



证券研究报告·行业三季报综述

业绩有保障 资金压力不容小视

—房地产行业 2011 年三季报综述

三季度净利润同比增长 14.92%，增速略有下滑。

沪深两市 132 家房地产上市公司 2011 年前三季度实现营业收入 2321.02 亿元，营业利润 437.84 亿元，净利润 300.09 亿元，同比分别增长 13.7%，13.37% 和 14.92%，比去年同期增速分别下降 10.36 个、5.45 个和 0.8 个百分点。

由于信贷紧张，导致有息负债率连续三个季度下降。

由于房企从银行获得贷款以及信托融资的难度越来越大，导致有息负债率连续三个季度下降。截至 2011 年 9 月 30 日，132 家房地产上市公司资产负债率为 72.37%，达到自 2008 年以来的新高；有息负债率为 46.96%，创自 2008 年以来的新低。预计第四季度房地产行业的融资环境不会改观，有息负债率有可能继续下降。

存货占比上升，销售回笼和融资能力下降，资金压力不容小视。

资产结构上，现金占流动资产的比重明显下降，而存货占比上升，房地产销售低迷还将持续，房地产行业去库存压力较大。截至 2011 年 9 月 30 日，132 家房地产上市公司持有现金 2182.77 亿元，占流动资产比重为 14.19%，现金占比为自 2008 年以来的最低水平。与之比较，存货占比为 72.52%，达到自 2008 年以来的最高水平。市值靠前的公司整体存货压力更大。由于销售不畅，房企资金回笼能力下降。而另一方面，证监会对房地产上市公司的股权和债权融资已关闸两年，严重影响了房地产上市公司的融资能力，上市公司资金压力不容小视。为了缓解资金压力，房地产上市公司大都采取压缩投资的办法，以减少现金流出。

预收款项保障今年业绩，但销售低迷现状影响明年业绩。

前三季度，132 家房地产上市公司预收款项同比增长 47.03%。经过 2008 年的调整，上市公司在业绩调整方面更有经验，预留了充分的预收款项来支撑业绩，2011 年房地产上市公司整体业绩的增长已成定论。由于限购等对销售影响较大的政策预计明年还将持续，而房价的全面松动更加剧了观望情绪，预计至少在明年上半年房地产销售还很难有起色，这将影响明年业绩的稳步增长。

投资评价及建议

政策中性和估值低位奠定了板块的反弹基础，板块中期的反转有待交易量的持续回暖。目前房价处于全面松动的初期，此阶段一般会加剧观望，成交量的回暖还有待时日。在现有的政策环境和估值水平上，维持对行业的增持评级。板块反弹中可把握几类公司的交易性机会：1、前期跌幅较大的国有房地产公司，这类公司在融资能力上会优于民营公司，如首开股份、鲁商置业、信达地产等；2、预收款项丰富，业绩有保障的公司，如滨江集团、万科、保利地产等；3、无资金压力，有望在行业调整中获得机会的公司，如绵世股份等；4、有资金压力或项目枯竭，壳资源较好的小型房地产企业可关注业务转型带来的投资机会。

请参阅最后一页的重要声明

房地产

维持

增持

陈莹

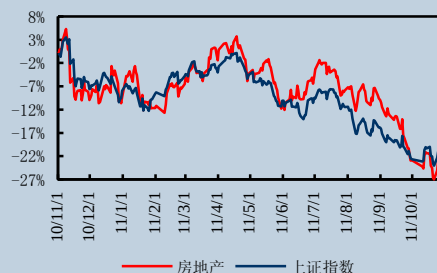
chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440510120043

发布日期：2011 年 11 月 2 日

市场表现



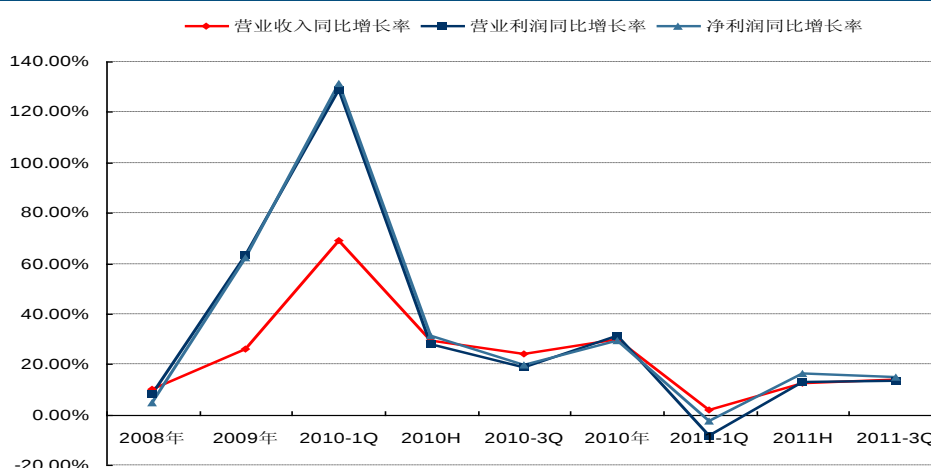
三季度净利润同比增长 14.92%，增速略有下滑

受房地产销售低迷的影响，房地产上市公司 2011 年三季度的业绩增速继续下滑。Wind 数据统计，沪深两市 132 家房地产上市公司（剔除全部 ST 公司，下同）2011 年前三季度实现营业收入 2321.02 亿元，比 2010 年同期 2041.43 亿元的营业收入增长 13.7%，相对于去年同期 24.06% 的增速下降了 10.36 个百分点；实现营业利润 437.84 亿元，净利润 300.09 亿元，同比分别增长 13.37% 和 14.92%，比去年同期 18.82% 和 15.72% 的增速分别下降 5.45 个百分点和 0.8 个百分点。

其中市值前 20 位的 20 家房地产上市公司 2011 年前三季度实现营业收入 1240.13 亿元，同比增长 15.29%，比去年同期 24.77% 的增速下降 9.48 个百分点；实现营业利润 263.01 亿元，净利润 181.08 亿元，同比分别增长 10.66% 和 10.9%，比去年同期 22.27% 和 27% 的增速分别下降 11.61 个百分点和 16.1 个百分点。2011 年前三季度市值前 20 位房地产上市公司营业收入、营业利润、净利润占 132 家房地产上市公司的比重分别为 53.43%、60.07% 和 62.53%，与去年同期 52.69%、61.54% 和 60.34% 的比重相比变化不大，说明在目前房地产行业调整的背景下，房地产行业的整合力度不大，仍然比较分散。

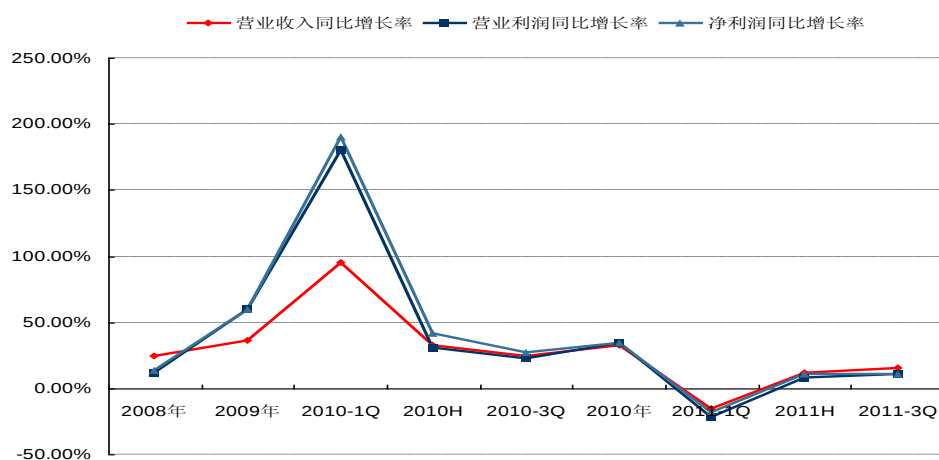
与 2011 年中期相比，2011 年前三季度房地产上市公司的营业成本略有提高，132 家房地产上市公司销售毛利率为 37.74%，比 2011 年中期的 38.8% 下降 1.06 个百分点，其中市值前 20 位房地产上市公司毛利率高于整体水平，达到 40.21%，比 2011 年中期的 40.87% 下降 0.66 个百分点。销售费用、管理费用和财务费用占销售收入比重的增加导致房地产上市公司营业利润率和净利率的下降幅度大于毛利率降幅。2011 年前三季度，132 家房地产上市公司营业利润率为 16.22%，净利率为 12.93%，分别比 2011 年中期下降 1.4 和 1.18 个百分点，其中市值前 20 位房地产上市公司营业利润率为 19%，净利率为 14.6%，分别比 2011 年中期下降 1.45 和 1.71 个百分点。由于市值前 20 位房地产上市公司的销售毛利率高于整体水平，因此在此轮行业调整中产品的可调整空间更大，为上述公司在此轮调整中赢得一定优势。

图 1：132 家房地产上市公司 2011 年三季报收入和利润增长情况



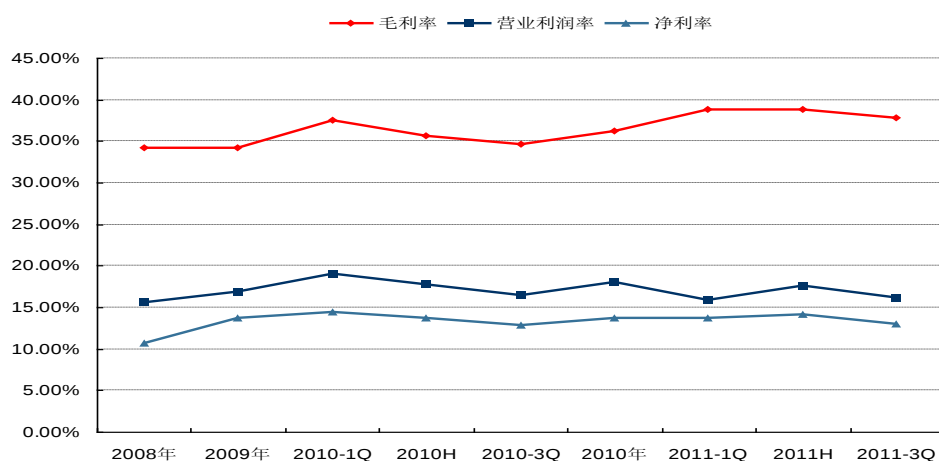
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图 2：市值前 20 家房地产上市公司 2011 年三季报收入和利润增长情况



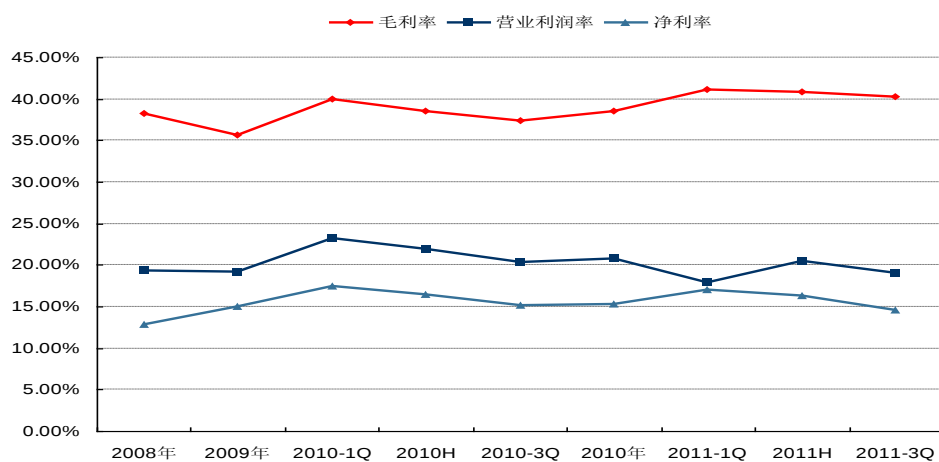
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 3：132 家房地产上市公司 2011 年三季报毛利率和净利率情况



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 3：市值前 20 家房地产上市公司 2011 年三季报毛利率和净利率情况



由于信贷紧张，导致有息负债率连续三个季度下降

今年以来，由于对房地产行业的严厉调控及信贷紧缩，房地产企业从银行获得贷款以及信托融资的难度越来越大，导致有息负债率连续三个季度下降。截至 2011 年 9 月 30 日，132 家房地产上市公司资产负债率为 72.37%，比 2011 年中期的 71.82% 上升 0.55 个百分点，达到自 2008 年以来的最高水平；扣除预收款项后的有息负债率为 46.96%，比 2011 年中期略有下降，达到自 2008 年以来的最低水平。其中市值前 20 位 20 家房地产上市公司资产负债率、有息负债率分别为 75.74%、44.49%，分别位于自 2008 年以来的最高和最低水平。由于受信贷额度紧张和行业调控依旧从严的影响，预计第四季度房地产行业的融资环境不会改观，有息负债率有可能继续下降。

表 1：132 家房地产上市公司 2011 年三季度偿债能力指标

	2008 年	2009 年	2010-1Q	2010H	2010-3Q	2010 年	2011-1Q	2011H	2011-3Q
资产负债率	63.42%	65.58%	67.00%	68.44%	69.98%	70.11%	71.08%	71.82%	72.37%
有息负债率	51.53%	47.45%	48.41%	48.56%	47.93%	49.36%	48.01%	47.88%	46.96%
流动比率	1.79	1.90	1.94	1.92	1.88	1.79	1.76	1.71	1.67
速动比率	0.50	0.65	0.65	0.59	0.58	0.58	0.53	0.49	0.46
负债/净资产	191.13%	209.60%	224.21%	241.48%	260.50%	264.34%	276.83%	290.03%	302.38%
经营活动现金净额/									
负债	-8.25%	6.12%	-5.32%	-9.16%	-8.81%	-7.92%	-3.19%	-3.84%	-4.94%

资料来源：wind，中信建投证券研发部

表 2：市值前 20 家房地产上市公司 2011 年三季度偿债能力和资产结构指标

	2008 年	2009 年	2010-1Q	2010H	2010-3Q	2010 年	2011-1Q	2011H	2011-3Q
资产负债率	65.47%	67.18%	68.53%	69.93%	72.10%	72.60%	73.90%	74.84%	75.43%
有息负债率	50.97%	46.79%	48.49%	48.95%	47.28%	47.81%	45.86%	45.87%	44.49%
流动比率	1.86	1.97	2.00	2.01	1.92	1.80	1.74	1.67	1.63
速动比率	0.51	0.66	0.64	0.60	0.59	0.60	0.53	0.47	0.44
负债/净资产	212.15%	228.46%	244.67%	263.65%	294.22%	304.91%	324.86%	345.29%	362.53%
经营活动现金净额/									
负债	-7.86%	2.90%	-6.89%	-12.45%	-9.93%	-8.85%	-4.09%	-4.07%	-5.05%

资料来源：wind，中信建投证券研发部

存货占比上升，销售回笼和融资能力下降，资金压力不容小视

资产结构上，现金占流动资产的比重明显下降，而存货占比上升，房地产销售低迷还将持续，房地产行业去库存压力较大。截至 2011 年 9 月 30 日，132 家房地产上市公司持有现金 2182.77 亿元，占流动资产比重为 14.19%，现金占比为自 2008 年以来的最低水平。与之比较，存货占比不断上升，132 家房地产上市公司持有存货账面值为 11154.48 亿元，占流动资产比重为 72.52%，存货占比达到自 2008 年以来的最高水平。市值前 20 位的房地产上市公司持有现金 1355.23 亿元，占流动资产比重为 13.98%，低于上市公司整体水平；持有存货账面值为 7052.03 亿元，占流动资产比重为 72.74%，高于上市公司整体水平，现金占比和存货占比分别是自 2008 年以来的最低和最高水平。市值靠前的公司整体存货压力更大。



受房地产销售市场低迷的影响，房地产上市公司资金回笼能力有所下降。而另一方面，证监会对房地产上市公司的股权和债权融资已关闸两年，严重影响了房地产上市公司的融资能力（132家房地产上市公司前三季度筹资活动现金净流量同比下降 47.61%），上市公司资金压力不容小视。为了缓解资金压力，房地产上市公司大都采取压缩投资的办法，减少了现金流出。2011 年前三季度，132 家房地产上市公司通过销售回笼资金 3630.34 亿元，同比增长 21.02%，与前两季度 37.54% 和 28.52% 的增长率比较，增速下滑；132 家公司前三季度购买商品接受劳务支出的现金为 3415.77 亿元，同比仅增长 6%，低于销售回笼资金的增幅。市值前 20 位的房地产上市公司销售回笼资金同比增长 34.43%，高于 21.02% 的整体增长水平，说明在销售低迷的市场环境下，大公司凭借其公司实力和品牌优势在销售上更占优势，这有利于调整中行业集中度的提高。

表 3：132 家房地产上市公司 2011 年三季报资产结构指标

	2008 年	2009 年	2010-1Q	2010H	2010-3Q	2010 年	2011-1Q	2011H	2011-3Q
现金/流动资产	16.35%	21.82%	20.28%	18.26%	18.08%	18.57%	16.23%	15.63%	14.19%
存货/流动资产	72.10%	65.73%	66.57%	68.96%	68.91%	67.60%	69.74%	71.55%	72.52%
流动资产/总资产	82.79%	84.91%	85.78%	86.48%	86.76%	86.61%	86.91%	87.39%	87.71%
流动负债/总负债	72.85%	68.02%	66.00%	65.97%	65.98%	68.87%	69.52%	71.04%	72.37%
短期借款/现金	63.74%	31.73%	34.85%	38.73%	35.81%	34.90%	37.50%	38.94%	42.49%
预收账款/流动负债	25.73%	40.63%	42.04%	44.03%	47.76%	42.97%	46.69%	46.93%	48.52%
短期借款/流动负债	18.67%	13.18%	13.71%	13.55%	12.17%	11.62%	10.71%	10.42%	10.10%
销售商品提供劳务									
现金流入同比增长	-11.87%	73.58%	61.80%	22.50%	15.48%	24.52%	37.54%	28.52%	21.02%
购买商品接受劳务									
现金流出同比增长	-9.92%	25.59%	198.78%	159.16%	97.94%	70.99%	14.44%	2.24%	6.00%
筹资活动现金净流									
量同比增长率	-18.08%	-6.56%	217.61%	513.85%	167.97%	101.50%	-58.99%	-46.89%	-47.61%

资料来源：wind，中信建投证券研发部

表 4：市值前 20 家房地产上市公司 2011 年三季报资产结构指标

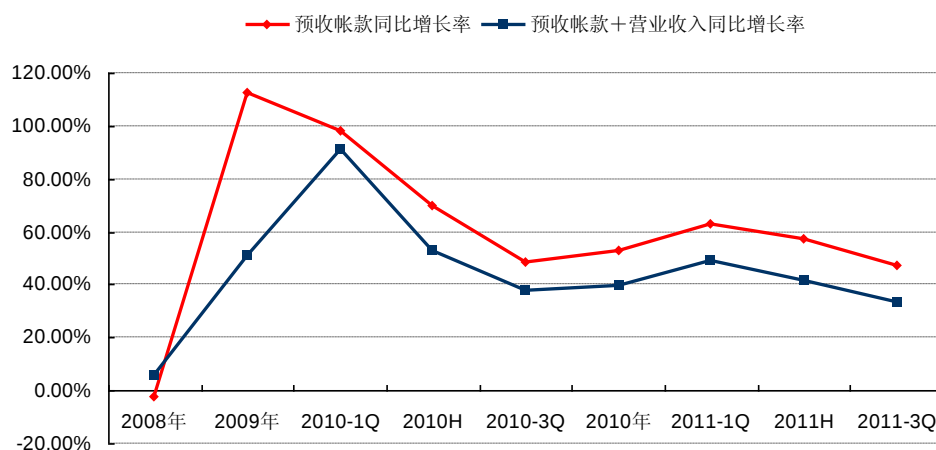
	2008 年	2009 年	2010-1Q	2010H	2010-3Q	2010 年	2011-1Q	2011H	2011-3Q
现金/流动资产	17.14%	21.25%	19.39%	17.33%	18.07%	18.47%	15.50%	15.43%	13.98%
存货/流动资产	72.43%	66.36%	68.18%	70.25%	69.16%	66.65%	69.43%	71.66%	72.74%
流动资产/总资产	88.29%	89.29%	89.99%	90.18%	90.20%	89.95%	90.06%	90.30%	90.76%
流动负债/总负债	72.68%	67.63%	65.69%	64.05%	65.28%	68.79%	70.07%	72.19%	73.73%
短期借款/现金	43.97%	24.84%	28.70%	34.08%	28.54%	27.87%	30.64%	31.52%	34.50%
预收账款/流动负债	30.47%	44.88%	44.53%	46.83%	52.73%	49.63%	54.16%	53.63%	55.64%
短期借款/流动负债	13.98%	10.37%	11.13%	11.89%	9.88%	9.27%	8.26%	8.13%	7.87%
销售商品提供劳务									
现金流入同比增长	2.82%	78.96%	47.26%	16.80%	22.21%	38.59%	71.58%	59.85%	34.43%
购买商品接受劳务									
现金流出同比增长	-9.05%	40.87%	242.72%	197.30%	112.23%	78.67%	30.22%	11.17%	11.75%
筹资活动现金净流									
量同比增长率	-24.18%	7.14%	367.15%	996.57%	149.58%	92.29%	-60.45%	-47.49%	-48.96%

资料来源：wind，中信建投证券研发部

预收款项保障今年业绩，但销售低迷现状影响明年业绩

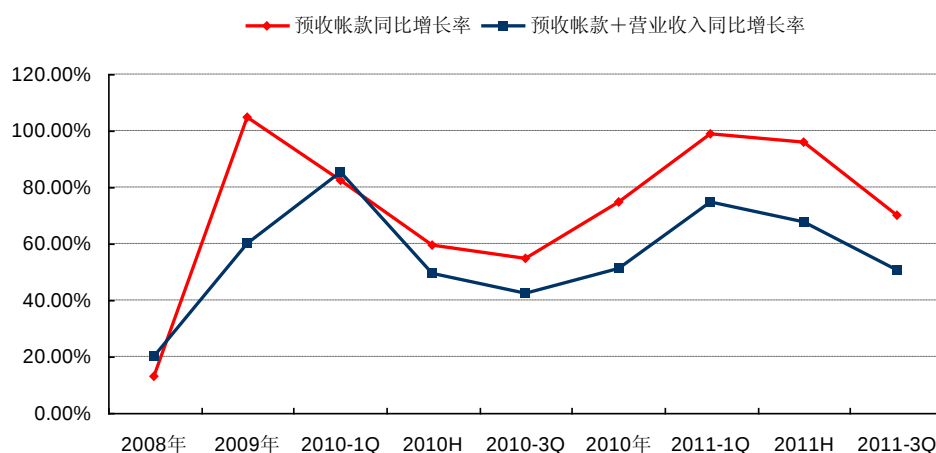
商品房预售制度使得预收款项成为预测房地产公司业绩的先行指标之一。2011 年前三季度，132 家房地产上市公司预收款项总额为 4456.35 亿元，同比增长 47.03%，与去年同期 48.46% 的增幅相比基本相当。其中市值前 20 位 20 家房地产上市公司预收款项为 3304.79 亿元，同比增幅为 70.06%，高于去年同期 54.8% 的增幅。综合考虑营业收入，132 家房地产上市公司 2011 年前三季度营业收入和预收款项总额的增长率为 33.62%，略低于去年同期 37.57% 的增幅。其中市值前 20 位 20 家房地产上市公司营业收入和预收款项总额的增长率为 50.54%，高于去年同期 42.57% 的增幅。预收款项的稳步增长说明经过 2008 年的调整，房地产上市公司在业绩调整方面更有经验，预留了充分的预售款项来支撑业绩，2011 年房地产上市公司整体业绩的增长已成定论，但由于限购等对房地产销售影响较大的政策预计明年还将持续，而目前房价的全面松动更加剧了购房者的观望情绪，预计至少在明年上半年房地产销售还很难有起色，这将对 2012 年房地产上市公司业绩的稳步增长造成影响。

图 4：132 家房地产上市公司 2011 年三季报预收款项增长情况



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 5：市值前 20 家房地产上市公司 2011 年三季报预收款项增长情况



资料来源：wind，中信建投证券研发部

投资评价及建议

珠海双限令政策的出台粉碎了房地产调控短期放松的预期，此轮调控以遏制房价过快上涨为显性目标，在资金压力下，开发商已经开始选择性降价，部分房价短期上涨较快、供应量大的地区房价降幅在加大，个别楼盘甚至发生老业主因不满降价冲撞售楼处的群体性事件。在成交量低迷，房价开始下跌的背景下，采取更为严厉的政策已无必要，但为了保住现有调控政策效果，政策短期不会放松。

经过前段时间的下跌，目前房地产板块的估值处于近几年历史低位，部分公司股价甚至跌破了净资产。2011年前三季度，132家房地产上市公司全面摊薄每股收益0.23元，以2011年10月31日收盘价为基准，按2011年整体业绩增长20%测算，2011年市盈率为14倍，其中市值前20位20家房地产上市公司2011年市盈率为11倍。通过对2011年前三季度预收款项分析，我们预测2012年房地产上市公司整体业绩仍能保持增长，但增速会下降。

政策中性和估值低位奠定了房地产板块的反弹基础，板块中期的反转有待交易量的持续回暖。目前房价处于全面松动的初期，此阶段一般会加剧观望，成交量的回暖还有待时日。在现有的政策环境和估值水平上，我们维持对行业的增持评级。板块反弹中可把握几类公司的交易性机会：1、前期跌幅较大的国有房地产公司，这类公司在融资能力上会优于民营公司，如首开股份、鲁商置业、信达地产等；2、预收款项丰富，业绩有保障的公司，如滨江集团、万科、保利地产等；3、无资金压力，有望在行业调整中获得机会的公司，如绵世股份等；4、有资金压力或项目枯竭，壳资源较好的小型房地产企业可关注业务转型带来的投资机会。



分析师介绍

陈莹：房地产行业研究员，中国政法大学经济法学硕士，2007年5月加入中信建投研究发展部，从事房地产行业研究至今，之前曾连续4年担任某国土资源管理部门法律顾问。结合中国特色的经济和政治环境对我国房地产行业进行宏观和微观研究，力求提供有价值的投资建议。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。