

# 房地产：分化明显 大公司优势将持续

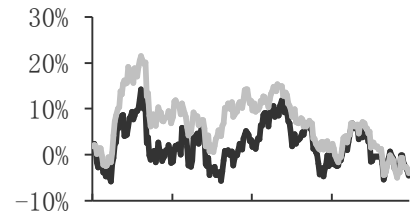
2011 年中报及行业分析

房地产 同步大市-A  
上次评级 同步大市-A

报告日期 2011-09-05

首选股票 目标价 评级

12 个月行业表现



09/10 12/10 03/11 06/11

— 房地产 — 沪深300

徐胜利  
010-66581636  
执业证书编号

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

联系人  
邹文军

行业分析师  
zwj@essence.com.cn

## 报告关键点：

- ❏ 分化明显是今年上半年最明显和重要的行业特点。它对资金状况、扩张速度、盈利增长都已产生或将产生重大的影响。背后的原因是流动性的逐渐趋紧而不是2008年那样的急剧冻结。
- ❏ 上半年大公司竞争优势格外突出，这一特点预计未来半年将延续。
- ❏ 流动性转好趋势确立时是投资地产股的适当时机。行业性的投资机会何时出现，目前建议关注流动性偏紧格局发生明显转变的信息。
- ❏ 在分化明显的背景下，推荐业绩较快增长较为确定、估值优势突出的龙头公司。

## 报告摘要：

- 在今年行业销售增速放缓的背景下，大公司和小型公司取得了完全不同的销售增速，“分化”是今年市场最显著的特点之一。它对资金状况、扩张速度、盈利增长等都已产生或将产生重大的影响。
- 融资难，借款增速放缓，一年内到期非流动负债急剧增加。
- 房企短期偿债能力处于向下趋势中，相关指标比2010年差，比2008年好，处于中间状态。以往的资金积淀有利于房企应对今年的挑战。由于已经采取并可能继续保持谨慎的投资策略，资金平衡恶化的可能性应该不大。
- 上市房企扩张速度全面放缓。首先体现在控制开支，其中控制拿地速度是应对流动性紧张和行业调控的首选策略。新开工速度正在做出适应性调整，预计后续可能会调整得更明显一些。  
上市房企扩张放缓，与行业数据（房地产完成投资）反映的趋势似乎有较大的差异，可能是来自于保障房的因素。
- 结算收入增速放缓。主要原因一是2010年以来行业销售额同比增速呈放缓态势；二是不少大公司竣工结算集中在四季度，今年这一特点可能更突出。与收入增速放缓相对应，大公司整体净利润增速放缓明显。小公司组由于少数公司投资收益激增等原因，净利润增速超过大公司组。
- 结算毛利率非常高。总体看，2007年-2010年取得的价格较高的土地正在进入开发结算，房价涨幅2011年以来逐渐放缓、且后续半年内可能继续放缓，明年的结算毛利率可能难以继续上行。
- 大公司组在销售回款、获得融资、扩张速度等方面均比小公司组更有优势，盈利能力也更强。由于大公司目前的扩张速度仍高于小公司，未来市场份额很可能进一步向大公司集中。
- 维持行业同步大市-A评级。流动性转好趋势确立时是投资地产股的适当时机。全行业性的投资机会何时出现？建议等待和关注流动性偏紧格局发生明显转变的信息，包括信贷增速和贸易顺差、通胀、利率、政策、购房需求的变化等。
- 个股推荐：在分化明显的行业背景下，推荐业绩较快增长较为确定、估值优势明显的龙头公司，保利地产、金地集团、万科、招商地产。下半年销售业绩分化的特点很可能持续，大公司的市场占有率将进一步提升，盈利增长确定性较强的优势将继续保持。
- 风险提示：流动性急剧放松，出现大牛市行情，地产股领涨；经济增长缺乏亮点，房地产板块由于估值低获得明显相对收益。

## 前期研究成果

房地产行业数据周报(2011年8月30日)  
2011-08-30  
房地产行业数据周报(2011年8月23日)  
2011-08-23  
房地产行业数据周报(2011年8月16日)  
2011-08-16

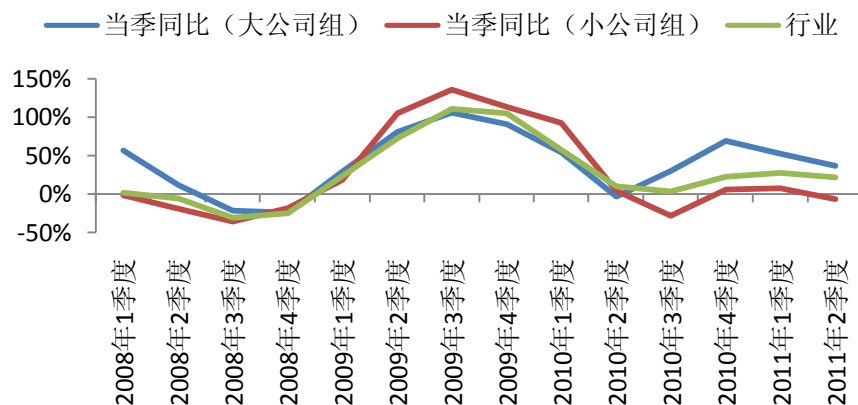
本文抽取了 100 家 A 股房地产上市公司，对其 2011 年中报进行了分析。将其分为大公司组（即“前 20 名公司”）和小公司组（即“后 80 名公司”）进行了对照研究。

## 1. 销售业绩分化明显

在今年行业销售增速放缓的背景下，大公司和 small 公司取得了完全不同的销售增速，“分化”是今年市场最显著的特点之一。销售的分化对于业绩增长、资金状况、扩张速度都已经产生并将产生深远的影响。

图 1 中，我们将上市房企的销售回笼资金增速与全国商品房销售金额增速进行了对比，尽管指标口径有一定的差异，但从近几年的数据可以看出二者具有较强的同步性。

图 1 上市房企销售回笼资金及全国商品房销售金额（当季同比）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 1 显示，今年上半年，大公司组的销售情况明显好于行业整体，小公司组则明显弱于行业整体水平。而 2008 年则差异不大。

今年上半年销售分化显著，很可能与今年流动性紧张程度是沿着 2010 年以来的趋势逐渐增强，但不是像 2008 年那样急剧收紧有关。今年市场参与主体的预期调整节奏不那么整齐，同时，关于销售状况是好还是坏、房价是涨还是跌的信息也非常不透明，都和 2008 年不同。今年购房需求虽然疲弱，但并非冻结，加大销售力度的公司和项目上半年普遍取得较明显的效果，拥有充足货源的龙头公司更是取得了骄人的销售业绩。

下半年行业竞争尤其是销售方面的竞争将更为激烈，上半年“分化”的特点很可能延续，因为流动性可能仍然是处于偏紧而不是冻结的状态。

表 1 上市房企销售回笼资金

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 53%           | 44%        | 8%            | 0.1%       |
| 36% (注 1)     | 32%        | -             | -          |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 54%           | 16%        | 93%           | 32%        |
| 80% (注 1)     | 21%        | -             | -          |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

注 1：为剔除万科后的数据

1. 大公司组：今年上半年销售回笼资金同比增速明显高于 2010 年同期，主要原因是去年二季度基数低，以及龙头公司今年上半年销售状况明显好于行业整体（请参见图 1）。
2. 小公司组：今年上半年销售回笼资金同比增速明显低于 2010 年同期，几乎为 0 增

长；较今年一季度继续恶化，显示销售状况不佳。

3. 大公司组销售情况明显好于小公司组。

表 2 预收账款

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 84%           | 77%        | 19.6%         | 19.6%      |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 92%           | 63%        | 127%          | 78%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

1、大公司组：预收帐款余额同比增速高于去年同期，与去年二季度基数较低，以及龙头公司今年上半年销售状况明显好于行业整体有关。

2、小公司组：预收帐款余额增速明显低于去年同期，主要是销售放缓所致。

3、大公司组销售情况好于小公司组，业绩锁定性也高于小公司组。

## 2. 融资难，借款增速低，一年内到期债务多

对于房地产行业而言，流动性的持续收紧不仅体现在商品房销售的放缓，也体现在银行贷款融资的难度加大，行业调控的持续也使得股权融资、公司债、中票融资、银行贷款、信托融资等均受到限制和影响。中报显示，上市房企借款融入资金增速急剧下滑，长期借款余额增速普遍下降，一年内到期非流动负债急剧增加；大公司短期借款上半年有所抬头，偿还债务支出增加。

不过，上市房企今年较及时地转向了谨慎的投资策略，以适应行业调控和流动性持续偏紧的宏观环境。

表 3 借款流入资金

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| -7%           | 1%         | -12%          | -2%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 83%           | 70%        | 11%           | 2%         |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

1、大公司组：今年上半年借款取得资金同比增速较去年同期明显下降。

2、小公司组：今年上半年借款取得资金同比负增长，较去年同期略有下降；去年增速也不高，显示小公司组借款融资始终不占优势。不过，在融资环境极度宽松的 2009 年，小公司组借款流入资金增幅很高。

3、今年融资难度明显加大。

表 4 偿还债务支出

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 19%           | 10%        | 2%            | 1%         |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| -30%          | -37%       | 14%           | -11%       |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

1、大公司组：今年上半年偿还债务支付资金同比增速较去年同期明显提高；前两年年借款增速高，导致今年以来还款增速上升。

2、小公司组：今年上半年偿还债务支付资金同比微增，增速较去年同期有所提高。

3、今年是借钱不易、大公司还钱增多。

表 5 短期借款余额

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 18%           | 34%        | 8%            | 8%         |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| -25%          | 2%         | -21%          | -16%       |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：短期借款余额增速大幅度提高，较一季度末有所提高，一季度、上半年增速均明显高于去年同期。
- 2、小公司组：短期借款余额增速高于去年同期，但增速低于大公司组。
- 3、大公司组获得短期借款的能力超过小公司组。
- 4、今年资金紧张，短期借款抬头可能是大公司增加资金来源的变通方法之一。

表 6 一年内到期非流动负债余额

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 85%           | 104%       | 78%           | 73%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| -6%           | 15%        | -31%          | -4%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：一年内到期非流动负债余额增速高于一季度，均显著高于去年同期，应来自于 2009-2010 年的长期借款接近到期。
- 2、小公司组：一年内到期非流动负债余额增速显著高于去年同期。这可能主要是 2009 年的长期借款转化形成的。
- 3、一年内到期非流动负债普遍大幅增长。

表 7 长期借款余额

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 31%           | 16%        | 16%           | 12%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 72%           | 89%        | 66%           | 53%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：长期借款余额增速较一季度下降，一季度、上半年增速均明显低于去年同期。
- 2、小公司组：长期借款余额增速较一季度下降，均明显低于去年同期。
- 3、不论大小公司组，长期借款余额增速均显著降低，反映今年融资难度明显加大，以及部分长期借款随着时间推移转化为一年内到期债务。

### 3. 规模扩张放缓

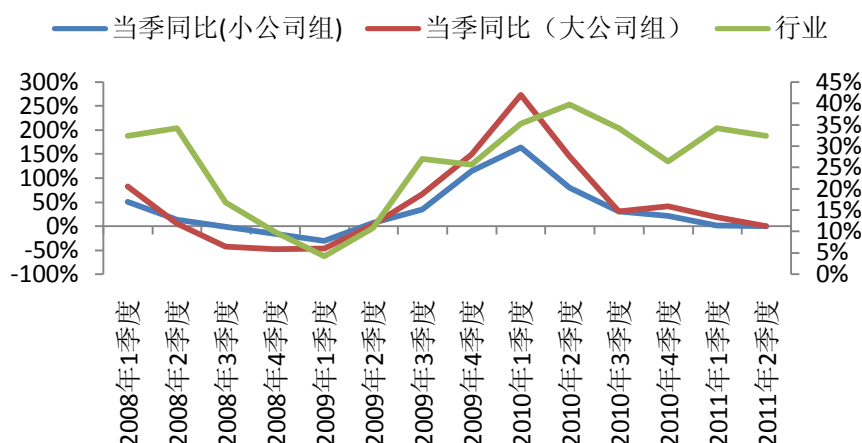
上半年上市房企扩张速度全面放缓，首先体现在控制开支，其中控制拿地速度是应对流动性紧张和行业调控的首选策略，结果，购买商品和劳务支出增速大幅下降，预付账款增速显著下降，存货余额的增速也有所放缓。新开工速度正在做出适应性调整，预计后续可能会调整得更明显一些。

上市房企扩张放缓，与行业数据（房地产完成投资）反映的趋势似乎有较大的差异，这可能是来自于保障房建设的因素，上市房企参与保障房建设相对较少。

图 2 中，我们将上市公司购买商品和劳务支出的增速与全国房地产完成投资的增速对比，可以看到以往二者趋势较为一致，但今年以来后者下降不那么明显。



图 2 上市房企购买商品和劳务支出及全国房地产完成投资（季度同比）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

今年以来二者的差异有些令人费解，我们想到的一种可能是去年以来大力推进的保障房建设在上市公司支出方面体现较小，而对行业投资的影响较大，还有一种猜测是全国的房地产投资数据本身有一定滞后或误差。

关于保障房投资，央行今年一、二季度《货币政策执行报告》的数据反映，今年保障房开发贷款增长迅速。我们推测，这些贷款很可能对应去年和今年以来开工的保障房。

有关信息表明，保障房投资的数据有一部分计入了统计局每月公布的房地产完成投资数据中。而上市公司参与保障房建设相对较少。

表 8 上市房企购买商品和劳务支出

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 19%           | 10%        | 2%            | 1%         |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 273%          | 197%       | 93%           | 32%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：今年上半年购买商品和劳务支付的资金同比增幅显著低于 2010 年同期。
- 2、小公司组：今年上半年购买商品和劳务支付的资金同比增幅显著低于 2010 年同期。
- 3、资金开支的变化显示房企扩张全面放缓。

表 9 预付账款余额

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 51%           | 29%        | 14.6%         | 15.2%      |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 97%           | 93%        | 94%           | 43%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：预付账款增速略低于一季度，一季度、上半年较去年同期均明显下降。
- 2、小公司组：预付账款增速略高于一季度，一季度、上半年较去年同期均明显下降。
- 3、该指标主要显示土地投资放缓，控制拿地速度是应对流动性紧张和行业调控的首选策略。

表 10 存货余额

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 43%           | 43%        | 31%           | 30%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 42%           | 50%        | 31%           | 34%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：至今年中期期末，存货同比增速低于 2010 年同期。
- 2、小公司组：存货同比增速低于 2010 年同期。
- 3、存货余额的规模较大，且受到成本结转的影响。今年中期结转成本的增速并不高（可参考后文，结算收入增速放缓、结算毛利率提高等内容）。因此，存货增速下降幅度虽然不如前两个指标明显，但同样反映了扩张放缓的趋势。

表 31 总资产

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 40.4%         | 40.4%      | 21.4%         | 20.6%      |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 46.9%         | 42.4%      | 36.5%         | 32.9%      |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：总资产同比增速略低于去年同期。
- 2、小公司组：总资产同比增速明显低于去年同期。
- 3、总资产指标较前三个指标更全面，同样反映了扩张速度放缓的趋势。小公司组放缓的程度更明显，与其销售更差、融资更难的处境一致。

#### 4. 资金状况尚好，短期偿债能力介于 2010 年和 2008 年之间

每当市场转差，就会有很多关于房企资金链断裂的关注和担忧。由于销售和融资的整体性压力，以及后续的还款压力等，目前房企的资金状况是短期偿债能力处于向下趋势中，该指标比 2010 年差，比 2008 年好，处于中间状态。今年上半年，由于普遍转向谨慎的投资策略，以及大公司销售情况较好，账面货币资金不降反增的上市房企不在少数。2010 年销售、融资两旺形成的厚实的资金积淀也有利于房企应对今年的挑战。

今后半年会不会出现资金状况的恶化，取决于后续的销售情况、融资情况，归根到底取决于后续的流动性状况。但由于房企已经采取并可能继续保持谨慎的投资策略，资金平衡恶化的可能性应该不大。

与很多传统制造行业经营不善的企业相比，房地产企业破产的概率接近于零，因为各种原因无意开发手中项目者将土地或项目转让是最常见的选择。

表 14 货币资金余额

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| 16%           | 25%        | -2%           | -7%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 45%           | 10%        | 94%           | 43%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：截至中期期末，货币资金余额增速高于去年同期，较 1 季度明显回升，原因包括：谨慎投资、放缓拿地，销售回款情况尚好，去年二季度基数较低等。
- 2、小公司组：货币资金余额增速为负值，增速明显低于去年同期，主要与销售回笼资金明显放缓有关。

表 13 货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）

| 前 20 名公司    |             | 后 80 名公司    |             |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报    | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报    |
| 1.5         | 1.3         | 1.4         | 1.2         |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报    | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报    |
| 2.1         | 1.8         | 1.8         | 1.7         |
| 2008 年年报    | 2009 年 1 季报 | 2008 年年报    | 2009 年 1 季报 |
| 1.02        | 1.23        | 0.59        | 0.72        |
| 2008 年 1 季报 | 2008 年中报    | 2008 年 1 季报 | 2008 年中报    |
| 0.89        | 0.90        | 0.94        | 0.78        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）较一季度下降，一、二季度末该指标均明显低于去年同期，显示短期偿债能力下降。但明显好于 2008 年同期。
- 2、小公司组：货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）较一季度下降，一、二季度末该指标均明显低于去年同期，显示短期偿债能力下降。但明显好于 2008 年同期。
- 3、大公司的短期偿债能力看来始终高于小公司。

## 5. 结算收入增速放缓

结算收入增速放缓的主要原因，一是 2010 年以来行业销售额同比增速呈放缓态势；二是不少大公司竣工结算集中在四季度，今年这一特点可能更突出，这与前两年行业的波动如 2009 年销售的火爆导致 2010 年中期结算业绩较好、2010 年上半年初库存不足导致 2011 年中期符合结算的项目较少等有关。

相应地，大公司整体净利润增速放缓明显。小公司组由于少数公司投资收益激增等原因，净利润增速超过了大公司组。

表 14 营业收入

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| -5%           | 17%        | 1%            | -7%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 74%           | 28%        | 79%           | 42%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：营业收入同比增速较去年同期下降。
- 2、小公司组：营业收入增速下滑更明显。

表 15 归属于上市公司股东的净利润

| 前 20 名公司      |            | 后 80 名公司      |            |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 | 2011 年 1 季报同比 | 2011 年中报同比 |
| -14%          | 12%        | 58%           | 37%        |
| 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 | 2010 年 1 季报同比 | 2010 年中报同比 |
| 141%          | 42%        | 75%           | 20%        |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：2011 年中期业绩增速明显低于去年同期，与龙头公司结算更多集中于四季度、以及部分一二线公司今年中期业绩增速明显放缓有关。
- 2、小公司组：2011 年中期业绩同比增速高于去年，重要原因之一是投资收益贡献非常大。投资收益主要来自于少数公司。

表 16 剔除投资收益后，归属于上市公司股东的净利润(2011 年中报同比)

| 前 20 名公司 | 后 80 名公司 |
|----------|----------|
| 6%       | 16%      |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

剔除投资收益后，大、小公司组的利润增速差异明显缩小。

## 6. 结算毛利率明显高于去年同期，可能处于阶段性高点附近

今年房企中报的结算毛利率非常高，一些项目高达 60%以上。这主要得益于 2009 年-2010 年房价的快速上涨。

从行业总体看，由于 2006 年以前房企获得的低成本土地逐渐开发结算，而 2007 年-2010 年取得的价格较高的土地正在进入开发结算，以及房价涨幅 2011 年以来逐渐放缓、且后续半年内可能继续放缓，明年的结算毛利率可能难以继续上行，目前结算毛利率可能处于阶段性高点附近。

表 17 毛利率

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 41.5%       | 40.5%    | 38.4%       | 38.5%    |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 37.9%       | 36.6%    | 35.8%       | 34.2%    |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：2011 年中期结算毛利率同比上升约 3.9 个百分点
- 2、小公司组：2011 年中期结算毛利率同比上升约 4.3 个百分点
- 3、结算毛利率普遍提高，应与 2009 年-2010 年房价较快上涨关系密切。
- 4、大公司组的毛利率高于小公司组，可能与大公司组的土地更多分布在房价较高的一二线城市、而小公司组的土地更多分布在房价相对较低的二三线城市有关。

## 7. 大公司拥有全面竞争优势

从前面分析可见，大公司组在销售回款、获得融资、扩张速度等方面均比小公司组更有优势。原因在于其拥有更充足的货源、更强的销售能力、更积极的销售策略、更雄厚的资金实力等。

另外，大公司组的盈利能力也更强。前文已经述及，大公司组的结算毛利率高于小公司组。对影响盈利能力的其他因素进行对比显示，大公司的规模经济优势明显，管理费用、销售费用、财务费用占营业收入比例均低于小公司，大公司的净利润率也高于小公司（剔除投资收益这一个别因素）。

由于大公司目前的扩张速度仍高于小公司，未来市场份额很可能进一步向大公司集中。

表 18 营业税金占营业收入比例

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 10.6%       | 10.8%    | 10.9%       | 10.2%    |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 9.6%        | 9.1%     | 8.3%        | 8.6%     |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：2011 年中期营业税金占比同比上升约 1.7 个百分点
- 2、小公司组：2011 年中期营业税金占比同比上升约 1.6 个百分点
- 3、营业税金占比上升与毛利率上行相关。
- 4、大公司与小公司的上升幅度基本相同。



表 19 销售费用占营业收入比例

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 4.0%        | 3.4%     | 3.5%        | 3.7%     |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 2.6%        | 2.6%     | 2.9%        | 2.9%     |

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 1、大公司组: 2011 年中期销售费用占比较去年同期上升 0.8 个百分点, 原因可能有销售规模增长、销售难度加大等导致费用增加、结算收入增速放缓导致分母较小等。
- 2、小公司组: 2011 年中期销售费用占比较去年同期上升 0.8 个百分点, 原因可能有结算收入增速放缓、以及销售难度加大等。
- 3、销售费用占比普遍提高。
- 4、大公司组的销售费用占比低于小公司, 显示规模经济优势。

表 50 管理费用占营业收入比例

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 4.0%        | 3.4%     | 6.9%        | 6.8%     |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 3.7%        | 3.6%     | 6.1%        | 5.5%     |

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 1、大公司组: 2011 年中期管理费用占比较去年同期下降 0.2 个百分点。
- 2、小公司组: 2011 年中期管理费用占比较去年同期提高 1.3 个百分点。
- 3、大公司组管理费用占比低于小公司组, 且差距有拉大趋势, 反映大公司的规模经济优势。

表 61 财务费用占营业收入比例

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 2.2%        | 1.8%     | 3.0%        | 3.0%     |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 1.3%        | 1.6%     | 2.3%        | 2.0%     |

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 1、大公司组: 2011 年中期财务费用占比较去年同期提高 0.2 个百分点。
- 2、小公司组: 2011 年中期财务费用占比较去年同期提高 1 个百分点。
- 3、大公司组财务费用占比低于小公司组, 反映规模经济优势。

表 72 净利润率

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 15.2%       | 15.9%    | 16.0%       | 16.7%    |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 17.6%       | 16.8%    | 11.3%       | 12.1%    |

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 1、大公司组: 2011 年中期净利润率同比下降约 0.9 个百分点。
- 2、小公司组: 2011 年中期净利润率同比上升约 4.6 个百分点。
- 3、小公司组净利润率提高, 实际上是投资收益贡献巨大导致的, 而且投资收益来自于少数几个公司。

剔除投资收益后, 大公司的净利润率明显高于小公司, 反映大公司的盈利能力更强。

表 83 剔除投资收益后的净利润率

| 前 20 名公司 |          | 后 80 名公司 |          |
|----------|----------|----------|----------|
| 2010 年中报 | 2011 年中报 | 2010 年中报 | 2011 年中报 |
| 15.5%    | 14.3%    | 8.9%     | 10.4%    |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

表 94 少数股东损益占营业收入比例

| 前 20 名公司    |          | 后 80 名公司    |          |
|-------------|----------|-------------|----------|
| 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 | 2011 年 1 季报 | 2011 年中报 |
| 3.4%        | 9.7%     | 3.7%        | 4.3%     |
| 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 | 2010 年 1 季报 | 2010 年中报 |
| 7.3%        | 10.6%    | 12.8%       | 10.3%    |

数据来源：WIND，安信证券研究中心

- 1、大公司组：2011 年中期少数股东损益占比下降约 0.9 个百分点。
- 2、小公司组：2011 年中期少数股东损益占比下降约 6 个百分点。
- 3、大公司组合作开发的倾向似乎更加稳定，这尽管会牺牲一部分利润，但对于分散风险、扩大规模有利。

## 8. 投资建议

维持行业同步大市-A 评级。

我们研究日本和中国地产股的表现和内在逻辑发现，流动性转好趋势确立时是投资地产股的适当时机。目前，建议等待和关注流动性偏紧格局发生明显转变的信息，包括信贷增速和贸易顺差、通胀、利率、政策、购房需求的变化等。

个股推荐：业绩较快增长较为确定、估值优势明显的龙头公司，保利地产、金地集团、万科、招商地产。

我们研究发现，不论是在流动性状况持续趋紧的 2003-2004 年，还是流动性明显转向缓和的 2005 年下半年-2006 年上半年，业绩良好的房地产公司股票涨幅居前的概率更大。

今年下半年和明年年初，大公司和小公司将面对销售压力更大、竞争更激烈的市场格局，由于流动性状况是偏紧而不是像 2008 年那样的急剧收紧，市场需求虽然偏弱但不会冻结，公司和项目销售业绩分化的特点很可能持续。

销售力度大的公司和项目仍将占有优势，货源充足的公司仍将获得更大的市场占有率，大公司的竞争优势依然明显，大公司的市场占有率将进一步提升，大公司盈利增长确定性较强的优势将继续保持。

风险提示：流动性急剧放松，出现大牛市行情，地产股领涨；经济增长缺乏亮点，房地产板块由于估值低获得明显相对收益。

## 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  |
| 黄方禅           | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                   | 李昕            | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 胡珍            | 深圳联系人                   |
| 010-59113563  | zhourong@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: 200123

### 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