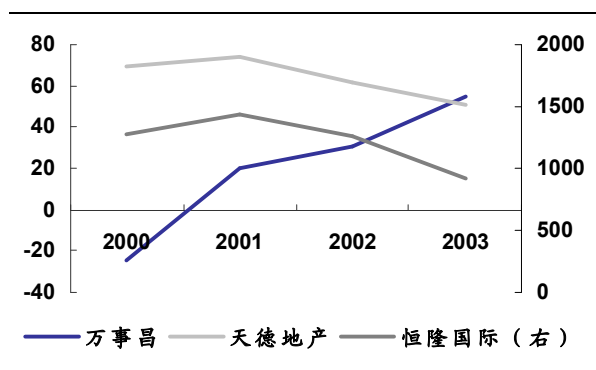
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 20: 各持有物业型公司 PE 估值变化



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

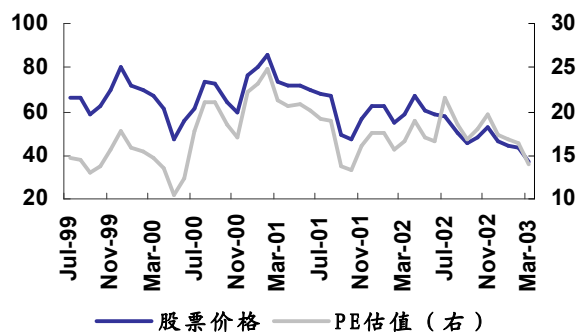
图 21: 各持有物业型公司净利润（百万港元）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

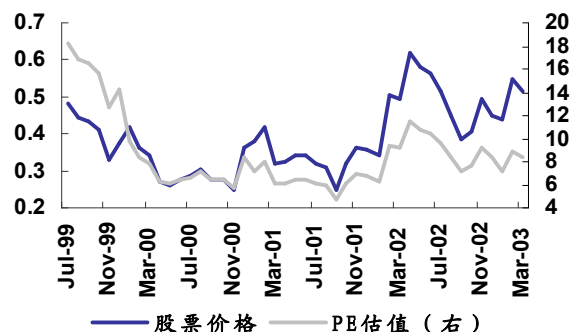
相比之下开发类地产公司股价上升则需要盈利和估值的共同推动，而不会出现盈利下降，单纯依赖估值上升推动股价的局面。

图 22: 新鸿基股价及估值变化



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 23: 嘉华国际股价及估值变化



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

综合以上可知，在地产下降周期中，对于相对稳定的持有型物业而言，风险规避导致的估值溢价上升是其股价表现较好的主要因素。其中，这里持有型物业不仅仅包含写字楼，也包含广义的物业，如酒店、商铺等。

3.3. 开发类企业：高周转不等于好股价

我们可以将开发类企业利润分为三个要素：推盘量、销售率（前两者决定了周转速度）以及单位面积的利润（盈利能力）。从本部分可得，对于短期股价，盈利能力的稳定（而非维持高周转）更为重要；在此基础上，量的增加有助于进一步推动股价表现。

由于上市公司通常对于新盘的销售回款速度具有一定要求，因此通常企业需要在推盘量与盈利能力之间权衡。而对于供过于求的市场，这样的权衡压力将更大。即维持较高的周转有可能是通过更主动促销所导致的结果。（即使对于品牌较强的企业，价格因素也是决定其销售速度的重要因素）

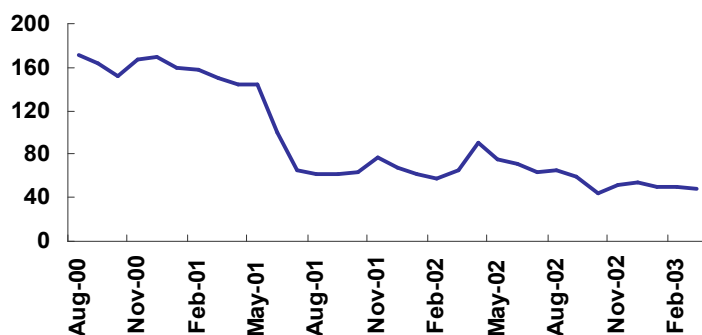
而从短期利润来看，盈利能力的敏感性通常高于销量的敏感性，这对于短期股价表现也将产生较大影响。尽管主动促销维持高周转从长远看能有效减少企业风险，但从以下历史案例看，就短期而言，好公司并不总是好股票。

3.3.1. 案例及启示：盈利能力稳定比周转速度更重要

我们首先可以观察两个虽然经营较好，但股价表现差额企业：大都市建设和长江实业。

即使在不景气期间，大都市建设也努力维持销售的稳定（周转率的稳定），从事后看，它成为了大台北地区最成功的企业之一。但在当时却并不被资本市场认可。具体说来：

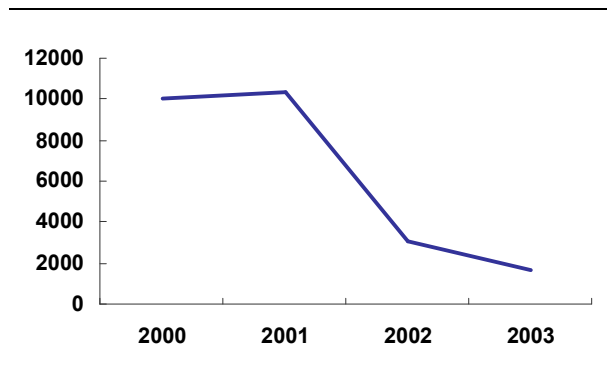
图 24: 大都市建设股价表现（2001年6月=100）



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

直到 2001 年，公司依然试图保持快速的开发。投资增长在 2001 年前处于高位，然而由于市场环境，存货压力，尤其是待售房地压力加大，因此被迫削减投资。

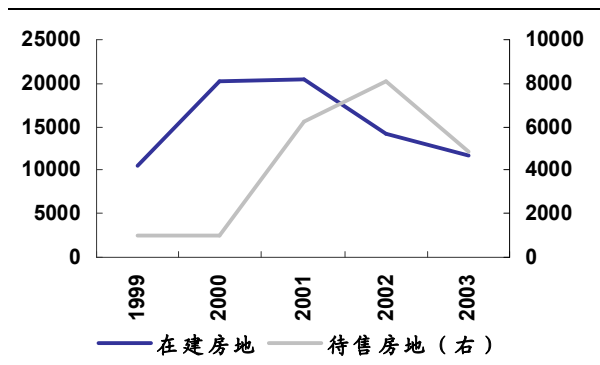
图 25：大都市建设投资支出（百万新台币）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

注：投资支出=存货增加+房地产销售营业成本

图 26：大都市建设存货变化（百万新台币）

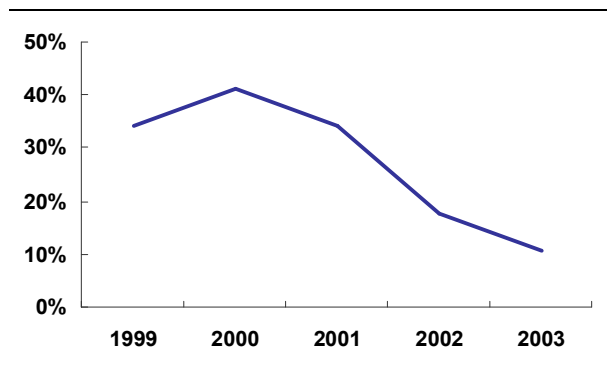


数据来源：公司年报，安信证券研究中心

注：存货中除了以上两项，还包括营建用地，即没有施工的土地，但是比例很小，因此这里未列出

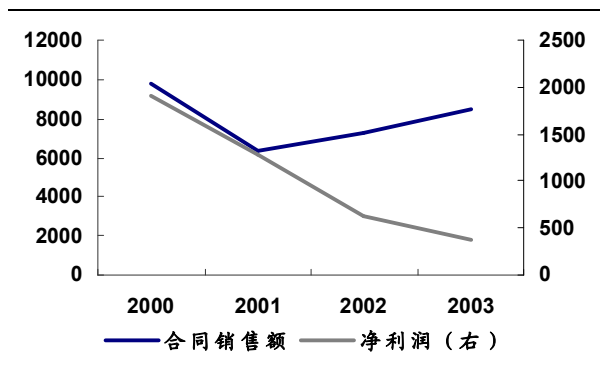
为了对冲存货压力，稳定销售状况，公司采取让利措施。这虽然成功的使公司销售额甚至在 2001 年后缓慢上升，但由于利润率大幅下滑，使得公司净利润也出现明显下降。并影响同期股价表现。

图 27：大都市建设销售毛利率



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 28：大都市建设销售额⁴及利润（百万新台币）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

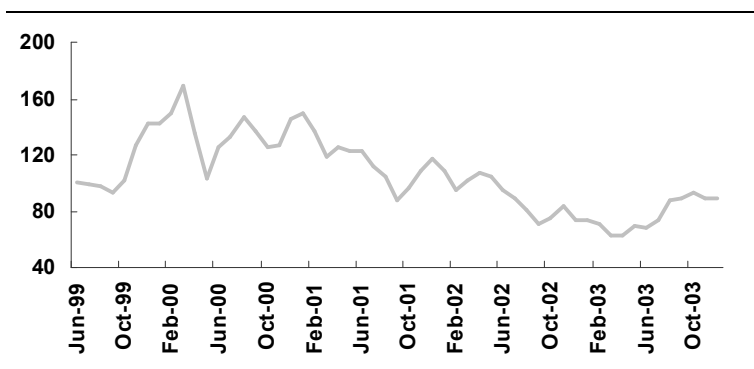
注：合同销售额=预收账款增加+结算额

长江实业的表现也与此类似。作为长期领先的开发类公司，其在同期的股价表现也并不好⁵。

⁴ 公司会计原则与大陆不一致，其销售收入确认只有少数以竣工交付为标准，因此其合同销售额与利润表中营业收入基本一致。以下台湾公司，以及香港的嘉华国际均如此。

⁵ 由于公司经营结构复杂，股价较差的表现不能完全归结于地产部门，但是单就地产部门经营状况而言，在同期也的确表现不佳。

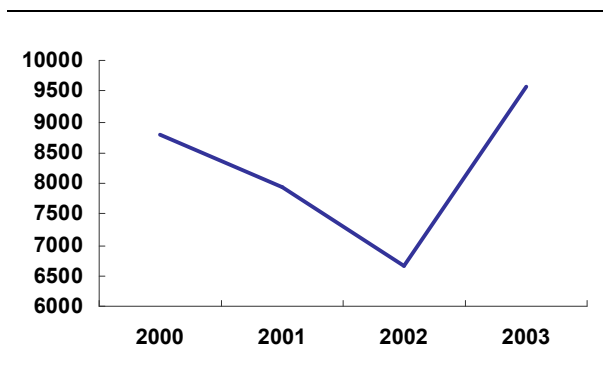
图 29：长江实业股价表现（1999 年 6 月=100）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

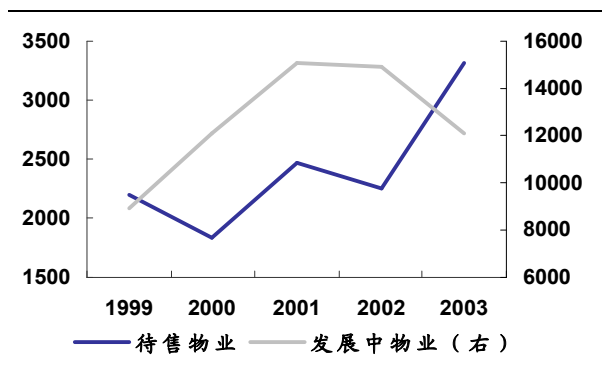
由于市场环境较差，公司存货压力较大，因此较早就主动收缩了投资规模，但收缩幅度并不大（相对后面所述的企业）。

图 30：长江实业地产部门投资支出（百万港元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

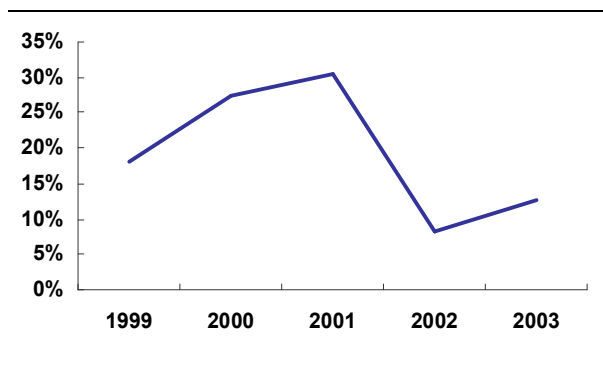
图 31：长江实业地产部门存货变化（百万港元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

同时，公司积极采取促销措施，根据公司年报显示，部分项目利润率相当低。在这种促销努力下，公司销售情况甚至逆市上扬（市场份额也在扩大），然而营业收入却表现不佳并影响了股价。

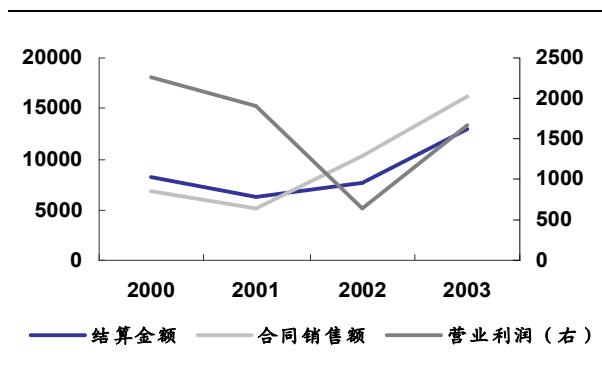
图 32：长江实业地产部门营业利润率



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

注：营业利润为扣除成本及销售费用和管理费用后利润

图 33：长江实业地产销售额与净利润（百万港元）

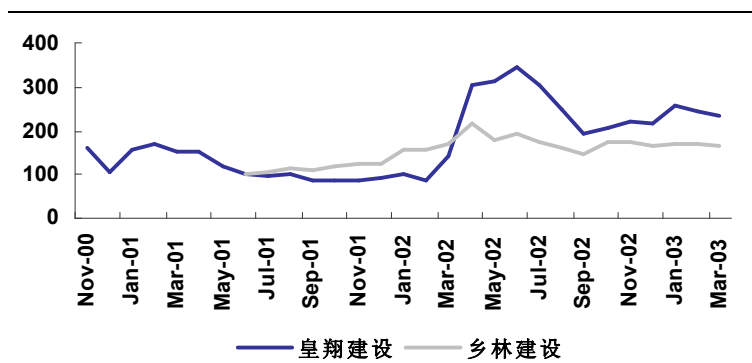


数据来源：公司年报，安信证券研究中心

注：营业利润为扣除成本及销售费用和管理费用后利润

相比大都市建设和长江实业，台湾的乡林建设和皇翔建设股价表现则好许多。

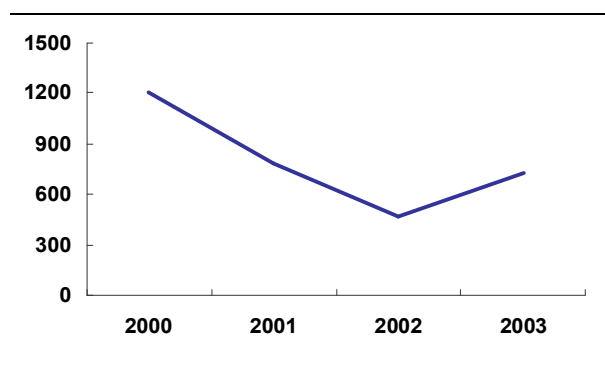
图 34：皇翔建设和乡林建设股价表现（2001 年 6 月=100）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

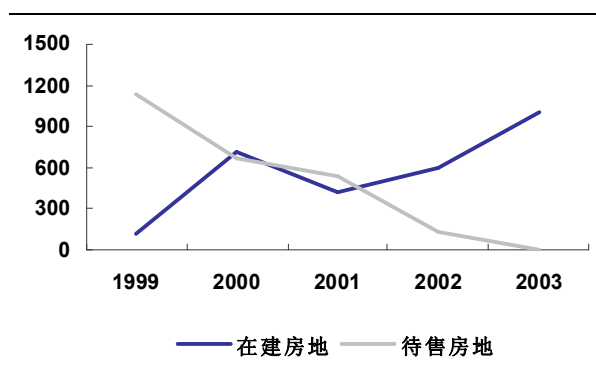
而它们的经营状况也大不相同。乡林建设在期间主动收缩投资规模，收缩之后投资不到之前的一半（收缩幅度远高于长江实业）。通过投资的收缩，公司控制了存货的积累。

图 35：乡林建设投资支出（百万新台币）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

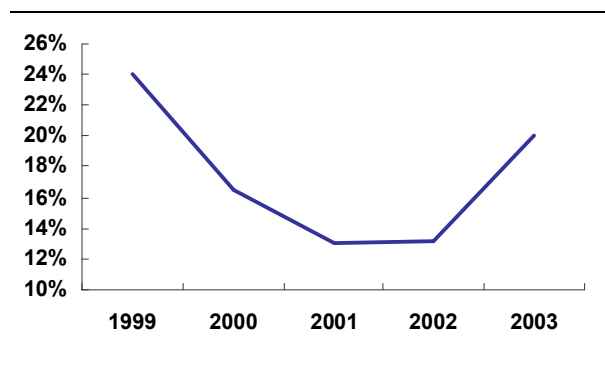
图 36：乡林建设存货变化（百万新台币）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

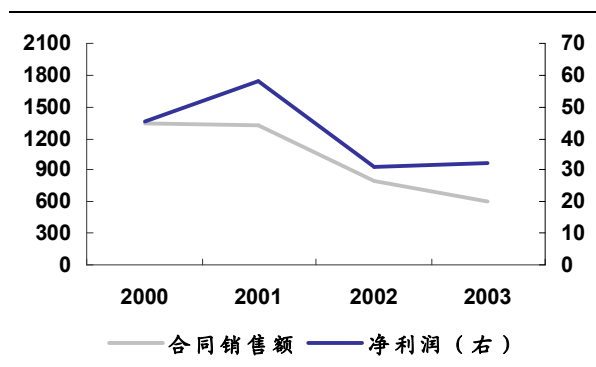
受到市场影响，公司同样面临盈利能力压缩的压力。但由于更加主动的投资收缩，同时部分牺牲了销售额的成长，因此其利润率下滑幅度小于台湾同行大都市建设。

图 37：乡林建设销售毛利率



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

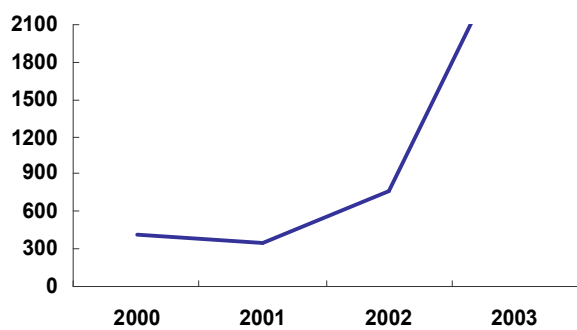
图 38：乡林建设销售额与净利润（百万新台币）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

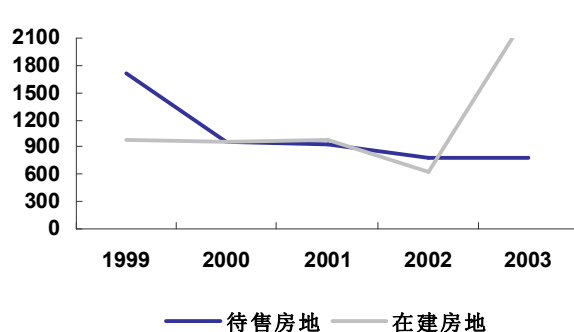
同样，皇翔建设也是通过收缩开发速度降低存货压力（尽管图中投资规模在上升，但考虑到正常接近 20 亿的销售额，其不到 6 亿的投资规模显然属于收缩）。

图 39: 皇翔建设投资支出 (百万新台币)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

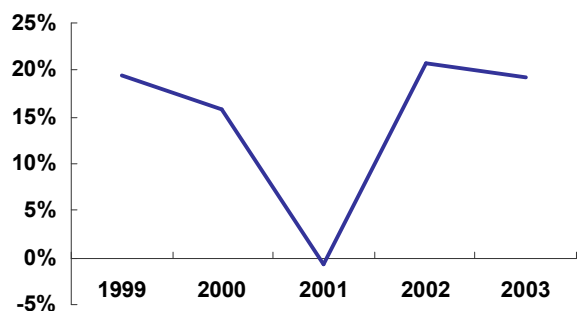
图 40: 皇翔建设存货变化 (百万新台币)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

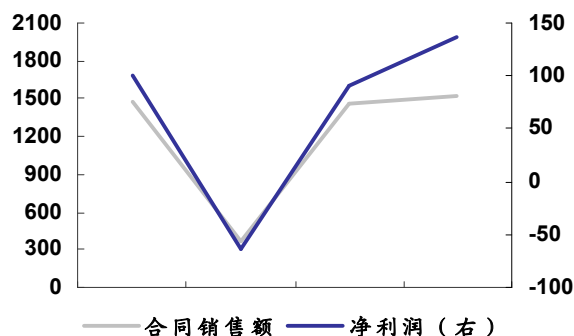
由于投入收缩, 公司利润率只在 2001 年有波动, 其它时候基本稳定。同样收入和利润也在除 2001 年以外基本保持稳定。而这使得公司股价表现远好于大都市建设。

图 41: 皇翔建设销售毛利率



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 42: 皇翔建设销售额与净利润 (百万新台币)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

综合以上案例可见, 在相对较弱的市场下, 为了保持高周转可能需要损失更多的盈利能力, 在这种情况下, 通过收缩投资及销售维持盈利能力的稳定比强调周转率的稳定对于短期盈利和股价表现更为重要⁶。这对于国内市场至少意味着以下两点启示:

第一, 由于降价促销将直接伤害盈利能力, 毛利润率高的项目对于价格下降的敏感性相对较弱, 因为我们更倾向于选择高毛利项目的公司, 如土地成本低以及项目定位高端。

第二, 结构性因素同样可能损害盈利能力。由于国内二三线城市增长更快, 因此对于一些较大的企业, 其业务逐渐从较高毛利和价格的城市向低等级城市扩张, 这无疑将会进一步加大盈利能力的压力。因此, 我们更加倾向于一直立足于低等级城市, 甚至项目结构向高档次升级的企业。

3.3.2. 案例及启示: 相对小的企业更可能获得量的成长

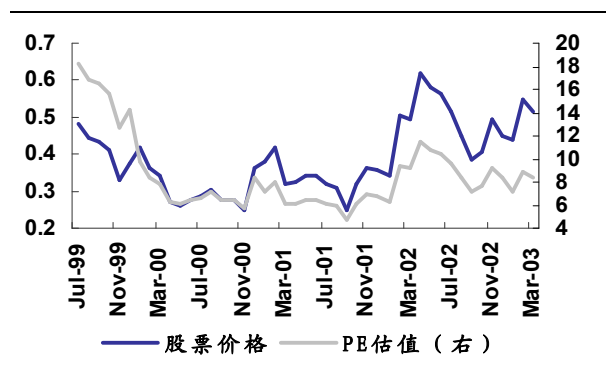
在企业利润率基本稳定的条件下, 追求量的增长能进一步提升表现空间, 在弱势环境下, 小的企业更可能有这样的潜力 (当然, 小企业不必然意味着这样的潜力)。为此我们对比了嘉华国际和新鸿基。

嘉华国际在 2000-2002 年期间股价表现较好, 这主要依赖其地产开发业务从 0 开始迅

⁶ 这看起来并不是一个好公司的选择。但是实际上即便如万科这样强调周转的成功企业, 在其扩张期也曾强调利润率而放弃周转。如其在 2003 年年报中指出, 当年销售额和结算额显著低于之前的计划, 只要是由于公司调高销售价格, 争取更大收益率, 从而影响了销售进度。而当时, 万科也是 A 股市场上最成功的地产股。

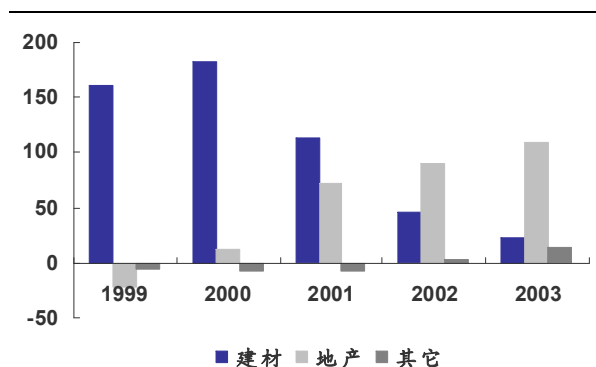
速发展。从其具体项目来看，也可以看出其几乎从单个项目向多项目爆发式增长。

图 43: 嘉华国际股价及估值变化



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 44: 嘉华国际营业利润构成（百万港元）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

表 4: 嘉华国际主要在售项目当年销售进度

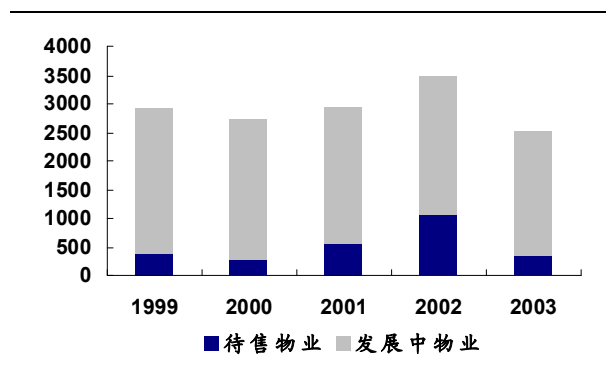
	1999	2000	2001	2002	2003
老街 155 号嘉豪轩		60%	20%	20%	
成和道 69 号嘉逸轩		90%	10%		
屯门嘉悦半岛			90%	10%	
广播道 83 号嘉皇台				60%	40%
沙田 483 号嘉华星港湾				60%	40%
荃湾深井 387 地 214 号					80%
荃湾 395 号					50%
广州嘉和苑二期	60%	40%			
广州嘉和苑三期		20%	45%	25%	5%
上海万航渡路嘉园		70%	30%		

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

注：除了后三个项目外，其它项目均在香港。数据来源所限，无法列出全部项目规模信息。平均而言，从面积上看，大陆项目基本是香港项目的 10 倍以上。但从单价看，香港项目价格是大陆 5-10 倍。总得来看，2000 年利润主要来自大陆，而 2001-2003 年则主要来自香港。

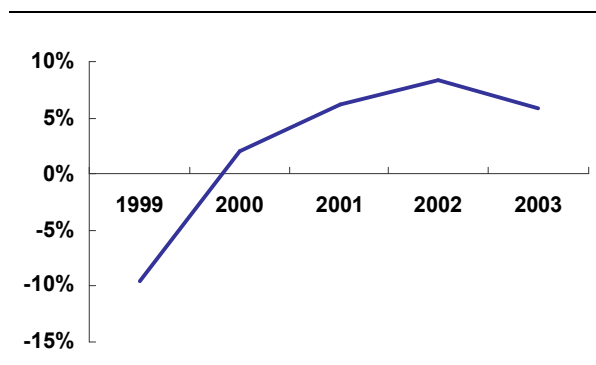
而观察其同期财务数据，可以发现其投资支出迅速扩大，待售物业积累翻数倍，销售额也在增长，但增速慢于投资支出。与此同时利润率并没有下滑。

图 45: 嘉华国际地产部门存货变化（百万港元）



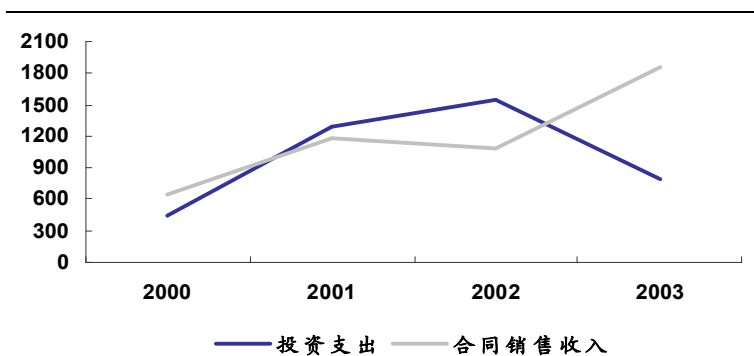
数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 46: 嘉华国际地产部门经营利润率



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 47: 嘉华国际地产开发投资支出及销售收入 (百万港元)

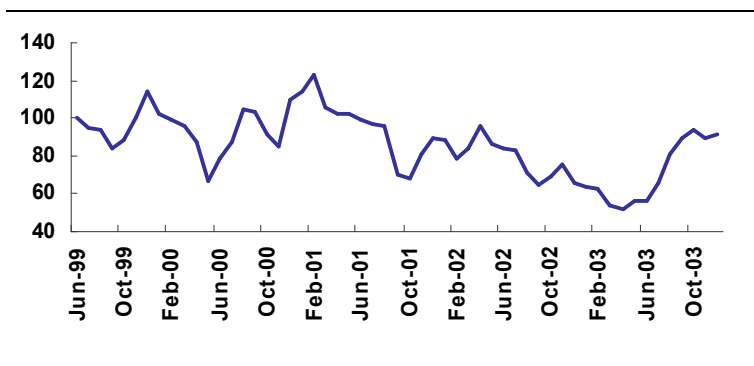


数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

总结嘉华国际当时的策略, 即为: 维持利润率的相对稳定, 但是以存货的快速积累 (销售率下降) 为代价; 同时借助推盘数量的增长, 使得在销售率下降的同时, 销售额以低于投资增速的水平维持增长。

新鸿基股价表现则明显不如嘉华国际, 也弱于行业指数。

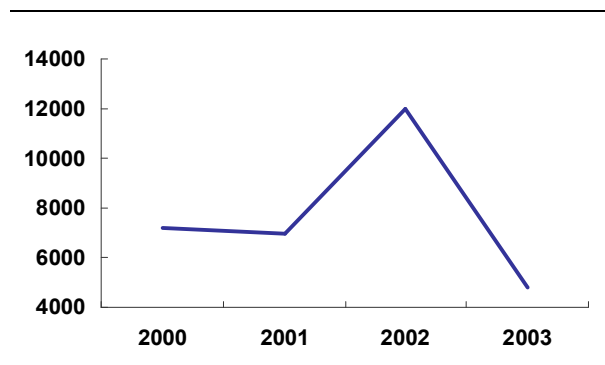
图 48: 新鸿基股价表现 (1999 年 6 月=100)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

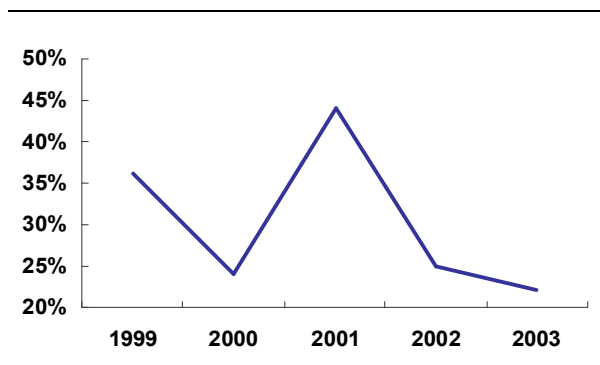
在样本期间, 公司投资支出收缩至其销售额的 60% 左右, 收缩政策使其利润率基本维持不再继续下滑, 其存货规模也没有明显积累。

图 49: 新鸿基地产开发投资规模 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

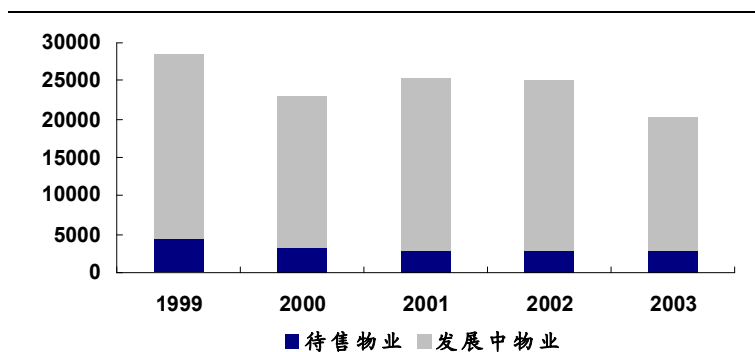
图 50: 新鸿基地产部门经营利润率



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

注: 2001 年利润率较高主要是由于部分结算项目土地成本较低导致

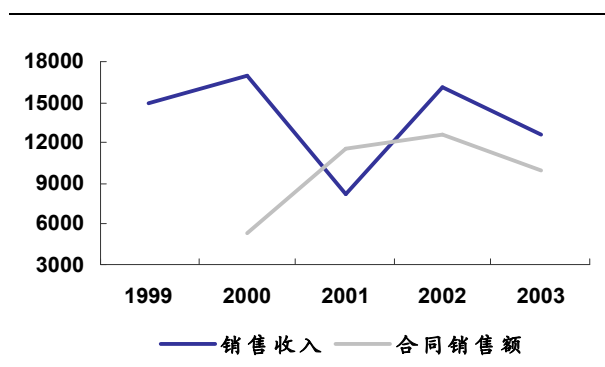
图 51: 新鸿基存货变化 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

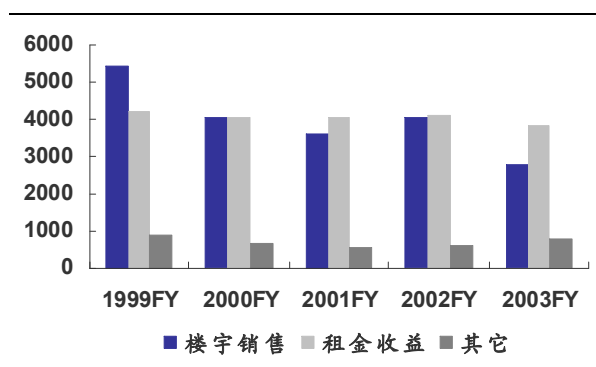
但是相比嘉华国际, 新鸿基地产开发部门营业收入及营业利润均没有上升。这也限制了新鸿基的股价表现。

图 52: 新鸿基物业销售收入 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 53: 新鸿基各部门经营性利润 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

对比两个案例, 我们认为, 相对于新鸿基, 嘉华国际的增长具有一定特殊性, 且并不可持续: 第一, 企业需要具有充足的资金以应付存货积累, 事实上如果香港市场并没有在 2003 年回暖, 嘉华国际的增长速度也将随着资金沉淀被迫放缓; 第二, 企业规模不可能很大, 嘉华国际的开发业务规模尚小, 因此可以利用推盘量的爆发增长促进销售成长, 同时, 其存货增长数倍而不会影响市场。但很难想象市场份额达到 6% 以上的新鸿基可以在存货翻倍的条件下不对市场造成较大冲击。

同样, 对于国内企业而言, 在满足利润率的情况下, 规模较小, 销售能力并不弱, 项目数量具有爆发性的企业 (尽管其风险比大企业要高) 相对更可能实现较好表现。

4. 投资建议

总结本文的主要观点: 房地产市场进入去泡沫化阶段, 具体到明年, 供给推动下地产市场将呈现量升价微跌的局面。企业将面临存货和降价促销压力。再考虑到宏观政策波动的影响, 地产股在短期内风险较大, 而年中前后可能有较大机会。因此对于行业我们暂时维持“同步大市-A”评级

在短期的这种弱势市场环境下, 我们可以沿着三条思路择股:

- 1、 房地产中介类公司, 我们推荐世联地产。
- 2、 广义持续物业型公司 (持有写字楼、酒店或商铺)。我们推荐中国国贸和小商品城。
- 3、 开发类企业满足如下条件: 融资来源可靠是必要条件 (大多数上市公司可满足);

在融资条件满足下，首先需要维持利润率（高毛利项目，或者毛利润率稳定甚至有望随项目定位或区域层次升级）；其次满足量的增长，即更高周转（小的企业更可能有此潜力）。我们推荐华业地产、荣盛发展、泛海建设。

5. 附录 1：去泡沫化进程的国际案例

从国际经验来看，经济体中流动性的膨胀与收缩导致房地产泡沫化与去泡沫化。我们认为中国已经进入这一过程。去泡沫化过程则有几个特点：1、持续时间通常数年；2、除非发生极端情况，房价表现平稳（微跌或微涨），成交量也不会明显低迷（即通过价格微调换取成交相对稳定）；3、资本市场中，地产股在早期可能有一波反弹后，长期表现系统性较弱。

篇幅所限，这里仅对日本 70 年代案例简单介绍。日本 90 年代、韩国 90 年代、台湾及香港在亚洲金融危机之后等地区的表现也均基本符合前面所述特点，具体分析可以参考我们之前的报告。

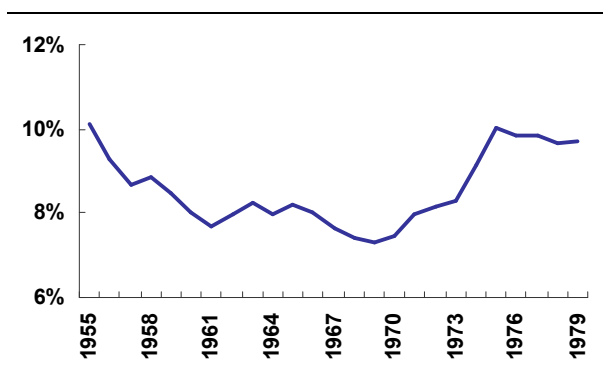
由于 60 年代末及 70 年代初的财政货币双刺激政策，日本到 1973 年第一次石油危机之前国内形成较大的房地产泡沫，同时面临着通胀风险⁷。

为了应对通胀等风险，日本从 1973 年开始进行较长期的货币紧缩政策。其中 1974 年-1975 年收缩速度异常快，1976 年之后收缩幅度相对缓和。

伴随流动性的收缩，房价停止加速上涨。而且，在收缩较为严厉的早期，房价甚至下降大约 10-20%。但是随着流动性收缩放缓，房价进入长达数年的平稳阶段。

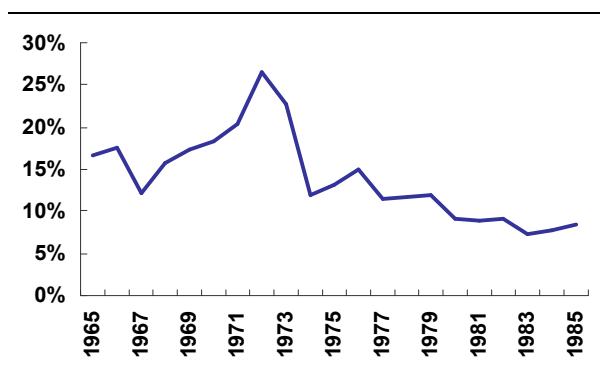
而从成交量来看，除了早期急速收缩过程中出现大幅缩量，之后大部分时间，成交量并无明显下滑⁸。

图 54：日本政府支出占 GDP 比例



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 55：日本货币供应 M2 增速

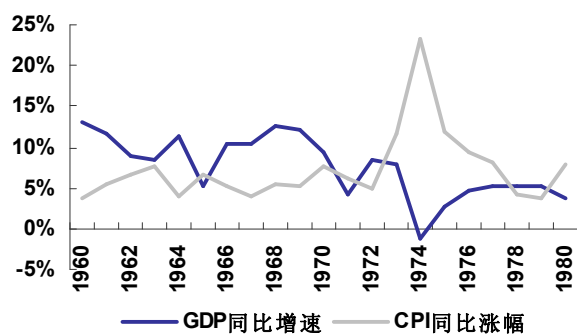


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

⁷ 第一次石油危机只是加剧了日本的通胀风险，实际上在此之前，日本通胀就很不稳定。有观点认为，这与日本的前期的刺激政策具有一定关联，而从更深层次看，日本在 60 年代后走过刘易斯拐点对于当时的经济环境及经济政策也产生深远影响。这些因素在某种程度上看与中国目前状况相似。

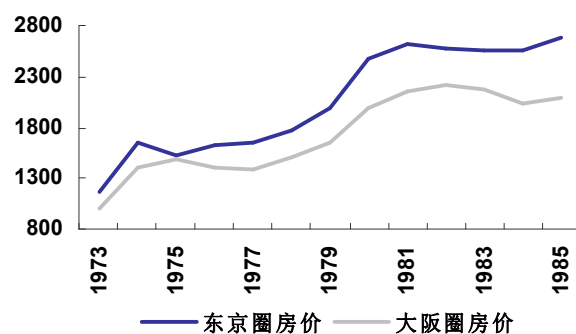
⁸ 由于数据可得性问题，本文有些地方采用推盘量或修建量指示成交量。这对于以年计的趋势应该不会存在较大背离。

图 56: 日本经济增长与通货膨胀 (1960-1980)



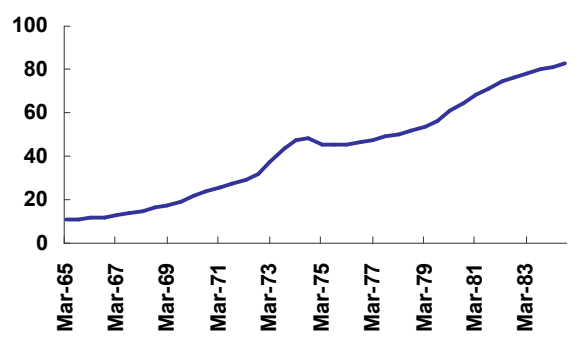
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 57: 日本东京圈和大阪圈房价 (万日元/套)



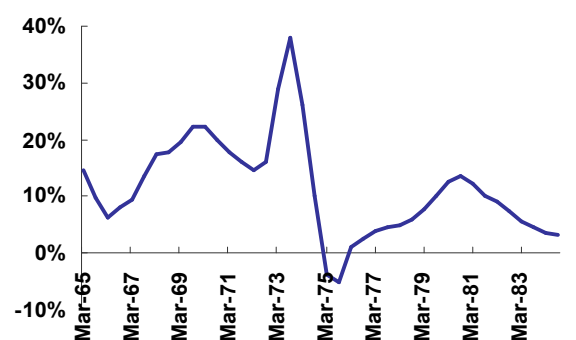
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 58: 日本 70 年代全国城市住宅地价 (2000=100)



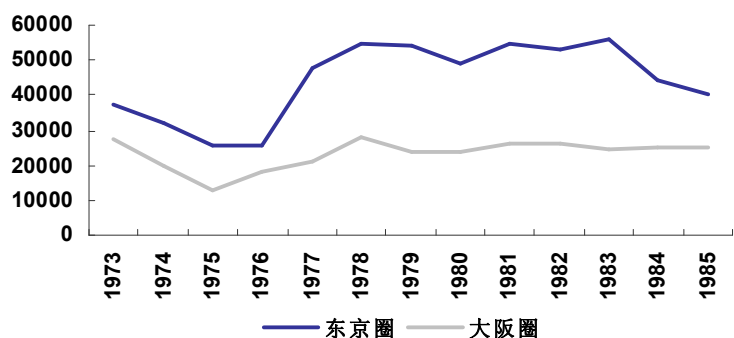
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 59: 日本 70 年代全国城市住宅地价同比涨幅



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

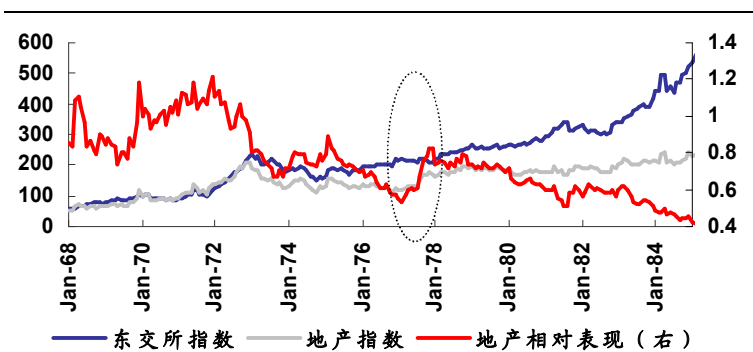
图 60: 70 年代东京圈和大阪圈新推出楼盘量 (套)



数据来源: 日本不动产研究中心, 安信证券研究中心

而从股票市场来看, 从 1973 年开始去泡沫化之后, 地产股只在 1976 年后, 货币政策趋于稳定, 成交量迅速反弹的早期同时取得绝对收益和相对收益, 而在大部分时间均表现不佳。

图 61: 日本 70 年代股票市场表现

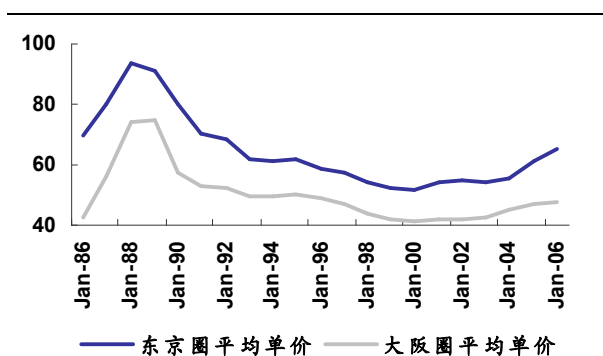


数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

对于其它去泡沫化案例的表现, 我们列出其图表供参考, 包括日本 90 年代, 韩国 1990-1998 年, 台湾和香港在亚洲金融危机之后。

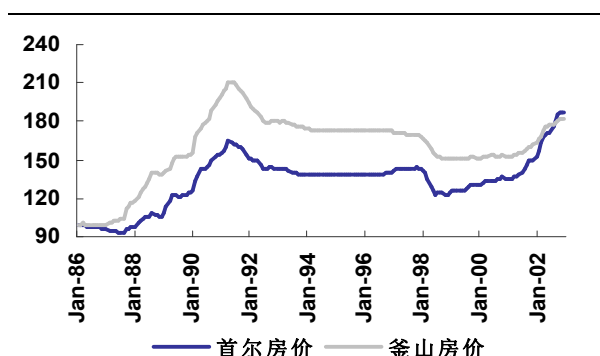
1、成交价格大多数情况慢跌或慢涨, 除非流动性收缩严重, 伴随金融系统危机。

图 62: 日本 90 年代房价 (万日元/平方米)



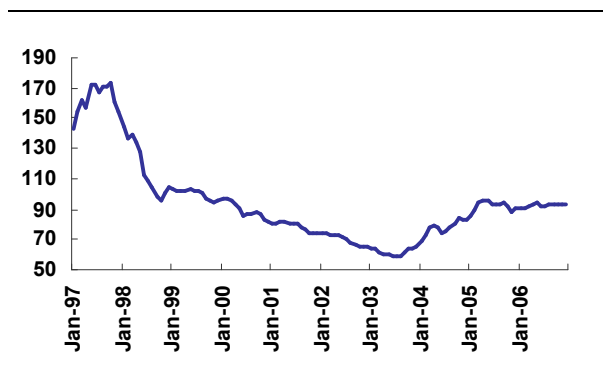
数据来源: 不动产研究所, 安信证券研究中心

图 63: 首尔和釜山房地产价格 (1986 年 1 月=100)



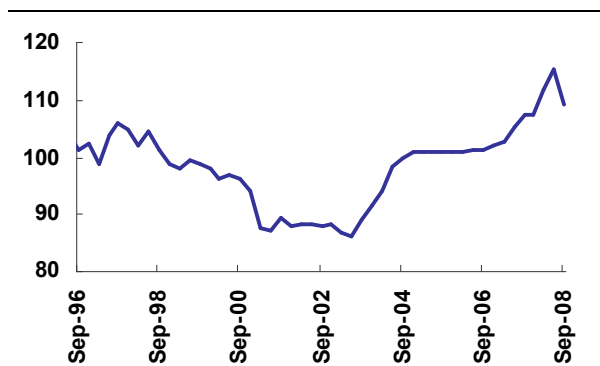
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 64: 香港房价指数 (1999=100)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

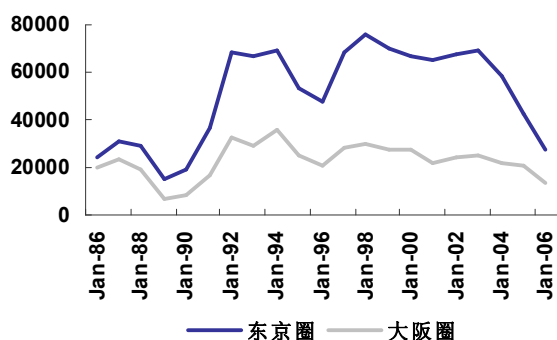
图 65: 台湾信义房价指数 (1991 年 3 月=100)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

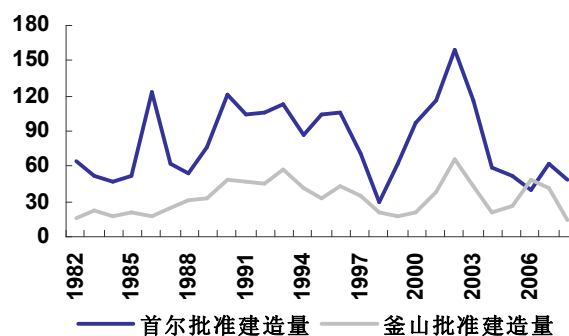
2、成交量平稳, 除非流动性收缩严重, 伴随金融系统危机。

图 66: 日本 90 年代推盘量 (套)



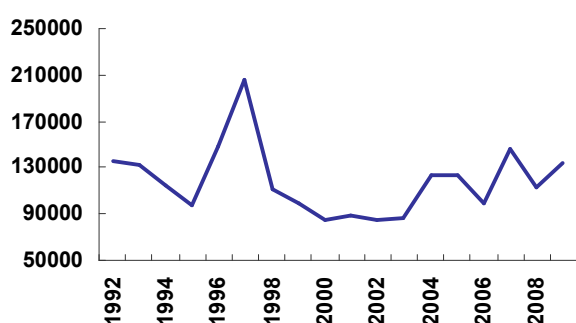
数据来源: 不动产研究所, 安信证券研究中心

图 67: 首尔和釜山批准建造量 (千套)



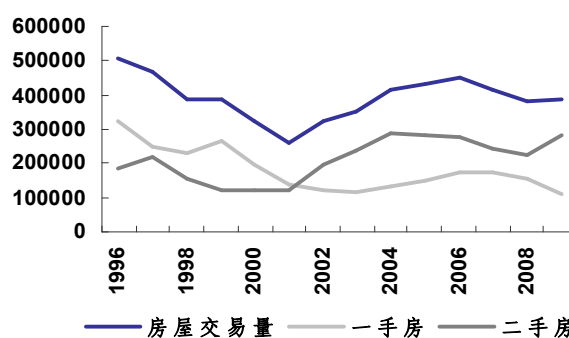
数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 68: 香港成交量 (套)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

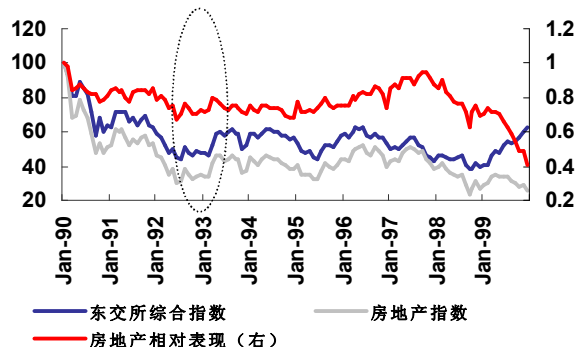
图 69: 台湾地产成交量 (套)



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

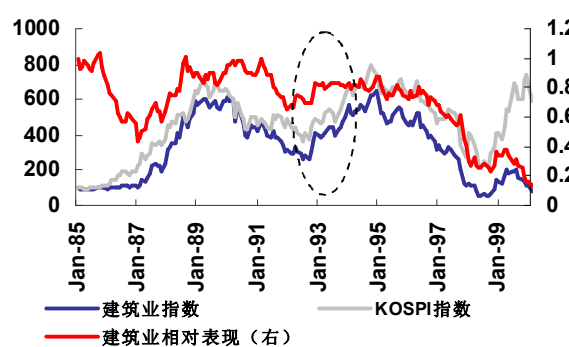
3、股票市场除了可能早期有较短反弹, 大多落后于市场。

图 70: 日本 90 年代股票市场表现



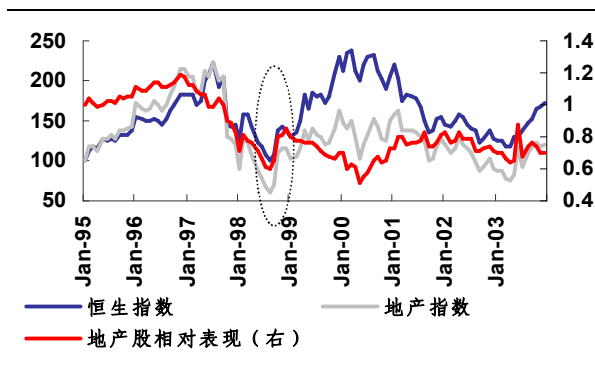
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 71: 韩国 90 年代股票市场表现



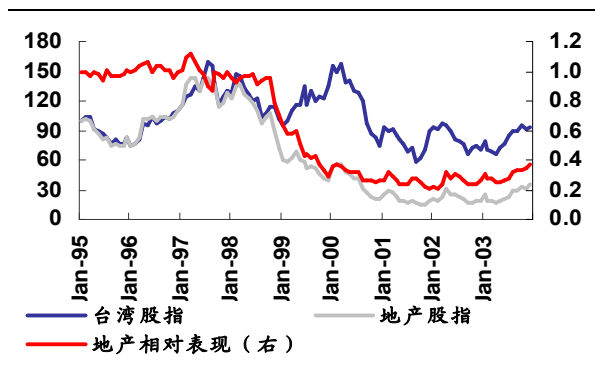
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 72: 香港股票市场表现



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 73: 台湾股票市场表现



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

6. 附录 2: 择股分析之国外公司样本的选取方式

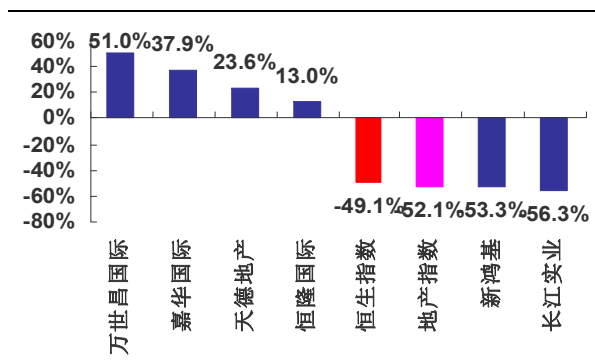
第一步, 我们选取台湾和香港温和去泡沫化的时间段。即首先要求是去泡沫化阶段, 其次剔除流动性急速紧缩和金融体系面临危机阶段, 如亚洲金融危机期间, 以及科网泡沫崩溃对于台湾的影响。最终选取香港的 2000-2002 年, 台湾的 2001-2002 年。

第二步, 挑选“胜者组”股票。我们选取期间表现最好的 4-5 只股票, 然后剔除其中因为非经常性损益导致较好表现的公司; 以及样本期持续亏损的企业 (类似于国内 ST 股票)。剩下公司作为“胜者组”。对于香港, 我们选出了万事昌国际、嘉华国际、天德地产以及淘大置地 (恒隆国际)。对于台湾, 我们选择出信义房屋、皇翔建设和乡林建设。

第三步, 挑选“对比组”。我们挑选当地最具有代表性, 且当前表现并没有进入前列的蓝筹地产公司。而从实际情况看, 一些耳熟能详的地产公司在同期的确表现不佳。对于香港, 我们选取了新鸿基和长江实业; 对于台湾, 我们选取了大都市建设 (后改名远雄建设)。

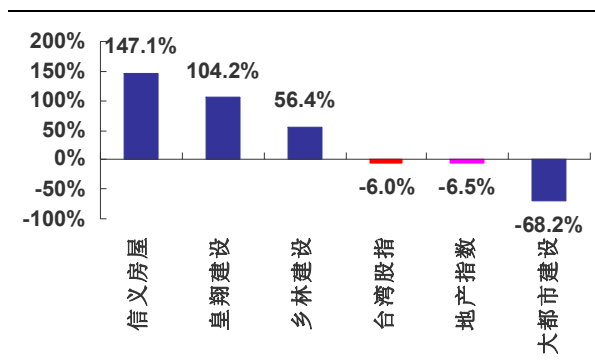
这些公司股票在选定时间内表现如下:

图 74: 香港样本股票表现



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 75: 台湾样本股票表现



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

世联地产：市场放量环境下的高弹性品种

报告关键点：

- 交易量上升市场环境下具有更强顺周期性
- 外延式扩张带来未来利润的高速增长
- 给予公司“增持-A”的评级

报告摘要：

- 公司经营相对市场成交量呈现强的顺周期性。无论国内还是国外案例表明，由于网点开设顺周期以及费用相对固定，中介类企业具有强的顺周期表现。如世联地产在2007年及2009年收入增长均在40%以上，而08年仅-3%；利润波动更大。考虑到明年市场交易量的放大，即使其它条件不变，公司盈利也有望高速增长。
- 公司去年以来的全国布局已经开始初步产生效果，并将继续释放。尽管2季度之后，公司主要目标市场新房销售整体表现不佳，在此背景下，同期公司的部分竞争对手收入也出现收缩，然而世联地产3季度的收入依然环比温和增长3%，我们认为这应该与公司积极的区域扩张有关。不过由于同期人员扩张较快，成本上升抵消了当期盈利。但我们认为随着各个分公司的成熟，并陆续扭亏为盈，再加上市场交易量的继续回暖，公司4季度之后的收入增长有望再次大幅超越成本的增长。
- 此外，尽管我们估计未来房地产开发投资、土地投资等活动可能回落，并对公司顾问策划收入增长产生一定不利影响。但前述的代理销售和经纪业务增长，以及公司“顾问先行”的扩张战略完全能够对冲此风险。
- 公司代理费率基本稳定，甚至有望略有上升。公司在主要高竞争地区的费率已经长期稳定在0.9%附近，并没有随着近期市场的波动而变化。表明除非市场结构发生剧烈变动，这些地区费率很难继续下降。同时，由于公司在高费率（竞争相对不激烈）的地区业务扩展，公司整体代理费率甚至可能略有上升。
- 公司充裕的现金为扩张提供保障。凭借上市募集的资金，公司已经成功进行了两宗重要的并购，进而进入新的市场。未来这样的扩张过程有望复制。
- 我们预测公司2010-2012年EPS为1.04元，1.56元，2.12元。给予公司“增持-A”评级，及6个月目标价42元，对应2011年27倍市盈率。公司主要风险来自市场超预期恶化以及外延扩张带来的人员成本及费用增长失控。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	511.2	738.3	1,137.5	1,585.7	2,141.6
Growth(%)	-2.2%	44.4%	54.1%	39.4%	35.1%
净利润	66.4	150.8	226.1	339.6	462.1
Growth(%)	-17.7%	127.3%	49.9%	50.2%	36.1%
毛利率(%)	40.0%	48.4%	47.6%	49.6%	50.0%
净利润率(%)	13.0%	20.4%	19.9%	21.4%	21.6%
每股收益(元)	0.30	0.69	1.04	1.56	2.12
每股净资产(元)	1.10	4.55	5.43	6.77	8.60
市盈率	115.7	50.9	34.0	22.6	16.6
市净率	32.2	7.8	6.5	5.2	4.1
净资产收益率(%)	33.4%	15.3%	19.1%	23.3%	25.0%
ROIC(%)	147.8%	427.3%	-699.1%	48.8%	51.3%
EV/EBITDA	25.5	17.6	24.1	15.4	11.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
42.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 42.00 元

现价 31.49 元

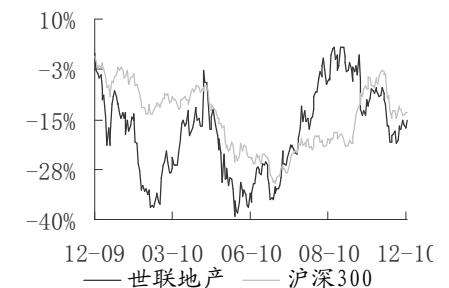
(10.12.05):

报告日期：
2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	6,852.22
流通市值(百万元)	2,166.33
总股本(百万股)	217.60
流通股本(百万股)	68.79
12 个月最高/最低	21.92/65.30 元
十大流通股东(%)	33.59%
股东户数	12,262

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.48	(25.62)	(1.89)
绝对收益	(6.82)	(17.47)	(15.21)

研究员

柳世庆 行业分析师
 010-66581630 liusq@essence.com.cn
 证书编号 S1450209100295

徐胜利 行业分析师
 010-66581636 xusl@essence.com.cn
 证书编号 S1450209090272

前期研究成果

世联地产：维持高速扩张，未来盈利释放可期

2010-10-29

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-9-1	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	511.2	738.3	1,137.5	1,585.7	2,141.6	成长性						
减: 营业成本	306.6	380.8	595.6	798.5	1,070.8	营业收入增长率	-2.2%	44.4%	54.1%	39.4%	35.1%	
营业税费	26.8	40.0	61.4	85.6	115.6	营业利润增长率	-7.7%	67.8%	57.1%	51.7%	36.4%	
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-17.7%	127.3%	49.9%	50.2%	36.1%	
管理费用	61.1	125.0	187.7	253.7	342.7	EBITDA 增长率	-4.0%	58.5%	50.0%	54.6%	36.4%	
财务费用	1.1	-2.5	-14.0	-10.5	-12.2	EBIT 增长率	-7.1%	63.9%	51.7%	55.5%	36.8%	
资产减值损失	1.3	3.1	5.4	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-14.3%	83.5%	45.3%	55.5%	36.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-36.5%	-188.8%	-2326.4%	30.3%	29.7%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	37.1%	314.4%	19.4%	24.7%	27.0%	
营业利润	114.4	191.9	301.5	457.4	623.6	利润率						
加: 营业外净收支	-2.4	0.1	-	-	-	毛利率	40.0%	48.4%	47.6%	49.6%	50.0%	
利润总额	112.0	192.0	301.5	457.4	623.6	营业利润率	22.4%	26.0%	26.5%	28.8%	29.1%	
减: 所得税	32.3	41.1	75.4	114.3	155.9	净利率	13.0%	20.4%	19.9%	21.4%	21.6%	
净利润	66.4	150.8	226.1	339.6	462.1	EBITDA/营业收入	24.5%	26.9%	26.2%	29.0%	29.3%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	22.6%	25.7%	25.3%	28.2%	28.6%	
货币资金	178.5	968.0	904.6	1,167.5	1,521.7	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75	41	40	42	37	
应收帐款	42.4	44.9	103.4	114.0	133.6	流动营业资本周转天数	-45	-47	45	116	121	
应收票据	0.5	0.1	1.0	1.4	1.9	流动资产周转天数	135	309	337	282	272	
预付帐款	0.2	30.7	78.3	118.3	171.8	应收帐款周转天数	18	17	18	19	16	
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-	
其他流动资产	2.0	-0.0	0.1	0.2	0.3	总资产周转天数	237	383	412	356	331	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	31	1	104	179	173	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	57.0	57.0	57.0	ROE	33.4%	15.3%	19.1%	23.3%	25.0%	
投资性房地产	49.9	48.3	40.0	40.0	40.0	ROA	21.9%	12.5%	16.2%	19.7%	21.3%	
固定资产	83.4	83.3	168.7	204.3	236.9	ROIC	147.8%	427.3%	-699.1%	48.8%	51.3%	
在建工程	-	-	-	-	-	费用率						
无形资产	1.1	1.4	1.3	1.2	1.2	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
其他非流动资产	5.8	29.7	41.4	35.0	35.5	管理费用率	11.9%	16.9%	16.5%	16.0%	16.0%	
资产总额	363.8	1,206.5	1,395.8	1,738.9	2,199.9	财务费用率	0.2%	-0.3%	-1.2%	-0.7%	-0.6%	
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.2%	16.6%	15.3%	15.3%	15.4%	
应付帐款	10.8	19.7	22.0	30.6	46.9	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	34.4%	18.0%	15.4%	15.3%	14.9%	
其他流动负债	81.0	197.4	188.3	226.3	267.0	负债权益比	52.4%	22.0%	18.1%	18.0%	17.5%	
长期借款	29.1	-	-	-	-	流动比率	2.33	4.81	5.07	5.28	5.58	
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.33	4.81	5.07	5.28	5.58	
负债总额	125.1	217.2	214.4	265.4	327.9	利息保障倍数	100.81	-76.17	-20.46	-42.39	-50.25	
少数股东权益	5.0	-	-	3.4	9.0	分红指标						
股本	96.0	128.0	217.6	217.6	217.6	DPS(元)	-	-	0.16	0.23	0.32	
留存收益	137.8	861.3	963.9	1,252.5	1,645.3	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
股东权益	238.7	989.3	1,181.5	1,473.5	1,872.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	79.7	150.9	226.1	339.6	462.1	EPS(元)	0.30	0.69	1.04	1.56	2.12	
加: 折旧和摊销	17.6	13.3	10.4	13.5	16.7	BVPS(元)	1.10	4.55	5.43	6.77	8.60	
资产减值准备	1.3	3.1	5.4	1.0	1.0	PE(X)	115.7	50.9	34.0	22.6	16.6	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	32.2	7.8	6.5	5.2	4.1	
财务费用	1.2	2.1	0.5	-14.0	-10.5	P/FCF	91.5	41.0	-15.6	58.3	39.1	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	15.0	10.4	6.7	4.8	3.6	
少数股东损益	13.4	0.0	-	3.4	5.6	EV/EBITDA	25.5	17.6	24.1	15.4	11.1	
营运资金的变动	-26.6	92.2	-94.7	6.3	-11.9	CAGR(%)	62.6%	45.8%	40.3%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	72.0	262.2	133.1	353.3	461.4	PEG	1.8	1.1	0.8	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	-20.5	-45.2	-157.0	-50.0	-50.0	ROIC/WACC						
融资活动产生现金流量	-5.0	573.5	-19.9	-40.4	-57.1	REP						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

泛海建设：高端项目全面发力

报告关键点：

- 公司项目储备均为高毛利的高端产品。
- 各地项目均正在或即将销售。
- 2011年销售额和业绩有望大幅增长。
- 维持增持-A评级。

报告摘要：

- 公司项目储备均为高毛利的高端产品。公司在北京、上海、杭州、深圳、武汉、青岛等城市的核心区域拥有大量土地储备，产品定位高端，毛利率高。前几年公司结算毛利率均在45-50%之间，预计今后仍会保持高毛利率的特点。
- 各地项目开发、销售全面发力。武汉CBD项目2009-2010年多批次开工，开工面积合计约100万平米，类型包括住宅和写字楼等，其中2010年6月开盘的住宅项目樱海园一期售价13000元/平米，当时尽管市场低迷，销售率仍达到65%。预计武汉项目在建住宅将陆续销售，以便为体量庞大的写字楼建设提供资金支持。深圳拉菲花园二期预计2011年初开盘，2009年销售的拉菲花园一期起价13000元/平米，市场价格后升至16000元/平米，预计拉菲花园二期开盘价不会低于该水平。杭州钱江新城写字楼准备销售一栋，正在洽谈中，可比楼盘2009年售价为30000元/平米。北京项目2、3号地块已开工部分住宅及会所、商业，住宅售价可达45000元/平米。上述项目因拿地早，地价均非常便宜。上海项目拆迁工作正在推进。
- 2011年销售额和业绩有望大幅增长。公司2011年销售将呈现价稳、量升、毛利率高企的特点，2011年深圳项目二期、杭州写字楼、武汉樱海园等均很可能进入结算，从而使利润大幅增长。
- 维持增持-A评级。估算每股RNAV13元，预测2010-2012年EPS分别为0.18、0.31、0.41元。下调6个月目标价至10.9元。
- 风险提示：流动性趋紧和宏观政策紧缩超出预期；公司项目开发销售进度低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,419.5	2,379.0	1,980.0	2,540.0	3,860.0
Growth(%)	-65.9%	67.6%	-16.8%	28.3%	52.0%
净利润	210.6	402.8	412.1	715.1	943.1
Growth(%)	-67.8%	91.2%	2.3%	73.6%	31.9%
毛利率(%)	46.7%	46.4%	54.5%	58.7%	61.9%
净利润率(%)	14.8%	16.9%	20.8%	28.2%	24.4%
每股收益(元)	0.09	0.18	0.18	0.31	0.41
每股净资产(元)	3.80	3.92	4.22	4.52	4.99
市盈率	95.8	50.1	49.0	28.2	21.4
市净率	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8
净资产收益率(%)	2.4%	4.4%	4.3%	6.9%	9.4%
ROIC(%)	4.5%	3.4%	3.0%	3.8%	5.4%
EV/EBITDA	77.0	41.5	56.4	32.9	21.3
股息收益率	0.0%	0.6%	0.5%	0.1%	0.0%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 10.90 元

期限： 6 个月 上次预测： 12.30 元

现价 9.02 元

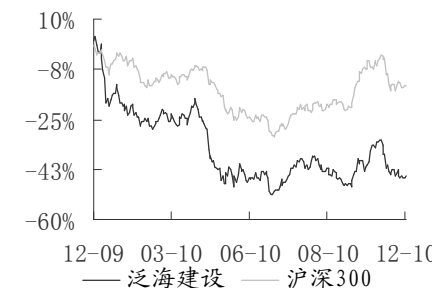
(10.12.05):

报告日期： 2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	20,553.48
流通市值(百万元)	4,043.29
总股本(百万股)	2,278.66
流通股本(百万股)	448.26
12个月最高/最低	7.66/17.85 元
十大流通股东(%)	25.81%
股东户数	59,673

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.73)	(8.59)	(31.74)
绝对收益	(19.03)	(0.44)	(45.06)

研究员

徐胜利 行业分析师
 010-66581636 xusl@essence.com.cn
 证书编号 S1450209090272

柳世庆 行业分析师
 010-66581630 liusq@essence.com.cn
 证书编号 S1450209100295

前期研究成果

泛海建设：开工力度如期加大
 2010-10-28
 泛海建设：开工即将加速 业绩有望释放
 2010-08-24
 泛海建设：2009 年年报点评
 2010-03-02

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-11-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,419.5	2,379.0	1,980.0	2,540.0	3,860.0	成长性					
减: 营业成本	757.1	1,274.5	900.0	1,050.0	1,470.0	营业收入增长率	-65.9%	67.6%	-16.8%	28.3%	52.0%
营业税费	207.3	325.2	237.6	333.3	686.7	营业利润增长率	-70.9%	102.7%	-8.9%	74.8%	50.0%
销售费用	54.6	72.6	49.5	71.1	108.1	净利润增长率	-67.8%	91.2%	2.3%	73.6%	31.9%
管理费用	94.4	112.4	158.4	152.4	193.0	EBITDA 增长率	-70.4%	100.8%	-10.5%	73.5%	50.0%
财务费用	-0.7	-0.7	-9.9	-20.3	-28.3	EBIT 增长率	-70.9%	103.0%	-10.4%	74.3%	50.3%
资产减值损失	6.0	0.6	99.0	-	-	NOPLAT 增长率	-67.9%	87.2%	3.1%	74.3%	50.3%
加: 公允价值变动收益	-5.7	4.2	-	-	-	投资资本增长率	146.3%	19.3%	36.8%	5.6%	0.4%
投资和汇兑收益	0.0	-	-	-	-	净资产增长率	103.7%	3.2%	7.6%	7.1%	10.4%
营业利润	295.3	598.6	545.4	953.5	1,430.5	利润率					
加: 营业外净收支	0.6	-10.9	-	-	-	毛利率	46.7%	46.4%	54.5%	58.7%	61.9%
利润总额	295.9	587.8	545.4	953.5	1,430.5	营业利润率	20.8%	25.2%	27.5%	37.5%	37.1%
减: 所得税	87.0	197.3	136.4	238.4	357.6	净利润率	14.8%	16.9%	20.8%	28.2%	24.4%
净利润	210.6	402.8	412.1	715.1	943.1	EBITDA/营业收入	21.2%	25.4%	27.3%	37.0%	36.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	20.8%	25.1%	27.0%	36.7%	36.3%
货币资金	1,563.6	4,588.9	3,000.0	2,500.0	3,500.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	15	14	16	10	7
应收帐款	456.6	380.6	441.7	413.0	480.0	流动营业资本周转天数	1,952	1,852	2,877	2,672	1,811
应收票据	0.1	-	-	-	-	流动资产周转天数	3,421	3,183	4,088	3,260	2,309
预付帐款	2,287.6	1,959.8	1,901.3	2,000.0	1,893.0	应收帐款周转天数	22	10	9	7	4
存货	15,289.8	15,543.3	17,143.3	18,593.3	20,123.3	存货周转天数	2,760	2,333	2,972	2,533	1,805
其他流动资产	0.0	0.0	6.3	6.3	6.3	总资产周转天数	3,501	3,220	4,131	3,325	2,374
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	2,021	1,881	2,910	2,694	1,824
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	2.4%	4.4%	4.3%	6.9%	9.4%
投资性房地产	48.3	52.6	48.4	550.0	550.0	ROA	1.1%	1.7%	1.8%	3.0%	4.0%
固定资产	72.8	107.8	70.0	75.0	75.0	ROIC	4.5%	3.4%	3.0%	3.8%	5.4%
在建工程	0.2	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	0.8	5.7	5.5	5.2	4.9	销售费用率	3.8%	3.1%	2.5%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	97.3	102.2	84.0	70.4	70.4	管理费用率	6.6%	4.7%	8.0%	6.0%	5.0%
资产总额	19,821.9	22,740.9	22,701.1	24,214.1	26,704.1	财务费用率	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.8%	-0.7%
短期债务	-	460.0	400.0	200.0	201.0	三费/营业收入	10.4%	7.7%	10.0%	8.0%	7.1%
应付帐款	6,451.3	4,120.5	2,800.0	2,800.0	3,000.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	56.3%	60.7%	57.6%	57.5%	57.4%
其他流动负债	413.9	419.3	358.9	837.0	2,053.0	负债权益比	128.9%	154.5%	136.1%	135.1%	134.8%
长期借款	3,529.3	5,377.5	6,000.0	6,000.0	5,500.0	流动比率	2.57	4.28	5.75	4.96	3.91
其他非流动负债	6.2	3,180.6	3,176.0	3,176.0	3,176.0	速动比率	0.56	1.32	1.37	1.04	0.88
负债总额	11,163.0	13,804.8	13,084.9	13,913.0	15,330.0	利息保障倍数	-434.20	-876.76	-54.09	-45.92	-49.58
少数股东权益	467.7	455.3	1,452.3	1,452.3	1,582.0	分红指标					
股本	2,263.7	2,263.7	2,278.7	2,278.7	2,278.7	DPS(元)	-	0.05	0.04	0.01	-
留存收益	5,927.4	6,217.1	5,885.1	6,570.3	7,513.4	分红比率	0.0%	28.1%	24.3%	4.2%	0.0%
股东权益	8,658.9	8,936.1	9,616.1	10,301.2	11,374.1	股息收益率	0.0%	0.6%	0.5%	0.1%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	208.9	390.4	412.1	715.1	943.1	EPS(元)	0.09	0.18	0.18	0.31	0.41
加: 折旧和摊销	8.2	9.3	5.6	5.6	5.7	BVPS(元)	3.80	3.92	4.22	4.52	4.99
资产减值准备	6.0	0.6	99.0	-	-	PE(X)	95.8	50.1	49.0	28.2	21.4
公允价值变动损失	5.7	-4.2	-	-	-	PB(X)	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8
财务费用	21.1	1.9	3.3	-9.9	-20.3	P/FCF	-6.8	6.4	-5.2	445.4	23.2
投资收益	-0.0	-	-	-	-	P/S	14.2	8.5	10.2	7.9	5.2
少数股东损益	-1.7	-12.4	-3.0	-	129.7	EV/EBITDA	77.0	41.5	56.4	32.9	21.3
营运资金的变动	-498.1	-1,904.3	-3,019.8	-1,041.9	-74.0	CAGR(%)	50.7%	40.1%			
经营活动产生现金流量	-254.1	-1,535.6	-2,516.1	-341.5	976.3	PEG	1.9	1.3			
投资活动产生现金流量	-111.4	-6.7	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	0.6	0.4	0.4	0.5	0.7
融资活动产生现金流量	1,435.3	4,517.6	-20.2	340.3	29.3	REP	3.7	4.4	4.5	3.4	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

华业地产：小盘绩优 优质储备倍增

报告关键点：

- 公司规模小，但拿地能力强，成长前景好。
- 近期优质储备倍增，RNAV明显提高。
- 业绩快速增长有望持续数年。
- 维持增持-A评级。

报告摘要：

- 公司规模小，但拿地能力强，成长前景好。公司数年前从深圳进入北京市场时就显示出强大的拿地能力。今年连续获得通州一级开发项目、通州运河核心区项目、武汉项目、深圳项目等，更印证了公司超强的拿地能力。为解决同业竞争，大股东在深圳的土地储备也终将注入上市公司。
- 近期优质储备倍增。近期获得的武汉项目和深圳旧改项目，均盈利能力强，使优质储备面积在原先近100万平米的基础上几乎翻倍。其中武汉项目建筑面积80万平米，容积率仅1.3，预计大部分将建别墅，楼面价约1500元/平米，而附近恒大华府项目容积率略高（为1.45），最近销售均价达14000元/平米。公司深圳爱莲片区旧改项目预计售价可达13000元/平米。
- 业绩快速增长有望持续数年。2011年结算利润和销售额均有望连续大幅增长。北京通州东方玫瑰项目今年年底前后有望开盘，并将在2011年大量竣工；2011年大连项目预计将继续开发销售；预计武汉项目2011年也将销售，结算时间在2013年可能性较大。公司目前已有项目即有望支撑业绩快速增长持续到2013年。
- 维持增持-A评级。优质储备快速增加，提升每股RNAV至12元。业绩快速增长有望持续数年。提高6个月目标价至9.5元。
- 风险提示：流动性趋紧和宏观政策紧缩超出预期；公司项目开发销售进度低于预期。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

9.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 8.80 元

现价 7.29 元

(10.12.05):

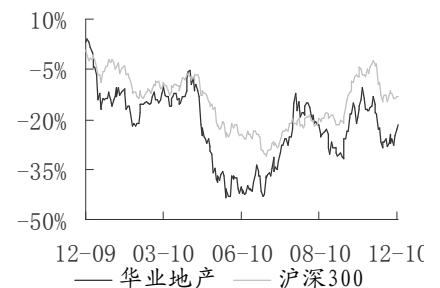
报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	4,702.05
流通市值(百万元)	4,702.05
总股本(百万股)	645.00
流通股本(百万股)	645.00
12个月最高/最低	5.15/9.96 元
十大流通股东(%)	47.73%
股东户数	48,443

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.07	(5.18)	(8.21)
绝对收益	(6.19)	2.97	(21.53)

研究员

徐胜利

行业分析师

010-66581636

xusl@essence.com.cn

证书编号

S1450209090272

柳世庆

行业分析师

010-66581630

liusq@essence.com.cn

证书编号

S1450209100295

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	533.4	1,210.0	2,325.0	3,030.0	3,210.0
Growth(%)	-22.7%	126.8%	92.1%	30.3%	5.9%
净利润	97.2	117.0	238.5	488.8	580.0
Growth(%)	-32.4%	20.4%	103.8%	105.0%	18.7%
毛利率(%)	42.0%	24.8%	28.2%	37.4%	37.5%
净利润率(%)	18.2%	9.7%	10.3%	16.1%	18.1%
每股收益(元)	0.15	0.18	0.37	0.76	0.90
每股净资产(元)	3.14	3.21	3.59	4.19	5.09
市盈率	59.2	49.1	24.1	11.8	9.9
市净率	2.8	2.8	2.5	2.1	1.8
净资产收益率(%)	4.7%	5.6%	10.3%	18.1%	17.7%
ROIC(%)	12.4%	7.6%	9.1%	13.4%	12.0%
EV/EBITDA	42.6	31.3	19.9	10.9	10.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%

前期研究成果

华业地产：开发顺利 业绩值得期待

2010-08-19

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-11-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	533.4	1,210.0	2,325.0	3,030.0	3,210.0	成长性					
减: 营业成本	309.7	909.8	1,669.9	1,896.9	2,006.4	营业收入增长率	-22.7%	126.8%	92.1%	30.3%	5.9%
营业税费	25.1	65.6	127.9	208.7	205.6	营业利润增长率	-44.4%	52.4%	78.9%	105.0%	18.7%
销售费用	20.9	15.2	69.8	90.9	96.3	净利润增长率	-32.4%	20.4%	103.8%	105.0%	18.7%
管理费用	44.8	42.1	81.4	106.1	112.4	EBITDA 增长率	-40.3%	63.8%	74.3%	93.1%	8.5%
财务费用	7.1	25.8	58.1	75.8	16.1	EBIT 增长率	-42.3%	64.5%	84.7%	93.5%	8.5%
资产减值损失	11.7	-10.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	-31.2%	39.4%	98.6%	93.5%	8.5%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	128.4%	64.8%	31.4%	20.8%	15.0%
投资和汇兑收益	2.5	16.3	-	-	-	净资产增长率	6.7%	2.3%	11.8%	16.8%	21.5%
营业利润	116.6	177.7	317.9	651.7	773.3	利润率					
加: 营业外净收支	-0.0	0.1	-	-	-	毛利率	42.0%	24.8%	28.2%	37.4%	37.5%
利润总额	116.6	177.8	317.9	651.7	773.3	营业利润率	21.9%	14.7%	13.7%	21.5%	24.1%
减: 所得税	22.0	61.7	79.5	162.9	193.3	净利率	18.2%	9.7%	10.3%	16.1%	18.1%
净利润	97.2	117.0	238.5	488.8	580.0	EBITDA/营业收入	24.8%	17.9%	16.2%	24.1%	24.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	23.2%	16.8%	16.2%	24.0%	24.6%
货币资金	702.9	1,219.9	1,200.0	1,300.0	1,200.0	运营效率					
交易性金融资产	53.7	-	-	-	-	固定资产周转天数	13	10	5	4	3
应收帐款	165.9	618.8	284.1	230.2	409.7	流动营业资本周转天数	880	746	568	541	600
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,951	1,393	980	806	857
预付帐款	196.7	66.1	243.5	350.0	432.9	应收帐款周转天数	1	89	61	15	13
存货	1,993.0	4,345.6	4,675.7	5,278.8	6,081.9	存货周转天数	1,000	943	698	591	637
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-	-	总资产周转天数	2,180	1,521	1,055	871	917
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	912	741	555	534	593
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	4.7%	5.6%	10.3%	18.1%	17.7%
投资性房地产	367.7	362.1	360.0	350.0	340.0	ROA	2.7%	1.7%	3.4%	6.4%	6.7%
固定资产	34.9	34.0	33.0	32.0	30.0	ROIC	12.4%	7.6%	9.1%	13.4%	12.0%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	销售费用率	3.9%	1.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	31.8	29.4	161.0	156.0	156.0	管理费用率	8.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
资产总额	3,546.7	6,676.0	6,957.5	7,697.3	8,650.9	财务费用率	1.3%	2.1%	2.5%	2.5%	0.5%
短期债务	-	850.0	200.0	400.0	500.0	三费/营业收入	13.7%	6.9%	9.0%	9.0%	7.0%
应付帐款	374.3	482.6	360.0	600.0	702.6	偿债能力					
应付票据	-	3.2	-	-	-	资产负债率	43.0%	69.0%	66.8%	64.9%	62.1%
其他流动负债	168.1	1,340.4	1,715.5	1,276.5	1,497.5	负债权益比	75.4%	222.6%	200.8%	184.9%	163.6%
长期借款	981.8	1,621.2	2,000.0	2,000.0	2,000.0	流动比率	5.74	2.22	2.59	2.53	2.54
其他非流动负债	-	169.2	169.2	169.2	169.2	速动比率	2.06	0.68	0.70	0.67	0.64
负债总额	1,524.3	4,606.6	4,644.7	4,995.7	5,369.3	利息保障倍数	17.32	7.88	6.47	9.60	49.18
少数股东权益	31.7	-	-	-	-	分红指标					
股本	645.0	645.0	645.0	645.0	645.0	DPS(元)	-	-	-	0.16	-
留存收益	1,345.8	1,424.4	1,667.8	2,056.6	2,636.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	20.5%	0.0%
股东权益	2,022.5	2,069.4	2,312.8	2,701.6	3,281.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	94.6	116.1	238.5	488.8	580.0	EPS(元)	0.15	0.18	0.37	0.76	0.90
加: 折旧和摊销	8.7	13.4	1.7	1.8	1.9	BVPS(元)	3.14	3.21	3.59	4.19	5.09
资产减值准备	11.7	-10.1	-	-	-	PE(X)	59.2	49.1	24.1	11.8	9.9
公允价值变动损失	-0.1	0.1	-	-	-	PB(X)	2.8	2.8	2.5	2.1	1.8
财务费用	6.7	26.3	33.9	58.1	75.8	P/FCF	-8.7	10.9	-6.1	30.2	-52.2
投资收益	-2.5	-16.3	-	-	-	P/S	10.8	4.7	2.5	1.9	1.8
少数股东损益	-2.4	-0.9	-	-	-	EV/EBITDA	42.6	31.3	19.9	10.9	10.3
营运资金的变动	-883.2	-196.2	-73.3	-849.7	-741.9	CAGR(%)	72.9%				
经营活动产生现金流量	-744.2	-59.7	224.9	-283.4	-144.0	PEG	0.8				
投资活动产生现金流量	-305.3	-218.3	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	1.5	0.9	1.1	1.6	1.4
融资活动产生现金流量	358.5	778.6	-264.4	374.3	34.0	REP	2.0	2.4	1.7	1.0	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

荣盛发展：提升品质控成本 中小城市耕耘忙

报告关键点：

- 公司战略定位于中小城市，横向扩张势头强劲，发展潜力巨大。
- 不断完善产品品质，严格控制成本，保持较强盈利能力。
- 管理素质优秀，并不断趋向成熟。
- 增持-A评级。

报告摘要：

- 公司战略定位于东部中小城市，扩张势头强劲，成长潜力巨大。公司起步和成长于中小城市，在中小城市住宅开发领域积累了全面的竞争优势。2007年、2009年公司实现两次跳跃性的扩张，实力大大增强，在A股房地产上市公司中的排名不断前移。公司进入的省份从2007年时的4个增加到目前的7个，土地储备从2007年时的数百万平方米增加到目前的约1600万平方米。东部中小城市房地产市场梯次发展特点正在逐步呈现，未来前景广阔，为公司提供远大的发展空间。
- 不断完善产品品质，严格控制成本，保持较强盈利能力。公司不断提升产品品质、质量、功能和外观，并适当增加精装修、别墅产品。另外，公司产品定位准确，主要满足中小城市居民自住需求；将现代的设计理念推广到中小城市，产品在所在城市具有领先优势、品牌优势。公司近几年房地产结算价格稳步上升。2010年二季度市场整体低迷时，公司多个项目售价仍保持稳中有升，并取得理想的销售业绩。成本费用控制效果突出。近三年房地产业务结算均价在3000-4500/平米的区间，毛利率保持在30%以上；费用率控制在5%以内。
- 管理素质优秀，并不断趋向成熟。公司融资方式多元化，体现出公司优秀的管理水平。公司高度重视战略研究，高度重视人才队伍建设。拿地决策体系不断趋向完善。
- 给予增持-A评级。公司有望在规模扩张的同时，进一步发挥产品优势、品牌优势，并有效控制成本，将毛利率保持在良好水平，并实现利润的持续快速增长。2010-2012年预测EPS为0.69、1.05、1.52元。给予6个月目标价13.7元。
- 风险提示：流动性趋紧和宏观政策紧缩超预期；快速扩张中成本失控。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,028.8	3,289.0	6,006.9	9,561.1	14,753.9
Growth(%)	16.3%	62.1%	82.6%	59.2%	54.3%
净利润	370.7	609.5	987.3	1,511.2	2,185.0
Growth(%)	30.3%	64.4%	62.0%	53.1%	44.6%
毛利率(%)	38.9%	35.5%	34.9%	33.6%	30.8%
净利润率(%)	18.3%	18.5%	16.4%	15.8%	14.8%
每股收益(元)	0.26	0.43	0.69	1.05	1.52
每股净资产(元)	1.46	2.70	3.46	4.41	5.87
市盈率	43.4	26.4	16.3	10.7	7.4
市净率	7.7	4.2	3.2	2.5	1.9
净资产收益率(%)	17.7%	15.8%	19.9%	23.9%	26.0%
ROIC(%)	14.0%	17.0%	19.3%	17.5%	17.1%
EV/EBITDA	20.8	14.3	14.4	10.8	8.6
股息收益率	1.5%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：13.70 元

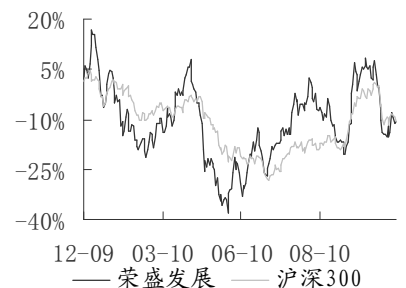
期限：6 个月 上次预测：现价 11.23 元
(10.12.05):

报告日期：2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	16,099.33
流通市值(百万元)	14,025.34
总股本(百万股)	1,433.60
流通股本(百万股)	1,248.92
12 个月最高/最低	8.35/24.63 元
十大流通股东(%)	75.03%
股东户数	31,230

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.38)	(12.38)	(0.20)
绝对收益	(15.57)	(4.77)	(10.87)

研究员

徐胜利 行业分析师
010-66581636 xusl@essence.com.cn
证书编号 S1450209090272

柳世庆 行业分析师
010-66581630 liusq@essence.com.cn
证书编号 S1450209100295

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-11-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,028.8	3,289.0	6,006.9	9,561.1	14,753.9	成长性					
减: 营业成本	1,239.3	2,120.3	3,908.3	6,349.7	10,216.4	营业收入增长率	16.3%	62.1%	82.6%	59.2%	54.3%
营业税费	134.9	227.4	480.6	717.1	885.2	营业利润增长率	14.6%	59.9%	65.6%	53.0%	44.6%
销售费用	35.8	46.9	90.1	143.4	221.3	净利润增长率	30.3%	64.4%	62.0%	53.1%	44.6%
管理费用	63.9	85.5	150.2	239.0	368.8	EBITDA 增长率	15.8%	61.0%	73.6%	52.2%	44.4%
财务费用	-1.9	4.3	60.1	95.6	147.5	EBIT 增长率	15.3%	61.4%	72.2%	53.3%	45.0%
资产减值损失	59.0	8.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	31.7%	66.4%	68.4%	53.3%	45.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.7%	48.6%	68.7%	48.3%	41.6%
投资和汇兑收益	-	0.0	-	-	-	EBIT/营业收入	18.9%	84.8%	28.2%	27.7%	32.9%
营业利润	497.7	795.7	1,317.7	2,016.3	2,914.6	利润率					
加: 营业外净收支	-2.1	15.0	-	-	-	毛利率	38.9%	35.5%	34.9%	33.6%	30.8%
利润总额	495.6	810.8	1,317.7	2,016.3	2,914.6	营业利润率	24.5%	24.2%	21.9%	21.1%	19.8%
减: 所得税	124.9	201.3	329.4	504.1	728.7	净利率	18.3%	18.5%	16.4%	15.8%	14.8%
净利润	370.7	609.5	987.3	1,511.2	2,185.0	EBITDA/营业收入	24.9%	24.7%	23.5%	22.5%	21.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	24.4%	24.3%	22.9%	22.1%	20.8%
货币资金	690.4	1,922.0	2,200.0	2,200.0	2,300.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	19	19	13	8	7
应收帐款	83.2	272.3	393.1	512.3	572.4	流动营业资本周转天数	518	464	415	411	390
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	971	1,049	870	723	638
预付帐款	820.3	1,864.4	2,000.0	2,400.0	3,000.0	应收帐款周转天数	3	2	2	2	1
存货	4,514.3	8,493.2	11,085.0	16,735.3	23,519.0	存货周转天数	759	712	587	524	491
其他流动资产	102.9	397.0	400.0	480.0	560.0	总资产周转天数	1,009	1,105	917	755	657
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	554	491	431	423	395
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	41.0	51.4	60.0	ROE	17.7%	15.8%	19.9%	23.9%	26.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	4.5%	5.8%	6.5%	7.1%
固定资产	114.3	228.8	206.0	240.0	296.0	ROIC	14.0%	17.0%	19.3%	17.5%	17.1%
在建工程	48.3	237.9	400.0	300.0	200.0	费用率					
无形资产	109.2	162.3	157.0	150.0	145.0	销售费用率	1.8%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	47.4	73.7	76.0	78.0	80.0	管理费用率	3.2%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
资产总额	6,530.3	13,651.7	16,958.1	23,147.0	30,732.4	财务费用率	-0.1%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%
短期债务	84.3	236.6	500.0	500.0	800.0	三费/营业收入	4.8%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
应付帐款	953.1	1,486.7	1,500.0	2,000.0	2,300.0	偿债能力					
应付票据	10.0	-	-	-	-	资产负债率	68.0%	71.7%	70.8%	72.7%	72.6%
其他流动负债	1,244.3	4,382.3	5,199.5	6,490.2	7,984.5	负债权益比	212.3%	253.2%	242.1%	265.8%	265.3%
长期借款	1,316.2	2,529.2	3,500.0	5,500.0	8,000.0	流动比率	1.99	1.91	2.01	2.07	2.19
其他非流动负债	3.9	481.9	501.9	529.0	635.0	速动比率	0.54	0.66	0.62	0.52	0.47
负债总额	4,439.2	9,786.7	12,001.4	16,819.2	22,319.5	利息保障倍数	-258.80	185.23	22.94	22.09	20.76
少数股东权益	3.7	80.7	90.0	100.0	150.0	分红指标					
股本	800.0	896.0	1,433.6	1,433.6	1,433.6	DPS(元)	0.17	0.06	0.06	0.10	0.11
留存收益	1,287.4	2,888.3	3,433.0	4,794.2	6,829.2	分红比率	64.7%	13.1%	9.1%	9.9%	6.9%
股东权益	2,091.1	3,865.0	4,956.6	6,327.8	8,412.8	股息收益率	1.5%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	370.7	609.4	987.3	1,511.2	2,185.0	EPS(元)	0.26	0.43	0.69	1.05	1.52
加: 折旧和摊销	13.7	19.7	33.8	36.8	40.9	BVPS(元)	1.46	2.70	3.46	4.41	5.87
资产减值准备	59.0	8.9	-	-	-	PE(X)	43.4	26.4	16.3	10.7	7.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.7	4.2	3.2	2.5	1.9
财务费用	-	-	9.3	60.1	95.6	P/FCF	67.3	246.7	-12.1	113.3	79.7
投资收益	-	-0.0	-	-	-	P/S	7.9	4.9	2.7	1.7	1.1
少数股东损益	-0.0	-0.1	1.0	1.0	1.0	EV/EBITDA	20.8	14.3	14.4	10.8	8.6
营运资金的变动	-671.8	-403.6	-2,002.7	-4,433.8	-5,625.5	CAGR(%)	59.8%	53.1%			
经营活动产生现金流量	-220.8	258.0	-920.6	-2,789.1	-3,251.0	PEG	0.7	0.5			
投资活动产生现金流量	-203.7	-1,035.3	-41.1	-111.5	-109.7	ROIC/WACC	1.6	2.0	2.2	2.0	2.0
融资活动产生现金流量	602.4	2,008.9	1,399.2	2,754.4	3,301.5	REP	1.8	1.1	1.0	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

柳世庆：房地产行业分析师，北京大学经济学硕士。2007 年加入安信证券，先后从事宏观经济和银行业研究，并获得“新财富”2008 年宏观经济第四名（小组）和 2009 年银行业第六名（小组）。2010 年开始从事房地产行业研究。

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

0755-82558073

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

huzhen@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034