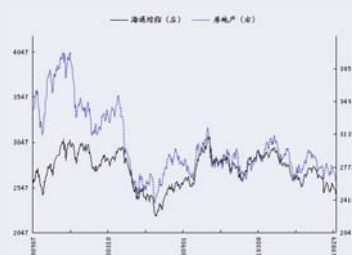


增持 维持

房地产行业

2011 年 9 月 6 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

房地产行业分析师
涂力磊
SAC 执业证书编号：
S0850510120001
电话：021-23219747
Email: tll5535@htsec.com

联系人
贾亚童
电话：021-23219421
Email: jiaiyt@htsec.com

房地产行业 2011 年半年报综述： 业绩锁定性增强，但销售略低于预期

- **房地产投资保持增长。**2011 年前 7 个月全国房地产累计开发投资为 3.19 万亿元，同比增长 34%。相比 2010 年同期同比增长 37%而言，2011 年增幅有所回落。
- **A 股地产企业 2011 年上半年运行情况：**
 - **当期销售：**2011 年上半年 A 股地产企业销售商品、提供劳务收到的现金为 2455 亿元，同比增长 29%，增速相比 2010 年有所回落。
 - **现金流和资产状况：**此外 2011 年上半年 A 股地产企业经营活动现金流为 -518 亿，筹资活动现金流为 483 亿。2011 年上半年上市地产企业流动比率和速动比率分别是 1.73 和 0.49，有息负债率为 48%。
 - **未来业绩增长的确定性：**2011 年上半年上市地产企业累计存货达到 10711 亿元，处于近 4 年以来最高水平，累计预收款达到 4026 亿，同样处于近 4 年以来最高水平。2011 年上半年地产企业明显降低拿地规模，说明开发商已经开始通过紧缩扩张规模来应对调控。此外按照近几年拿地成本，开发商手中产品依旧具备价格调整的空间。综合以上几个因素，我们认为 2010 年土地购置所带来的库存压力暂时还不至于压倒地产商。
- **对重点覆盖地产企业的分析：**我们同时对重点房地产企业的收入、净利润、存货、预收账款和销售商品、提供劳务所接受的现金流变化趋势等做了比较和分析。
- **行业合理估值水平：**考虑到行业 2011 年上半年预收账款处于历史最高水平，未来业绩依旧保持较高增长预期。因此我们认为房地产行业重点公司 2010 年静态 PE 在 20 倍，2011 年动态 PE15 倍左右属于合理水平。
- **投资建议：两大因素决定反弹能否持续。**截至 9 月 5 日，A 股市场 TTM 市盈率在 15.4 倍，房地产板块 TTM 市盈率在 17.75 倍，继续维持对行业的“增持”评级。目前重点跟踪企业平均 2011 年动态市盈率在 11.78 倍（一线蓝筹 2011 年动态在 9 倍上下），按照我们给予重点公司 2011 年 15 倍动态市盈率来看，目前仍具备较大上涨空间。进入 9 月中后段后，板块投资机会有望逐渐明朗，主要是 1）目前销售不畅，后期行业价格调整应该会更加明朗。2）后期国内 CPI 将呈现稳健回落趋势。3）行业相对中游产业的估值优势依旧明显。维持行业增持评级，认为“下半年价格有望松动，从而对板块估值构成支撑”。
- **个股选择：**基于以上逻辑，我们认为选股方面应该侧重三条主线：1）具备价格调整能力的龙头地产包括万科 A、保利地产、华侨城和首开股份；2）资金安全性高的金融街和滨江集团；3）集团背景雄厚的京投银泰。
- **风险提示：**一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

目 录

1. 2011 年前 7 个月行业运行情况	5
2. A股地产企业 2011 半年度运行情况分析	7
2.1 当期结算和利润情况.....	7
2.2 当期销售和资金状况.....	8
2.3 未来业绩的锁定情况.....	9
3. 重点上市公司 2011 半年度业绩分析	10
3.1 重点企业营业收入平均上涨 49%.....	10
3.2 重点公司平均净利润 15%	11
3.3 重点公司平均预收帐款 5.76 元/股.....	12
3.4 重点公司平均存货 13.16 元/股.....	13
3.5 每股销售商品、提供劳务所收到的现金为 2.91 元/股.....	14
3.6 大部分地产企业均在冲抵回之前的资产减值准备	15
4. 房地产板块的市场表现、估值水平	16
4.1 板块 2011 年 1 月至今运行情况总结	16
4.2 板块合理估值水平	18
5. 投资建议和择股思路.....	19
6. 风险提示	19

图目录

图 1 2011 年前 7 个月全国房地产开发投资同比增长 34%.....	5
图 2 全国房地产开发投资当月情况并不悲观.....	5
图 3 全国房地产新开工、施工和竣工面积同比保持增长.....	6
图 4 全国房屋新开工同比增长 40.7%	6
图 5 全国房屋竣工面积同比增长 4.5%.....	6
图 6 全国土地购置面积同比增长 18.4%.....	6
图 7 全国土地购置费同比增长 18.8%	6
图 8 全国商品房销售面积同比增长 13.6%	7
图 9 全国商品房销售额同比增长 26%.....	7
图 10 全国房地产销竣比情况说明供给有一定缓解.....	7
图 11 A股地产企业营业总收入同比增长 22.89%	8
图 12 A股地产企业营业总成本和销售毛利率相对较好	8
图 13 A股地产企业期间费用与过往基本持平	8
图 14 A股地产企业净利率保持正常	8
图 15 A股地产企业商品销售保持增长.....	9
图 16 A股地产企业营运现金支出有所扩大.....	9
图 17 A股地产企业融资需求扩大	9
图 18 A股地产企业流动比例基本正常	9
图 19 A股地产企业速动比例基本正常	9
图 20 A股地产企业资产负债率逐年提高	9
图 21 A股地产企业存货有所扩大	10
图 22 A股地产企业预收帐款有所扩大.....	10
图 23 2011 年 1 月至今房地产指数和沪深 300 指数收益情况 (%)	17
图 24 2011 年 1 月至今各个单月房地产指数收益情况	17
图 25 2011 年 1 月至今各板块收益情况(%)	17

图 26 板块和市场PE情况	19
----------------------	----

表目录

表 1 A股重点覆盖地产企业营业收入情况	11
表 2 A股重点覆盖地产企业净利润和利润率情况.....	12
表 3 A股重点覆盖地产企业预收账款情况	13
表 4 A股重点覆盖地产企业存货情况.....	14
表 5 A股重点覆盖地产企业销售商品、提供劳务收到现金的情况	15
表 6 A股重点覆盖地产企业资产减值准备情况	16
表 7 A股重点覆盖地产企业估值情况.....	18
表 8 重点关注公司年报情况汇总	20

我们的观点：综合而言，房地产企业 2011 年半年报基本符合市场预期。业绩锁定性方面，均保持为近 3 年以来最为优异的水平。但是，值得关注的是行业销售增速上半年低于预期，3、4 季度放量效果至关重要。在目前限购扩大、信贷从严的背景下，预计后期价格松动将更加明显。

截至 9 月 5 日，A 股市场 TTM 市盈率在 15.4 倍，房地产板块 TTM 市盈率在 17.75 倍，继续维持对行业的“增持”评级。目前重点跟踪企业平均 2011 年动态市盈率在 11.78 倍（一线蓝筹 2011 年动态在 9 倍上下），按照我们给予重点公司 2011 年 15 倍动态市盈率来看，目前仍具备较大上涨空间。进入 9 月中后段后，板块投资机会有望逐渐明朗，主要是 1) 目前销售不畅，后期行业价格调整应该会更加明朗。2) 后期国内 CPI 将呈现稳健回落趋势。3) 行业相对中游产业的估值优势依旧明显。维持行业增持评级，认为“下半年价格有望松动，从而对板块估值构成支撑”。

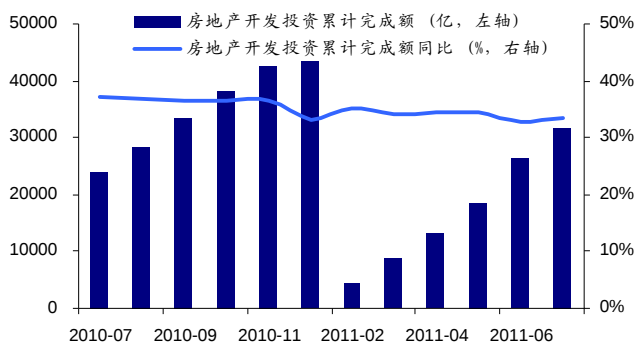
基于以上逻辑，我们认为择股方面应该侧重三条主线：

1) 具备价格调整能力的龙头地产包括万科 A、保利地产、华侨城和首开股份；2) 资金安全性高的金融街和滨江集团；3) 集团背景雄厚的京投银泰。

1. 2011 年前 7 个月行业运行情况

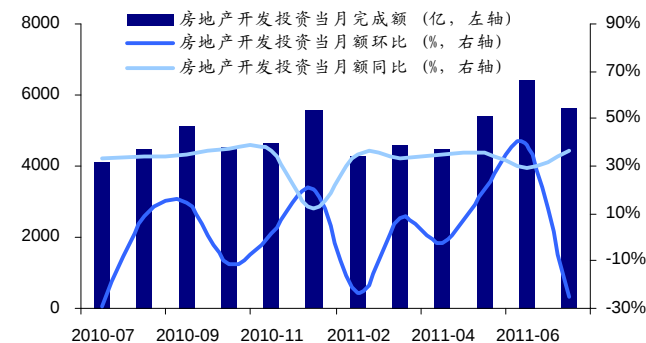
1-7 月全国房地产累计开发投资为 3.19 万亿元，同比增长 34%。相比 2010 年同期同比增长 37%而言，2011 年增幅有所回落。1-7 月商品住宅投资 2.28 万亿元，同比增长 36%，占房地产开发投资的比重为 71%。同比来看住宅开发投资未见明显下降。

图 1 2011 年前 7 个月全国房地产开发投资同比增长 34%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

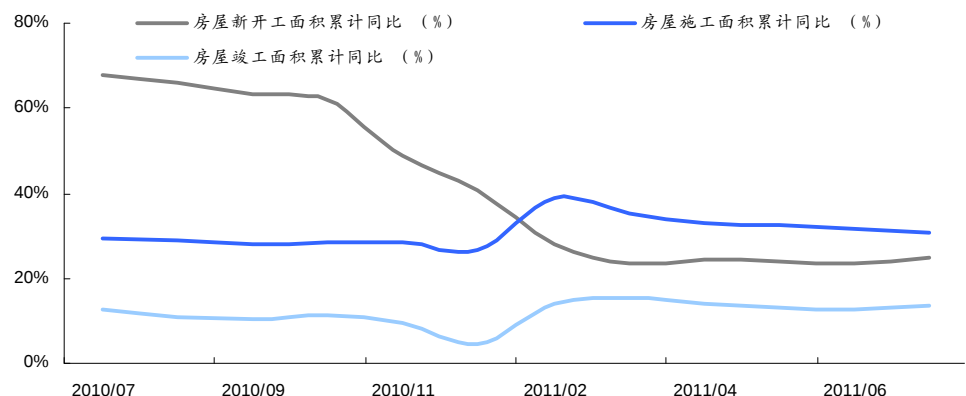
图 2 全国房地产开发投资当月情况并不悲观



资料来源：CEIC、海通证券研究所

1-7 月，全国房地产开发企业房屋新开工面积 11.52 亿平方米，同比增长 24.9%；房屋竣工面积 3.24 亿平方米，同比增长 13%。新开工与竣工情况比去年同期有提高。

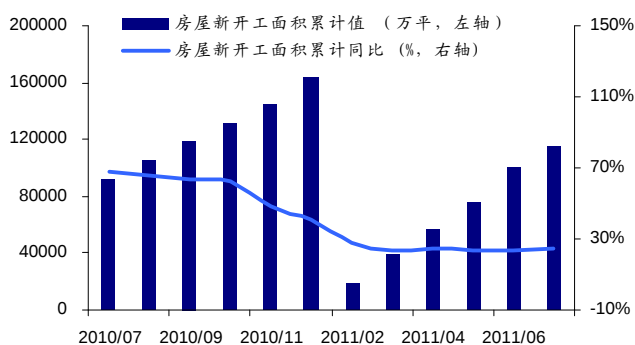
图 3 全国房地产新开工、施工和竣工面积同比保持增长



资料来源: Wind、海通证券研究所

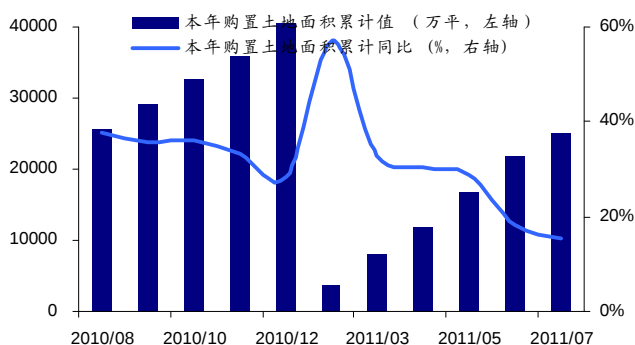
2011 年前 7 个月, 全国房地产开发企业完成土地购置面积 2.51 亿平方米, 同比增长 15.4%; 全国累计土地购置费 6044 亿元, 同比增长 19.6%。土地购置费均价为 3236 元/平, 同比去年涨 18.11%。本年土地购置面积和购置金额同比增速较去年有名下下降。如果 3 季度销售不能如期放量, 预计后期土地购置还将快速下滑。

图 4 全国房屋新开工同比保持增长



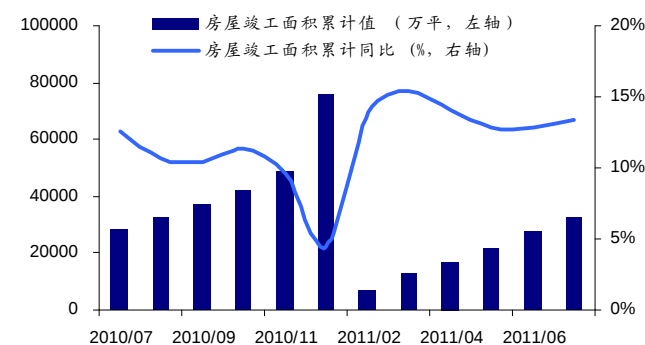
资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 6 全国土地购置面积同比增长 18.4%



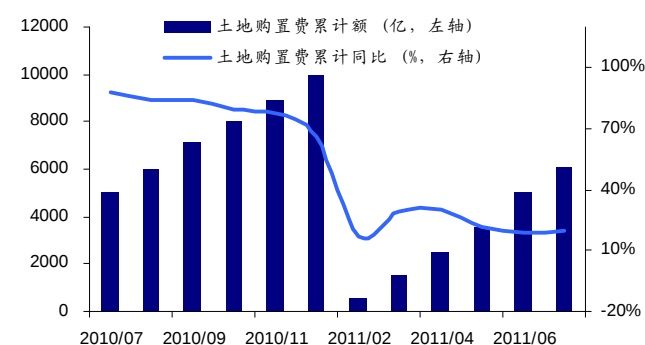
资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 5 全国房屋竣工面积同比保持增长



资料来源: CEIC、海通证券研究所

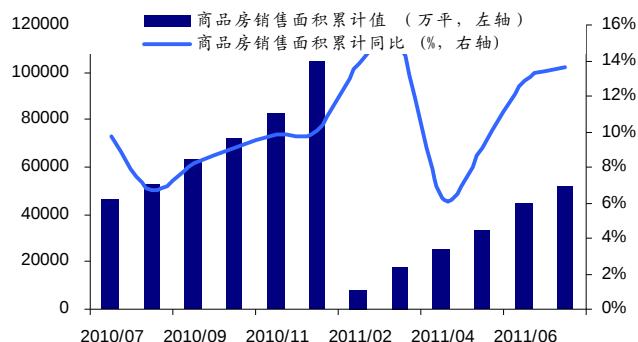
图 7 全国土地购置费同比增长 18.8%



资料来源: CEIC、海通证券研究所

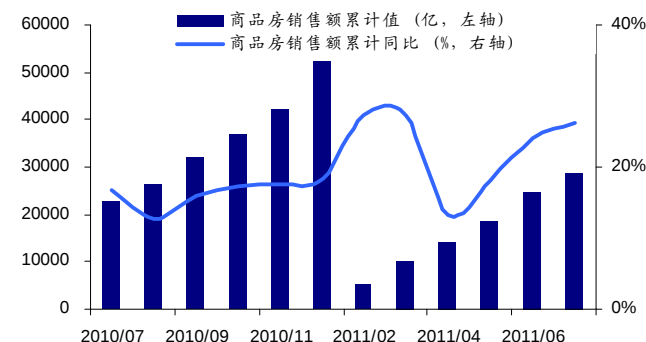
1-7 月, 全国商品房销售面积 5.2 亿平方米, 比去年同期增长 13.6%, 增幅比 1-6 月上涨 0.7 个百分点。1-7 月商品房累计销售额达到 2.89 万亿元, 较去年同期增长 26%。由于 2010 年上半年基数较低, 因此当前销售增速较去年仍保持高位。当时在目前限购、限贷的情况下, 后期价格如果不能有效刺激市场, 销售增速仍可能下滑。

图 8 全国商品房销售面积同比增长 13.6%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

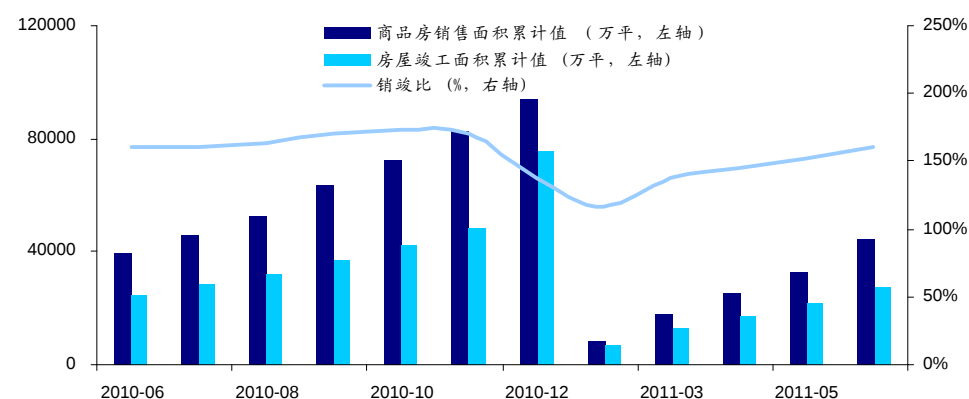
图 9 全国商品房销售额同比增长 26%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

从销竣比情况来看，截至 2011 年 7 月，销竣比数据为 1.60。由于销售增速不高，因此今年销竣比处于缓慢上升状态。考虑到 2010 年土地购置较 2009 年有所增大，预计后期还将有大量房屋竣工。销竣比在 4 季度还有可能进一步提升。

图 10 全国房地产销竣比情况说明供给有一定缓解



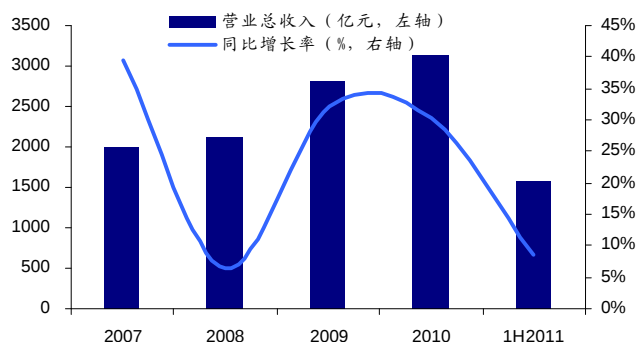
资料来源：Wind、海通证券研究所

2. A 股地产企业 2011 半年度运行情况分析

2.1 当期结算和利润情况

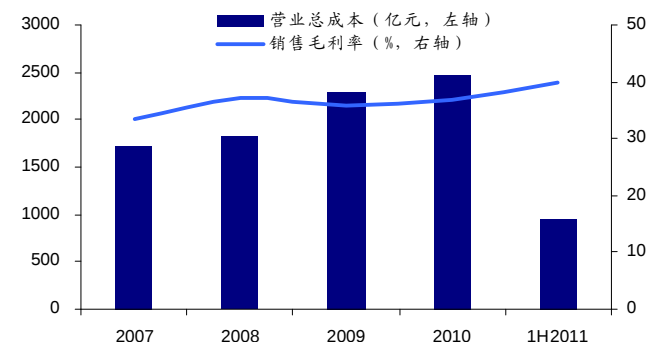
2011 上半年 A 股房地产企业营业总收入达到 1578 亿元，同比增长 8.54%。2011 年上半年 A 股房地产企业营业总成本达到 950 亿元，同比增长 3.24%。销售毛利率方面，2011 年上半年全年行业销售毛利率为 40%。营业收入增长与结算速度有关。考虑到全年行业销售增长保持在 10% 以上。预计下半年行业营业收入增速仍有望提高。

图 11 A 股地产企业营业总收入同比增长 9%



资料来源：CEIC、海通证券研究所

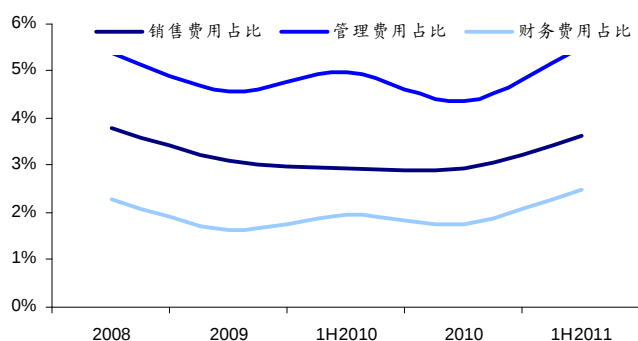
图 12 A 股地产企业营业总成本和销售毛利率相对较好



资料来源：CEIC、海通证券研究所

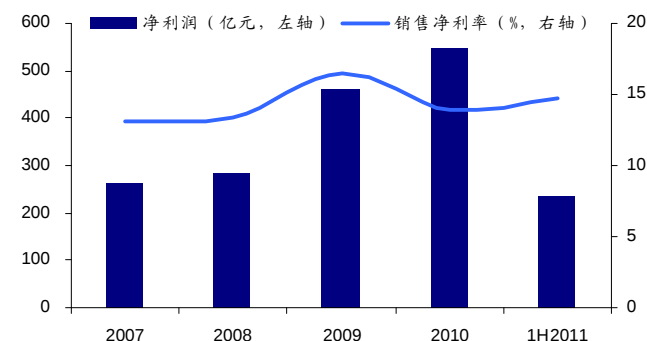
2011 年上半年 A 股地产上市公司期间费用占比数据维持在 11%。财务费用提高主要是利率上涨，此外人工、物价上涨、销售难度加大致推广费用增加也是造成三项费用占比提高的原因。2011 年上半年全年行业实现净利润 233 亿，净利润率为 14.77%。

图 13 A 股地产企业期间费用与过往基本持平



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 14 A 股地产企业净利率保持正常

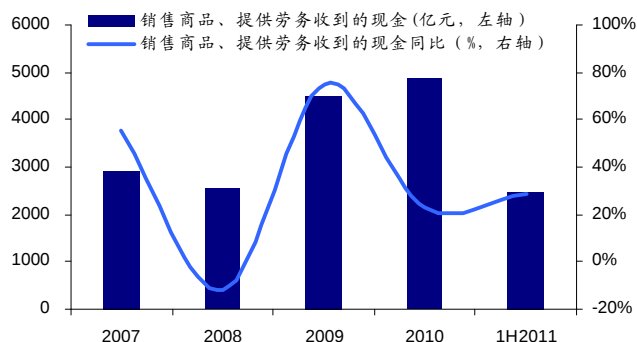


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.2 当期销售和资金状况

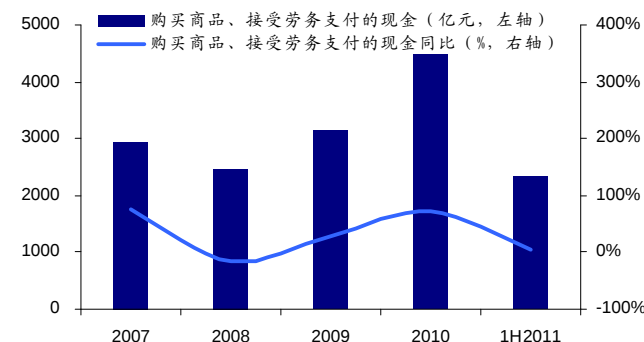
2011 年上半年 A 股地产企业销售商品、提供劳务收到的现金为 2455 亿元，同比增长 29%。此外，行业 2011 年上半年购买商品、接受劳务支付的现金为 2341 亿，低于销售商品、提供劳务收到的现金 114 亿元。

图 15 A 股地产企业商品销售保持增长



资料来源：CEIC、海通证券研究所

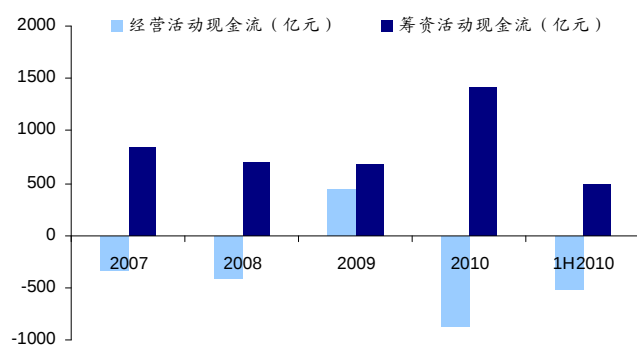
图 16 A 股地产企业营运现金支出有所扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

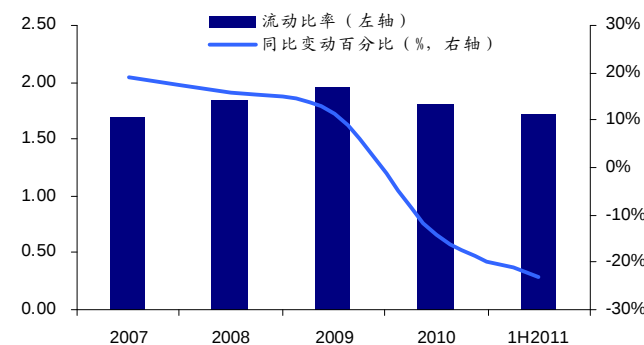
2011 年上半年 A 股地产企业经营活动现金流为-518 亿，筹资活动现金流为 483 亿。2011 年上半年上市地产企业流动比率和速动比率分别是 1.73 和 0.49，有息负债率为 48%。

图 17 A 股地产企业融资需求扩大



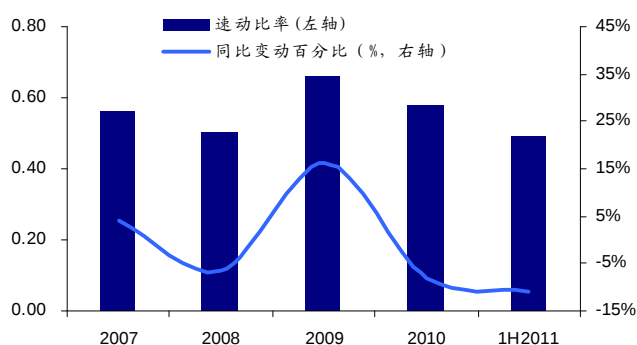
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 18 A 股地产企业流动比例基本正常



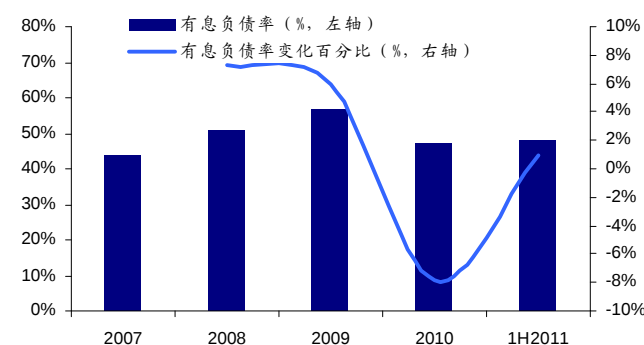
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 19 A 股地产企业速动比例基本正常



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 20 A 股地产企业资产负债率保持高位



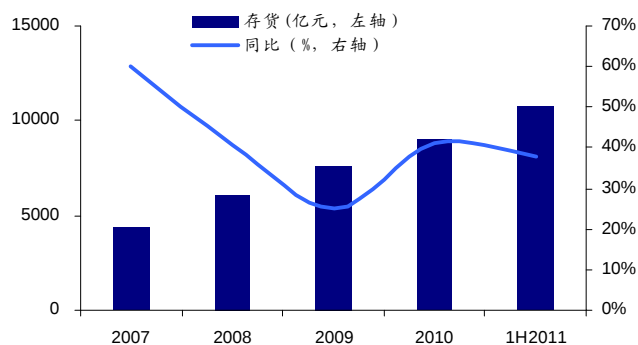
资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.3 未来业绩的锁定情况

2011 年上半年上市地产企业累计存货达到 10711 亿元，处于近 4 年以来最高水平。我们认为目前存货中已销售的在建商品房和已竣工商品房占比较大。作为原材料的土地数量较 09 年有所增长，但是均衡来看增长幅度有限。2011 年上半年企业明显缩小拿地

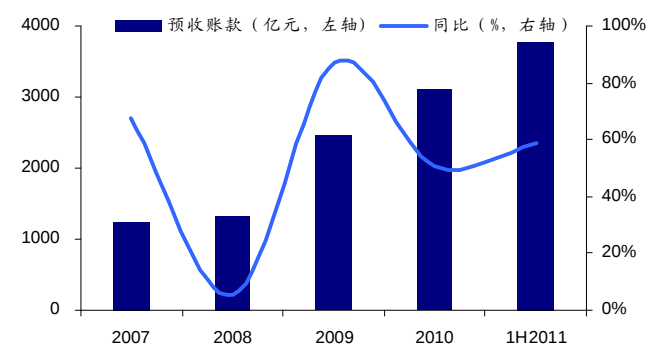
规模，说明开发商已经开始通过紧缩扩张规模来应对调控。此外按照近今年拿地成本，开发商手中产品依旧具备价格调整的空间。综合以上几个因素，我们认为 2010 年土地购置所带来的库存压力暂时还不至于压倒地产商。

图 21 A 股地产企业存货有所扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 22 A 股地产企业预收帐款有所扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

从 2011 年上半年来看，上市地产企业累计预收款达到 4026 亿，同样处于近 4 年以来最高水平。预售账款的大幅增加将为未来业绩增长提供保障。

3. 重点上市公司 2011 半年度业绩分析

3.1 重点企业营业收入平均上涨 49%

以下是我们所关注的 23 家地产企业 2011 年上半年营业收入和同比增长情况。其中 15 家重点关注企业 2011 年上半年营业收入平均增长 49.20%。

表 1 A 股重点覆盖地产企业营业收入情况

		营业收入（亿元）				同比增长率（%）			
		2008	2009	2010	1H2011	2008	2009	2010	1H2011
000002	万科 A	409.92	488.81	507.14	199.89	15.38%	19.25%	3.75%	19.22%
600048	保利地产	155.2	229.87	358.94	151.91	91.24%	48.11%	56.15%	35.09%
600383	金地集团	97.62	120.98	195.93	51.60	30.38%	23.93%	61.95%	-41.00%
000024	招商地产	35.73	101.38	137.82	80.91	-13.10%	183.72%	35.95%	15.90%
000402	金融街	55.95	62.31	81.1	46.17	32.76%	11.37%	30.15%	133.20%
600376	首开股份	58.4	51.94	77.65	15.47	-19.51%	-11.06%	49.51%	-54.85%
600325	华发股份	34.79	40.07	58.75	31.61	60.66%	15.15%	46.64%	39.17%
002244	滨江集团	23.26	28.34	62.18	8.55	-11.58%	21.83%	119.44%	-2.44%
600823	世茂股份	4.77	10.61	45.69	33.19	-61.55%	122.38%	330.51%	80.65%
600007	中国国贸	8.97	8.71	10.36	7.52	1.20%	-2.88%	18.91%	77.52%
600266	北京城建	24.4	34.38	46.46	22.43	54.47%	40.91%	35.14%	402.70%
002146	荣盛发展	20.29	32.89	65.27	39.88	16.31%	62.12%	98.45%	39.53%
600246	万通地产	48.41	24.64	35.68	7.35	122.44%	-49.10%	44.82%	36.91%
600223	鲁商置业	26.11	25	30.18	3.40	101.25%	-4.23%	20.73%	-28.20%
600657	信达地产	27.54	41.04	41.33	10.42	119.43%	49.01%	0.72%	-15.43%
	合计/平均	1031.36	1300.97	1754.51	710.29	26.26%	26.14%	34.86%	49.20%
000616	亿城股份	10.47	34.22	30.74	7.14	-49.51%	226.78%	-10.15%	-30.61%
601588	北辰实业	41.81	49.01	55.64	24.70	-3.97%	17.21%	13.53%	21.13%
000608	阳光股份	15.14	9.88	30.42	2.98	16.79%	-34.73%	207.89%	-88.35%
600663	陆家嘴	17	34.88	27.54	26.60	-17.12%	105.19%	-21.06%	41.36%
600240	华业地产	5.33	12.1	22.49	9.28	-22.69%	126.84%	85.90%	-0.71%
600748	上实发展	20.11	22.73	33.63	17.36	24.10%	13.02%	47.97%	1.92%
002208	合肥城建	4.26	7.48	8.48	4.42	1.81%	75.76%	13.28%	-3.58%
000918	嘉凯城	9.91	73.53	91.78	27.67	-24.54%	641.93%	24.81%	-21.82%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.2 重点公司平均净利润 15%

15 家重点关注企业 2011 年上半年净利率水平为 14.56%。其中金融街、首开股份、世茂股份、北京城建保持了较高的净利率水平。

表 2 A 股重点覆盖地产企业净利润和利润率情况

		归属母公司股东的净利润（亿元）				净利率（%）			
		2008	2009	2010	1H2011	2008	2009	2010	1H2011
000002	万科 A	40.33	53.3	72.83	29.78	9.84%	10.90%	14.36%	14.90%
600048	保利地产	22.39	35.19	49.2	27.95	14.43%	15.31%	13.71%	18.40%
600383	金地集团	8.41	17.76	26.94	4.78	8.61%	14.68%	13.75%	9.27%
000024	招商地产	12.28	16.44	20.11	14.69	34.36%	16.22%	14.59%	18.15%
000402	金融街	10.39	13.66	17.82	12.70	18.58%	21.92%	21.98%	27.52%
600376	首开股份	5.71	9.32	13.45	3.07	9.77%	17.94%	17.31%	19.88%
600325	华发股份	6.51	6.8	7.52	2.90	18.72%	16.97%	12.80%	9.18%
002244	滨江集团	6.04	6.44	9.66	1.50	25.98%	22.72%	15.54%	17.51%
600823	世茂股份	0.61	2.06	8.74	4.81	12.79%	19.41%	19.13%	14.49%
600007	中国国贸	3.54	2.9	1.21	0.62	39.52%	33.24%	11.66%	8.24%
600266	北京城建	3.16	8.5	12.01	4.38	12.96%	24.72%	25.85%	19.52%
002146	荣盛发展	3.71	6.1	10.21	6.13	18.27%	18.53%	15.65%	15.38%
600246	万通地产	5.27	2.75	4.14	0.07	10.90%	11.14%	11.59%	0.98%
600223	鲁商置业	-2.97	4.39	4.41	0.26	-11.39%	17.57%	14.61%	7.74%
600657	信达地产	5.08	6.46	4.18	1.80	18.45%	15.75%	10.12%	17.32%
	合计/平均	130.47	192.06	262.44	115.45	12.65%	14.76%	14.96%	14.56%
000616	亿城股份	2.71	4.2	5.47	1.03	25.87%	12.28%	17.78%	14.43%
601588	北辰实业	4.49	5.77	2.03	3.26	10.74%	11.78%	3.65%	13.18%
000608	阳光股份	0.28	2.67	4.35	0.05	1.87%	27.03%	14.31%	1.84%
600663	陆家嘴	8.8	11.32	11.92	8.92	51.80%	32.46%	43.28%	33.54%
600240	华业地产	0.97	1.17	2.92	1.62	18.21%	9.67%	12.99%	17.41%
600748	上实发展	3.63	2.44	3.29	2.28	18.07%	10.76%	9.78%	13.12%
002208	合肥城建	0.83	1.11	1.38	0.70	19.55%	14.81%	16.30%	15.82%
000918	嘉凯城	-3.92	11.97	11.15	0.07	-39.52%	16.28%	12.15%	0.26%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.3 重点公司平均预收帐款 5.76 元/股

15 家重点关注企业 2011 年年度每股预收帐款达到 5.76 元，同比增长 68.59%。其中保利地产、滨江集团每股预收帐款分别达到 11.56 和 12.24 元/股，位居前列。首开股份、北京城建、招商地产、万科 A 每股预收帐款也分别达到 7.66、6.53、6.96 和 9.74 元。

表 3 A 股重点覆盖地产企业预收账款情况

		对应当前股本的每股预收账款 (元/股)				同比增长率			
		2008	2009	2010	1H2011	2008	2009	2010	1H2011
000002	万科 A	2.18	2.89	6.77	9.74	10.74%	32.53%	134.46%	135.92%
600048	保利地产	2.14	6.52	11.26	11.56	-10.43%	204.44%	72.79%	77.85%
600383	金地集团	1.2	2.76	4.22	5.70	41.86%	129.70%	52.67%	143.79%
000024	招商地产	1.59	5.53	6.56	6.96	1392.17%	247.74%	18.64%	44.02%
000402	金融街	0.11	0.93	2.96	4.06	-62.41%	708.30%	218.67%	195.56%
600376	首开股份	3.16	4.55	6.48	7.66	-16.62%	43.92%	42.58%	114.83%
600325	华发股份	3.83	5.01	6.66	6.23	-7.13%	30.86%	32.85%	-24.00%
002244	滨江集团	3.15	5.3	9.2	12.24	9.27%	68.06%	73.81%	101.01%
600823	世茂股份	0.01	1.58	2.46	2.18	-97.23%	19032.56%	55.55%	32.48%
600007	中国国贸	0.04	0.02	0.05	0.05	-1.63%	-38.91%	98.57%	58.74%
600266	北京城建	1.3	3.53	5.58	6.53	-37.92%	171.06%	58.01%	1.07%
002146	荣盛发展	0.7	2.72	4.92	4.16	16.63%	286.44%	80.86%	69.74%
600246	万通地产	0.88	1.83	2.68	3.25	-66.47%	108.68%	46.83%	19.46%
600223	鲁商置业	0.3	1.86	3.37	4.19	340.96%	521.80%	80.81%	48.66%
600657	信达地产	0.92	1.38	1.45	1.89	1675.02%	50.26%	4.71%	9.68%
	平均	1.43	3.09	4.98	5.76	-3.00%	115.71%	60.78%	68.59%
000616	亿城股份	0.76	1.88	1.14	0.83	-9.71%	145.47%	-39.46%	-57.48%
601588	北辰实业	1.38	1.08	0.64	0.68	45.86%	-21.96%	-40.66%	-37.38%
000608	阳光股份	0.53	3.2	0.23	0.40	-58.69%	505.08%	-92.98%	-18.42%
600663	陆家嘴	2.39	1.08	0.4	0.37	79.12%	-54.82%	-62.81%	25.98%
600240	华业地产	0.19	2.06	1.5	1.54	61.29%	980.28%	-27.07%	-34.01%
600748	上实发展	0.23	1.66	1.97	3.13	3.88%	614.51%	18.80%	137.61%
002208	合肥城建	0.89	2.21	2.44	2.76	5.59%	148.74%	10.35%	34.69%
000918	嘉凯城	0.21	1.93	0.79	1.08	370.52%	827.28%	-58.97%	-14.32%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.4 重点公司平均存货 13.16 元/股

存货方面 15 家重点关注企业 2011 年上半年度每股存货达到 13.16 元/股，同比增长 36.1%。重点企业中金融街存货增长幅度最大，同比增长 195%。金融街存货增大的主要原因是近今年公司土地扩张明显提速。公司去年到今年连续在天津、北京等核心地段取得核心地块。我们认为公司已经进入基本面拐点，后期发展有望提速。

表 4 A 股重点覆盖地产企业存货情况

		对应于当前股本的每股存货 (元/股)				增长率				
		2008	2009	2010	1H2011	2007	2008	2009	2010	1H2011
000002	万科 A	7.81	8.19	12.13	15.59	94.55%	29.22%	4.87%	48.01%	53.65%
600048	保利地产	8.78	13.13	24.02	23.41	149.31%	43.12%	49.52%	82.86%	48.48%
600383	金地集团	6.36	9.07	10.17	13.55	118.12%	52.70%	42.56%	12.11%	33.57%
000024	招商地产	13.9	17.74	22.53	25.90	103.77%	39.04%	27.62%	27.04%	31.35%
000402	金融街	3.61	6.13	9.4	9.60	9.96%	70.88%	69.80%	53.39%	5.04%
600376	首开股份	12.13	13.8	21.8	21.07	10.01%	6.44%	13.71%	58.03%	56.80%
600325	华发股份	11.64	13.77	17.25	17.71	78.52%	80.14%	18.32%	25.27%	-1.63%
002244	滨江集团	4.34	8	9.87	16.96	65.72%	7.68%	84.49%	23.30%	98.53%
600823	世茂股份	1.01	8.06	8.24	8.24	-28.69%	-4.96%	699.88%	2.23%	9.36%
600007	中国国贸	0.01	0.01	0.03	0.02	-12.61%	25.06%	44.14%	104.65%	64.20%
600266	北京城建	6.98	9.54	12.93	14.46	64.43%	3.10%	36.72%	35.62%	18.88%
002146	荣盛发展	3.15	5.92	9.25	8.79	113.27%	11.74%	88.14%	56.10%	59.67%
600246	万通地产	3.92	4.82	4.93	5.48	33.09%	-1.19%	23.07%	2.24%	4.71%
600223	鲁商置业	3.63	4.94	6.87	10.72	-27.34%	1728.16%	36.05%	39.10%	46.94%
600657	信达地产	4.07	4.12	5.65	5.86	10.70%	4728.76%	1.37%	37.05%	11.92%
	平均	6.09	8.48	11.67	13.16	59.22%	39.98%	39.33%	37.58%	36.10%
000616	亿城股份	3.63	4.68	6.48	6.09	9.31%	41.32%	29.08%	38.46%	19.75%
601588	北辰实业	4.1	4.06	4.5	4.42	181.66%	8.62%	-0.96%	10.92%	4.66%
000608	阳光股份	4.17	4.47	3.72	4.61	30.11%	44.86%	7.05%	-16.73%	58.31%
600663	陆家嘴	5.11	5.03	5.25	5.61	15.57%	57.03%	-1.63%	4.43%	17.87%
600240	华业地产	3.09	6.74	10.23	11.01	7.73%	105.28%	118.05%	51.84%	73.34%
600748	上实发展	6.17	7.84	11.74	11.29	-19.25%	465.23%	27.01%	49.77%	25.93%
002208	合肥城建	2.17	3.45	4.11	7.99	137.91%	2.26%	58.93%	19.09%	89.40%
000918	嘉凯城	0.05	3.76	7.24	8.61	-56.18%	-8.43%	6991.49%	92.62%	66.82%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.5 每股销售商品、提供劳务所收到的现金为 2.91 元/股

每股销售商品、提供劳务所收到的现金能真实反映企业当期销售情况。15 家重点关注企业 2011 年上半年该指标达到 2.91 元/股，同比增长 47.42%。其中保利地产该指标达到 5.46 元/股，属于我们所覆盖公司中最高水平。其次是招商地产，万科和北京城建，分别为 5.13，4.58 和 3.42 元/股。

表 5 A 股重点覆盖地产企业销售商品、提供劳务收到的现金情况

		每股销售商品、提供劳务所收到的现金（元/股）				同比增长率			
		2008	2009	2010	1H2011	2008	2009	2010	1H2011
000002	万科 A	3.89	5.24	8.01	4.58	-4.32%	34.62%	53.00%	74.60%
600048	保利地产	3.58	9.22	12.48	5.46	17.15%	157.84%	35.36%	61.00%
600383	金地集团	2.54	4.26	5.83	2.64	17.26%	67.94%	36.74%	70.86%
000024	招商地产	3.61	9.27	9.24	5.13	63.66%	157.08%	-0.37%	52.40%
000402	金融街	1.04	2.47	4.72	2.67	-21.71%	137.46%	90.64%	145.31%
600376	首开股份	4.36	5.8	8.72	3.68	-39.09%	33.07%	50.49%	50.99%
600325	华发股份	3.88	5.98	8.79	2.62	-22.92%	54.15%	46.96%	-55.74%
002244	滨江集团	1.98	4.24	8.32	3.67	-27.75%	114.47%	96.20%	153.68%
600823	世茂股份	0.12	2.35	4.31	2.96	-89.69%	1938.61%	83.39%	106.51%
600007	中国国贸	0.89	0.85	1	0.70	0.57%	-4.36%	16.71%	61.87%
600266	北京城建	1.88	5.8	7.49	3.42	-30.80%	208.00%	29.02%	6.70%
002146	荣盛发展	1.49	4.17	6.7	2.48	-2.44%	180.16%	60.55%	31.72%
600246	万通地产	1.87	3.61	3.72	1.24	-33.95%	92.99%	3.08%	-7.34%
600223	鲁商置业	1.74	3.07	4.49	1.18	14.56%	76.24%	46.19%	-38.40%
600657	信达地产	1.63	2.82	2.59	1.14	68.00%	73.29%	-8.29%	-2.82%
	合计/平均	2.3	4.61	6.43	2.91	-12.28%	100.54%	39.38%	47.42%
000616	亿城股份	0.98	4.56	2.32	0.49	-52.94%	364.68%	-49.20%	-60.34%
601588	北辰实业	1.69	1.24	1.21	0.79	8.24%	-26.60%	-2.64%	27.29%
000608	阳光股份	1.28	3.99	1.07	0.57	-44.89%	213.12%	-73.20%	-14.43%
600663	陆家嘴	1.24	0.56	0.78	1.13	1.57%	-54.84%	39.27%	357.97%
600240	华业地产	0.89	2.8	3.82	1.48	-3.78%	214.81%	36.41%	-43.90%
600748	上实发展	2.04	3.67	3.44	2.51	58.02%	80.29%	-6.17%	80.43%
002208	合肥城建	1.38	3.66	2.88	1.69	-10.15%	165.77%	-21.39%	33.26%
000918	嘉凯城	0.73	4.72	3.75	2.05	-11.68%	549.64%	-20.55%	49.47%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3.6 大部分地产企业均在冲抵回之前的资产减值准备

虽然上半年土地市场并不景气，但是当前地价并未呈现大幅下降趋势。上半年大部分开发商仍在冲抵前期资产减值准备。大规模预提资产减值的现象并不明显。

表 6 A 股重点覆盖地产企业资产减值准备情况

		资产减值准备 (亿元)				
		2007	2008	2009	2010	1H2011
000002	万科 A	0.19	12.68	-5.24	-5.45	0.68
600048	保利地产	0.07	3.04	-2.74	0.09	0.09
600383	金地集团	0.01	3.58	-2.74	-0.49	0.05
000024	招商地产	-0.05	4.08	0	0.06	0.00
000402	金融街	0.17	2.23	-1.1	-1.42	0.14
600376	首开股份	0	0.89	-0.66	-0.22	-0.02
600325	华发股份	0.02	0.21	0.02	0.03	0.66
002244	滨江集团	0.18	-0.16	0.31	-0.03	-0.07
600823	世茂股份	0.08	-0.02	-0.03	0.05	0.08
600266	北京城建	0.07	0.07	-0.2	-0.01	0.00
002146	荣盛发展	-0.03	0.59	0.09	0.09	0.06
600246	万通地产	-0.03	0.64	0.65	0	-0.01
600223	鲁商置业	0.01	0.88	-0.02	0.21	-0.01
600657	信达地产	0.5	-0.35	-0.22	0.03	-0.03
	合计	1.19	28.36	-11.87	-7.07	0.12
000616	亿城股份	0.07	-0.03	0.16	-0.11	0.20
601588	北辰实业	-0.01	0.01	-0.03	-0.04	0.00
000608	阳光股份	0.09	0.92	1.12	0.03	0.00
600663	陆家嘴	-0.01	0.36	0.22	-0.07	-0.01
600240	华业地产	0	0.12	-0.1	-0.02	0.00
600748	上实发展	0.03	0.12	0.11	-0.13	-0.09
002208	合肥城建	0	0.05	0.13	0.03	0.01
000918	嘉凯城	0.95	-0.17	0.31	0.2	-0.01

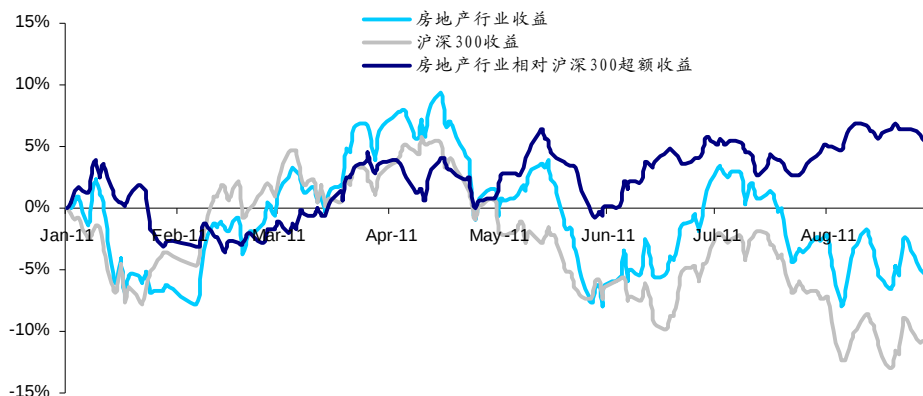
资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 房地产板块的市场表现、估值水平

4.1 板块 2011 年 1 月至今运行情况总结

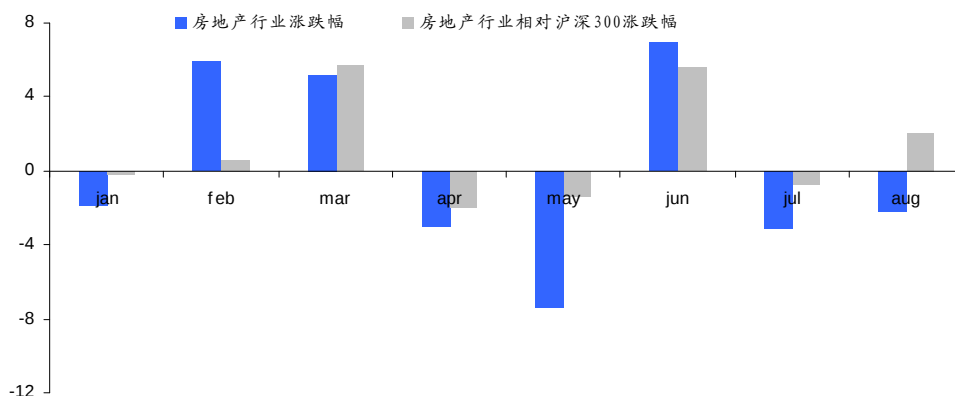
2011 年 1 月至今房地产行业指数的累积收益率为-5.88%，沪深 300 指数的累积收益率为-11.13%，板块对沪深 300 指数的超额收益率在 5.25%。从各个单月表现情况来看，房地产指数在 2011 年 2 月、3 月、6 月、8 月跑赢大盘。其中 6 月超额收益率达到 5.58%为全年最高。2011 年 4 月板块表现最差，超额收益率分别是-2.05%。

图 23 2011 年 1 月至今房地产指数和沪深 300 指数收益情况 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

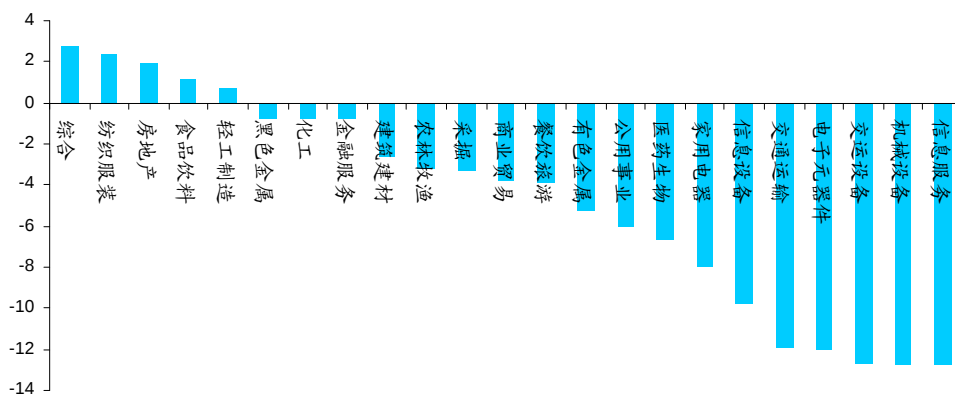
图 24 2011 年 1 月至今各个单月房地产指数收益情况



资料来源: Wind、海通证券研究所

2011 年 1 月至今份房地产板块在同期各板块中收益排名第三,排在综合和纺织服装之后。

图 25 2011 年 1 月至今各板块收益情况(%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

4.2 板块合理估值水平

对于我们重点跟踪的 18 家地产上市企业而言, 目前对应 2010 年平均静态市盈率在 14.5 倍, 对应 2011 年平均动态市盈率在 11.78 倍。

表 7 A 股重点覆盖地产企业估值情况

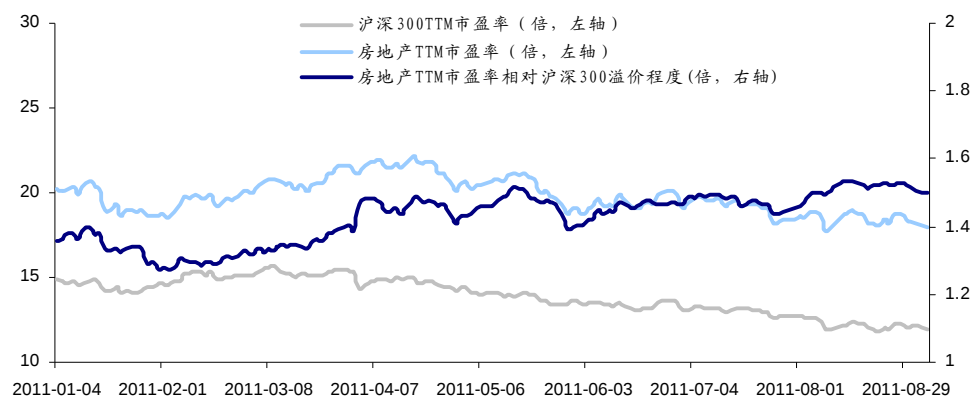
证券简称	收盘价 元	总股本 亿股	总市值 亿元	所有者 权益 亿元	净利润 亿元	每股预 收 元/股	市净 率 倍	EPS (元/股)			PE(倍)		
								10	11E	12E	10	11E	12E
万科 A	8.03	109.95	882.92	442.33	72.83	6.77	1.91	0.66	0.91	1.17	12.17	8.78	6.86
保利地产	10.31	59.48	613.27	297.09	49.20	8.67	1.94	1.08	1.16	1.51	9.55	8.91	6.82
招商地产	18.43	17.17	316.50	182.07	20.11	6.56	1.63	1.17	1.54	1.96	15.73	12.00	9.40
金地集团	5.91	44.72	264.27	176.80	26.94	4.22	1.47	0.60	0.77	1.00	9.85	7.69	5.91
金融街	6.66	30.27	201.60	169.01	17.82	2.96	1.21	0.59	0.73	0.93	11.29	9.08	7.16
嘉凯城	5.80	18.04	104.64	40.12	11.15	0.79	2.67	0.62	0.71	0.91	9.35	8.17	6.37
华侨城 A	7.31	55.93	408.88	132.16	30.39	0.63	2.90	0.98	0.68	0.87	7.47	10.82	8.42
首开股份	11.08	14.95	165.61	104.73	13.45	4.99	1.57	1.17	1.17	1.53	9.47	9.49	7.22
苏宁环球	8.03	20.43	164.07	35.60	7.72	1.82	4.44	0.45	0.52	0.69	17.84	15.31	11.66
新湖中宝	4.70	62.11	291.90	84.80	15.60	0.37	3.29	0.31	0.32	0.43	15.16	14.88	10.83
万通地产	4.15	12.17	50.50	31.92	4.14	2.68	1.69	0.34	0.49	0.66	12.21	8.52	6.31
华发股份	10.07	8.17	82.28	57.62	7.52	6.66	1.43	0.92	1.10	1.44	10.95	9.13	6.98
格力地产	6.97	5.78	40.26	17.84	1.44	2.31	1.95	0.25	0.56	0.87	27.88	12.45	8.01
南京高科	11.25	5.16	58.07	49.41	3.14	1.33	1.19	0.61	0.80	1.17	18.44	14.06	9.62
亿城股份	3.87	11.92	46.13	33.42	5.47	0.95	1.38	0.55	0.51	0.68	7.04	7.59	5.69
中国国贸	9.05	10.07	91.16	43.39	1.21	0.05	2.11	0.12	0.29	0.40	75.42	31.21	22.63
天房发展	4.19	11.06	46.33	40.09	2.26	4.37	1.13	0.20	0.34	0.44	20.95	12.32	9.52
天津松江	6.66	6.26	41.72	8.95	1.86	4.04	5.07	0.30	0.35	0.47	22.20	19.03	14.17
栖霞建设	4.59	10.50	48.20	37.22	2.84	1.02	1.46	0.27	0.31	0.40	17.00	14.81	11.48
张江高科	8.82	15.49	136.59	62.09	4.78	0.18	2.23	0.31	0.41	0.56	28.45	21.51	15.75
福星股份	9.45	7.12	67.32	47.13	5.01	1.76	1.26	0.70	0.89	1.16	13.50	10.62	8.15
世茂股份	14.24	11.71	166.69	82.41	8.74	2.46	1.71	0.75	0.97	1.32	18.99	14.73	10.76
滨江集团	9.08	13.52	122.76	43.02	9.66	9.20	2.82	0.71	0.89	1.47	12.79	10.18	6.17
荣盛发展	8.58	18.64	159.90	47.60	10.21	3.79	3.10	0.71	0.77	1.07	12.08	11.09	8.05
冠城大通	7.73	7.36	56.85	21.76	5.19	5.26	2.05	0.70	1.05	1.33	11.04	7.38	5.81
华业地产	12.16	6.45	78.43	23.62	2.92	1.50	3.11	0.45	0.79	1.12	26.85	15.37	10.91
广宇集团	4.86	4.99	24.23	14.00	2.19	4.54	1.75	0.44	0.57	0.79	11.05	8.54	6.17
京投银泰	6.85	7.41	50.74	17.09	2.69	1.11	2.75	0.36	0.43	0.77	19.03	15.86	8.86

资料来源: wind、海通证券研究所

备注: 收盘价为 2011 年 9 月 6 日

从 PE 估值看, 截至 9 月 5 日房地产板块的整体估值 (PE-TTM) 为 17.75 倍。该市盈率水平几乎为今年的最低值。从溢价率指标看, 房地产行业 17.75 倍的估值相对于沪深 300 指数 11.95 倍估值的溢价率为 0.50 倍, 处于年内的相对高位。

图 26 板块和市场 PE 情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

考虑到行业 2011 年预收帐款仍处于历史最高水平，未来业绩依旧有望保持较高的增长水平，因此行业后期大幅度跑输板块的可能性不大。板块后期市盈率还有望跟随大盘一起提升。因此，我们认为房地产行业重点公司 2011 年动态 PE 在 15 倍左右属于合理水平。

5. 投资建议和择股思路

截至 9 月 5 日，A 股市场 TTM 市盈率在 15.4 倍，房地产板块 TTM 市盈率在 17.75 倍，继续维持对行业的“增持”评级。目前重点跟踪企业平均 2011 年动态市盈率在 11.78 倍（一线蓝筹 2011 年动态在 9 倍上下），按照我们给予重点公司 2011 年 15 倍动态市盈率来看，目前仍具备较大上涨空间。进入 9 月中后段后，板块投资机会有望逐渐明朗，主要是 1) 目前销售不畅，后期行业价格调整应该会更加明朗。2) 后期国内 CPI 将呈现稳健回落趋势。3) 行业相对中游产业的估值优势依旧明显。维持行业增持评级，认为“下半年价格有望松动，从而对板块估值构成支撑”。

基于以上逻辑，我们认为择股方面应该侧重三条主线：

- 1) 具备价格调整能力的龙头地产包括万科 A、保利地产、华侨城和首开股份；
- 2) 资金安全性高的金融街和滨江集团；
- 3) 集团背景雄厚的京投银泰。

6. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

表 8 重点关注公司年报情况汇总

公司名称	总市值 亿元	每股预收 账款 元/股	有息 负债率 (%)	全年 开工计划 万平	全年 竣工计划 万平	上半年签约 销售金额 亿元	海通预计 全年销售 亿元	公司预计 1-9 月业绩
广宇集团	25	5.11	25	60 (维持)	26 (维持)	6.89	20 (下调)	同比下降幅度小于 50%
滨江集团	125	9.40	127	-	-	42.53	100	同比下降幅度在 60%-80%
嘉凯城	106	5.94	107	148	50	15.29		同比下降 83.68%
荣盛发展	157	8.61	160	409	187	41	135	同比增长 50%-60%
招商地产	319	19.19	330	277	147	68	200	-
万科 A	891	8.14	895	1329	729	657	1200	-
北京城建	119	13.52	120	66	7	31	70	-
亿城股份	47	3.94	47	-	-	4.6	50	-
南京高科	59	11.90	61	-	-	10.6	-	-
栖霞建设	48	4.47	47	182.62	29.82	8.8	-	-
首开股份	170	11.61	174	381	100	49	240	-
世茂股份	169	14.65	171	180	71	28	80	-
金融街	203	6.83	207	330	110	68	150	同比增长 127%至 177%
金地集团	270	6.17	276	383(上调)	207 (下调)	137	350	-
天房发展	48	4.43	49		68	7	-	-
天津松江	42	6.54	41	90 (下调)	35 (不变)	12	25	累计净利润可能为亏损
华业地产	78	12.54	81	-	-	-	30	
合肥城建	24	7.88	25	-	-	-	-	同比增长 0%至 30%
保利地产	634	10.91	649	-	-	319	700	-
京投银泰	52	7.23	54	-	-	-	-	-
华发股份	83	10.31	84	-	-	-	-	-
格力地产	41	7.29	42	-	-	-	-	-
张江高科	140	0.22	60.18	-	-	-	-	-
新湖中宝	292	9.26	143	-	70.21	20.09	-	-
福星股份	68	2.76	61.17	-	-	23	80	-
中国国贸	92	0.05	53.86	-	-	-	-	-

资料来源：海通证券研究所
收盘价为 2011 年 9 月 6 日

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别 评级 说明		
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。