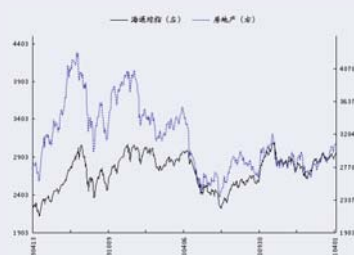


中 性 维持

房地产行业

2011 年 4 月 11 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

房地产行业分析师

涂力磊

SAC 执业证书编号:

S0850510120001

电话: 021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

联系人

贾亚童

电话: 021-23219421

Email: jiaiyt@htsec.com

房地产行业 2010 年年报综述： 继续反弹的刺激因素和后期择股思路

- **房地产投资保持增长。**2010 年全国房地产累计开发投资达 48267 亿元，同比增长 33.2%。相比 09 年同期同比增长 16%而言，2010 年增幅继续放大。
- **A 股地产企业 2010 年运行情况：**
 - **当期销售：**2010 年 A 股地产企业销售商品、提供劳务收到的现金为 4033 亿元，同比增长 27%，处于近三年最高水平。
 - **现金流和资产状况：**此外 2010 年 A 股地产企业经营活动现金流为 -684 亿。筹资活动现金流为 1196 亿，高于过去 4 年水平。流动比率和速动比率分别是 1.77 和 0.57。
 - **未来业绩增长的确定性：**2010 年上市地产企业累计存货达到 7354 亿，累计预收款达到 2718 亿，高于 09、08 和 07 年的水平。我们认为目前存货中已销售的在建商品房和已竣工商品房占比较大。作为原材料的土地数量较 09 年有所增长，但是均衡来看增长幅度有限。
- **对重点覆盖地产企业的分析：**我们同时对重点房地产企业的收入、净利润、存货、预收账款和销售商品、提供劳务所接受的现金流变化趋势等做了比较和分析。
- **行业合理估值水平：**考虑到行业 2010 年预收账款处于历史最高水平，未来业绩依旧保持较高增长预期。因此我们认为房地产行业重点公司 2010 年动态 PE 在 20 倍，2011 年 PE15 倍左右属于合理水平。
- **投资建议：两大因素决定反弹能否持续。**截至 4 月 10 日，A 股市场 TTM 市盈率在 19.93 倍，房地产板块 TTM 市盈率在 21.81 倍。我们认为 2 季度行业是否能进一步打开上涨空间取决于两个因素：1) 2 季度销售数据是否有超预期情况。降价后市场销售反弹有望提高行业估值空间（详见 2011 年 4 月 6 日报告《央行加息对房地产行业影响的简评：短期密集加息的概率下降，成交量决定板块走势》）；2) 保障房开工建设能够达标。保障房顺利完成是保证行业未来调控不再加码的重要前提（详见 2011 年 3 月 28 日报告《房地产行业 3 月月报：保障房板块有望催动房地产春播行情》）。
- **个股选择：**基于以上逻辑，我们认为择股方面应该侧重两条主线：1) 高弹性企业。2010 和 2011 年开工量保持高速增长，后期市场成交有超预期表现时公司有足够产品实现去化，预收账款可以快速增长的企业。主要推荐万科 A、金地集团、招商地产、金融街、首开股份、华侨城 A、荣盛发展、世茂股份、嘉凯城和中南建设。2) 2011 年 PE 在 20 倍以内，未来两年利润增长率有望保持在 30%左右的保障房概念地产股，如天房发展和栖霞建设。3) 盈利模式在 A 股地产企业中具备独特优势的京投银泰。
- **风险提示：**一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

目 录

1. 2010 年行业运行情况.....	5
2. A股地产企业 2010 年度运行情况分析.....	8
2.1 当期结算和利润情况.....	8
2.2 当期销售和资金状况.....	9
2.3 未来业绩的锁定情况.....	10
3. 重点上市公司 2010 年度业绩分析.....	11
3.1 重点企业营业收入平均上涨 35%.....	11
3.2 重点公司平均净利润 15%	11
3.3 重点公司平均预收帐款 4.98 元/股.....	12
3.4 重点公司平均存货 11.7 元/股	13
3.5 每股销售商品、提供劳务所收到的现金为 6.4 元/股.....	14
3.6 大部分地产企业均在冲抵回之前的资产减值准备	15
4. 房地产板块的市场表现、估值水平.....	16
4.1 板块 2010 年 1 月至今运行情况总结	16
4.2 板块合理估值水平	18
5. 投资建议和择股思路.....	19
6. 风险提示	19

图目录

图 1 2010 年全国房地产开发投资同比增长 33.2%	5
图 2 全国房地产开发投资当月情况并不悲观.....	5
图 3 全国房地产新开工、施工和竣工面积同比保持增长.....	6
图 4 全国房屋新开工同比增长 40.7%	6
图 5 全国房屋竣工面积同比增长 4.5%.....	6
图 6 全国土地购置面积同比增长 28.4%.....	7
图 7 全国土地购置费同比增长 65.9%	7
图 8 全国商品房销售面积同比增长 10.1%	7
图 9 全国商品房销售额同比增长 18.3%.....	7
图 10 全国房地产销竣比情况说明供给有一定缓解.....	8
图 11 A股地产企业营业总收入同比增长 22.89%	8
图 12 A股地产企业营业总成本和销售毛利率相对较好	8
图 13 A股地产企业期间费用与过往基本持平	9
图 14 A股地产企业净利率保持正常	9
图 15 A股地产企业商品销售保持增长.....	9
图 16 A股地产企业营运现金支出有所扩大.....	9
图 17 A股地产企业融资需求扩大	9
图 18 A股地产企业流动比例基本正常	9
图 19 A股地产企业速动比例基本正常	10
图 20 A股地产企业资产负债率逐年提高	10
图 21 A股地产企业存货有所扩大	10
图 22 A股地产企业预收帐款有所扩大.....	10
图 23 2010 年 1 月至今房地产指数和沪深 300 指数收益情况	17
图 24 2010 年 1 月至今各个单月房地产指数收益情况.....	17
图 25 2011 年 1 月至今各板块收益情况.....	17

图 26 板块和市场PE情况	19
----------------------	----

表目录

表 1 A股重点覆盖地产企业营业收入情况	11
表 2 A股重点覆盖地产企业净利润和利润率情况.....	12
表 3 A股重点覆盖地产企业预收账款情况	13
表 4 A股重点覆盖地产企业存货情况.....	14
表 5 A股重点覆盖地产企业销售商品、提供劳务收到现金的情况	15
表 6 A股重点覆盖地产企业资产减值准备情况	16
表 7 A股重点覆盖地产企业估值情况.....	18
表 8 重点关注公司年报情况汇总	20

我们的观点：综合而言，房地产企业 2010 年年报基本符合市场预期。不论在营业总收入、利润率和未来业绩锁定性方面，均保持为近 3 年以来最为优异的水平。

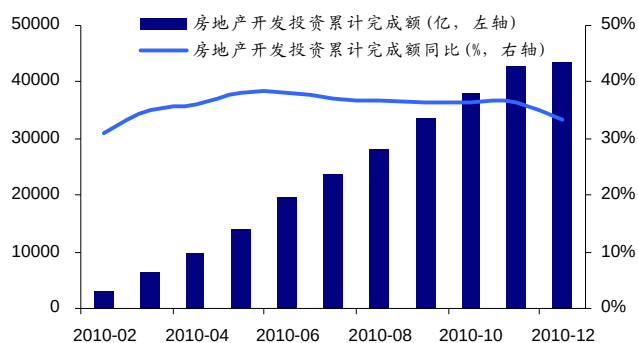
目前重点跟踪企业平均 2011 年动态市盈率在 13.25 倍（一线蓝筹 2011 年动态在 10 倍上下）。按照我们给予重点公司 2011 年 15 倍动态市盈率来看，目前上涨空间开始收窄。我们认为 2 季度行业是否能进一步打开上涨空间取决于两个因素：1）2 季度销售数据是否有超预期情况。降价后市场销售反弹有望提高行业估值空间（详见 2011 年 4 月 6 日报告《央行加息对房地产行业影响的简评：短期密集加息的概率下降，成交量决定板块走势》）；2）保障房开工建设能够达标。保障房顺利完成是保证行业未来调控不再加码的重要前提（详见 2011 年 3 月 28 日报告《房地产行业 3 月月报：保障房板块有望催动房地产春播行情》）。

基于以上逻辑，我们认为择股方面应该侧重两条主线：1)高弹性企业。2010 和 2011 年开工量保持高速增长，后期市场成交有超预期表现时公司有足够可售产品，预收账款可以快速增长的企业。主要推荐万科 A、金地集团、招商地产、首开股份、华侨城 A、荣盛发展、世茂股份、嘉凯城和中南建设。2) 2010PE 在 20 倍、2011 年 PE 在 15 倍以内，未来两年利润增长率有望保持在 35%左右的保障房概念地产股。

1. 2010 年行业运行情况

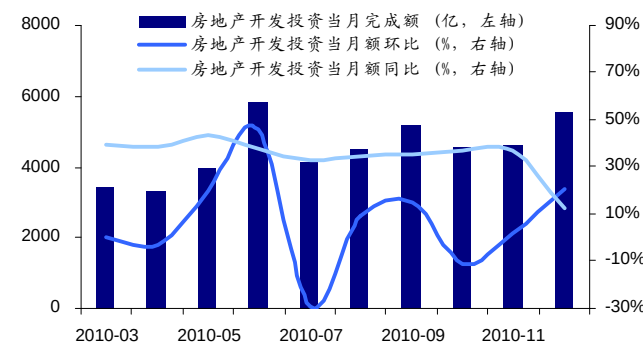
2010 年全年全国房地产累计开发投资达 48267.07 亿元，同比增长 33.2%。相比 09 年同期同比增长 16%而言，2010 年增幅继续放大。2010 年全年商品住宅投资 34038 亿元，同比增长 32.9%，占房地产开发投资的比重为 70.5%。

图 1 2010 年全国房地产开发投资同比增长 33.2%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

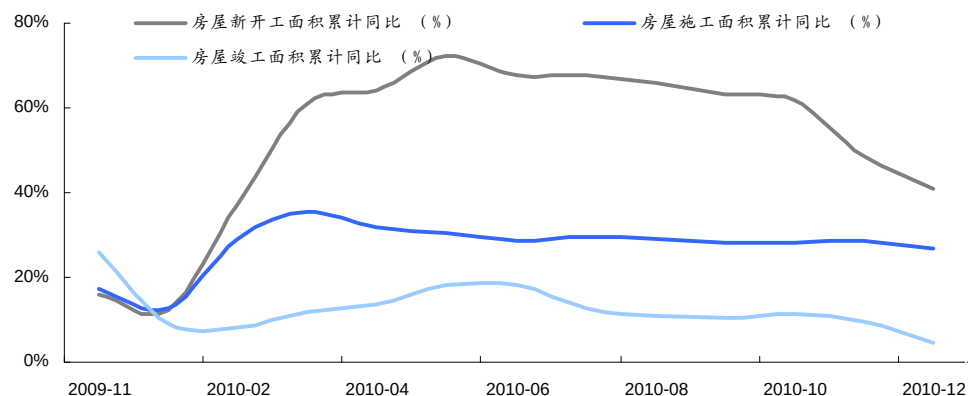
图 2 全国房地产开发投资当月情况并不悲观



资料来源：CEIC、海通证券研究所

2010 年全年，全国房地产开发企业房屋新开工面积 16.38 亿平方米，同比增长 40.7%；房屋竣工面积 7.6 亿平方米，同比增长 4.5%。其中住宅竣工面积 6.1 亿平方米，增长 2.7%。

图 3 全国房地产新开工、施工和竣工面积同比保持增长



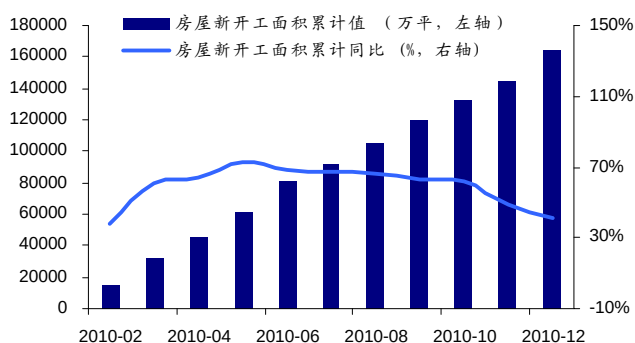
资料来源: Wind、海通证券研究所

2011 年 1-2 月全国房地产累计开发投资达 0.43 万亿元, 同比增长 35.2%。商品住宅投资 0.3 万亿元, 同比增长 34.9%, 占房地产开发投资的比重为 69.8%。2011 年 1-2 月, 全国房地产开发企业房屋新开工面积 1.91 亿平方米, 同比增长 27.9%; 房屋施工面积 29.15 亿平方米, 同比增长 13.9%; 房屋竣工面积 0.69 亿平方米, 同比增长 39%。由于调控在 2 月初开始进行, 因此政策对行业影响暂时不明显。

我们预计中性情况下 2011 年房地产投资同比增速将保持在 18.55%到 25.24%之间, 新开工面积增速将保持在同比增长 2.03%到 16.60%之间。推算过程请参见 2011 年 3 月 10 日报告《房地产调控的延展路径和行业后期运行判断》。

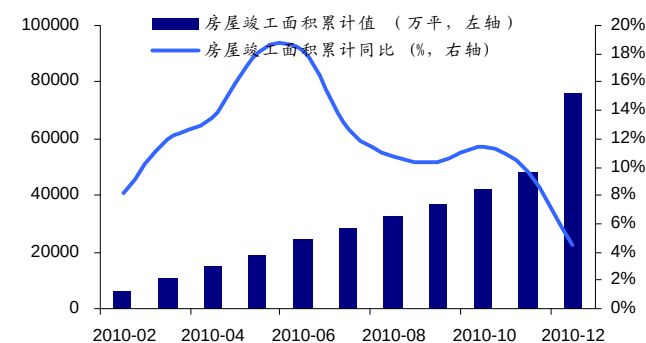
2010 年全年, 全国房地产开发企业完成土地购置面积 4.1 亿平方米, 同比增长 28.4%。2010 年全年, 全国累计土地购置费 9992 亿元, 同比增长 65.9%。土地购置费均价为 2157 元/平, 同比去年微涨 1.92%。我们预计中性情况下 2011 年土地购置面积增速将保持在同比增长 0%到 10%之间。推算过程请参见《房地产调控的延展路径和行业后期运行判断》。

图 4 全国房屋新开工同比增长 40.7%



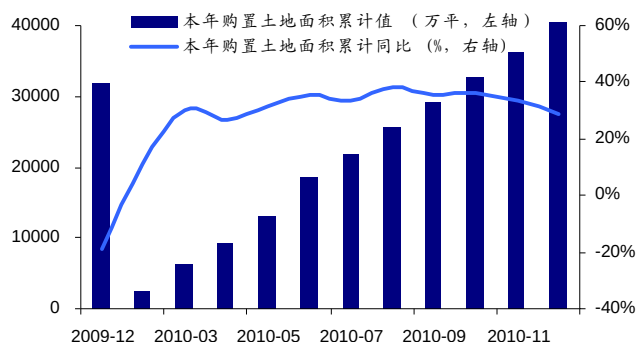
资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 5 全国房屋竣工面积同比增长 4.5%



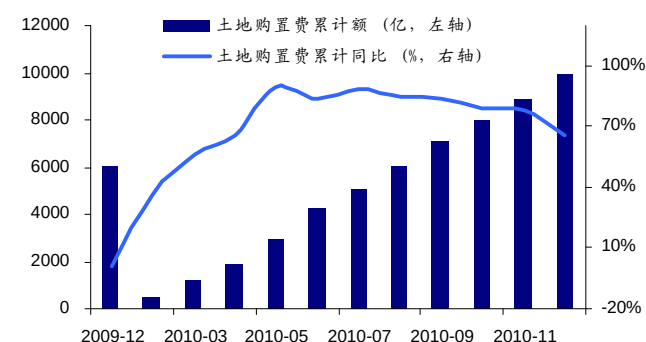
资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 6 全国土地购置面积同比增长 28.4%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

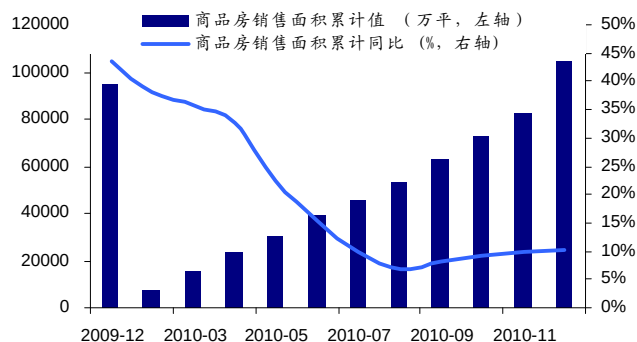
图 7 全国土地购置费同比增长 65.9%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

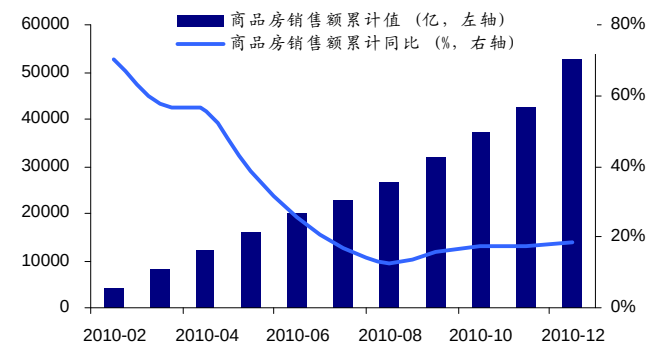
2010 年全年，全国商品房销售面积 10.43 亿平方米，比去年同期增长 10.1%，2010 年全年商品房累计销售额达到 52478 亿元，同比增长 18.3%。全国商品房均价为 5031 元/平，同比增长为 8.36%。我们预计中性情况下 2011 年销售面积增速将保持在同比增长-11.25%到 10.13%之间。请参见《房地产调控的延展路径和行业后期运行判断》。

图 8 全国商品房销售面积同比增长 10.1%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

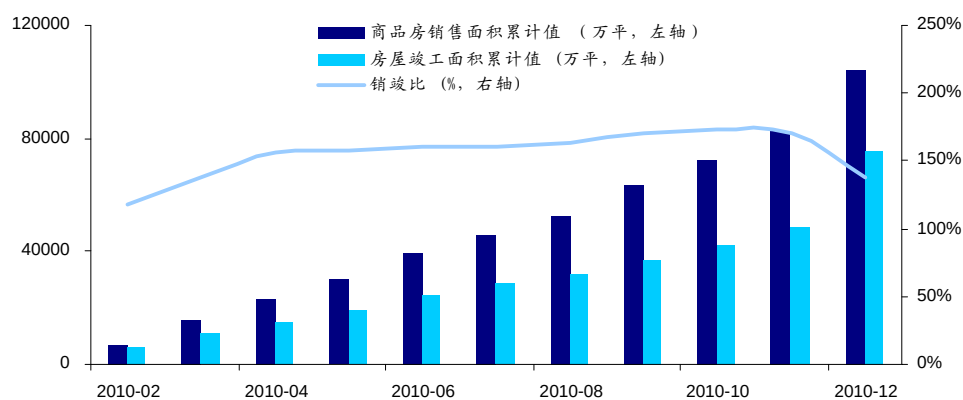
图 9 全国商品房销售额同比增长 18.3%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

从销竣比情况来看，2010 年全年销竣比数据为 1.37，较 2009 年上升 7%。销竣比数据的上升，一定程度上说明目前市场供给情况没有明显改善。考虑到 2010 年土地购置较 2009 年有所增大，相关商品房应该在 2011 年中旬陆续入市。后期市场供求不平衡的关系有望得到一定程度缓解。但是由于 08、09 年土地购置连续出现下滑，因此 2011 年供需矛盾不太可能出现扭转。

图 10 全国房地产销竣比情况说明供给有一定缓解



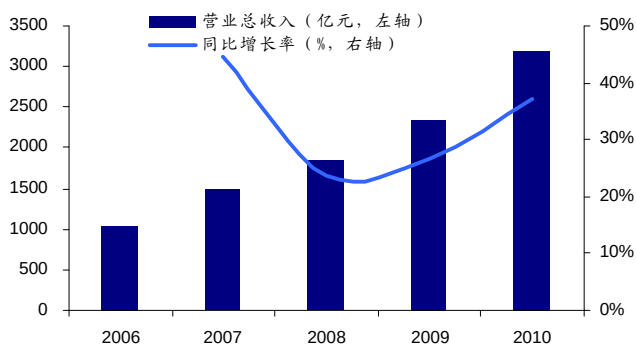
资料来源：Wind、海通证券研究所

2. A股地产企业 2010 年度运行情况分析

2.1 当期结算和利润情况

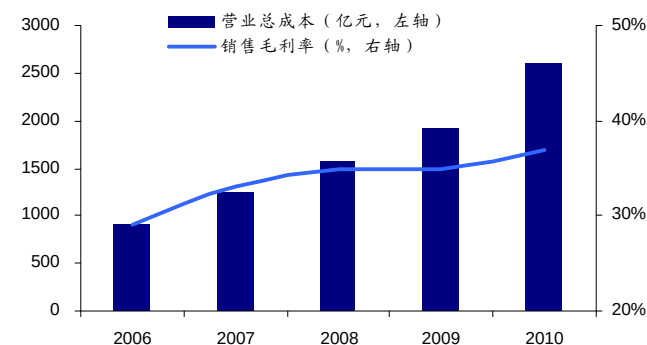
2010 年 A 股房地产企业营业总收入达到 3203 亿元，同比 2009 年增长 37.19%。2010 年 A 股房地产企业营业总成本达到 2595 亿元，同比 2009 年增长 19%。销售毛利率方面，2010 年全年行业销售毛利率为 37%。由于从 2010 年土地价格上涨幅度不大，但房价出现明显上涨，因此我们预计 2011 年全行业销售毛利率仍有望保持微弱上涨趋势。

图 11 A 股地产企业营业总收入同比增长 22.89%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

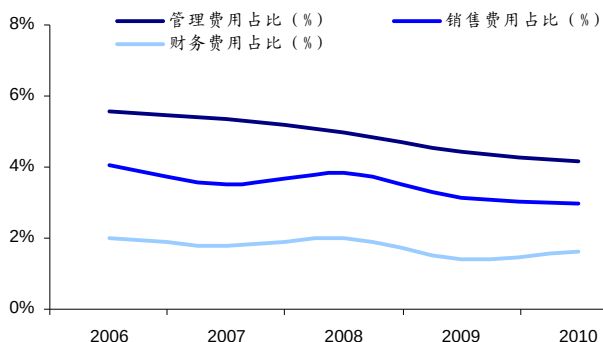
图 12 A 股地产企业营业总成本和销售毛利率相对较好



资料来源：CEIC、海通证券研究所

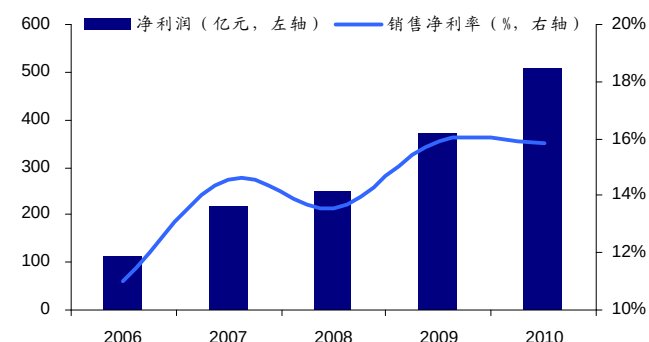
2010 年 A 股地产上市公司期间费用占比数据维持在 8.7%，基本处于行业正常水平。2010 年全年行业实现净利润 508 亿，净利润率为 15.87%。

图 13 A 股地产企业期间费用与过往基本持平



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 14 A 股地产企业净利率保持正常

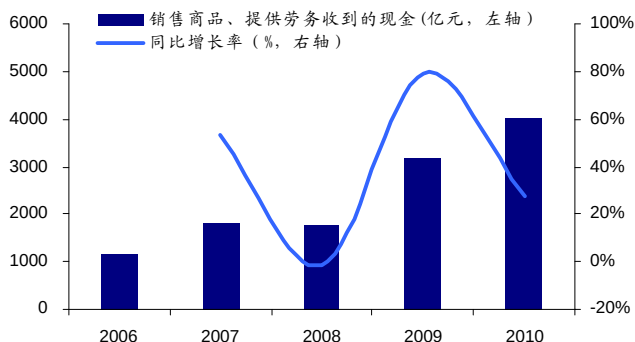


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.2 当期销售和资金状况

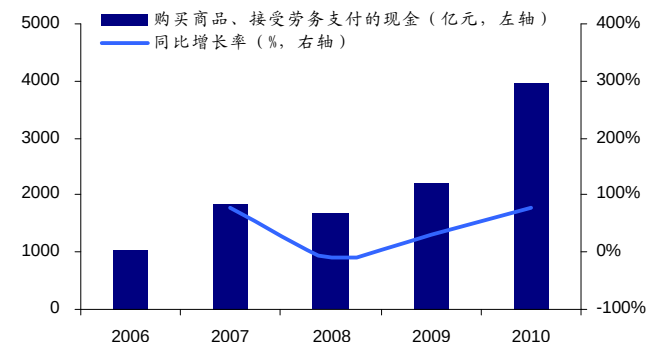
2010 年全年 A 股地产企业销售商品、提供劳务收到的现金为 4033 亿元，同比增长 27.27%。此外，行业 2010 年购买商品、接受劳务支付的现金为 3975 亿，低于销售商品、提供劳务收到的现金 58 亿元。

图 15 A 股地产企业商品销售保持增长



资料来源：CEIC、海通证券研究所

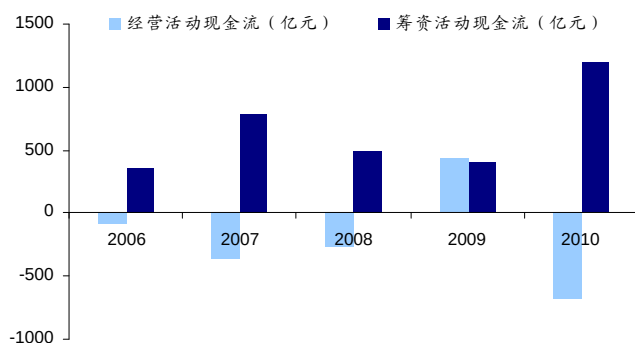
图 16 A 股地产企业营运现金支出有所扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

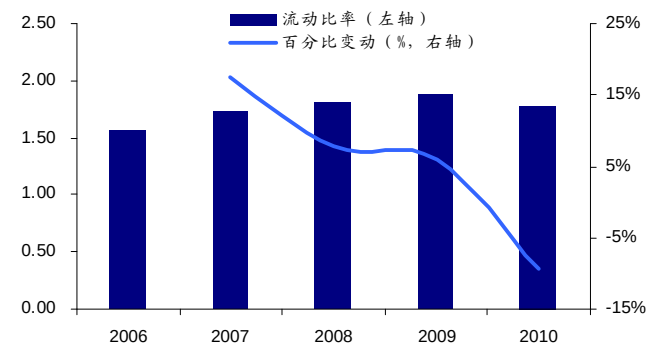
2010 年全年 A 股地产企业经营活动现金流为 -684 亿，筹资活动现金流为 1196 亿。2010 年全年上市地产企业流动比率和速动比率分别是 1.77 和 0.57，资产负债率为 71%。

图 17 A 股地产企业融资需求扩大



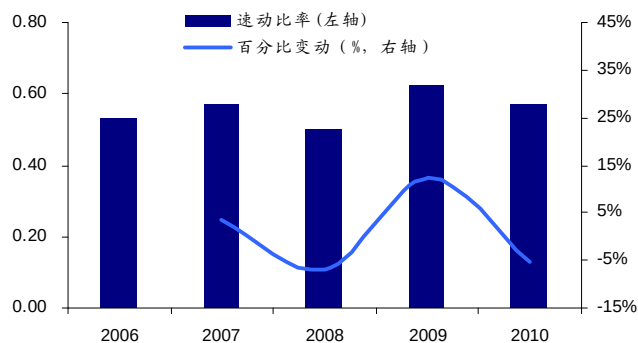
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 18 A 股地产企业流动比例基本正常



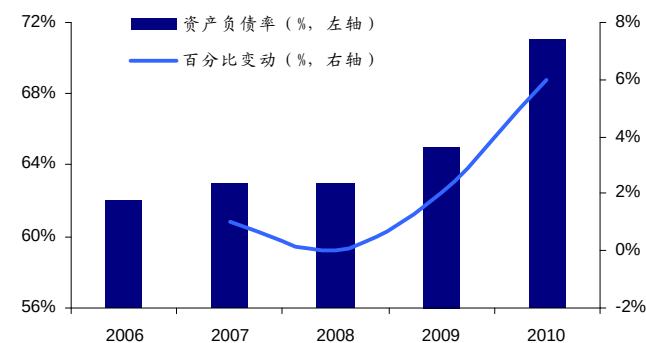
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 19 A 股地产企业速动比例基本正常



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 20 A 股地产企业资产负债率逐年提高

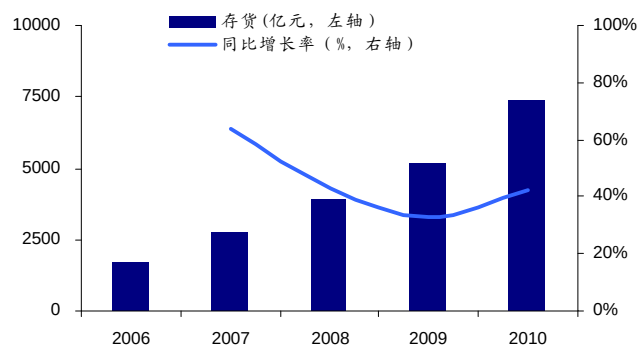


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.3 未来业绩的锁定情况

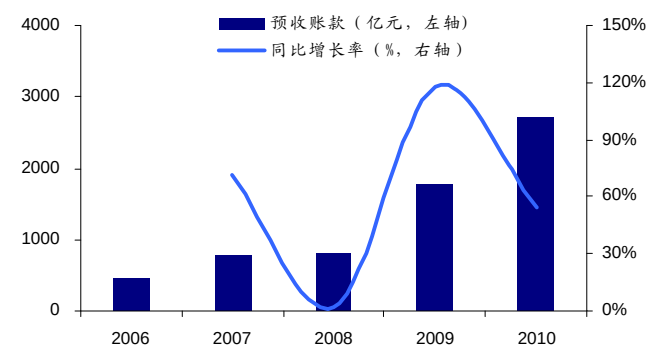
2010 年全年上市地产企业累计存货达到 7354 亿元，处于近 4 年以来最高水平。我们认为目前存货中已销售的在建商品房和已竣工商品房占比较大。作为原材料的土地数量较 09 年有所增长，但是均衡来看增长幅度有限。主要理由在于 09 年销售面积迅速回升的同时，土地购置面积却只有 3.1 亿方，处于近 9 年以来的最低水平，仅与 2002 年持平。2010 年土地购置总面积为 4.1 亿方，基本等于 07 年购置水平。考虑到 09、10 年接近年均 10 亿方的销售面积，2010 年土地购置所带来的库存压力暂时还不至于压倒地产商。

图 21 A 股地产企业存货有所扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 22 A 股地产企业预收帐款有所扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

从 2010 年全年来看，上市地产企业累计预收款达到 2718 亿，同样处于近 3 年以来最高水平。预售账款的大幅增加将为未来业绩增长提供保障。

3. 重点上市公司 2010 年度业绩分析

3.1 重点企业营业收入平均上涨 35%

以下是我们所关注的 23 家地产企业 2010 年度营业收入和同比增长情况。其中 15 家重点关注企业 2010 年度营业收入平均增长 34.86%。

表 1 A 股重点覆盖地产企业营业收入情况

代码	简称	营业收入 (亿元)				同比增长率			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000002	万科 A	355.27	409.92	488.81	507.14	98.27%	15.38%	19.25%	3.75%
600048	保利地产	81.15	155.20	229.87	358.94	101.31%	91.24%	48.11%	56.15%
600383	金地集团	74.87	97.62	120.98	195.93	110.10%	30.38%	23.93%	61.95%
000024	招商地产	41.12	35.73	101.38	137.82	46.36%	-13.10%	183.72%	35.95%
000402	金融街	42.14	55.95	62.31	81.10	21.04%	32.76%	11.37%	30.15%
600376	首开股份	72.55	58.40	51.94	77.65	56.72%	-19.51%	-11.06%	49.51%
600325	华发股份	21.66	34.79	40.07	58.75	155.69%	60.66%	15.15%	46.64%
002244	滨江集团	26.31	23.26	28.34	62.18	94.87%	-11.58%	21.83%	119.44%
600823	世茂股份	12.41	4.77	10.61	45.69	-41.48%	-61.55%	122.38%	330.51%
600007	中国国贸	8.86	8.97	8.71	10.36	3.88%	1.20%	-2.88%	18.91%
600266	北京城建	15.80	24.40	34.38	46.46	-26.30%	54.47%	40.91%	35.14%
002146	荣盛发展	17.44	20.29	32.89	65.27	27.65%	16.31%	62.12%	98.45%
600246	万通地产	21.76	48.41	24.64	35.68	768.01%	122.44%	-49.10%	44.82%
600223	鲁商置业	12.97	26.11	25.00	30.18	-7.51%	101.25%	-4.23%	20.73%
600657	信达地产	12.55	27.54	41.04	41.33	3.31%	119.43%	49.01%	0.72%
	合计/平均	816.87	1031.36	1300.97	1754.51	70.24%	26.26%	26.14%	34.86%
000616	亿城股份	20.74	10.47	34.22	30.74	47.36%	-49.51%	226.78%	-10.15%
601588	北辰实业	43.54	41.81	49.01	55.64	53.12%	-3.97%	17.21%	13.53%
000608	阳光股份	12.96	15.14	9.88	30.42	31.28%	16.79%	-34.73%	207.89%
600663	陆家嘴	20.51	17.00	34.88	27.54	-28.50%	-17.12%	105.19%	-21.06%
600240	华业地产	6.90	5.33	12.10	22.49	-38.41%	-22.69%	126.84%	85.90%
600748	上实发展	16.20	20.11	22.73	33.63	31.06%	24.10%	13.02%	47.97%
002208	合肥城建	4.18	4.26	7.48	8.48	37.31%	1.81%	75.76%	13.28%
000918	嘉凯城	13.13	9.91	73.53	91.78	-4.82%	-24.54%	641.93%	24.81%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.2 重点公司平均净利润 15%

15 家重点关注企业 2010 年度净利率水平为 14.96%。其中金融街、首开股份、世茂股份、北京城建保持了较高的净利率水平。

表 2 A 股重点覆盖地产企业净利润和利润率情况

代码	简称	归属母公司股东的净利润 (亿元)				净利率			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000002	万科 A	48.44	40.33	53.30	72.83	13.64%	9.84%	10.90%	14.36%
600048	保利地产	14.89	22.39	35.19	49.20	18.35%	14.43%	15.31%	13.71%
600383	金地集团	9.65	8.41	17.76	26.94	12.89%	8.61%	14.68%	13.75%
000024	招商地产	11.58	12.28	16.44	20.11	28.16%	34.36%	16.22%	14.59%
000402	金融街	7.30	10.39	13.66	17.82	17.33%	18.58%	21.92%	21.98%
600376	首开股份	3.17	5.71	9.32	13.45	4.37%	9.77%	17.94%	17.31%
600325	华发股份	3.63	6.51	6.80	7.52	16.75%	18.72%	16.97%	12.80%
002244	滨江集团	4.56	6.04	6.44	9.66	17.33%	25.98%	22.72%	15.54%
600823	世茂股份	0.66	0.61	2.06	8.74	5.35%	12.79%	19.41%	19.13%
600007	中国国贸	2.89	3.54	2.90	1.21	32.63%	39.52%	33.24%	11.66%
600266	北京城建	2.65	3.16	8.50	12.01	16.77%	12.96%	24.72%	25.85%
002146	荣盛发展	2.84	3.71	6.10	10.21	16.31%	18.27%	18.53%	15.65%
600246	万通地产	1.65	5.27	2.75	4.14	7.58%	10.90%	11.14%	11.59%
600223	鲁商置业	0.23	-2.97	4.39	4.41	1.75%	-11.39%	17.57%	14.61%
600657	信达地产	-0.76	5.08	6.46	4.18	-6.09%	18.45%	15.75%	10.12%
	合计/平均	113.39	130.47	192.06	262.44	13.88%	12.65%	14.76%	14.96%
000616	亿城股份	2.98	2.71	4.20	5.47	14.35%	25.87%	12.28%	17.78%
601588	北辰实业	3.28	4.49	5.77	2.03	7.54%	10.74%	11.78%	3.65%
000608	阳光股份	1.83	0.28	2.67	4.35	14.14%	1.87%	27.03%	14.31%
600663	陆家嘴	7.54	8.80	11.32	11.92	36.77%	51.80%	32.46%	43.28%
600240	华业地产	1.44	0.97	1.17	2.92	20.84%	18.21%	9.67%	12.99%
600748	上实发展	1.49	3.63	2.44	3.29	9.18%	18.07%	10.76%	9.78%
002208	合肥城建	0.76	0.83	1.11	1.38	18.09%	19.55%	14.81%	16.30%
000918	嘉凯城	-1.87	-3.92	11.97	11.15	-14.26%	-39.52%	16.28%	12.15%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.3 重点公司平均预收帐款 4.98 元/股

15 家重点关注企业 2010 年度每股预收帐款达到 4.98 元，同比增长 60.78%。其中保利地产、滨江集团每股预收帐款分别达到 11.26 和 9.2 元/股，位居前列。首开股份、北京城建、招商地产、万科 A 每股预收帐款也分别达到 6.48、5.58、6.56 和 6.77 元。

表 3 A 股重点覆盖地产企业预收账款情况

代码	简称	对应当前股本的每股预收账款 (元/股)				同比增长率			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000002	万科 A	1.97	2.18	2.89	6.77	144.70%	10.74%	32.53%	134.46%
600048	保利地产	2.39	2.14	6.52	11.26	122.25%	-10.43%	204.44%	72.79%
600383	金地集团	0.85	1.20	2.76	4.22	136.78%	41.86%	129.70%	52.67%
000024	招商地产	0.11	1.59	5.53	6.56	-66.48%	1392.17%	247.74%	18.64%
000402	金融街	0.31	0.11	0.93	2.96	-28.18%	-62.41%	708.30%	218.67%
600376	首开股份	3.79	3.16	4.55	6.48	4.99%	-16.62%	43.92%	42.58%
600325	华发股份	4.12	3.83	5.01	6.66	142.29%	-7.13%	30.86%	32.85%
002244	滨江集团	2.88	3.15	5.30	9.20	38.76%	9.27%	68.06%	73.81%
600823	世茂股份	0.30	0.01	1.58	2.46	22.42%	-97.23%	19032.56%	55.55%
600007	中国国贸	0.04	0.04	0.02	0.05	-7.70%	-1.63%	-38.91%	98.57%
600266	北京城建	2.10	1.30	3.53	5.58	75.39%	-37.92%	171.06%	58.01%
002146	荣盛发展	0.60	0.70	2.72	4.92	110.28%	16.63%	286.44%	80.86%
600246	万通地产	2.61	0.88	1.83	2.68	80.85%	-66.47%	108.68%	46.83%
600223	鲁商置业	0.07	0.30	1.86	3.37	-11.71%	340.96%	521.80%	80.81%
600657	信达地产	0.05	0.92	1.38	1.45	38.91%	1675.02%	50.26%	4.71%
	合计/平均	1.48	1.43	3.09	4.98	61.95%	-3.00%	115.71%	60.78%
000616	亿城股份	0.85	0.76	1.88	1.14	3.44%	-9.71%	145.47%	-39.46%
601588	北辰实业	0.95	1.38	1.08	0.64	32.29%	45.86%	-21.96%	-40.66%
000608	阳光股份	1.28	0.53	3.20	0.23	86.82%	-58.69%	505.08%	-92.98%
600663	陆家嘴	1.33	2.39	1.08	0.40	11.08%	79.12%	-54.82%	-62.81%
600240	华业地产	0.12	0.19	2.06	1.50	-66.09%	61.29%	980.28%	-27.07%
600748	上实发展	0.22	0.23	1.66	1.97	-41.43%	3.88%	614.51%	18.80%
002208	合肥城建	0.84	0.89	2.21	2.44	11.02%	5.59%	148.74%	10.35%
000918	嘉凯城	0.04	0.21	1.93	0.79	-1.65%	370.52%	827.28%	-58.97%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.4 重点公司平均存货 11.7 元/股

存货方面 15 家重点关注企业 2010 年度每股存货达到 11.67 元/股，同比增长 37.58%。重点企业中国国贸存货增长幅度最大，较 09 年增长 104%，主要原因是国贸三期 A 阶段开业后营运物资以及维修保养备品备件增加。排除基数效应之后，嘉凯城存货同比增长速度最快，达到 92.69%。主要原因是公司土地储备和开工量都保持增长。其次是保利地产和首开股份，分别达到同比增长 82.86%和 58.03%。

表 4 A 股重点覆盖地产企业存货情况

代码	简称	对应于当前股本的每股存货（元/股）				增长率			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000002	万科 A	6.05	7.81	8.19	12.13	94.55%	29.22%	4.87%	48.01%
600048	保利地产	6.14	8.78	13.13	24.02	149.31%	43.12%	49.52%	82.86%
600383	金地集团	4.17	6.36	9.07	10.17	118.12%	52.70%	42.56%	12.11%
000024	招商地产	10.00	13.90	17.74	22.53	103.77%	39.04%	27.62%	27.04%
000402	金融街	2.11	3.61	6.13	9.40	9.96%	70.88%	69.80%	53.39%
600376	首开股份	11.40	12.13	13.80	21.80	10.01%	6.44%	13.71%	58.03%
600325	华发股份	6.46	11.64	13.77	17.25	78.52%	80.14%	18.32%	25.27%
002244	滨江集团	4.03	4.34	8.00	9.87	65.72%	7.68%	84.49%	23.30%
600823	世茂股份	1.06	1.01	8.06	8.24	-28.69%	-4.96%	699.88%	2.23%
600007	中国国贸	0.01	0.01	0.01	0.03	-12.61%	25.06%	44.14%	104.65%
600266	北京城建	6.77	6.98	9.54	12.93	64.43%	3.10%	36.72%	35.62%
002146	荣盛发展	2.82	3.15	5.92	9.25	113.27%	11.74%	88.14%	56.10%
600246	万通地产	3.97	3.92	4.82	4.93	33.09%	-1.19%	23.07%	2.24%
600223	鲁商置业	0.20	3.63	4.94	6.87	-27.34%	1728.16%	36.05%	39.10%
600657	信达地产	0.08	4.07	4.12	5.65	10.70%	4728.76%	1.37%	37.05%
	合计/平均	4.35	6.09	8.48	11.67	59.22%	39.98%	39.33%	37.58%
000616	亿城股份	2.57	3.63	4.68	6.48	9.31%	41.32%	29.08%	38.46%
601588	北辰实业	3.77	4.10	4.06	4.50	181.66%	8.62%	-0.96%	10.92%
000608	阳光股份	2.88	4.17	4.47	3.72	30.11%	44.86%	7.05%	-16.73%
600663	陆家嘴	3.25	5.11	5.03	5.25	15.57%	57.03%	-1.63%	4.43%
600240	华业地产	1.51	3.09	6.74	10.23	7.73%	105.28%	118.05%	51.84%
600748	上实发展	1.09	6.17	7.84	11.74	-19.25%	465.23%	27.01%	49.77%
002208	合肥城建	2.12	2.17	3.45	4.11	137.91%	2.26%	58.93%	19.09%
000918	嘉凯城	0.06	0.05	3.76	7.24	-56.18%	-8.43%	6991.49%	92.62%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.5 每股销售商品、提供劳务所收到的现金为 6.4 元/股

每股销售商品、提供劳务所收到的现金能真实反映企业当期销售情况。15 家重点关注企业 2010 该指标达到 6.43 元/股，同比增长 39.38%。其中保利地产该指标达到 12.48 元/股，属于我们所覆盖公司中最高水平。其次是招商地产，华发股份和首开股份，分别为 9.24，8.79 和 8.72 元/股。

表 5 A 股重点覆盖地产企业销售商品、提供劳务收到的现金情况

代码	简称	每股销售商品、提供劳务所收到的现金（元/股）				同比增长率			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000002	万科 A	4.07	3.89	5.24	8.01	134.55%	-4.32%	34.62%	53.00%
600048	保利地产	3.05	3.58	9.22	12.48	102.28%	17.15%	157.84%	35.36%
600383	金地集团	2.16	2.54	4.26	5.83	118.44%	17.26%	67.94%	36.74%
000024	招商地产	2.20	3.61	9.27	9.24	15.29%	63.66%	157.08%	-0.37%
000402	金融街	1.33	1.04	2.47	4.72	7.68%	-21.71%	137.46%	90.64%
600376	首开股份	7.15	4.36	5.80	8.72	30.45%	-39.09%	33.07%	50.49%
600325	华发股份	5.04	3.88	5.98	8.79	140.11%	-22.92%	54.15%	46.96%
002244	滨江集团	2.74	1.98	4.24	8.32	55.57%	-27.75%	114.47%	96.20%
600823	世茂股份	1.12	0.12	2.35	4.31	-7.15%	-89.69%	1938.61%	83.39%
600007	中国国贸	0.89	0.89	0.85	1.00	6.22%	0.57%	-4.36%	16.71%
600266	北京城建	2.72	1.88	5.80	7.49	17.82%	-30.80%	208.00%	29.02%
002146	荣盛发展	1.53	1.49	4.17	6.70	33.01%	-2.44%	180.16%	60.55%
600246	万通地产	2.83	1.87	3.61	3.72	944.65%	-33.95%	92.99%	3.08%
600223	鲁商置业	1.52	1.74	3.07	4.49	-4.84%	14.56%	76.24%	46.19%
600657	信达地产	0.97	1.63	2.82	2.59	13.08%	68.00%	73.29%	-8.29%
	合计/平均	2.62	2.30	4.61	6.43	57.63%	-12.28%	100.54%	39.38%
000616	亿城股份	2.09	0.98	4.56	2.32	67.24%	-52.94%	364.68%	-49.20%
601588	北辰实业	1.56	1.69	1.24	1.21	20.02%	8.24%	-26.60%	-2.64%
000608	阳光股份	2.31	1.28	3.99	1.07	46.03%	-44.89%	213.12%	-73.20%
600663	陆家嘴	1.22	1.24	0.56	0.78	-26.74%	1.57%	-54.84%	39.27%
600240	华业地产	0.93	0.89	2.80	3.82	-21.47%	-3.78%	214.81%	36.41%
600748	上实发展	1.29	2.04	3.67	3.44	-25.25%	58.02%	80.29%	-6.17%
002208	合肥城建	1.53	1.38	3.66	2.88	92.81%	-10.15%	165.77%	-21.39%
000918	嘉凯城	0.82	0.73	4.72	3.75	-8.78%	-11.68%	549.64%	-20.55%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.6 大部分地产企业均在冲抵回之前的资产减值准备

由于近年来房屋销售价格普遍呈现上升，大部分地产企业开始将 07、08 年高价土地所造成的资产减值准备陆续冲抵。

表 6 A 股重点覆盖地产企业资产减值准备情况

代码	简称	资产减值准备 (亿元)			
		2007	2008	2009	2010
000002	万科 A	0.19	12.68	-5.24	-5.45
600048	保利地产	0.07	3.04	-2.74	0.09
600383	金地集团	0.01	3.58	-2.74	-0.49
000024	招商地产	-0.05	4.08	0.00	0.06
000402	金融街	0.17	2.23	-1.10	-1.42
600376	首开股份	0.00	0.89	-0.66	-0.22
600325	华发股份	0.02	0.21	0.02	0.03
002244	滨江集团	0.18	-0.16	0.31	-0.03
600823	世茂股份	0.08	-0.02	-0.03	0.05
600266	北京城建	0.07	0.07	-0.20	-0.01
002146	荣盛发展	-0.03	0.59	0.09	0.09
600246	万通地产	-0.03	0.64	0.65	0.00
600223	鲁商置业	0.01	0.88	-0.02	0.21
600657	信达地产	0.50	-0.35	-0.22	0.03
	合计/平均	1.19	28.36	-11.87	-7.07
000616	亿城股份	0.07	-0.03	0.16	-0.11
601588	北辰实业	-0.01	0.01	-0.03	-0.04
000608	阳光股份	0.09	0.92	1.12	0.03
600663	陆家嘴	-0.01	0.36	0.22	-0.07
600240	华业地产	0.00	0.12	-0.10	-0.02
600748	上实发展	0.03	0.12	0.11	-0.13
002208	合肥城建	0.00	0.05	0.13	0.03
000918	嘉凯城	0.95	-0.17	0.31	0.20

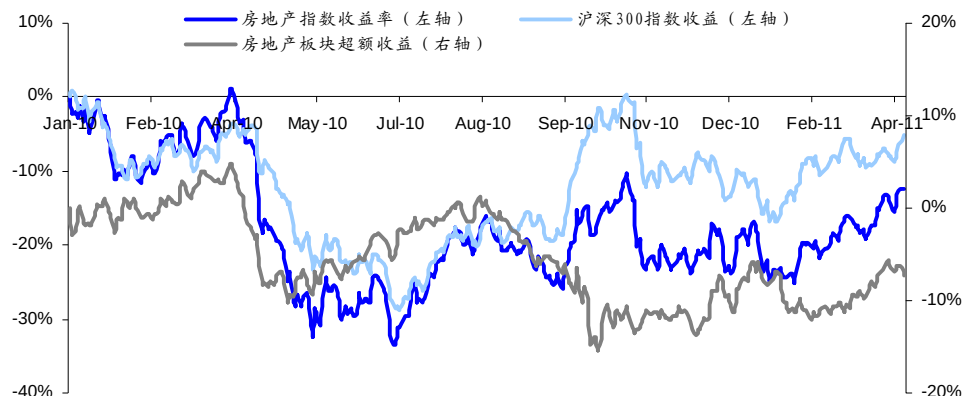
资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 房地产板块的市场表现、估值水平

4.1 板块 2010 年 1 月至今运行情况总结

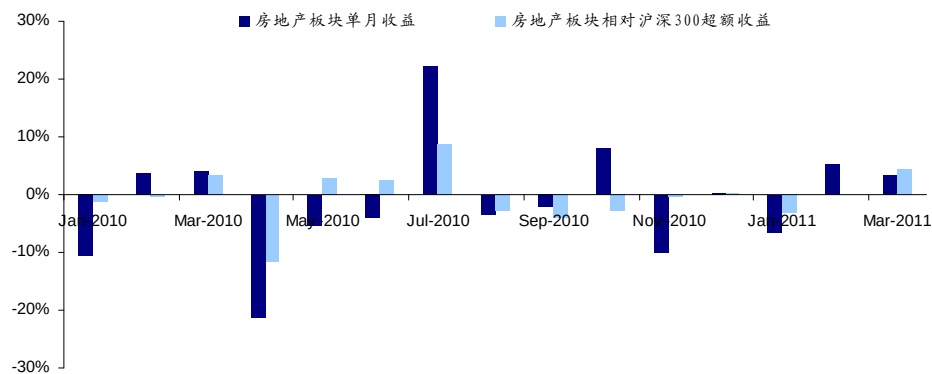
2010 年 1 月至今房地产行业指数的累积收益率为-12.34%，沪深 300 指数的累积收益率为-5.14%，板块对沪深 300 指数的超额收益率在-7.2%。从各个单月表现情况来看，房地产指数在 2010 年 3 月、5 月、6 月、7 月，以及 2011 年 3 月跑赢大盘。其中 7 月超额收益率达到 8.86%为全年最高。2010 年 4 月板块表现最差，超额收益率分别是 -11.72%。

图 23 2010 年 1 月至今房地产指数和沪深 300 指数收益情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

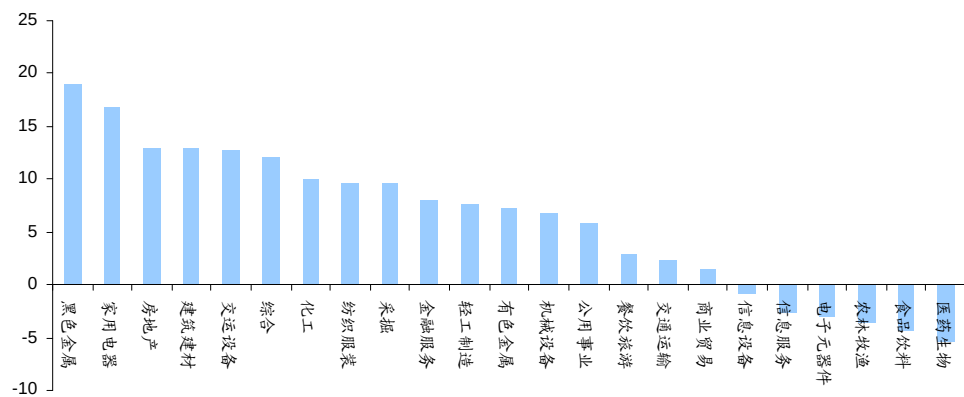
图 24 2010 年 1 月至今各个单月房地产指数收益情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

2011 年 1 月至今份房地产板块在同期各板块中收益排名第三,排在黑色金属和家用电器之后。

图 25 2011 年 1 月至今各板块收益情况(%)



资料来源：Wind、海通证券研究所

4.2 板块合理估值水平

对于我们重点跟踪的 24 家地产上市企业而言, 目前对应 2010 年平均静态市盈率在 20.09 倍, 对应 2011 年平均动态市盈率在 13.25 倍。

表 7 A 股重点覆盖地产企业估值情况

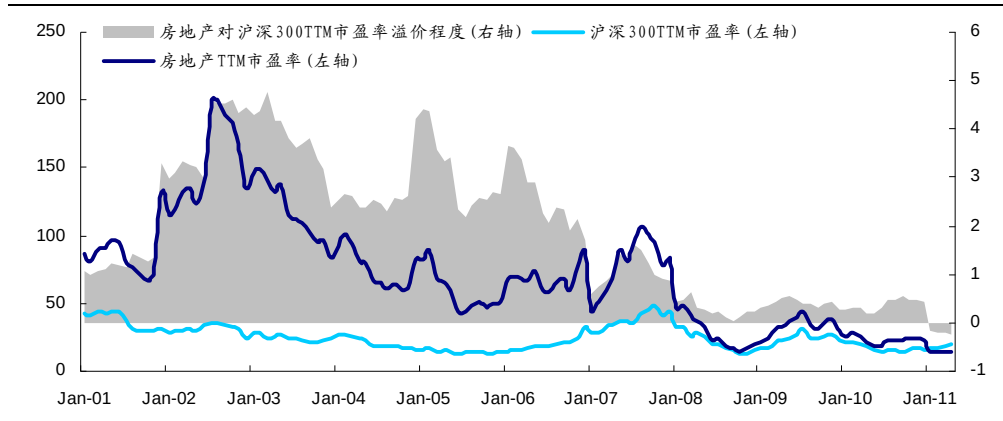
证券简称	收盘价	总股本	总市值	所有者权益	净利润	每股预收	市净率	EPS (元/股)			PE		
	元	亿股	亿元	亿元	亿元	(元/股)	倍	10	11E	12E	10	11E	12E
万科 A	9.15	110	1006	545.86	88.40	6.77	2.27	0.66	0.92	1.23	13.86	9.95	7.44
保利地产	14.39	46	658	320.20	55.05	11.26	2.22	1.08	1.38	1.82	13.32	10.43	7.91
招商地产	19.50	17	335	211.46	24.84	6.56	1.84	1.17	1.49	1.87	16.67	13.09	10.43
金地集团	6.98	45	312	210.06	31.33	4.22	1.77	0.60	0.75	0.92	11.63	9.31	7.59
金融街	7.08	30	214	172.43	18.34	2.96	1.27	0.59	0.68	0.92	12.00	10.41	7.70
华侨城 A	15.06	31	468	147.10	33.29	1.13	3.59	0.98	1.3	1.76	15.40	11.58	8.56
首开股份	18.26	11	210	108.01	13.37	6.48	2.00	1.17	1.53	2.03	15.61	11.93	9.00
苏宁环球*	9.37	17	160	0.00	0.00	0.00	4.64	0.50	0.72	1.15	18.74	13.01	8.15
新潮中宝*	5.89	51	302	0.00	0.00	0.00	4.10	0.31	0.45	0.61	19.00	13.09	9.66
万通地产	6.18	12	75	36.26	5.54	2.68	2.36	0.34	0.54	0.78	18.18	11.44	7.92
华发股份	12.66	8	103	65.49	7.66	6.66	1.80	0.92	1.08	1.25	13.76	11.72	10.13
世茂股份	16.28	12	191	101.80	10.27	2.46	2.31	0.75	0.95	1.23	21.71	17.14	13.24
滨江集团	12.02	14	163	59.84	14.32	9.20	3.78	0.71	1.08	1.53	16.93	11.13	7.86
荣盛发展	14.32	14	205	53.17	10.22	4.92	4.31	0.71	0.97	1.34	20.17	14.76	10.69
京投银泰	9.23	7	68	21.23	2.57	1.11	4.00	0.36	0.43	0.77	25.64	21.47	11.99
冠城大通	9.92	7	73	25.27	5.73	5.26	3.35	0.70	0.97	1.23	14.17	10.23	8.07
华业地产	7.54	6	49	23.69	2.79	1.50	2.06	0.45	0.85	1.25	16.65	8.87	6.03
广宇集团*	6.89	5	34	0.00	0.00	0.00	2.60	0.44	0.72	0.95	15.66	9.57	7.25
天房发展	6.22	11	69	43.79	2.86	4.37	1.72	0.20	0.32	0.46	31.10	19.44	13.52
中国国贸	10.31	10	104	43.41	1.21	0.05	2.39	0.12	0.35	0.47	85.92	29.46	21.94
北京城建	15.77	9	140	55.35	14.15	5.58	2.69	1.35	1.43	1.68	11.68	11.03	9.39
福星股份	14.16	7	101	53.65	5.15	1.76	2.14	0.71	0.93	1.25	19.94	15.23	11.33
鲁商置业	9.14	10	91	11.51	4.43	3.37	8.46	0.44	0.72	0.98	20.73	12.69	9.33
嘉凯城	8.54	18	154	62.34	11.86	0.79	3.84	0.62	0.77	0.92	13.77	11.09	9.28
平均值						3.71	2.98				20.09	13.25	9.76

注: 新潮中宝、广宇集团、苏宁环球年报暂时未出, 2010 年每股收益为预测数据

资料来源: wind、海通证券研究所

从 PE 估值看, 截至 4 月 9 日房地产板块的整体估值 (PE-TTM) 为 19.26 倍。该市盈率水平较 1 月最低时的 16.5 倍有所上升, 但依旧低于行业近三年的历史平均水平 (40 倍)。从溢价率指标看, 房地产行业 24.42 倍的估值相对于沪深 300 指数 16.48 倍估值的溢价率为 0.48 倍, 低于近三年 0.53 倍的历史平均溢价率水平。

图 26 板块和市场 PE 情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

考虑到行业 2010 年预收帐款处于历史最高水平，未来业绩依旧有望保持较高的增长水平，因此行业后期大幅度跑输板块的可能性不大。板块后期市盈率还有望跟随大盘一起提升。因此，我们认为房地产行业重点公司 2011 年动态 PE 在 15 倍左右属于合理水平。

5. 投资建议和选股思路

截至 4 月 10 日，A 股市场 TTM 市盈率在 19.93 倍，房地产板块 TTM 市盈率在 21.81 倍，短期内继续维持对行业的“中性”评级。目前重点跟踪企业平均 2011 年动态市盈率在 13.25 倍（一线蓝筹 2011 年动态在 10 倍上下），按照我们给予重点公司 2011 年 15 倍动态市盈率来看，目前上涨空间开始收窄。我们认为 2 季度行业是否能进一步打开上涨空间取决于两个因素：1）2 季度销售数据是否有超预期情况。降价后市场销售反弹有望提高行业估值空间（详见 2011 年 4 月 6 日报告《央行加息对房地产行业影响的简评：短期密集加息的概率下降，成交量决定板块走势》）；2）保障房开工建设能够达标。保障房顺利完成是保证行业未来调控不再加码的重要前提（详见 2011 年 3 月 28 日报告《房地产行业 3 月月报：保障房板块有望催动房地产春播行情》）。

基于以上逻辑，我们认为选股方面应该侧重两条主线：

1）高弹性企业。2010 和 2011 年开工量保持高速增长，后期市场成交有超预期表现，现时公司有足够产品实现去化，预收账款可以快速增长的企业。主要推荐万科 A、金地集团、招商地产、首开股份、华侨城 A、荣盛发展、世茂股份、嘉凯城和中南建设。

2）2011 年 PE 在 20 倍以内，未来两年利润增长率有望保持在 35%左右的保障房概念地产股，如天房发展和栖霞建设。

3）盈利模式在 A 股地产企业中具备独特优势的京投银泰。

6. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

表 8 重点关注公司年报情况汇总

公司名称	总市值	每股预收账款	有息负债率	利润分配预案	EPS (元/股)		
	亿元	元/股	(%)		2010	2011E	2012E
保利地产	658	11.26	45.14	每 10 股转增 3 股, 派红利 2.13 元 (含税)	1.08	1.39	1.82
京投银泰	68	1.11	65.49	不分配	0.36	0.46	0.77
莱茵置业	42	0.68	65.06	每 10 股送 7 股, 股派发现金 0.78 元 (含税)	0.45	na	na
华侨城 A	468	1.13	62.43	每 10 股送 5 股, 转 3 股, 派发现金 0.6 元 (含税)	0.98	1.31	1.76
万科 A	1006	6.77	40.18	每 10 股派送人民币 1 元 (含税)	0.66	0.92	1.25
万通地产	75	2.68	42.00	每 10 股派送人民币 1.7 元 (含税)	0.39	0.54	0.78
嘉凯城	154	0.79	63.17	每 10 股派发现金红利 0.55 元 (含税)	0.62	0.85	1.22
华发股份	103	6.66	41.02	每 10 股派送人民币 1 元 (含税)	0.92	1.1	1.4
广宇发展	54	1.63	33.91	不分配	0.21	na	na
世茂股份	191	2.46	49.65	不分配	0.74	1.1	1.4
冠城大通	73	5.26	33.81	每 10 股派红利 0.5 元 (含税)	0.7	1.03	1.38
滨江集团	163	9.20	37.95	每 10 股派红利 0.6 元 (含税)	0.71	1.08	1.53
首开股份	210	6.48	57.29	每 10 股转增 3 股, 派红利 2 元 (含税)	1.17	1.53	2.03
金地集团	312	4.22	45.24	每 10 股派红利 0.6 元 (含税)	0.6	0.81	1.03
鲁商置业	91	3.37	59.37	不分配	0.44	0.9	1.22
荣盛发展	205	4.92	41.77	每 10 股送 2 股, 转 1 股, 派发现金 1 元 (含税)	0.71	1.12	1.56
信达地产	103	1.45	39.23	不分配	0.27	na	na
招商地产	335	6.56	45.81	每 10 股派 1.2 元现金(含税)	1.17	1.49	1.87
中国国贸	104	0.05	53.34	每 10 股派发现金人民币 0.90 元 (含税)	0.12	0.35	0.47
北京城建	140	5.58	41.53	每 10 股派 1.5 元现金(含税)	1.35	1.6	1.9
福星股份	101	1.76	57.39	不分配	0.71	0.93	1.25
宁波富达	117	2.27	63.76	不分配	0.23	na	na
南京高科	83	1.33	59.09	每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)	0.69	0.8	1.05
天房发展	69	4.37	27.34	每 10 股分配现金股利 0.50 元 (含税),	0.2	0.32	0.46
格力地产	49	2.31	67.62	不分配	0.25	na	na
阳光股份	56	0.23	52.98	不分配	0.58	na	na
中南建设	157	5.91	49.56	每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)	0.63	0.95	1.24
亿城股份	56	1.14	49.88	每 10 股派现金股利 1 元 (含税), 转增 2 股	0.55	na	na
金融街	214	2.96	51.63	每 10 股派发现金 2.5 元 (含税)	0.59	na	na
建发股份	202	3.39	63.31	每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)	0.78	0.95	1.23
黑牡丹	89	1.12	46.35	10 股派发现金红利 1.5 元(含税)	0.5	na	na
新黄浦	57	0.08	51.84	每 10 股派发现金红利 1.7 元 (含税)	0.37	na	na

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。