

估值处于底部 看好房地产行业投资机会

——房地产行业 2010 年年报及 2011 年 1 季报综述

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 5 月 6 日

联系人

易华强

010-68784256

yihq@bhqz.com

子行业评级

房地产开发	看好
园区开发	看好

重点品种推荐

保利地产	推荐
招商地产	推荐
首开股份	推荐
荣盛发展	推荐

最近一年行业相对走势



投资要点：

● 房地产板块 2010 年业绩基本符合预期

- 2010 年房地产板块实现营业总收入 3922.44 亿元，同比增长 30.17%，归属于母公司所有者的净利润 545.55 亿元，同比增长 28.78%，基本符合预期。
- 2010 年，在连续多轮房地产调控政策的打压下，房地产板块业绩仍保持稳健增长，一方面是房地产开发和销售均保持增长，房地产整体行业景气度并未大幅下降，另一方面是由于 2009 年大量的房地产销售项目在 2010 年结算，项目结算的滞后效应锁定了下一年的业绩的较高增速。

● 房地产板块 2011 年一季度业绩低于预期

- 2011 年 1 季度，房地产板块实现营业总收入 652.22 亿元，同比下降 2.97%，归属于母公司所有者的净利润 94.79 亿元，同比下降 2.58%。
- 房地产板块 2011 年一季度业绩低于预期，主要是由于房地产公司一季度的业绩释放跟房地产开发项目的结算进度有较大关系，因此仅从一季度业绩情况较难判断公司今年整体业绩增长情况。

● 房地产公司业绩分化明显，整体业绩仍将平稳增长

- 在房地产板块整体业绩增长近 30% 的情况下，房地产开发企业业绩分化比较严重。
- 按 10 年报分析的房地产行业业绩锁定率为 79.56%，按 11 年一季报分析的房地产行业业绩锁定率为 110.26%。从估值安全角度来看，我们认为业绩锁定率高且当前股价对应 2010 年年报市盈率较低的公司具有较高的安全边际，不管是在房地产行业调控政策、货币政策还是市场风险发生变化的情况下，这些公司业绩增长更明确，相对风险更小。

● 房地产板块整体估值处于底部

- 房地产板块整体估值溢价率为 37.74%，历史平均房地产板块估值溢价率为 248.93%，当前房地产板块整体估值溢价水平处于底部，房地产板块安全边际较高。

● 看好房地产行业投资机会

- 我们看好去年销售情况良好，具有较多的未结算资源，且土地储备具有优势，近两年开发量较大，未来 2~3 年有较大的成长空间的公司。较多的预收账款将为这些公司今年的业绩提供保障，综合公司业绩的稳定性，我们选择的投资标的为招商地产、保利地产、首开股份、荣盛发展。

目 录

1 房地产业 10 年年报及 11 年一季报业绩情况.....	3
1.1 房地产板块 2010 年整体业绩基本符合预期.....	3
1.2 房地产板块 2011 年一季度业绩低于预期.....	4
2 个股业绩增速分析	5
2.1 房地产公司 2010 年年报业绩增速情况.....	5
2.2 房地产公司 2011 年一季报业绩增速情况.....	8
2.3 房地产公司预收账款情况.....	12
3 行业整体估值溢价率处于底部.....	16
4 看好房地产板块投资机会.....	17

图 目 录

图 1： 房地产板块估值溢价率处于底部.....	16
图 2： 房地产板块市净率溢价处于较低位置.....	17

表 目 录

表 1 2010 年房地产各板块对比沪深 300 营收和净利润情况.....	3
表 2 2010 年房地产各板块对比沪深 300 业绩增幅情况.....	3
表 3 2011 年 1 季度房地产各板块对比沪深 300 营收和净利润情况	4
表 4 2011 年 1 季度房地产各板块对比沪深 300 业绩增幅情况	4
表 5 2010 年房地产公司营业收入与利润情况.....	5
表 6 2011 年一季度房地产公司营业收入与利润情况	9
表 7 房地产公司预收账款情况.....	12
表 8 房地产板块估值溢价率处于底部.....	16

1 房地产业 10 年年报及 11 年一季报业绩情况

1.1 房地产板块 2010 年整体业绩基本符合预期

2010 年，房地产板块实现营业总收入 3922.44 亿元，同比增长 30.17%。其中房地产开发板块实现营业总收入 3686.76 亿元，同比增长 31.89%；园区开发板块实现营业总收入 235.68 亿元，同比增长 8.13%。沪深 300 实现营业总收入 13.1 万亿，同比增长 35.35%。

房地产板块实现归属于母公司所有者的净利润 545.55 亿元，同比增长 28.78%。其中房地产开发板块实现归属于母公司所有者的净利润为 506.72 亿元，同比增长 30.06%；园区开发板块实现归属于母公司所有者的净利润为 38.83 亿元，同比增长 14.13%。沪深 300 实现归属于母公司所有者净利润 1.42 万亿，同比增长 35.29%。

表 1 2010 年房地产各板块对比沪深 300 营收和净利润情况

板块名称	2010 年度		
	营业总收入（亿元）	归属母公司股东净利润（亿元）	净利润率（%）
房地产	3922.44	545.55	13.91
房地产开发	3686.76	506.72	13.74
园区开发	235.68	38.83	16.48
沪深 300	131028.33	14255.09	10.88

资料来源：Wind 渤海证券研究所

我们对房地产行业 2010 年归属于母公司所有者的净利润增长预期在 30%左右 实际房地产板块业绩同比增长 28.78%，略低于我们的预期。

表 2 2010 年房地产各板块对比沪深 300 业绩增幅情况

板块名称	营业总收入同比（%）	营业利润同比（%）	利润总额同比（%）	归属于母公司股东的净利润同比（%）	净利润同比预期（%）	预期偏差（%）
房地产	30.17	31.47	30.85	28.78	30	1.22
房地产开发	31.89	35.89	34.76	30.06	30	-0.06
园区开发	8.13	-13.01	-9.43	14.13	30	15.87
沪深 300	35.35	35.51	35.81	35.29	28	7.29

资料来源：Wind 渤海证券研究所

2010 年，在连续多轮房地产调控政策的打压下，房地产板块业绩增速仍达到 28.78%，一方面是房地产开发和销售均保持增长，房地产整体行业景气度并未大幅下降，另一方面是由于 2009 年大量的房地产销售项目在 2010 年结算，项目结算的滞后效应锁定了下一年的业绩的较高增速。

1.2 房地产板块 2011 年一季度业绩低于预期

2011 年 1 季度，房地产板块实现营业总收入 652.22 亿元，同比减少 2.97%。其中房地产开发板块实现营业总收入 602.54 亿元，同比减少 2.28%；园区开发板块实现营业总收入 49.68 亿元，同比减少 10.59%。沪深 300 实现营业总收入 3.68 万亿，同比增长 28.67%。

2011 年 1 季度，房地产板块实现归属于母公司所有者的净利润 94.79 亿元，同比下降 2.58%。其中房地产开发板块实现归属于母公司所有者的净利润为 89.80 亿元，同比增长 6.74%；园区开发板块实现归属于母公司所有者的净利润为 5 亿元，同比下降 62.08%。沪深 300 实现归属于母公司所有者净利润 4249.19 万亿，同比增长 23.72%。

表 3 2011 年 1 季度房地产各板块对比沪深 300 营收和净利润情况

板块名称	2011 年 1 季度		
	营业总收入 (亿元)	归属母公司股东净利润 (亿元)	净利润率 (%)
房地产	652.22	94.79	14.53
房地产开发	602.54	89.80	14.90
园区开发	49.68	5.00	10.06
沪深 300	36833.09	4239.19	11.51

资料来源：Wind 渤海证券研究所

我们对房地产行业 2011 年归属于母公司所有者的净利润增长预期在 15%左右，一季度房地产板块业绩同比下降，其中园区开发板块业绩下降较大，达到 62.08%。

表 4 2011 年 1 季度房地产各板块对比沪深 300 业绩增幅情况

板块名称	2011 年 1 季度			
	营业总收入同比 (%)	营业利润同比 (%)	利润总额同比 (%)	归属于母公司股东净利润同比 (%)
房地产	-2.97	-8.54	-5.35	-2.58
房地产开发	-2.28	-1.82	1.77	6.74
园区开发	-10.59	-59.95	-57.69	-62.08
沪深 300	28.67	25.58	25.33	23.72

资料来源：Wind 渤海证券研究所

从一季度业绩情况来看，房地产上市公司经营状况远远落后于我国行业整体发展情况，一方面，由于今年以来货币政策不断收紧，央行多次加息及提高存款准备金率，房地产开发商和购房者获取贷款的难度增加，另一方面，第三轮房地产政策特别是限购政策的实施，使今年一季度房地产销售维持在较低水平，房地产销售增速放缓。由于房地产的预售制度，房地产公司的业绩体现具有滞后效应，一季度的业绩增速同比下降并不表明行业整体下行，但今年房地产行业难以达到去年的业绩增长水

平，预计整体业绩将保持平稳增长。

2 个股业绩增速分析

2.1 房地产公司 2010 年年报业绩增速情况

在房地产板块整体业绩增长近 30%的情况下，房地产开发企业业绩分化比较严重。33 家公司净利润同比增速在 50%以上，同时也有 49 家公司业绩同比下滑。净利润同比大幅增长的公司，均是由于去年的基数较低，由于房地产项目开发的特点，这些公司的业绩稳定性值得关注。从一线房地产公司及业绩优异的二线房地产公司来看，均能保持较稳定的业绩增长，说明即使在去年政策压力巨大的情况下，房地产行业仍能保持平稳发展。

表 5 2010 年房地产公司营业收入与利润情况

证券代码	证券简称	2010 年年报				
		营业总收入 (亿元)	收入同比 (%)	归属于母公司所有 者净利润 (亿 元)	利润同比 (%)	净利润率 (%)
600215.SH	长春经开	3.48	-30.38	1.01	3402.78	29.00
002077.SZ	大港股份	19.76	74.45	0.63	2207.01	3.16
000711.SZ	天伦置业	0.64	14.45	0.09	1100.00	14.79
600193.SH	创兴置业	1.00	11.19	1.19	1027.27	119.42
600791.SH	京能置业	10.64	459.31	1.25	687.22	11.75
000979.SZ	中弘地产	36.61	3075.81	9.21	626.44	25.15
600615.SH	丰华股份	2.81	38.33	0.30	502.59	10.73
000897.SZ	津滨发展	34.48	90.12	0.96	479.08	2.78
600503.SH	华丽家族	4.58	471.19	5.19	447.90	113.43
000043.SZ	中航地产	39.19	123.74	2.69	328.31	6.87
600823.SH	世茂股份	45.69	330.51	8.74	324.22	19.13
000029.SZ	深深房 A	10.21	36.11	0.85	319.19	8.30
000671.SZ	阳光城	32.02	43.42	5.61	209.22	17.52
600240.SH	华业地产	22.49	85.90	2.92	149.62	12.99
000609.SZ	绵世股份	0.95	549.25	0.35	135.89	36.90
600679.SH	金山开发	9.07	0.51	0.07	124.02	0.82
600684.SH	珠江实业	6.53	23.00	1.32	111.26	20.17
000573.SZ	粤宏远 A	5.29	6.54	0.40	102.13	7.53
600173.SH	卧龙地产	21.99	110.62	2.70	97.98	12.29
000090.SZ	深天健	35.46	33.00	1.11	91.94	3.12
600648.SH	外高桥	88.81	23.46	6.62	87.61	7.46
600067.SH	冠城大通	84.23	91.72	5.19	82.80	6.16
000567.SZ	海德股份	0.84	33.65	0.26	82.59	30.74

000011.SZ	深物业 A	9.93	17.48	1.75	80.54	17.62
000069.SZ	华侨城 A	173.18	58.05	30.39	78.21	17.55
002146.SZ	荣盛发展	65.27	98.45	10.21	67.57	15.65
000608.SZ	阳光股份	30.42	207.89	4.35	63.01	14.31
002285.SZ	世联地产	12.72	72.29	2.42	60.29	19.01
600239.SH	云南城投	3.27	-84.35	3.29	56.06	100.52
600383.SH	金地集团	195.93	61.95	26.94	51.67	13.75
600246.SH	万通地产	35.68	44.82	4.14	50.63	11.59
002244.SZ	滨江集团	62.18	119.44	9.66	50.11	15.54
000040.SZ	深鸿基	7.77	11.55	0.97	50.08	12.43
600773.SH	西藏城投	8.65	96.78	1.15	49.11	13.33
600736.SH	苏州高新	48.45	55.41	3.13	49.09	6.46
000926.SZ	福星股份	56.26	37.30	5.01	48.88	8.90
000631.SZ	顺发恒业	18.85	16.64	4.24	48.16	22.48
600158.SH	中体产业	13.67	41.42	0.75	47.63	5.51
000006.SZ	深振业 A	23.39	26.47	4.82	47.57	20.59
600639.SH	浦东金桥	14.83	76.66	5.30	47.05	35.70
600322.SH	天房发展	19.86	69.90	2.26	44.60	11.39
600376.SH	首开股份	77.65	49.51	13.45	44.31	17.31
000656.SZ	ST 东源	0.01	-8.33	0.24	43.42	3613.64
600872.SH	中炬高新	12.78	33.18	0.98	43.11	7.69
600266.SH	北京城建	46.46	35.14	12.01	41.32	25.85
600048.SH	保利地产	358.94	56.15	49.20	39.80	13.71
600225.SH	天津松江	17.75	13.71	1.86	39.59	10.45
600745.SH	中茵股份	6.43	-5.50	1.11	38.42	17.33
000002.SZ	万科 A	507.14	3.75	72.83	36.65	14.36
600665.SH	天地源	20.50	10.32	1.90	36.42	9.25
000042.SZ	深长城	14.47	-29.08	3.62	35.74	25.01
000965.SZ	天保基建	12.08	90.25	2.14	35.64	17.73
600208.SH	新湖中宝	81.40	27.60	15.60	35.63	19.16
600748.SH	上实发展	33.63	47.97	3.29	34.58	9.78
600638.SH	新黄浦	5.27	-0.81	2.13	33.45	40.43
000961.SZ	中南建设	91.38	60.75	7.41	32.40	8.11
002133.SZ	广宇集团	21.56	64.56	2.19	31.94	10.18
000402.SZ	金融街	81.10	30.15	17.82	30.52	21.98
000537.SZ	广宇发展	15.30	50.39	1.07	30.37	6.97
000616.SZ	亿城股份	30.74	-10.15	5.47	30.09	17.78
002016.SZ	世荣兆业	7.19	26.10	0.94	29.89	13.08
000558.SZ	莱茵置业	18.24	62.58	1.69	29.83	9.27
000638.SZ	万方地产	2.95	-33.31	0.49	29.35	16.59
000009.SZ	中国宝安	32.17	-1.61	3.25	28.41	10.12
600533.SH	栖霞建设	31.41	42.65	2.84	27.40	9.05
002208.SZ	合肥城建	8.48	13.28	1.38	24.63	16.30

000736.SZ	重庆实业	4.32	450.08	1.29	24.33	29.80
000031.SZ	中粮地产	21.14	4.97	4.64	24.22	21.95
600064.SH	南京高科	26.81	27.08	3.14	22.91	11.71
600175.SH	美都控股	28.28	38.29	1.51	22.49	5.35
000024.SZ	招商地产	137.82	35.95	20.11	22.34	14.59
000540.SZ	中天城投	33.28	103.49	5.55	20.48	16.67
000506.SZ	中润投资	11.97	18.80	2.83	19.14	23.65
600743.SH	华远地产	17.79	53.38	4.01	16.47	22.55
002305.SZ	南国置业	6.62	12.66	1.92	15.78	29.08
600658.SH	电子城	13.08	1.32	3.65	15.13	27.91
000909.SZ	数源科技	8.24	-14.80	0.23	12.93	2.78
600649.SH	城投控股	38.98	16.06	8.49	11.58	21.79
000797.SZ	中国武夷	18.83	-31.00	0.74	11.17	3.92
600606.SH	金丰投资	13.60	110.69	2.25	10.87	16.57
600675.SH	中华企业	30.30	-26.51	7.05	10.71	23.25
600325.SH	华发股份	58.75	46.64	7.52	10.60	12.80
600463.SH	空港股份	8.60	13.70	0.61	10.34	7.07
600393.SH	东华实业	11.08	-10.42	0.74	9.69	6.66
000718.SZ	苏宁环球	34.73	24.36	7.72	8.07	22.21
600663.SH	陆家嘴	27.54	-21.06	11.92	5.26	43.28
600223.SH	鲁商置业	30.18	20.73	4.41	0.37	14.61
000918.SZ	嘉凯城	91.78	24.81	11.15	-6.82	12.15
000014.SZ	沙河股份	7.35	5.95	0.71	-7.66	9.60
600696.SH	多伦股份	0.58	2.49	0.06	-8.65	9.82
600614.SH	鼎立股份	7.76	7.36	0.65	-9.68	8.33
000534.SZ	万泽股份	3.11	-43.86	0.13	-13.04	4.03
000514.SZ	渝开发	8.04	77.04	1.35	-13.06	16.79
600641.SH	万业企业	14.50	5.84	2.43	-17.95	16.77
000036.SZ	华联控股	11.15	-41.90	2.31	-18.02	20.69
000628.SZ	高新发展	12.15	13.56	0.15	-25.11	1.26
600082.SH	海泰发展	8.43	3.77	0.67	-26.69	7.92
000667.SZ	名流置业	19.55	120.08	2.01	-28.43	10.26
600895.SH	张江高科	13.62	-36.93	4.79	-32.31	35.13
600657.SH	信达地产	41.34	0.72	4.18	-35.27	10.12
600716.SH	凤凰股份	11.10	-2.13	1.86	-36.71	16.75
600185.SH	格力地产	11.57	125.65	1.44	-38.73	12.45
600732.SH	上海新梅	0.61	-67.28	0.10	-43.39	15.56
600053.SH	中江地产	2.66	-38.54	0.06	-49.69	2.44
600687.SH	刚泰控股	1.27	-34.74	0.02	-53.38	1.64
600007.SH	中国国贸	10.36	18.91	1.21	-58.29	11.66
601588.SH	北辰实业	55.64	13.53	2.03	-64.81	3.65
000505.SZ	ST 珠江	6.86	140.63	0.28	-65.11	4.04
600753.SH	东方银星	0.10	2636.11	0.01	-68.42	10.96

000046.SZ	泛海建设	16.25	-31.69	1.23	-69.51	7.56
000517.SZ	荣安地产	12.50	-37.24	2.47	-69.62	19.73
600052.SH	浙江广厦	22.37	-49.01	1.28	-70.76	5.71
600136.SH	道博股份	0.32	-64.86	0.11	-71.57	33.48
000511.SZ	银基发展	4.28	-29.61	0.31	-73.44	7.21
600734.SH	实达集团	13.65	7.54	0.27	-76.83	1.95
000931.SZ	中关村	25.99	11.57	0.10	-79.05	0.40
000836.SZ	鑫茂科技	8.63	10.06	0.07	-87.46	0.81
000546.SZ	光华控股	0.79	-75.24	0.02	-87.92	2.82
000150.SZ	宜华地产	0.79	-78.23	0.10	-90.05	12.65
600159.SH	大龙地产	8.24	-52.84	0.29	-91.53	3.48
600634.SH	*ST 海鸟	0.15	11.66	-0.01	-97.72	-9.55
600490.SH	*ST 合臣	8.11	594.85	0.11	-107.78	1.39
000005.SZ	世纪星源	1.37	217.74	0.05	-110.00	3.56
600890.SH	ST 中房	0.11	-90.12	-0.24	-158.08	-213.90
000809.SZ	中汇医药	1.49	5.28	0.03	-159.23	1.96
002059.SZ	云南旅游	2.66	-33.67	-0.09	-179.79	-3.42
600576.SH	万好万家	3.31	3.69	-0.26	-185.29	-7.99
000502.SZ	绿景地产	0.71	-84.49	-0.49	-252.05	-69.42
000975.SZ	科学城	2.32	-1.18	-0.23	-252.10	-9.87
600603.SH	ST 兴业	0	-100.00	-0.05	-265.82	—
600807.SH	天业股份	7.03	759.42	1.00	-277.33	14.24
000803.SZ	金宇车城	0.70	-5.32	-0.18	-820.56	-25.43
600777.SH	新潮实业	5.64	10.72	-1.05	-934.05	-18.68
000838.SZ	国兴地产	0.01	-97.58	-0.24	-1074.60	-2177.48
600767.SH	运盛实业	0.61	-19.56	-0.31	-1345.82	-51.42
600766.SH	ST 园城	0.84	46.87	-0.97	-3005.97	-116.04

资料来源: Wind 渤海证券研究所

由于房地产公司项目开发的特点,部分项目较少的公司业绩波动较大,从价值投资的角度,我们更看好具有规模优势,土地储备丰富,业绩能够稳定增长的公司。

2.2 房地产公司 2011 年一季报业绩增速情况

从 2011 年一季度业绩情况来看, 29 家公司一季度业绩同比增速在 50%以上, 18 家公司一季度业绩同比增长超过 100%, 70 家公司业绩同比下降。业绩同比大幅增长的公司, 基本都是由于去年一季度基数较低。房地产公司一季度的业绩释放跟房地产开发项目的结算进度有较大关系, 因此仅从一季度业绩情况较难判断公司今年整体业绩增长情况。

表 6 2011 年一季度房地产公司营业收入与利润情况

证券代码	证券简称	2011 年一季报				
		营业总收入 (亿元)	收入同比 (%)	归属于母公司所有 者净利润 (亿 元)	利润同比 (%)	净利润率 (%)
000011.SZ	深物业 A	9.77	1076.00	2.85	9921.48	29.12
600503.SH	华丽家族	0.01	-53.16	3.47	5490.98	27555.56
000517.SZ	荣安地产	2.67	1842.43	0.53	3705.04	19.82
000979.SZ	中弘地产	6.08	671.39	1.19	2211.87	19.54
600657.SH	信达地产	5.82	96.07	0.93	868.72	15.95
600082.SH	海泰发展	2.16	1.07	0.21	820.61	9.72
000040.SZ	深鸿基	1.27	-49.46	1.01	806.90	79.46
600679.SH	金山开发	2.47	14.11	-0.01	730.77	-0.44
000402.SZ	金融街	13.82	100.09	6.76	615.47	48.90
000029.SZ	深深房 A	2.52	109.01	0.23	321.43	9.13
000042.SZ	深长城	6.88	157.90	1.51	308.91	21.96
002077.SZ	大港股份	4.26	146.09	0.19	251.18	4.53
600684.SH	珠江实业	3.11	441.49	0.44	232.80	14.05
000628.SZ	高新发展	2.55	2.84	-0.06	220.00	-2.32
600158.SH	中体产业	3.09	-2.86	0.03	200.00	0.93
600648.SH	外高桥	19.48	52.71	0.80	125.58	4.08
600665.SH	天地源	3.16	-42.06	0.70	104.53	22.03
600823.SH	世茂股份	9.90	-0.42	1.77	100.09	17.92
600748.SH	上实发展	9.18	8.47	1.04	99.90	11.34
000616.SZ	亿城股份	3.11	120.45	0.21	96.14	6.70
600639.SH	浦东金桥	5.19	161.63	1.51	88.66	29.16
000667.SZ	名流置业	5.06	54.83	0.48	88.24	9.44
000909.SZ	数源科技	1.54	-20.63	0.01	84.62	0.94
002305.SZ	南国置业	0.40	13.95	0.06	72.91	14.99
000836.SZ	鑫茂科技	2.13	20.49	-0.19	67.27	-9.12
600649.SH	城投控股	3.66	-67.78	4.86	62.10	132.93
600067.SH	冠城大通	19.09	35.10	2.26	57.55	11.83
000809.SZ	中汇医药	0.35	9.53	-0.01	55.84	-3.39
600173.SH	卧龙地产	2.56	6.65	0.42	50.52	16.28
000031.SZ	中粮地产	3.88	14.76	0.54	47.49	14.00
000024.SZ	招商地产	28.33	16.87	5.62	45.90	19.82
600208.SH	新潮中宝	9.87	-5.18	2.72	45.80	27.61
600223.SH	鲁商置业	1.52	7.26	0.16	41.46	10.82
600872.SH	中炬高新	4.60	67.65	0.35	40.89	7.55
000797.SZ	中国武夷	2.40	-49.68	0.21	39.42	8.63
000573.SZ	粤宏远 A	1.45	-3.02	0.08	38.87	5.78
000006.SZ	深振业 A	5.00	73.76	0.53	38.16	10.54

002133.SZ	广宇集团	5.77	228.02	0.32	37.62	5.51
000671.SZ	阳光城	5.44	43.96	0.16	37.37	2.94
600322.SH	天房发展	6.53	210.69	0.60	32.62	9.25
000631.SZ	顺发恒业	5.22	90.41	1.10	28.98	21.14
600048.SH	保利地产	36.07	-11.05	7.02	28.00	19.45
002146.SZ	荣盛发展	15.42	50.31	1.69	26.60	10.97
000009.SZ	中国宝安	6.59	-24.99	1.03	26.47	15.67
600052.SH	浙江广厦	0.93	58.21	-0.34	23.89	-37.00
000534.SZ	万泽股份	0.42	225.82	-0.14	23.59	-32.89
000506.SZ	中润投资	1.42	10.89	0.30	22.59	20.88
601588.SH	北辰实业	11.93	7.75	1.10	21.29	9.24
600658.SH	电子城	1.91	-23.48	0.89	20.88	46.44
600777.SH	新潮实业	0.90	11.52	-0.23	17.91	-25.15
000502.SZ	绿景地产	0.05	-70.60	-0.20	17.54	-405.18
000718.SZ	苏宁环球	8.44	1.62	2.08	15.99	24.67
000150.SZ	宜华地产	0.11	50.47	0.01	15.89	11.18
600743.SH	华远地产	4.80	21.74	1.03	15.52	21.48
000711.SZ	天伦置业	0.15	7.02	0.02	11.61	11.71
600606.SH	金丰投资	1.13	-50.69	0.24	11.03	21.33
000961.SZ	中南建设	20.12	38.89	1.97	8.60	9.81
600638.SH	新黄浦	0.51	-18.50	0.27	7.86	53.18
600736.SH	苏州高新	6.21	14.98	0.30	7.31	4.90
000002.SZ	万科 A	79.70	6.20	12.05	6.97	15.12
600064.SH	南京高科	4.07	-33.25	0.56	6.79	13.80
600325.SH	华发股份	21.78	249.08	1.42	6.17	6.52
600890.SH	ST 中房	0.02	-2.86	-0.07	5.70	-425.29
600240.SH	华业地产	3.12	80.39	0.31	4.33	10.05
002244.SZ	滨江集团	7.70	67.11	1.96	3.75	25.51
600675.SH	中华企业	6.39	8.49	1.31	1.46	20.50
600753.SH	东方银星	0.00	—	0.00	-8.00	—
000005.SZ	世纪星源	0.10	-9.66	-0.06	-8.71	-62.84
000931.SZ	中关村	3.80	12.02	-0.08	-13.16	-2.15
000638.SZ	万方地产	0.32	-61.67	0.05	-13.63	15.38
000540.SZ	中天城投	6.80	15.53	1.02	-15.72	15.01
600239.SH	云南城投	0.59	-47.65	0.21	-16.32	35.88
000036.SZ	华联控股	1.63	59.40	0.25	-17.52	15.31
600734.SH	实达集团	0.88	-31.47	-0.19	-19.43	-21.42
600603.SH	ST 兴业		—	-0.06	-19.48	—
000069.SZ	华侨城 A	22.40	5.01	2.61	-21.25	11.65
002285.SZ	世联地产	3.48	33.27	0.61	-24.69	17.56
000511.SZ	银基发展	0.71	-37.16	0.07	-27.02	10.05
000926.SZ	福星股份	8.94	3.14	1.01	-27.95	11.27
600641.SH	万业企业	3.14	7.67	0.55	-27.99	17.42

600615.SH	丰华股份	0.29	702.20	-0.03	-29.28	-10.78
600185.SH	格力地产	2.71	-35.36	0.61	-29.85	22.55
600175.SH	美都控股	7.47	-7.31	0.38	-30.89	5.05
600773.SH	西藏城投	0.97	-52.61	0.30	-31.30	30.76
600614.SH	鼎立股份	2.40	-9.70	0.11	-35.60	4.67
000838.SZ	国兴地产	0.00	—	-0.03	-39.92	-810.26
600463.SH	空港股份	1.62	37.12	0.12	-40.40	7.13
600266.SH	北京城建	9.16	257.68	1.56	-42.42	17.01
000965.SZ	天保基建	2.10	-24.00	0.32	-46.00	15.28
002208.SZ	合肥城建	2.12	-24.46	0.31	-47.11	14.71
600807.SH	天业股份	1.57	-44.87	0.29	-54.49	18.61
000736.SZ	重庆实业	0.20	62.81	-0.03	-61.43	-15.18
600533.SH	栖霞建设	4.72	-66.12	0.50	-64.40	10.56
000537.SZ	广宇发展	1.06	-84.05	0.24	-68.49	22.47
600136.SH	道博股份	0.04	-45.81	0.01	-68.95	26.82
600376.SH	首开股份	8.79	-55.48	1.25	-72.57	14.19
600895.SH	张江高科	2.83	-37.98	0.31	-77.70	11.09
600007.SH	中国国贸	3.44	67.21	0.12	-78.81	3.50
600193.SH	创兴置业	0.13	—	-0.02	-80.78	-16.27
000514.SZ	渝开发	0.59	-44.31	0.04	-81.80	6.71
000558.SZ	莱茵置业	2.65	-41.85	0.05	-85.06	1.99
600383.SH	金地集团	21.44	-70.31	1.62	-86.08	7.57
002059.SZ	云南旅游	0.31	34.99	-0.01	-89.70	-2.88
000656.SZ	ST 东源	0.00	69.23	0.01	-90.08	631.82
002016.SZ	世荣兆业	0.60	71.92	0.00	-91.59	-0.60
600215.SH	长春经开	0.06	-92.47	-0.03	-93.98	-50.34
600663.SH	陆家嘴	3.15	-81.34	0.49	-94.86	15.48
600246.SH	万通地产	2.70	-2.05	0.01	-94.93	0.22
000608.SZ	阳光股份	1.63	-86.80	0.02	-99.19	1.50
600053.SH	中江地产	0.21	-72.80	0.00	-100.06	0.61
600745.SH	中茵股份	0.48	-49.24	-0.01	-102.56	-2.88
000567.SZ	海德股份	0.00	-98.64	-0.01	-109.39	-192.86
600732.SH	上海新梅	0.03	-81.59	-0.01	-111.55	-26.02
000014.SZ	沙河股份	0.49	-85.03	-0.11	-115.48	-21.83
600490.SH	*ST 合臣	0.95	-51.35	0.02	-118.72	1.83
600159.SH	大龙地产	1.57	-50.79	0.16	-124.12	10.51
000046.SZ	泛海建设	0.95	-86.94	-0.36	-136.01	-38.20
600767.SH	运盛实业	0.69	752.90	0.07	-166.04	9.64
000918.SZ	嘉凯城	8.90	-35.57	-1.12	-172.22	-12.62
000975.SZ	科学城	0.54	8.46	0.03	-181.65	5.88
600576.SH	万好万家	0.18	-89.17	0.03	-213.77	15.25
000043.SZ	中航地产	4.44	30.55	-0.07	-224.25	-1.50
600791.SH	京能置业	2.21	75993.10	0.27	-327.78	12.45

000897.SZ	津滨发展	2.83	-50.78	-0.17	-360.45	-6.12
600687.SH	刚泰控股	2.13	1302.17	0.17	-416.76	8.08
600766.SH	ST 园城	0.07	-80.01	-0.04	-441.67	-55.56
600634.SH	*ST 海鸟	0.02	-67.26	-0.02	-528.57	-90.36
600393.SH	东华实业	1.21	-12.65	-0.08	-535.29	-6.74
600696.SH	多伦股份	0.15	170.85	0.03	-734.62	22.48
000803.SZ	金宇车城	0.12	10.49	-0.03	-765.96	-26.78
600225.SH	天津松江	0.83	-56.62	-0.29	-807.86	-34.68
600716.SH	凤凰股份	0.04	5487.50	-0.13	-947.02	-286.13
000546.SZ	光华控股	0.72	155.16	0.14	-1002.63	19.01
000090.SZ	深天健	12.82	99.82	1.23	-1535.90	9.61
000505.SZ	ST 珠江	0.84	-56.40	0.03	-1675.00	3.76
000609.SZ	绵世股份	0.04	30.42	0.36	-4062.64	832.79

资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.3 房地产公司预收账款情况

由于当前房地产销售多数为现房销售,预收账款可以较充分体现房地产公司已实现销售但尚未结算的业绩情况,我们对各公司的预收账款情况进行统计,年报分析时用“预收账款/上年营业总收入”表示今年的业绩锁定情况,一季报分析时用“(一季度营业收入+预收账款)/上年营业收入”)表示今年的业绩锁定情况。

整体来看,按 10 年报分析的房地产行业业绩锁定率为 79.56%,按 11 年一季报分析的房地产行业业绩锁定率为 110.26%。从预收账款情况来看,房地产整体业绩锁定情况良好,2011 年业绩将保持平稳增长。

表 7 房地产公司预收账款情况

证券代码	证券简称	10 年营业总收入 (亿元)	10 年报业绩锁定率 (%)	11 年 1 季报业绩锁定率 (%)	当前股价对应 10 年报市盈率
000502.SZ	绿景地产	0.71	587.71	779.07	—
600687.SH	刚泰控股	1.27	352.03	477.74	866.08
000838.SZ	国兴地产	0.01	431.53	466.67	—
600767.SH	运盛实业	0.61	219.63	379.44	—
000609.SZ	绵世股份	0.95	0.02	320.67	95.82
000631.SZ	顺发恒业	18.85	265.06	316.01	17.29
600322.SH	天房发展	19.86	243.47	277.24	25.66
002244.SZ	滨江集团	62.18	200.12	239.29	16.29
600773.SH	西藏城投	8.65	196.30	229.02	98.53
000546.SZ	光华控股	0.79	171.57	221.61	943.05
600777.SH	新潮实业	5.64	158.25	204.69	—
600791.SH	京能置业	10.64	162.28	199.73	21.23
000002.SZ	万科 A	507.14	146.72	198.98	12.61

600743.SH	华远地产	17.79	149.00	185.89	18.41
600048.SH	保利地产	358.94	143.60	182.76	12.08
600225.SH	天津松江	17.75	142.50	179.52	24.51
000506.SZ	中润投资	11.97	140.04	172.49	41.22
600185.SH	格力地产	11.57	115.22	171.57	32.19
600053.SH	中江地产	2.66	159.95	170.00	633.28
600745.SH	中茵股份	6.43	126.61	168.51	25.99
000402.SZ	金融街	81.10	110.45	168.14	12.26
600665.SH	天地源	20.50	128.11	157.48	19.98
600503.SH	华丽家族	4.58	121.37	143.13	26.54
600266.SH	北京城建	46.46	106.78	140.58	10.59
600732.SH	上海新梅	0.61	136.05	139.01	214.57
002146.SZ	荣盛发展	65.27	108.16	138.40	17.84
600376.SH	首开股份	77.65	95.97	136.34	13.68
000718.SZ	苏宁环球	34.73	107.04	136.12	19.13
000540.SZ	中天城投	33.28	95.55	135.34	26.31
600223.SH	鲁商置业	30.18	111.79	127.79	18.20
002208.SZ	合肥城建	8.48	92.15	127.32	24.70
000909.SZ	数源科技	8.24	106.48	125.58	93.45
600383.SH	金地集团	195.93	96.31	125.08	10.44
000040.SZ	深鸿基	7.77	92.98	124.71	26.50
600325.SH	华发股份	58.75	92.59	124.58	12.11
002133.SZ	广宇集团	21.56	105.03	123.76	14.20
000031.SZ	中粮地产	21.14	82.75	118.98	24.28
600716.SH	凤凰股份	11.10	79.64	114.91	25.45
000024.SZ	招商地产	137.82	81.76	113.82	15.28
600675.SH	中华企业	30.30	89.24	108.47	15.14
600246.SH	万通地产	35.68	91.43	108.17	16.42
000517.SZ	荣安地产	12.50	75.69	105.52	40.85
000961.SZ	中南建设	91.38	75.50	105.06	19.11
600696.SH	多伦股份	0.58	46.18	103.88	412.05
600748.SH	上实发展	33.63	63.46	103.78	26.77
000042.SZ	深长城	14.47	70.19	103.34	11.17
000011.SZ	深物业 A	9.93	88.47	101.90	33.72
600766.SH	ST 园城	0.84	78.19	99.77	—
600158.SH	中体产业	13.67	73.11	96.74	77.30
600807.SH	天业股份	7.03	66.69	91.85	27.73
600823.SH	世茂股份	45.69	63.13	89.51	19.53
000965.SZ	天保基建	12.08	72.88	87.05	21.62
000537.SZ	广宇发展	15.30	54.54	86.07	43.30
600052.SH	浙江广厦	22.37	61.84	84.12	34.06
600639.SH	浦东金桥	14.83	67.00	83.40	17.40
002016.SZ	世荣兆业	7.19	60.85	72.78	39.91

600657.SH	信达地产	41.34	53.47	71.18	22.37
601588.SH	北辰实业	55.64	38.68	70.13	64.00
600615.SH	丰华股份	2.81	47.53	69.82	65.76
000006.SZ	深振业 A	23.39	36.00	69.50	12.09
600067.SH	冠城大通	84.23	45.96	68.80	13.31
600393.SH	东华实业	11.08	50.29	66.94	27.03
000029.SZ	深深房 A	10.21	38.72	64.40	59.32
600684.SH	珠江实业	6.53	24.96	61.77	21.02
000046.SZ	泛海建设	16.25	42.67	61.48	172.69
000736.SZ	重庆实业	4.32	37.14	61.31	21.69
000667.SZ	名流置业	19.55	39.49	61.03	41.10
000573.SZ	粤宏远 A	5.29	16.36	60.44	74.02
600240.SH	华业地产	22.49	43.10	59.48	21.15
600649.SH	城投控股	38.98	38.39	58.17	22.30
600658.SH	电子城	13.08	34.99	54.82	16.38
002059.SZ	云南旅游	2.66	27.33	54.31	—
600533.SH	栖霞建设	31.41	34.04	53.74	18.72
000090.SZ	深天健	35.46	23.78	52.73	52.68
000534.SZ	万泽股份	3.11	34.92	49.22	125.48
000671.SZ	阳光城	32.02	14.65	49.12	7.53
000616.SZ	亿城股份	30.74	36.69	47.28	9.63
600208.SH	新潮中宝	81.40	27.96	46.79	18.46
600890.SH	ST 中房	0.11	36.69	45.96	—
600175.SH	美都控股	28.28	14.00	45.27	37.18
000926.SZ	福星股份	56.26	22.24	45.13	17.34
000009.SZ	中国宝安	32.17	22.48	44.82	58.98
600064.SH	南京高科	26.81	25.57	44.75	22.53
000043.SZ	中航地产	39.19	25.21	44.28	10.44
600872.SH	中炬高新	12.78	4.92	44.04	59.26
600895.SH	张江高科	13.62	20.66	43.80	35.57
000558.SZ	莱茵置业	18.24	23.41	43.68	24.52
600734.SH	实达集团	13.65	22.90	43.34	85.78
600736.SH	苏州高新	48.45	22.84	42.76	24.14
600663.SH	陆家嘴	27.54	27.25	41.02	24.79
000069.SZ	华侨城 A	173.18	20.35	40.27	14.34
000656.SZ	ST 东源	0.01	28.79	39.39	143.64
000036.SZ	华联控股	11.15	35.43	39.23	19.72
600614.SH	鼎立股份	7.76	10.74	39.23	157.92
600007.SH	中国国贸	10.36	4.73	38.76	78.90
000150.SZ	宜华地产	0.79	22.63	37.91	171.46
600173.SH	卧龙地产	21.99	29.20	37.00	16.34
000797.SZ	中国武夷	18.83	17.61	36.67	32.49
000918.SZ	嘉凯城	91.78	15.57	35.54	12.54

600641.SH	万业企业	14.50	19.31	35.00	26.23
000931.SZ	中关村	25.99	17.70	34.52	547.66
600239.SH	云南城投	3.27	8.44	34.03	28.90
000836.SZ	鑫茂科技	8.63	6.65	33.90	327.64
600679.SH	金山开发	9.07	4.85	32.91	530.12
000511.SZ	银基发展	4.28	25.38	32.04	136.65
600082.SH	海泰发展	8.43	3.21	29.00	60.53
002285.SZ	世联地产	12.72	1.31	28.92	25.49
000975.SZ	科学城	2.32	2.69	28.20	—
600648.SH	外高桥	88.81	7.05	27.83	23.27
002077.SZ	大港股份	19.76	3.38	26.32	51.19
000628.SZ	高新发展	12.15	2.69	26.28	152.24
000803.SZ	金宇车城	0.70	5.04	25.11	—
600159.SH	大龙地产	8.24	9.09	24.59	143.38
000809.SZ	中汇医药	1.49	2.08	23.75	982.36
600463.SH	空港股份	8.60	8.31	23.13	32.44
000711.SZ	天伦置业	0.64	2.01	23.06	174.11
000638.SZ	万方地产	2.95	24.17	21.20	26.97
000014.SZ	沙河股份	7.35	13.94	21.11	25.83
600193.SH	创兴置业	1.00	2.65	21.03	33.72
000979.SZ	中弘地产	36.61	0.65	20.32	8.70
000514.SZ	渝开发	8.04	19.26	18.71	43.35
000505.SZ	ST 珠江	6.86	5.70	17.63	100.33
600638.SH	新黄浦	5.27	8.95	17.38	24.25
600606.SH	金丰投资	13.60	7.06	16.74	15.39
000005.SZ	世纪星源	1.37	8.98	16.06	721.96
000897.SZ	津滨发展	34.48	7.57	15.07	85.10
600136.SH	道博股份	0.32	0.00	13.58	114.43
600490.SH	*ST 合臣	8.11	1.43	13.14	258.38
600634.SH	*ST 海鸟	0.15	0.00	11.74	—
000608.SZ	阳光股份	30.42	5.55	10.16	10.75
002305.SZ	南国置业	6.62	1.25	8.04	35.12
600576.SH	万好万家	3.31	0.21	5.67	—
000567.SZ	海德股份	0.84	9.02	5.27	48.61
600215.SH	长春经开	3.48	0.00	2.08	32.09
600753.SH	东方银星	0.10	0.10	0.10	1100.06
600603.SH	ST 兴业	—	—	0.00	—
	行业整体	3922.44	79.56	110.26	20.40

资料来源: Wind 渤海证券研究所

从估值安全角度来看,我们认为业绩锁定率高且当前股价对应 2010 年年报市盈率较低的公司具有较高的安全边际,不管是在房地产行业调控政策、货币政策还是市场风险发生变化的情况下,这些公司业绩增长更明确,相对风险更小。

3 行业整体估值溢价率处于底部

从 wind 统计的分析师预测来看，当前股价对应的 2011 年市盈率为 12.70 倍，对应的 2012 年市盈率为 9.92 倍，综合历史估值水平来看，房地产板块估值处于底部。

表 8 房地产板块估值溢价率处于底部

板块名称	PE			PE 溢价率 (%)			PB	PB 溢价率 (%)
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2011Q1	2011Q1
房地产	20.4	12.70	9.92	37.74	6.99	-0.30	2.60	16.59
房地产开发	19.88	12.37	9.61	34.23	4.21	-3.42	2.59	16.14
园区开发	27.19	18.48	15.11	83.59	55.69	51.86	2.62	17.49
沪深 300	14.81	11.87	9.95				2.23	

资料来源: Wind 渤海证券研究所

截止 5 月 5 日，房地产板块整体估值溢价率为 37.74%，其中房地产开发板块估值溢价率为 34.23%，园区开发板块估值溢价率为 83.59%。2002 年至今，历史平均房地产板块估值溢价率为 248.93%，当前房地产板块整体估值溢价水平处于底部，房地产板块安全边际较高。

图 1: 房地产板块估值溢价率处于底部



资料来源: wind 渤海证券研究所

根据 2011 年一季报数据分析，当前股价对应的房地产板块整体市净率为 2.60，相对沪深 300 的市净率溢价为 16.59%。从历史平均水平来看，房地产板块相对沪深 300 的市净率平均溢价为 12.98%，当前房地产板块市净率溢价水平处于较低位置。

图 2: 房地产板块市净率溢价处于较低位置



资料来源: wind 渤海证券研究所

4 看好房地产板块投资机会

从业绩与估值角度来看, 房地产板块估值处于底部, 我们认为即使在房地产调控政策压力犹存, 货币政策继续从紧的背景下, 房地产行业今年仍将保持一定的业绩增速, 在当前市场整体调整的背景下, 房地产板块将获得较高的安全边际, 下行空间有限, 我们继续看好房地产板块的投资机会。

从未来业绩增长预期来看, 我们看好去年销售情况良好, 具有较多的未结算资源, 且土地储备具有优势, 近两年开发量较大, 未来 2~3 年有较大的成长空间的公司。较多的预收账款将为这些公司今年的业绩提供保障, 综合公司业绩的稳定性, 我们选择的投资标的为招商地产、保利地产、首开股份、荣盛发展。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

机构销售经理

朱艳君

022-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhzq.com

机构销售

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分