

房地产行业 2010 年度及 2011 年一季度业绩回顾

行业潜在风险高于 2008 年

金融/房地产行业

同步大势

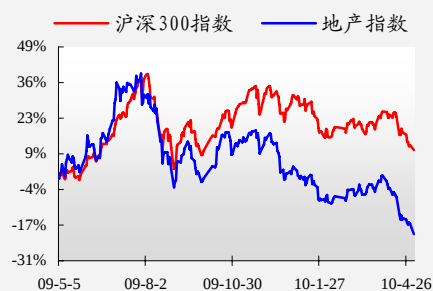
维持评级

发布时间：2011 年 5 月 5 日

投资要点:

- 一线房地产上市公司的销售增幅变化表现更为稳定和更有弹性。
- 2011 年一季度，房地产行业上市公司营业收入和利润总额同比增速均大幅下降，但我们认为，这不能代表全年的实际水平。
- 2011 年一季度上市公司销售毛利率提高、销售净利率降低，也是由于项目结算不均衡所造成的。
- 上市公司的存货水平在今年一季度继续大幅增加，高达 7670 亿元，但如果宏观调控持续下去的话，存货再度高速扩张会受到限制。
- 上市公司预收账款和货币资金双双连续大幅增加，但走势呈现背离。如果宏观调控持续下去，一旦房地产市场销售遭遇“寒冬”，房地产开发商的风险将会远远大于 2008 年。
- 上市公司经营现金净流量持续净流出，但目前尚未出现资金周转困难的情况。
- 上市公司的整体偿债能力继续弱化，行业整体资产负债率已创出历史新高的 72.47%。

走势图



重要公司

评级

万科 A	推荐
保利地产	推荐
金地集团	谨慎推荐
信达地产	谨慎推荐
荣盛发展	谨慎推荐
ST 东源	谨慎推荐

分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nescn

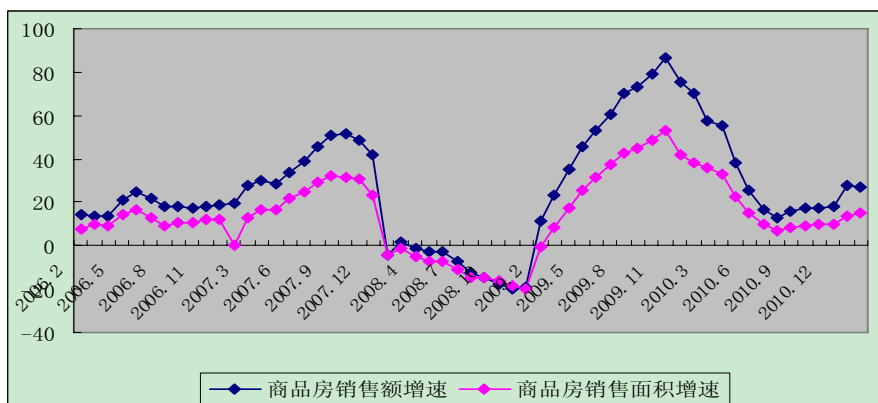
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、一线房地产上市公司的销售增幅变化表现更为稳定和更有弹性

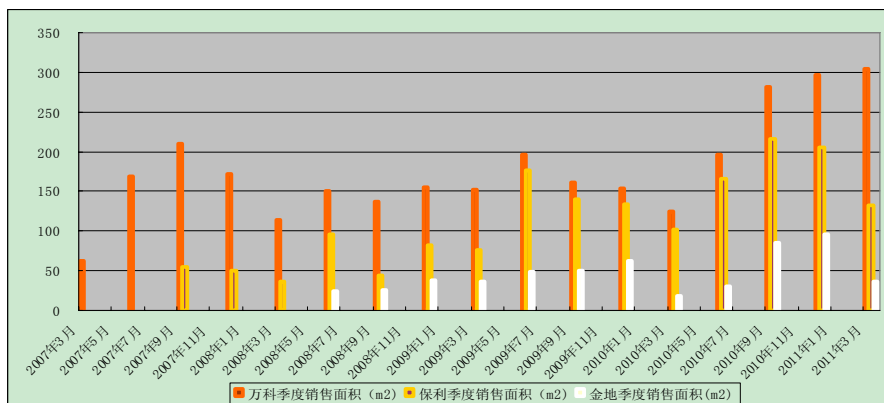
我们注意到，一线房地产上市公司包括万科、保利地产、金地集团等，其销售面积增速在行业调整期内与整个行业相比表现更为稳定，而在行业反弹过程中则表现的更有弹性。无论是2010年还是今年一季度，万科和保利地产的销售面积增幅都远高于行业整体增长水平。这说明，房地产行业龙头公司往往能够在行业调整期过程中实现市场份额的增加。这是由于一线地产公司具有融资、资金、品牌和规模优势，很容易通过并购和重组的方式实现规模的扩张。

附图 1：全国商品房销售面积和销售金额增速



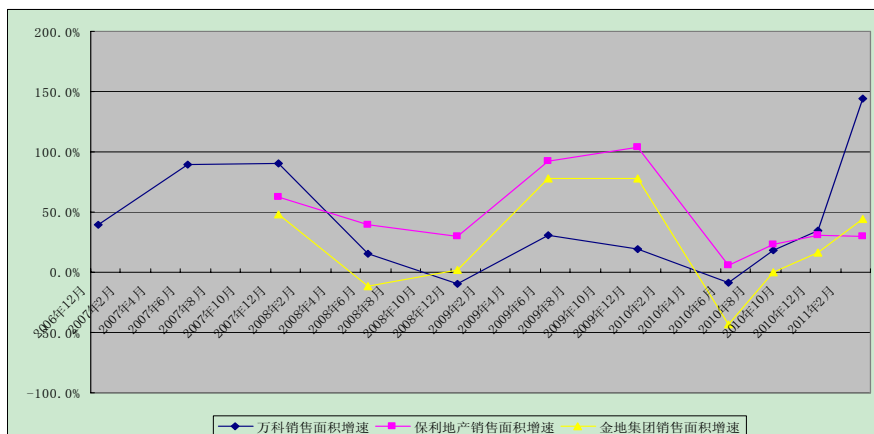
数据来源：国家统计局

附图 2：万科、保利地产、金地集团季度销售面积统计



数据来源：公司公告

附图 3：一线地产公司销售面积增速

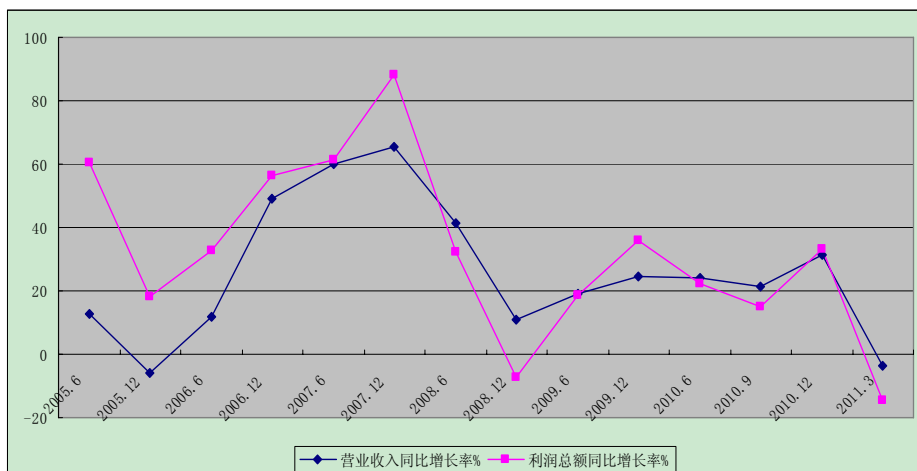


数据来源：WIND

二、2011 年一季度，房地产行业上市公司营业收入和利润总额同比增速均大幅下降

2010 年全年，房地产行业上市公司的营业收入和利润总额实现了连续的增长，但增速低于 2009 年。由于结算滞后的原因，我们认为这种情况符合预期。今年一季度，营业收入和利润总额同比增速均大幅下降，我们认为，这种情况不能反映房地产行业上市公司的真实状况，主要是项目结算不均衡造成的。由于 2010 年房价并未下跌，甚至有所上涨，因此，2011 年全年的行业营业收入和利润总额同比一定是增长的，但增速应该会低于 2010 年。

附图 4：房地产行业上市公司营业收入和利润总额增长率

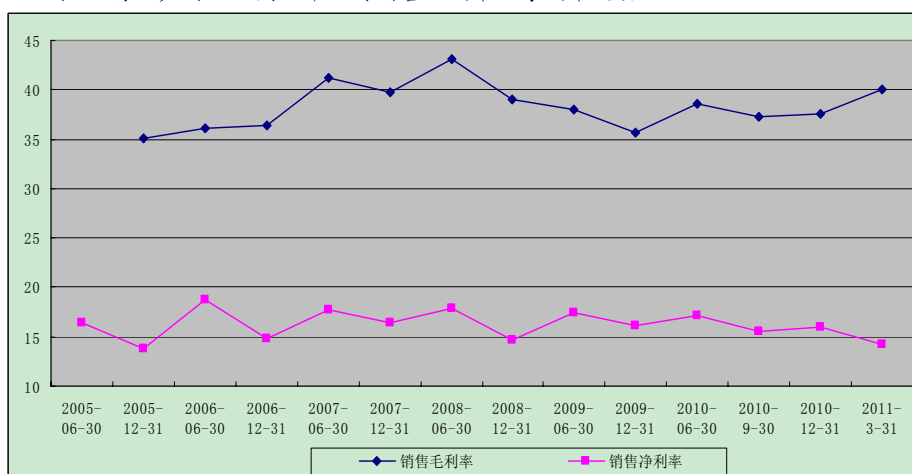


数据来源：WIND

三、2011 年一季度上市公司销售毛利率提高、销售净利率降低也不能反映全年的实际水平

2011 年一季度，房地产行业上市公司整体毛利率出现回升，但销售净利率却出现了下降。我们认为，这仍然是一季度项目结算不均衡所造成的，不能反映行业的实际情况，预计全年房地产行业的毛利率水平应该会略低于 2010 年，销售净利率则可能略低于或与上年持平。

附图 5：房地产行业主要上市公司销售毛利率、净利率变动

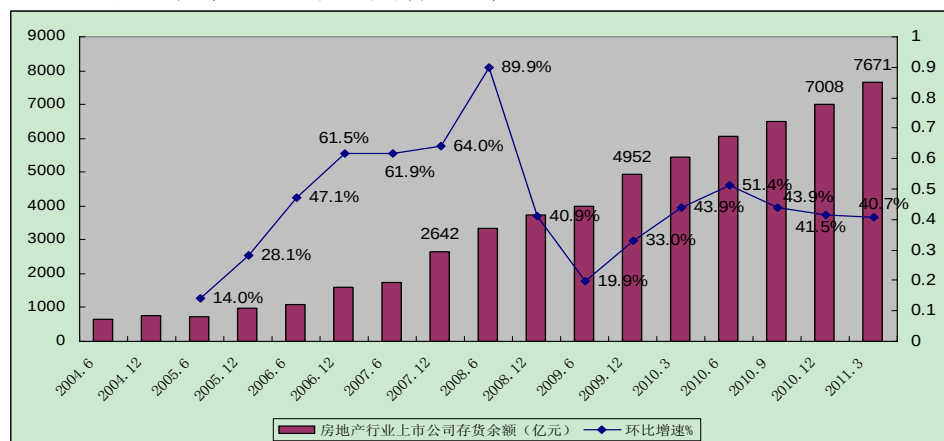


数据来源：WIND

四、上市公司的存货水平在今年一季度继续大幅增加，高达 7670 亿元。

截止 2011 年 3 月底，A 股房地产行业上市公司的存货余额已达到 7670 亿元，较年初的 7008 亿元环比增加了 662 亿元，增幅为 9.5%。存货的增加，主要是土地储备增加以及在项目投入增加所造成的。房地产开发商对原材料及土地价格的上涨预期已久，因此，只要有资金和合适的机会就会增加土地储备。但如果二级市场再融资迟迟不能够放松，开发商的贷款也受到了严格限制，因此，如果宏观调控持续下去的话，存货再度高速扩张会受到限制。

附图 5：房地产行业上市公司存货变动情况

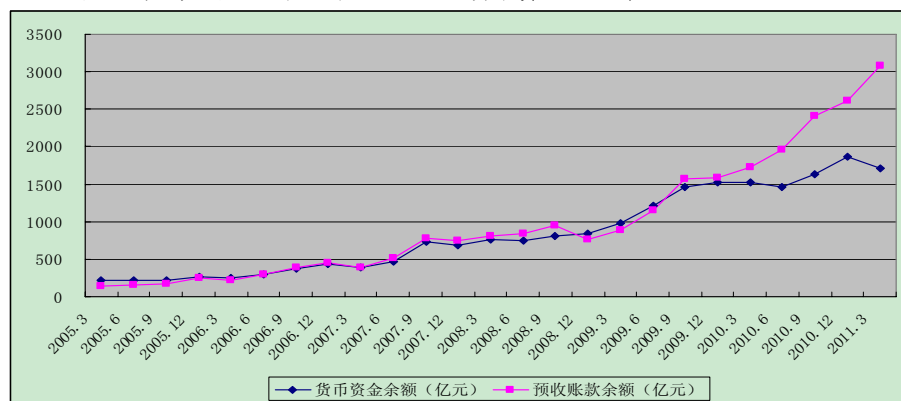


数据来源：WIND

五、上市公司预收账款和货币资金双双连续大幅增加，但走势呈现背离

2009 年来，房地产市场持续火爆，开发商的销售回款良好，房地产行业上市公司的预收账款持续大幅增加，截止今年 3 月底，上市公司整体预收账款余额达到 3077 亿元，同比增长 78%。但值得注意的是，上市公司的货币资金余额增长却并不同步，今年 3 月底的货币资金余额同比增长仅为 12.3%，为 1707 亿元。而且，我们发现，从 2009 年底以来，预收账款的增长快要货币资金余额的增长，这是一种与过去表现有所不同的新现象。我们认为，这是在宏观调控背景下，开发商在利用预售房款回收的资金进行扩张和增加储备所造成的。由于，2010 年来房地产行业所有公司的再融资都已暂停，因此，通过预收账款进行扩张成了水到渠成和自然而然的事情。但是，如果宏观调控持续下去，一旦房地产市场销售遭遇“寒冬”，房地产开发商的风险将会远远大于 2008 年。

附图 6：房地产行业上市公司预收账款、货币资金变动情况

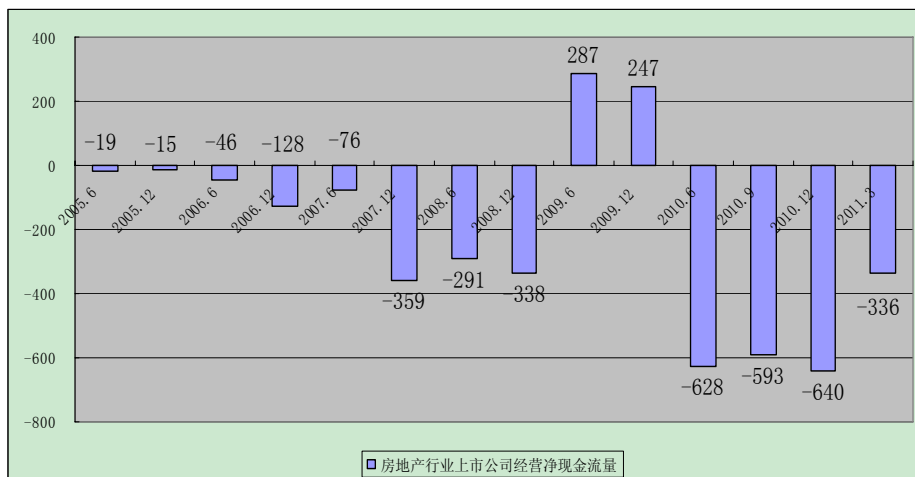


数据来源：WIND

六、上市公司经营现金净流量持续净流出

截止 2011 年 3 月底，房地产行业上市公司的整体经营净现金流量为负 336 亿元，连续 5 个季度为净流出。不过，由于目前房地产市场的销售回款依然顺畅，因此，上市公司的现金流暂不会存在较大问题。

附图 7：房地产行业上市公司经营现金净流量情况

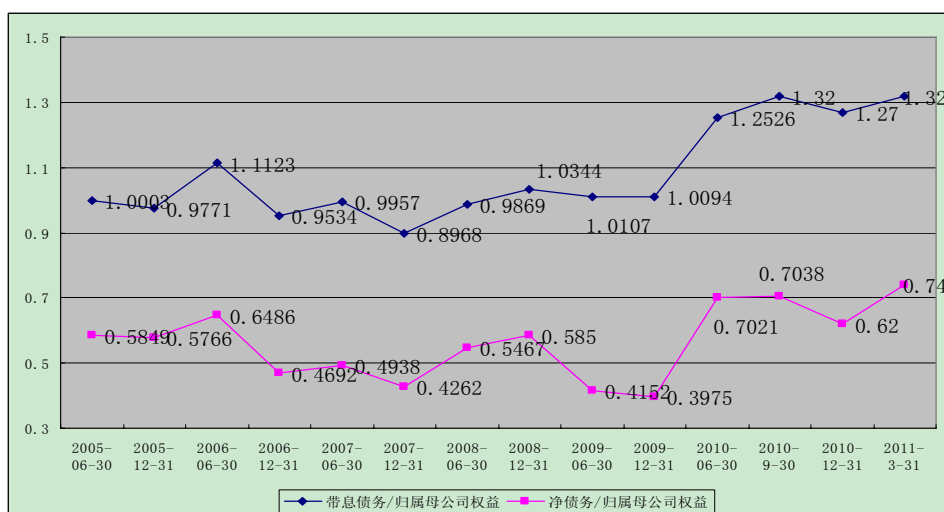


数据来源：WIND

七、上市公司的整体偿债能力继续弱化

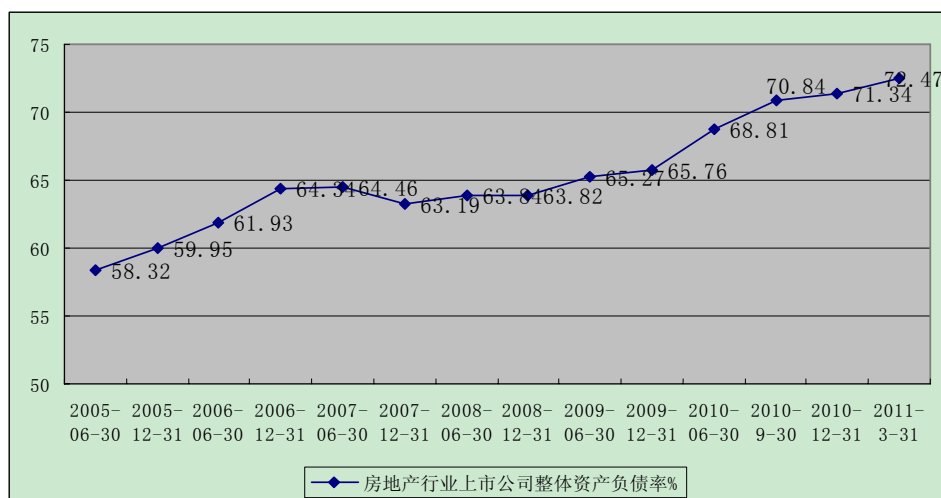
无论从资产负债率上，还是净债务/母公司权益等偿债能力指标上看，今年房地产行业上市公司的扩张力度都再度超出了历史最高的水平，房地产行业上市公司的整体偿债能力已经低于 2008 年时的水平，行业整体资产负债率已创出历史新高的 72.47%。

附图 8：房地产行业上市公司部分偿债能力指标



数据来源：WIND

附图 9：房地产行业上市公司整体资产负债率情况



数据来源：WIND

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。