

房地产

2010 年报综述及后期策略:

拨云见日终有时

 评级: **增持**

 前次: **增持**

联系人

分析师

丁晨

周涛

S0740210070008

021-20315131

021-20315158

dingchen@qlzq.com.cn

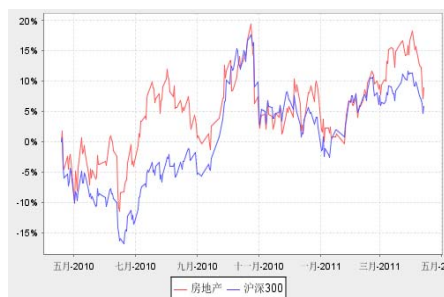
zhoutao@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 2 日

基本状况

上市公司数	115
行业总市值(百万元)	986078.01
行业流通市值(百万元)	779454.21

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
万 科 A	股价(元)	8.48	12.00	12.00
	摊薄每股收益(元)	0.66	0.99	1.17
	总股本(亿股)	109.95	109.95	109.95
	总市值(亿元)	932.39	1319.43	1319.43
鲁商置业	股价(元)	8.14	11.00	11.00
	摊薄每股收益(元)	0.44	0.66	0.92
	总股本(亿股)	10.01	10.01	10.01
	总市值(亿元)	81.48	110.11	110.11
世茂股份	股价(元)	14.53	19.00	19.00
	摊薄每股收益(元)	0.75	1.24	1.87
	总股本(亿股)	11.71	11.71	11.71
	总市值(亿元)	170.09	222.41	222.41

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- **2010 年上市房企年报总结。**我们统计了 115 家上市房企年报数据, 数据显示: (1) 每股预收账款提升 33%, 业绩锁定性历年最强; (2) 利润率依然维持高位; (3) 管控能力持续提升; (4) 负债率迅速提升, 但债务结构保持良好; (5) 库存压力显现, 但仍未到 08 年最坏水平; (6) 业绩成长速度下降, 行业进入稳健增长期; (7) 行业集中度逐步提升, 两级分化将更趋严重。
- **调控关键期, 政策料难放松, 后期仍有加码可能。**原因有三: 一是通胀依然高企, 同时本币升值压力增强, 海外热钱规模有进一步扩大趋势, 因此流动性持续过剩的压力依然存在, 房价仍存上涨预期; 二是限购之下, 销售超预期增长显示三四线城市需求强劲, 这说明目前的调控政策对经济不会造成实质伤害, 同时三四线城市房价存在较大的上涨压力; 三是目前开发商资金面虽趋紧, 但依然好于 08 年, 目前还不存在大范围被动抛售的可能, 同时利润率仍然维持高位, 这就为调控加码提供了余地。
- **资本市场的政策效应有减弱趋向。**虽然政策存在加码的预期, 但资本市场的政策效应显然在逐步减弱。去年和今年的情形将大不相同。去年四月新政使得房地产股价至 7 月初向下调整了 32%, 而今年 1 月国十条颁布之后至 4 月底, 股价却整体上扬了 17%。原因在于今年的调控预期长期存在, 预期相比去年较为稳定; 其次去年四月新政前地产股价和估值相对处于高位, 而今年地产股股价和估值均处于历史低位。
- **五月地产股获取超额收益的概率增强。**理由一: 我们重申二季度策略报告《春暖花开会开》观点, 政策预期相对确定, 政策加码对股价影响在逐步弱化, 因此后期回归基本面判断, 房价在行政干预下已不可能快速上涨, 销量将是上市公司盈利和资本市场走势的唯一驱动力量。理由二: 随着外部融资渠道的持续受阻, 开发商对下半年资金面状况的预期较差, 因此 5、6 月将显著提高推盘量, 在当前需求并不差的情形下, 供应量提升将显著支撑销量上行, 因此我们预计后期“量增价稳”可能性较大, 五月销量的同比增幅将显著扩大, 这将带动股价上行。理由三: 目前重点公司 PE 是 11 年 10 倍, 12 年 8 倍, RNAV 折价 26%, 估值优势和业绩锁定性将为地产股提供史上最强的安全边际。我们最看好三类个股投资机会: 一是低估值、业绩锁定性强品种, 如万科、保利、首开、北京城建、冠城大通等; 二是产品差异化品种, 如综合体龙头鲁商和世茂, 旅游地产龙头华侨城等; 三是三四线扩张品种中南和荣盛。

内容目录

2010 年上市房企年报概览	- 4 -
业绩锁定性历年最强	- 4 -
利润率依然保持高位	- 4 -
企业管控能力继续提升	- 5 -
负债率迅速提升，但债务结构较好	- 6 -
库存累积，资金压力仍不及 08 年	- 6 -
业绩成长性下降，行业进入稳健增长期	- 7 -
行业集中度逐步提升	- 7 -
后期政策料难放松，但资本市场的政策效应逐步减弱	- 8 -
调控政策仍有加码可能	- 8 -
资本市场的政策效应有减弱趋向	- 9 -
五月地产股获取超额收益概率增强	- 10 -
政策迷雾散去之后回归基本面判断：后期“量增价稳”可能性大	- 10 -
历史证明：销量同比上行与板块趋势上涨基本同步	- 10 -
估值优势和业绩锁定性提供史上最强的安全边际	- 10 -
相对看好三类个股	- 11 -

图表目录

图表 1：历年每股预收账款按股本加权平均值	- 4 -
图表 2：每股预收账款排名前十的上市房企	- 4 -
图表 3：毛利率达到新高	- 5 -
图表 4：净利率基本与 09 年持平	- 5 -
图表 5：税金有继续上扬趋势	- 5 -
图表 6：期间费用率达到历史新低	- 5 -
图表 7：近五年房企资产负债率	- 6 -
图表 8：近五年预收款占总负债比例	- 6 -
图表 9：存货资金配比	- 6 -
图表 10：存货占总资产比例	- 6 -
图表 11：营业收入增长率	- 7 -
图表 12：净利润增长率	- 7 -
图表 13：行业集中度逐步提升	- 7 -
图表 14：通胀依然高企	- 8 -
图表 15：外汇远期贴水扩大显示本币升值压力增加	- 8 -
图表 16：一季度海外热钱加速流入	- 8 -

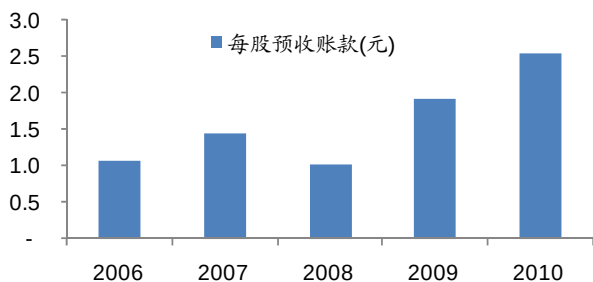
图表 17: 商品房销售面积月度累积值	- 9 -
图表 18: 商品房销售面积当月值	- 9 -
图表 19: 资本市场的政策效应有减弱趋向	- 9 -
图表 20: 过去三年销量同比上行往往带动板块上涨.....	- 10 -
图表 21: 重点公司估值与评级.....	- 11 -

2010 年上市房企年报概览

业绩锁定性历年最强

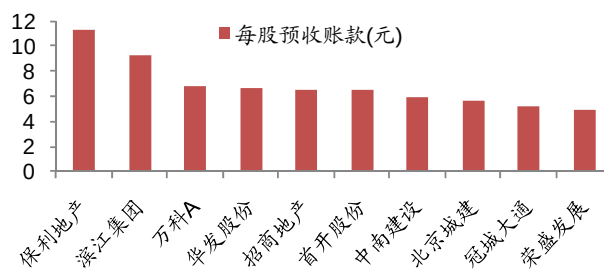
- **每股预收账款提高 33%。**由于 2010 年销售较好，且企业结算动力不足，因此我们统计的 115 家上市房企，每股预收账款加权均值（根据股本加权平均）为 2.54 元，比 2009 年提高 33%，对 2011 年的业绩锁定性为历年最强，以 15% 的净利率计算，平均约锁定 0.38 的业绩。
- **龙头股彰显优势。**一二线龙头股预收账款更丰富，每股预收账款排名前十的均为一二线龙头，其中保利最高，每股预收账款 11.26 元，基本已锁定 1.5 元的每股收益，其次是滨江、万科、华发、招商、首开、中南、北京城建和荣盛。

图表 1：历年每股预收账款按股本加权平均值



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：每股预收账款排名前十的上市房企

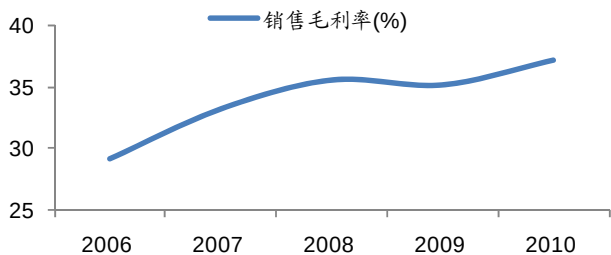


来源：齐鲁证券研究所

利润率依然保持高位

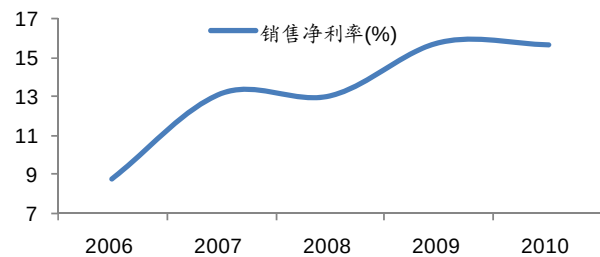
- 2010 年上市公司毛利率比 2009 年上升两个百分点，至 37.11%，为五年来新高，由于 2010 年重点城市房价上涨幅度在 25% 以上，因此预计 2011 年结算毛利仍将持续走高。
- 净利率基本与 09 年年报持平，为 15.65%，主要原因在于税费增加。随着对高毛利产品土地增值税的严格征收，未来净利率仍将有进一步压缩趋势。

图表 3：毛利率达到新高



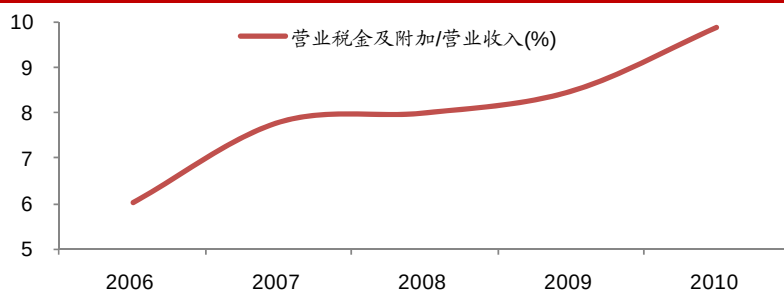
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：净利率基本与 09 年持平



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：税金有继续上扬趋势

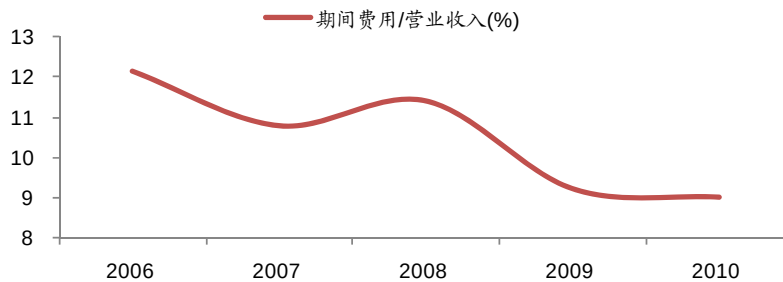


来源：齐鲁证券研究所

企业管控能力继续提升

- 2010 年上市房企管控能力进一步提升，期间费用率行业加权平均为 9.02%，达到了五年来新低。

图表 6：期间费用率达到历史新低

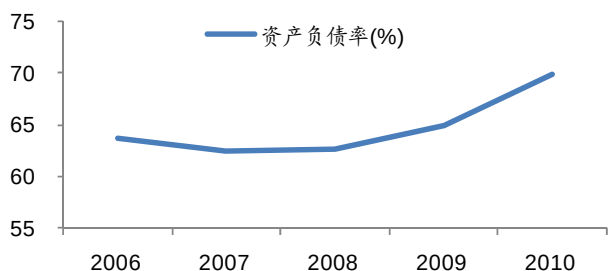


来源：齐鲁证券研究所

负债率迅速提升，但债务结构较好

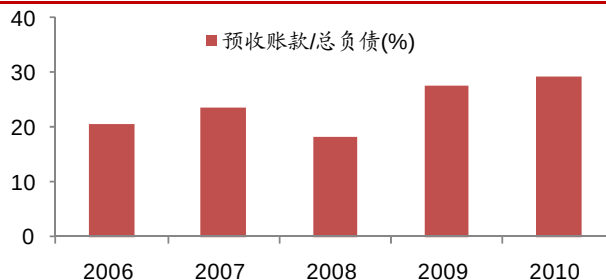
- 2010 年房企的平均负债率在 69.96%，比 09 年提升了 5 个百分点，创近五年新高，但由于预收账款丰富，债务结构较好，预收账款占总负债的比例为 29.26%，比 09 年提高了 1.78 个百分点，因此债务结构仍较健康。

图表 7：资产负债率迅速上升



来源：齐鲁证券研究所

图表 8：近五年预收款占总负债比例

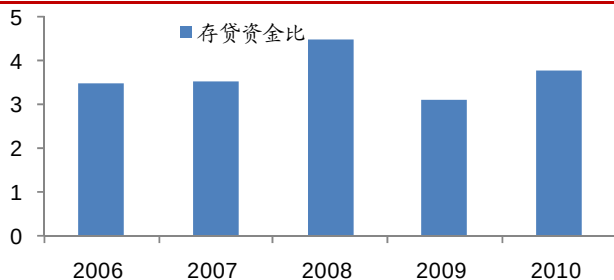


来源：齐鲁证券研究所

库存累积，资金压力仍不及 08 年

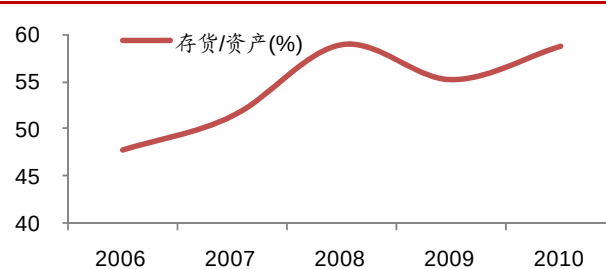
- 2010 年房地产企业购地和新开工面积处于历史高位，因此库存不断累积，2010 年 115 家房地产企业年报显示，存货占总资产比重达到 58.69%，比 09 年上升 3.5 个百分点，基本与 08 年持平。
- 随着库存逐步累积，企业资金压力逐步显现，从存货资金配比来看，08 年曾达到历史最高 4.5，09 年下降至 3.1，而 2010 年 115 家企业年报显示这一比例上升至 3.8，资金压力有所上升，但仍不及 08 年水平。

图表 9：存货资金配比



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：存货占总资产比例

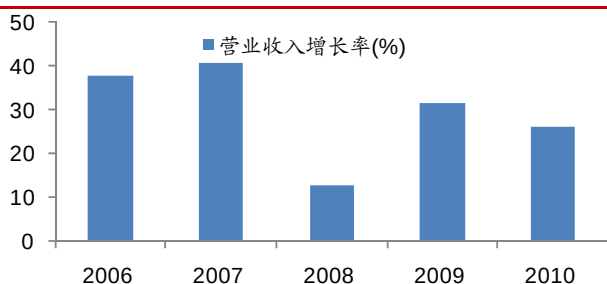


来源：齐鲁证券研究所

业绩成长性下降，行业进入稳健增长期

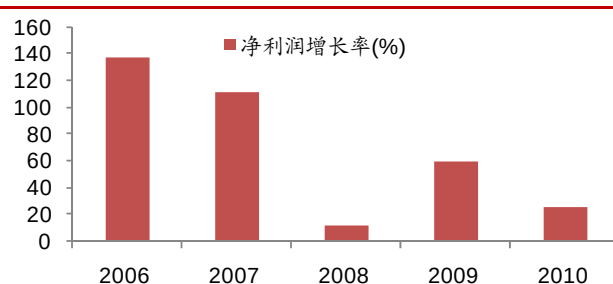
- 观察过去 5 年，可以发现，上市房地产企业在 06、07 和 09 年业绩均处于高成长期；08 年由于系统风险，成长速度位于最低点；而 2010 年，公司业绩相对处于稳定增长期，其中营业收入增长 26.35%，净利润增长 25.4%。预计在调控压力、老龄化进程加速前提下，行业进入稳健增长期，上市公司业绩将维持平均 20%-25% 的增长。

图表 11：营业收入增长率趋缓



来源：齐鲁证券研究所

图表 12：净利润增长率趋缓

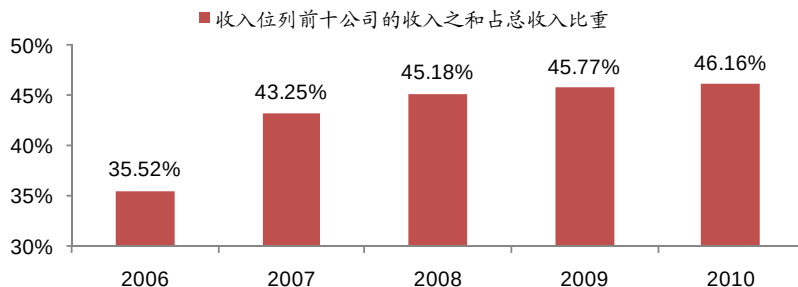


来源：齐鲁证券研究所

行业集中度逐步提升

- 2010 年行业集中度持续提升，在我们统计的 115 家上市房企中，收入位列前十的公司其收入之和占总收入比重提升了 0.39 个百分点，随着行业调控加剧，融资渠道的受阻，行业的两极分化会进一步加剧，行业集中度将继续上升。

图表 13：行业集中度逐步提升



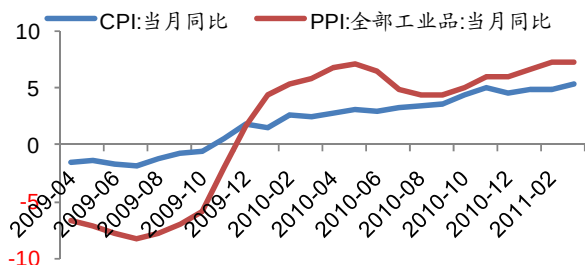
来源：齐鲁证券研究所

后期政策料难放松，但资本市场的政策效应逐步减弱

调控政策仍有加码可能

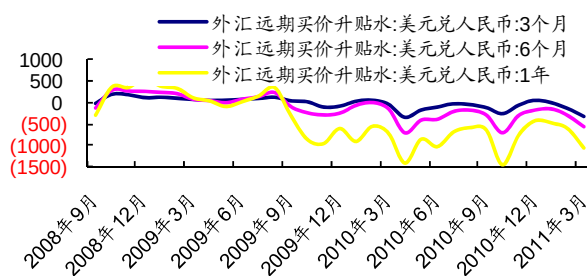
- **原因一：通胀仍高企，流动性持续过剩，房价仍存上涨预期。**目前虽然国内货币供应量增速放缓，但国内通胀依然高企，同时外汇远期贴水的扩大显示本币升值压力增强，海外热钱规模从去年12月份开始由负转正，有进一步扩大趋势。因此流动性持续过剩的压力依然存在，房价仍存上涨预期。

图表 14：通胀依然高企



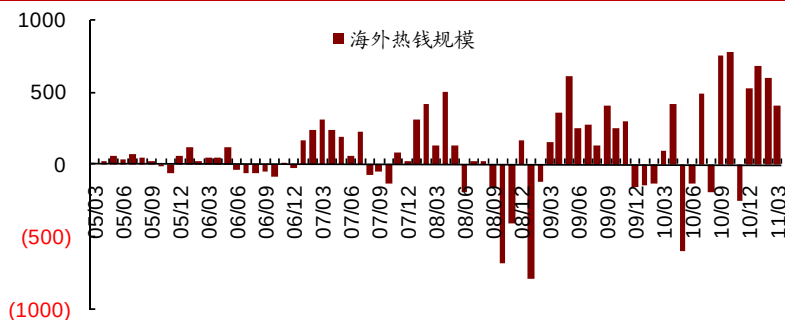
来源：齐鲁证券研究所

图表 15：外汇远期贴水扩大显示本币升值压力增加



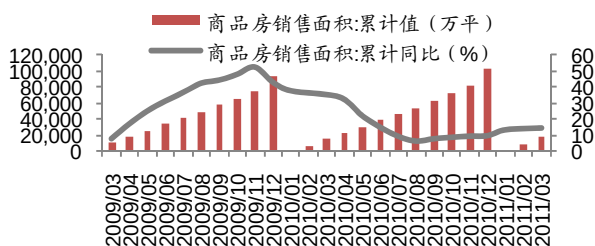
来源：齐鲁证券研究所

图表 16：一季度海外热钱加速流入

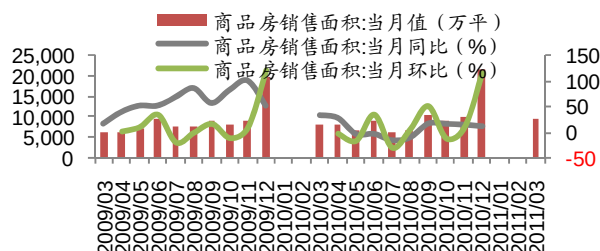


来源：齐鲁证券研究所

- **原因二：限购之下，销售超预期增长显示三四线城市需求强劲。**2010年3月销量竟然相当于去年10月份水平。当月销售面积9500万平，同比增长15.77%；当月销售额4910亿元，同比增长27.17%。我们所监测的重点一二线城市3月销售平均跌幅约20%，这说明3月销量超预期的增长主要来源于三四线城市的销售增长。这说明目前的调控政策对经济不会造成实质伤害，同时三四线城市房价存在较大的上涨压力，这也增加了调控进一步加码的预期。

图表 17：商品房销售面积月度累积值


来源：齐鲁证券研究所

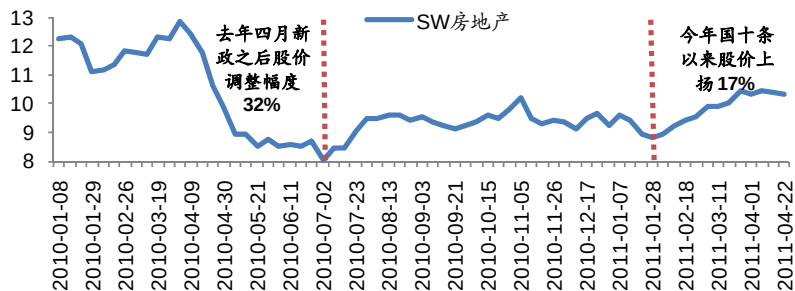
图表 18：商品房销售面积当月值


来源：齐鲁证券研究所

- **原因三：开发商资金面趋紧而不崩，利润率维持高位。**从上文 2010 年年报概览我们可以发现，开发商资金面虽然不及 09 年，但仍然好于 08 年，因此尚不存在如 08 年大范围降价可能；同时利润率依然维持高位。这就为调控加码提供余地。

资本市场的政策效应有减弱趋向

- 虽然政策存在进一步加码的预期，但资本市场的政策效应显然在逐步减弱。去年和今年的情形将大不相同。去年四月新政使得房地产股价至 7 月初向下调整了 32%，而今年 1 月国十条颁布之后至 4 月底，股价却整体上扬了 17%。原因在于，首先今年的调控预期长期存在，预期相比去年较为稳定；其次去年四月新政之前地产股价和估值相对处于高位，而今年地产股股价和估值均处于历史低位，与去年四月新政之前的地产股估值相比，平均下降了 50%。

图表 19：资本市场的政策效应有减弱趋向


来源：齐鲁证券研究所

五月地产股获取超额收益概率增强

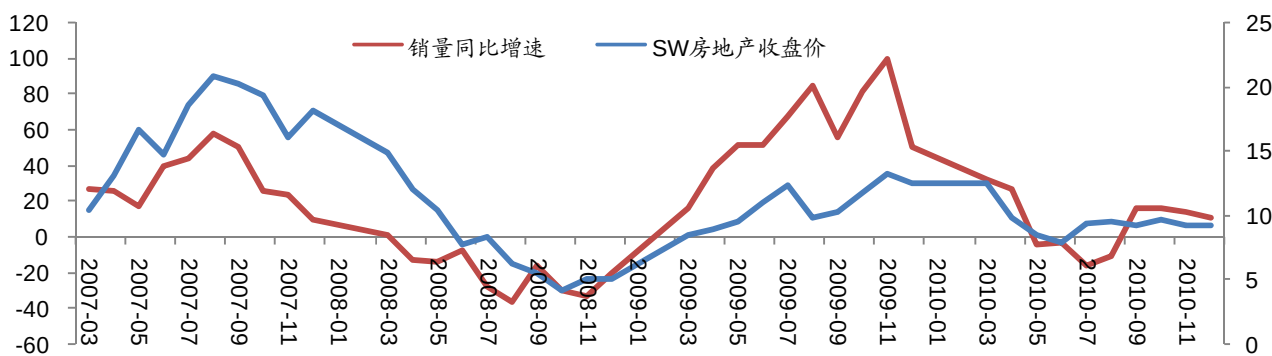
政策迷雾散去之后回归基本面判断：后期“量增价稳”可能性大

- 我们坚持二季度策略《春暖花会开》观点，政策预期相对确定，政策加码对股价影响在逐步弱化，因此后期回归基本面判断，2011 年房价在行政干预下已不可能快速上涨，**销量将是上市公司盈利和资本市场走势的唯一驱动力**。
- 经过我们草根调研发现，随着外部融资渠道的持续受阻，开发商对下半年资金面状况的预期较差，因此 5、6 月将显著提高推盘量，在当前需求依然强劲的情形下，供应量提升将显著支撑销量上行。因此我们预计后期“量增价稳”可能性较大。

历史证明：销量同比上行与板块趋势上涨基本同步

- 同时，我们在二季度策略《春暖花会开》中也提出，过去三年的房地产板块走势证明，销量同比增速上行往往使板块迎来趋势性上涨的机会（如下图所示）。而去年五月为全年销量低点，因此我们预计今年五月销量的同比增幅将显著扩大，这将带动股价上行。

图表 20：过去三年销量同比上行往往带动板块上涨



来源：齐鲁证券研究所

估值优势和业绩锁定性提供史上最强的安全边际

- 我们监测的重点公司 PE 是 11 年 10 倍,12 年 8 倍,RNAV 折价 26%，估值优势非常显著。同时 2010 年年报数据显示，上市房企业绩锁定性历史最强，这为地产股提供较好的安全边际。

相对看好三类个股

- 我们最看好三类个股投资机会：一是低估值、业绩锁定性强品种，如万科、保利、首开、北京城建、冠城大通等；二是产品差异化品种，如综合体龙头鲁商和世茂，旅游地产龙头华侨城等；三是三四线扩张品种中南和荣盛。

图表 21：重点公司估值与评级

公司 类型	证券 代码	公司 名称	总股本 (亿股)	股价 (4月29 日)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	RNAV	P/RNAV	评级
全国布局 类	000002	万科A	109.95	8.48	0.66	0.99	1.17	12.85	8.57	7.25	11.53	0.74	买入
	600048	保利地产	45.76	13.14	1.06	1.37	1.75	12.40	9.59	7.51	19.22	0.68	买入
	000024	招商地产	17.17	17.88	1.17	1.51	1.89	15.27	11.84	9.46	24.15	0.74	买入
	600383	金地集团	44.72	6.37	0.60	0.75	0.95	10.62	8.49	6.71	8.50	0.75	买入
	000069	华侨城A	31.07	8.16	0.98	1.22	1.70	8.33	6.69	4.80	15.10	0.54	买入
区域开发 类	600376	首开股份	11.50	12.65	1.17	1.50	1.90	10.81	8.43	6.66	25.63	0.49	买入
	000961	中南建设	11.68	11.99	0.63	1.08	1.47	19.03	11.10	8.16	17.43	0.69	买入
	600067	冠城大通	7.36	9.01	0.71	0.98	1.19	12.78	9.17	7.60	10.89	0.83	买入
	600223	鲁商置业	10.01	8.14	0.44	0.66	0.92	18.50	12.33	8.85	10.08	0.81	买入
	002146	荣盛发展	14.34	12.66	0.71	1.01	1.35	17.77	12.53	9.38	15.30	0.83	买入
	600533	栖霞建设	10.50	5.16	0.27	0.35	0.46	19.11	14.74	11.22	6.00	0.86	中性
	000718	苏宁环球	17.03	8.61	0.45	0.75	1.16	19.13	11.48	7.42	10.70	0.80	买入
	600325	华发股份	8.17	11.09	0.92	1.38	1.80	12.05	8.04	6.16	16.59	0.67	买入
	600675	中华企业	14.14	7.88	0.50	0.67	0.85	15.76	11.76	9.32	7.58	1.04	增持
	600153	建发股份	22.38	8.60	0.78	0.91	1.18	11.03	9.45	7.29	11.13	0.77	增持
	000926	福星股份	7.10	11.74	0.70	0.91	1.30	16.70	12.90	9.03	15.11	0.78	买入
	000540	中天城投	9.13	16.25	0.61	1.41	1.80	26.64	11.52	9.03	19.70	0.82	买入
	600736	苏州高新	8.82	7.79	0.36	0.49	0.63	21.94	15.90	12.37	8.72	0.89	增持
	000965	天保基建	4.62	10.43	0.46	0.80	1.10	22.67	13.04	9.48	14.18	0.74	买入
	002244	滨江集团	13.52	11.48	0.71	1.08	1.30	16.06	10.63	8.83	12.60	0.91	买入
	002208	合肥城建	3.20	10.23	0.43	0.58	0.96	23.79	17.64	10.66	13.69	0.75	买入
	002133	广宇集团	4.99	6.28	0.44	0.79	0.96	14.27	7.95	6.51	7.15	0.88	增持
商业地产 类	600823	世茂股份	11.71	14.53	0.75	1.24	1.87	19.37	11.72	7.77	21.24	0.68	买入
	000402	金融街	30.27	7.42	0.59	0.68	0.91	12.58	10.91	8.17	10.70	0.69	买入
	600007	中国国贸	10.07	9.47	0.12	0.35	0.50	78.98	27.06	18.94	14.10	0.67	增持
	600663	陆家嘴	18.68	16.30	0.64	0.77	0.89	25.54	21.17	18.31	18.00	0.91	中性
	600895	张江高科	15.49	11.03	0.54	0.75	0.90	20.43	14.71	12.26	13.70	0.81	增持
	600639	浦东金桥	9.29	9.96	0.57	0.67	1.00	17.47	14.87	9.96	13.00	0.77	增持

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308