

房地产：大公司更胜一筹

2011 年 1 季报小结

房地产 同步大市-A
上次评级 同步大市-A

报告日期 2011-05-03

3

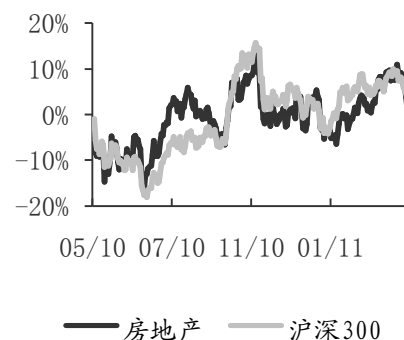
报告关键点：

- 一季报显示行业扩张速度明显放缓。
- 大公司在销售、融资等方面相对优势突出，仍在较快扩张，且抗风险能力较强。
- 非限购城市、三四线城市并不独立于行业基本面之外。
- 去泡沫时期地产股表现平淡，但行业最差时往往有反弹机会。

报告摘要：

- 一季报显示行业扩张速度明显放缓。
- 大公司在销售、融资等方面相对优势突出，仍在较快扩张，且抗风险能力较强。
- 非限购城市、三四线城市并不独立于行业基本面之外。
- 去泡沫时期地产股表现平淡，但行业最差时往往有反弹机会。
- 推荐个股：
 - 行业龙头公司：保利、万科、金地、招商；
 - 经营管理优势突出、具有细分领域龙头潜力的公司：荣盛发展。
 - 表现突出的小公司：华业地产，其北京项目近期已经开盘，预售证显示售价大大高于此前预期。
- 风险提示：流动性紧缩超预期；行业调控加码超预期。

12 个月行业表现



徐胜利
010-66581636
执业证书编号

行业分析师
xusl@essence.com.cn
S1450511020008

前期研究成果

房地产：供给压力成共识 纠结之中机会存

2011-04-28

房地产行业数据周报(2011 年 4 月 27 日)

2011-04-27

房地产：迎接成交回升 把握投资机会

2011-04-19

1. 上市房企扩张速度放缓较为明显

本报告对一季报房企的关键财务指标进行了分析。

综合考虑资产规模及销售回笼资金指标，本报告选取了 80 余家样本公司，其中“大公司”含 15 家样本公司，“中公司”含 15 家公司，“小公司”含 50 余家公司。

分析显示，上市房企扩张速度放缓较为明显。销售方面，大、中、小公司的 2011 年 1 季度销售回笼资金同比增速均明显低于 2010 年同期；融资方面，借款流入资金同比增速由去年同期的正增长转为今年的负增长，还款流出资金同比均为正值；购买商品和劳务支出同比增速均显著下降。显示行业销售增长放缓，信贷融资借款难度加大，还款责任加重，而作为应对的结果，开发和拿地的增速减缓。（见表 1）

这与行业数据显示的情况一致。全国今年 1 季度商品房销售面积增速 14.9%，低于去年同期的 35.8%。全国今年 1 季度房地产开发贷款同比少增 1497 亿元。原因在于年初以来市场受到行业调控冲击，以及信贷总体偏紧。

表 1 经营性与融资性现金流主要指标同比 (%)

	销售回笼资金同比		借款流入资金同比	
	2011 年 1 季度同比	2010 年 1 季度同比	2011 年 1 季度同比	2010 年 1 季度同比
大公司 15	38.8	83.1	-7.0	124.0
中公司 15	8.9	75.5	-3.7	1.0
小公司 50	8.3	86.2	-17.2	18.1
	购买商品劳务支出同比		还款流出资金同比	
	2011 年 1 季度同比	2010 年 1 季度同比	2011 年 1 季度同比	2010 年 1 季度同比
大公司 15	10.8	320.5	115.4	-38.3
中公司 15	16.6	124.5	17.3	8.2
小公司 50	4.6	172.1	12.2	14.9

数据来源：WIND，安信证券研究中心

2. 大公司在销售和融资方面相对优势明显

比较而言，大公司在销售和融资方面更具有优势。大公司 2011 年 1 季度销售回笼资金同比增速明显高于中小公司；借款流入资金和中小公司一样出现负增长，且还款流出资金同比增速远高于中小公司，但考虑去年大公司借款增速较高，今年借款增速尽管有所下降，但借款规模仍然较大，还款增速高应与去年借款增速高有关，而中小公司去年借款增速相对较低；大公司购买商品和劳务支出增速高于小公司，尽管低于中等规模公司，但大公司去年购买商品和劳务支出的基数较高，而中等公司去年基数相比大公司并不高，因此今年大公司扩张的步伐仍然较大。

3. 大公司仍在以较高的速度扩张

2011 年 1 季度，大公司存货余额环比增速明显高于中小公司，且与 2010 年 1 季度相比下降幅度不大，显示大公司仍在以较高的速度扩张。（见表 2）

表 2 存货余额增速 (%)

	一季度存货余额环比	
	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度
大公司 15	12.3	11.6
中公司 15	4.9	3.7

小公司 50	8.0	6.4
--------	-----	-----

数据来源：WIND，安信证券研究中心

4. 大公司抗风险能力更强

资金较去年的宽松局面有所收敛，但偿债能力并无严重风险，大公司短期偿债能力更强。

2010 年，由于销售良好、信贷环境尚较为宽松，房地产公司资金面总体上较为宽裕，今年 1 季度情形已经发生明显变化，但目前资金压力并不严重，尤其是大公司和公司资金压力不大。

短期偿债能力方面，今年 1 季度末，大中小公司的“货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）”指标均低于 2010 年同期水平，但明显高于 2008 年同期水平，其中大公司和公司目前均大于 1。

长期偿债能力方面，目前大中小公司的资产负债率均较高，但扣除预收帐款后的资产负债率在可接受的范围内。考虑到扩张速度已经普遍放缓，销售正在自底部回升，偿债能力急剧恶化的可能性并不大。

表 3 货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）

	货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）		
	2008 年 1 季度	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度
大公司 15	1.15	2.25	1.65
中公司 15	0.54	1.46	0.87
小公司 50	0.54	1.90	1.43

数据来源：WIND，安信证券研究中心

表 4 资产负债率及扣除预收帐款后的资产负债率（%）

	资产负债率			扣除预收帐款的资产负债率		
	2010 年 1 季度末	2010 年末	2011 年 1 季度末	2010 年 1 季度末	2010 年末	2011 年 1 季度末
大公司 10	69.2	72.8	74.2	60.5	62.9	63.4
中公司 20	64.1	67.7	67.3	56.5	61.1	60.1
小公司 50	68.6	69.3	69.8	61.3	63.0	62.9

数据来源：WIND，安信证券研究中心

比较而言，大公司的“货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）”指标始终明显高于中小公司，短期偿债能力较中小公司更强。

2011 年 1 季度末，大公司的资产负债率明显高于中小公司，其中大公司资产负债率较 2010 年年初和年末上行趋势较为明显，但扣除预收帐款后的资产负债率，大公司与中小公司的差异并不大。

5. 非限购城市和三四线城市并不独立于行业基本面之外

对照全国商品房销售面积数据与部分一二三线城市的新房成交数据，本报告认为，部分三四线城市成交量增速可能的确强于一二线城市，但其相对优势不应过分夸大。

全国的销售数据一是可能滞后，二是可能反应了商品房市场发展到了更多的城市、县

镇，而不是意味着三四线城市的需求独立于行业的趋势。

全国的房地产市场有差异性，也有很强的共性。原因在于，影响需求最根本的力量在于资金面和心理预期。行业的调控政策起的作用往往只是短期冲击，和行业的趋势有时会形成叠加作用；行业调控政策在产生直接影响的同时，心理影响也很重要，后者更值得强调，它会使得全国不同城市的需求变化更加具有共性。

例如，今年一二线城市推行限购令的影响，限购城市和未限购城市在成交量变化等方面，是否已经出现或将会出现本质的、长期的差异？数据显示的情况似乎是否定的。随机获得的若干未实施限购城市的数据显示其与限购城市的走势是同步的，如重庆、泉州、扬州，其今年1-3月份的成交量走势和限购的城市非常相似。1月份同比正增长，2、3月份同比逐月下滑。（见表5）。（可供对照的一二线城市数据请参见《安信证券房地产数据周报》）

表5 部分未限购城市1-3月成交同比走势

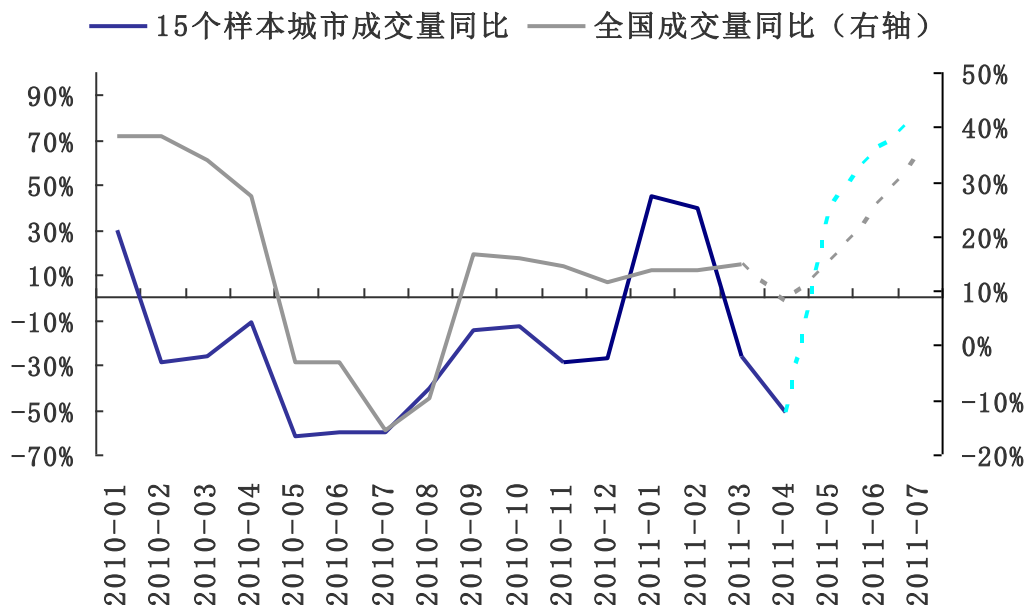
城市	1季度同比	1月份同比	2月份同比	3月份同比
重庆	-27.60%	12%	-45%	-46%
扬州	1.74	39%	-7%	-44%
泉州	22.66	-	-13%	-60%

数据来源：WIND，新景祥公司，安信证券研究中心

其他一些三四线城市的数据与限购城市或表5中非限购城市情况有所不同，但可能只是滞后或其他原因。如大连、惠州、东莞，今年3月份同比仍为正增长，其4月份转为负增长或者同比增速大幅下滑。其中大连3月份同比大幅正增长，很可能是限购令的“末班车效应”，其限购令于3月发布，但从4月开始执行。

回顾2010年，一二线样本城市与全国口径的商品房月度成交数据在大的趋势上相同，同时，全国的数据有一定的滞后特点。2010年初，一二线城市2月份即显现成交负增长，原因包括资金面趋紧、供给不足等，而全国数据从5月份开始负增长，幅度远远小于一二线城市；一二线城市5月份同比最差，全国数据则是7月份最差。（参见图1）

图1 全国和样本城市的月度商品房成交量同比



数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：图中虚线部分为预测后续几个月的同比走势，但不代表对具体数值的判断

2011 年 3 月份全国的商品房成交同比数据较 2 月份相比呈轻微向上的趋势,这可能是相对于一二线城市的滞后表现。1 月份一二线城市同比有一个冲高的过程,2 月有所回落,3、4 月份继续回落。推测全国同比数据后续也可能会有所回落。

本报告认为,量升价平的趋势对于全国适用,尤其对于二三线城市适用,而一线城市因为供给相对有限,价格压力未必大于二三线城市。部分人士判断三四线城市后续的量价趋势会和一二线城市相反,如一二线量价齐跌、三四线量价齐升,这可能需要进行进一步观察。

6. 在调整的市场中,大公司更可能提高市场份额

综合以上分析,非限购城市、三四线城市同样面临行业性的压力,竞争可能更加激烈。

选股更应该考虑不同公司的实力、发展前景和抗风险能力,而不是首先考虑公司业务是否更多分布于三四线城市和非限购城市。

在调整的市场中,规模大的公司更可能提高市场占有率。如 1 季度万科、保利的销售增速远远超过行业平均水平。

7. 去泡沫化背景下,房地产并无大机会

根据我们对日本不同时期地产指数及其相对大盘表现的研究,发现地产股在去泡沫时期的表现相当平淡。因此,对单纯因为市盈率较低带来的投资机会不宜过于乐观。

8. 行业最差的时候往往有反弹的机会

目前行业应仍属于最差的时期,近期反而可能有一定的投资机会。

市场担忧限购令的影响会持续较长时间、以及房价未降行业调控政策还会进一步加码等。

本报告认为,近期新房成交量处在谷底回升的过程中,年初的行业调控短期冲击正在逐渐过去。清明后,样本城市成交量普遍回升,多个城市连续三周环比正增长,二手房成交也出现类似的变化,反应行业政策冲击在逐渐过去、需求在逐渐恢复、推盘也趁机加快。由于供给陆续推出、需求有所恢复、去年基数较低等原因,预计 5-7 月份一二线城市成交量同比会出现显著改善,可能出现较大幅度的正增长。

推荐个股:

- 1、行业龙头公司:保利、万科、金地、招商;
- 2、经营管理优势突出、具有细分领域龙头潜力的公司:荣盛发展。
- 3、小公司中推荐华业地产,其北京项目近期已经开盘,预售证显示售价大大高于此前预期。

风险提示:流动性紧缩超预期;行业调控加码超预期。

分析师简介

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。

分析师声明

徐胜利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	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