

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

行业挺过限购调控之后明显好转

——房地产行业 2012 年中报综述

证券研究报告—行业分析报告

同步大市（维持）

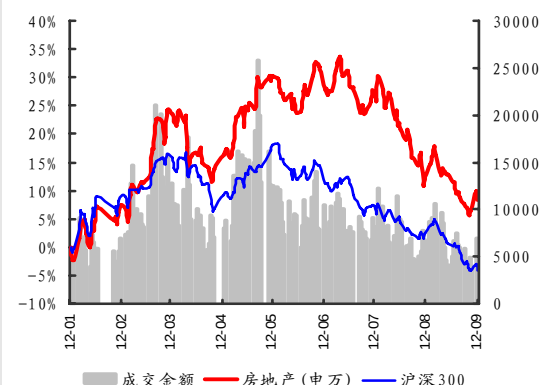
发布日期: 2012 年 9 月 6 日

盈利预测和投资评级

公司简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
保利地产	1.10	1.11	9.23	增持
万科 A	0.88	1.13	7.36	买入
华夏幸福	3.28	2.23	7.87	增持
金科股份	0.92	1.17	7.81	增持
金融街	0.67	0.76	7.67	增持
金地集团	0.67	0.76	6.83	增持
福星股份	0.73	0.89	8.44	买入

注: 股价为 2012 年 9 月 5 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8013

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

本报告以 SW 房地产板块共 139 家上市公司为统计分析样本, 对行业 2012 年中期业绩的成长性、盈利能力、偿债能力等进行了较为全面的综述, 得出了行业已经挺过限购调控最艰难时期, 行业整体状况明显好转的基本结论, 维持行业“同步大市”的投资评级。

投资要点:

● **行业中期成长性增强。**在经历限购调控之后行业营业收入持续增长, 中期行业营业收入同比增长了 21.14%, 增速加速。调控改变了行业生态环境, 行业集中度分化加速, 市场集中度有所提升。

● **行业中期盈利水平保持高位。**虽然经历严厉调控, 但是受益于土地价格降低, 在房价略有降低和建安成本不断上涨的情况下, 行业的毛利率依旧保持在 39% 的高位。而受营销费用和财务费用增加的影响, 行业净利润增长率及净利润率有所降低。

● **行业中期偿债能力显著好转。**尽管银行信贷等资金来源依旧紧张, 但受益于楼市成交的持续回暖, 年初行业非常紧张的资金链状况得到显著的改善, 行业短期偿债能力显著提高。

● **存货压力依旧存在。**2012 年中期, 板块存货达到 1.36 万亿元, 存货规模再创历史新高, 但存货的增速放缓, 尽管行业销售持续回暖, 但是销售压力依旧很大。

● **由预收账款保障的业绩实现程度出现分化。**2012 年中期, 板块预售账款达到 5160 亿元, 预售账款规模再创历史新高, 但增速放缓, 与此同时, 业绩保障程度开始出现较明显的分化。

● **重点公司业绩基本符合预期。**由于存在结算时间上的差异, 公司 2012 年中期业绩表现差异较大, 但总体而言, 如果考虑到公司的销售和预售账款, 我们关注的大多数重点公司的业绩基本符合预期。其中行业龙头的销售持续回暖是行业好转的直接体现。

● **风险提示。**楼市持续回暖导致近期房价有所回升, 由此有可能会招致政策收紧的政策风险; 8 月销售有所回落, 在宏观经济减速及政策收紧的约束下, 楼市回暖中断甚至逆转的市场风险明显加大。

目 录

1. 2012 年中期行业业绩回顾	4
1.1 营业收入：增速触底持续回升	4
1.2 毛利率：持续稳定在高位	4
1.3 净利润：净利率略有下降	5
1.4 存货：规模创新高	6
1.5 预售账款：业绩保障程度分化	7
1.6 资金压力：显著缓解	8
2. 中期重点公司业绩	9
2.1 重点上市公司业绩：大多符合预期	9
2.2 行业龙头公司销售：全面回暖	10
2.3 投资策略	11
3. 风险提示	12

图 目 录

图 1: 房地产行业 2008-2012 年营业收入及增长率	4
图 2: 行业营业收入前 10 企业市场占有率	4
图 3: 房地产行业 2008-2012 年毛利率	5
图 4: 2011 年 1-11 月全国 133 个城市住宅用地成交楼面均价	5
图 5: 2011 年 1-11 月全国 133 个城市月度住宅用地溢价率	5
图 6: 房地产行业 2008-2012 年净利率及增长率	6
图 7: 房地产行业 2008-2012 年净利率及增长率	6
图 8: 房地产行业 2008-2012 年三费率	6
图 9: 房地产行业 2008-2012 年三费率明细	6
图 10: 房地产行业 2008-2012 年存货及增长率	7
图 11: 房地产行业 2008-2012 年真实存货及增长率	7
图 12: 房地产行业 2008-2012 年预收状况	7
图 13: 房地产行业 2008-2012 年短期偿债金额	9
图 14: 房地产行业 2008-2012 年短期债务覆盖率	9
图 15: 房地产行业 2008-2012 年资产负债率	9
图 16: 房地产行业 2008-2012 年真实资产负债率	9
图 17: 万科近两年销售金额与房价	10
图 18: 万科单月销售面积与销售金额及增长率	10
图 19: 保利地产近两年销售金额与房价	11
图 20: 保利地产单月销售面积与销售金额及增长率	11
图 21: 金地集团近两年销售金额与房价	11
图 22: 金地集团单月销售面积与销售金额及增长率	11

表 目 录

表 1: 重点公司 2012 年业绩保障程度	8
表 2: 重点上市公司 2012 年中期业绩	10

1. 2012 年中期行业业绩回顾

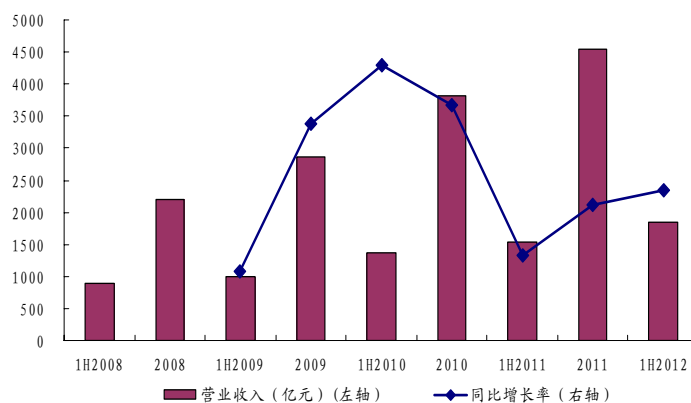
本报告的统计分析样本为 SW 房地产板块共 139 家上市公司（以后简称 SW 房地产板块）。

1.1 营业收入：增速触底持续回升

板块营业收入增幅自调控触底后连续回升。房地产板块 2012 年中期营业收入总计为 1856 亿元，同比增长了 21.14%，涨幅较上年同期涨幅（11.86%）增加了 9.27 个百分点，也比 2011 年末的涨幅（19.10%）增加了 2.04 个百分点。板块营业收入回升的原因除了结算进度的影响外，主要因为今年上半年房地产行业销售明显回暖。从营业收入的绝对额和增幅看，调控政策对房地产行业的影响已经明显趋弱。

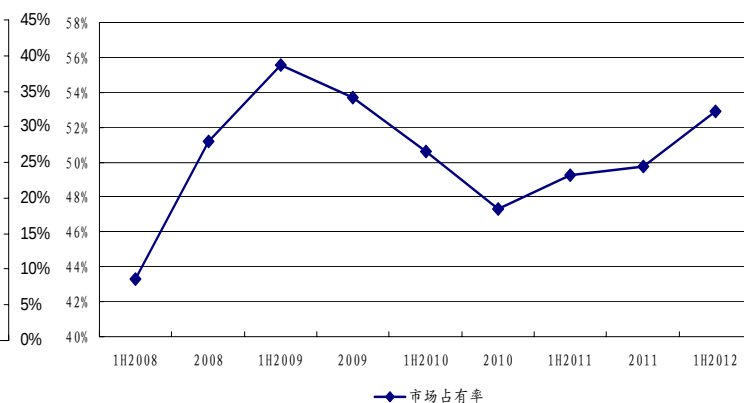
行业集中度自 2009 调控之后有集中的趋势。2009 年调控之后，随着行业低迷，行业集中度有集中的趋势。2010 年末，以行业前 10 企业营业收入占比衡量的行业集中度（以下简称行业集中度）为 33.19%，此后该集中度不断上升，2012 年中期以行业前 10 企业营业收入占比衡量的行业集中度为 52.87%。

图 1：房地产行业 2008-2012 年营业收入及增长率



资料来源：中原证券、Wind

图 2：行业营业收入前 10 企业市场占有率

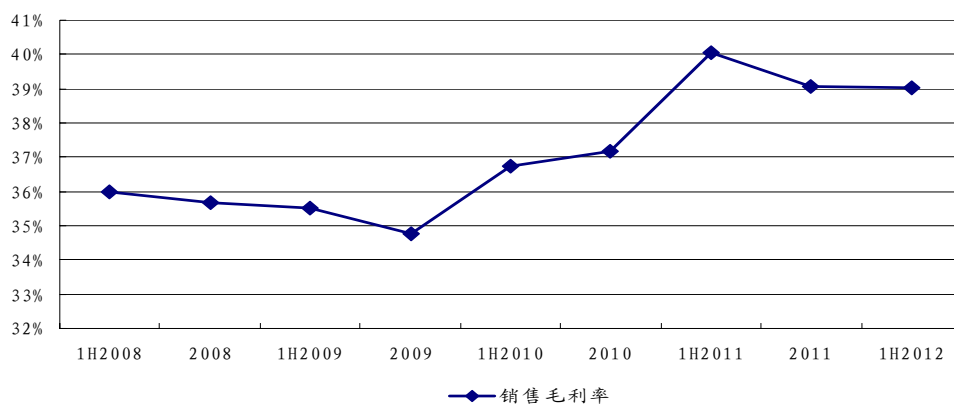


资料来源：中原证券、Wind

1.2 毛利率：持续稳定在高位

房产板块毛利率保持在高位。尽管房地产调控已经持续了近三年，且去年底开始房价有所下跌，但是板块毛利率并未受调控政策影响，依旧稳定在高位。2012 年中期，板块毛利率水平为 39.01%，与过去 4 个季度相差无几，且超出 2009-2010 年的毛利率水平。

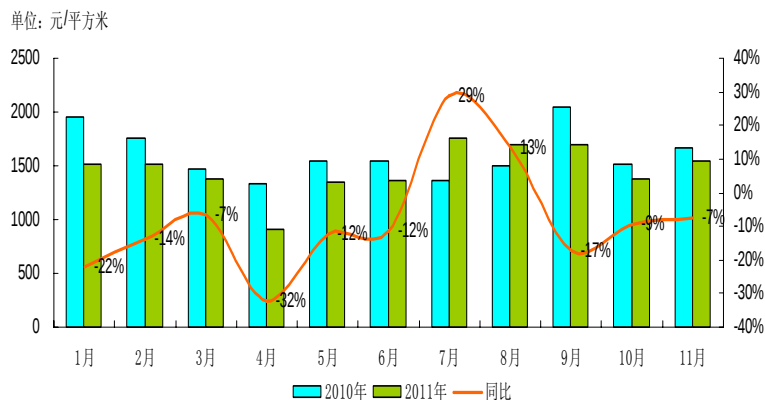
图 3: 房地产行业 2008-2012 年毛利率



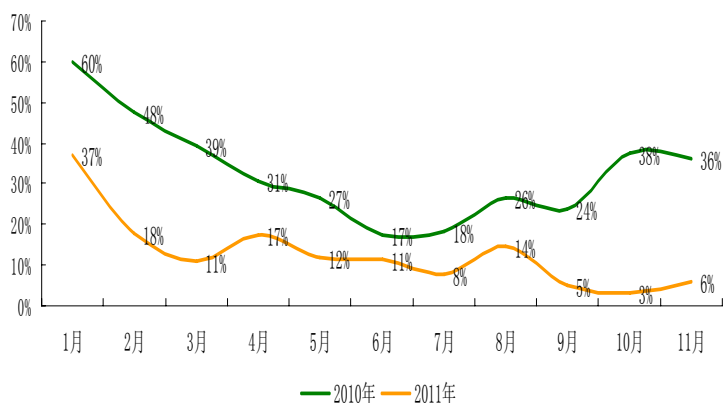
资料来源: 中原证券、Wind

土地成本降低是毛利率保持高位的主要原因。决定房地产行业毛利率的主要因素包括土地价格、建安成本和房价。目前行业结算的资源大多来源与一年半前的土地储备,在房价基本保持稳定和建安成本不断上涨的情况下,土地成本的降低是行业毛利率保持基本高位的主要原因。

图 4: 2011 年 1-11 月全国 133 个城市住宅用地成交楼面均价 图 5: 2011 年 1-11 月全国 133 个城市月度住宅用地溢价率



资料来源: 中原证券、Wind



资料来源: 中原证券、中国指数研究院

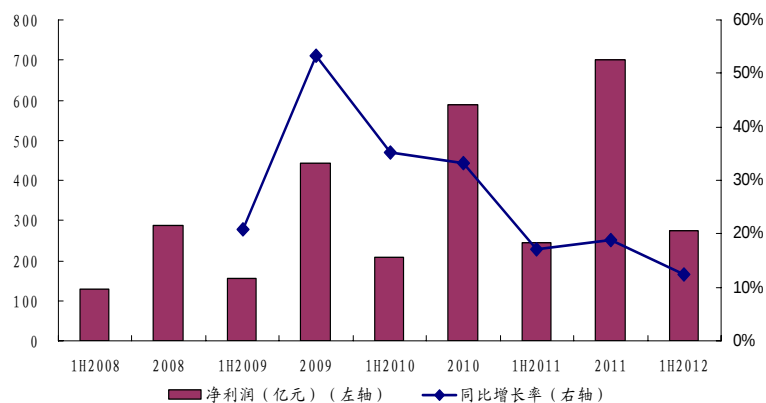
1.3 净利润: 净利率略有下降

板块净利率增速放缓。房地产板块 2012 年中期营业收入总计为 275 亿元,同比增长了 12.34%,增幅较上年同期涨幅 (17.10%) 减少了 4.76 个百分点,也比 2011 年末涨幅 (18.80%) 下滑了 6.45 个百分点。

行业净利率有所降低。房地产板块 2012 年中期净利率水平为 14.81%,较去年同期下降了 1.14 个百分点,较去年底下降了 0.63 个百分点。净利率的下降主要源于行业三费率有所提升,房地产板块 2012 年中期三费率为 12.02%,

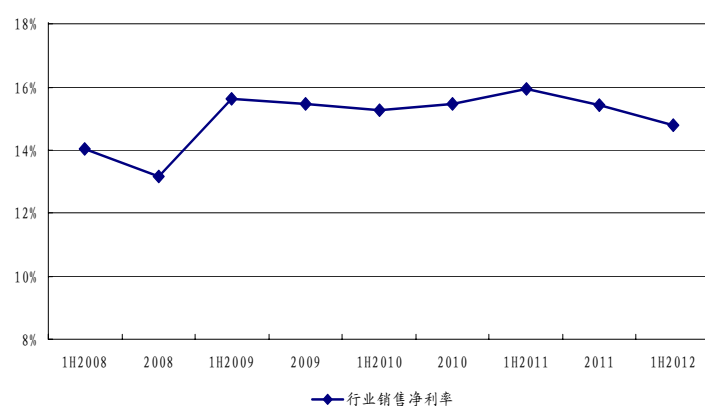
较去年同期增加了 0.5 个百分点，较去年底增加了 1.93 个百分点。而三费率的提升主要源于销售费用率和财务费用率的上升。销售市场低迷导致的促销费用增加和银行信贷收紧和加息是销售费率和财务费用率上涨的主要原因。

图 6：房地产行业 2008-2012 年净利率及增长率



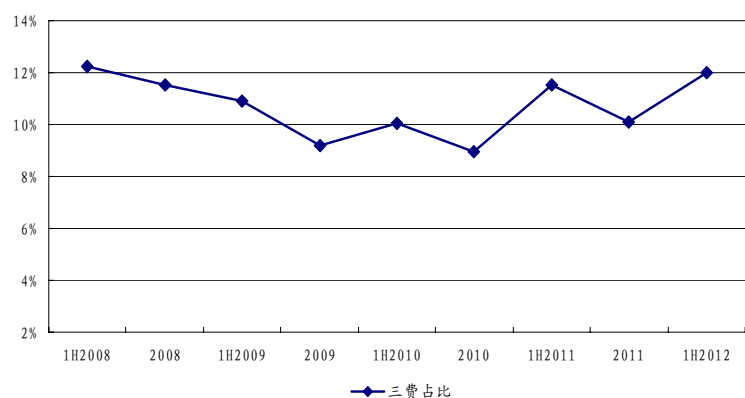
资料来源：中原证券、Wind

图 7：房地产行业 2008-2012 年净利率及增长率



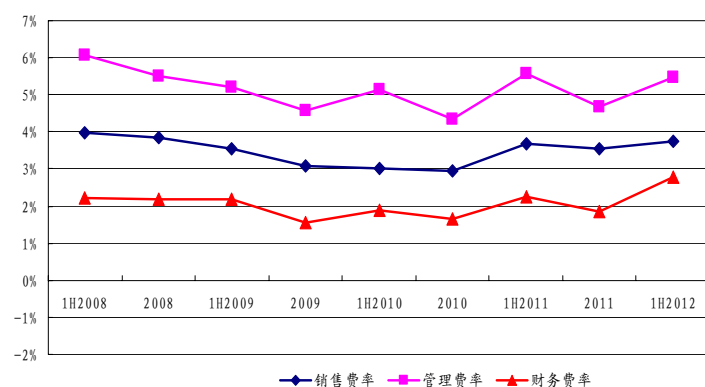
资料来源：中原证券、Wind

图 8：房地产行业 2008-2012 年三费率



资料来源：中原证券

图 9：房地产行业 2008-2012 年三费率明细

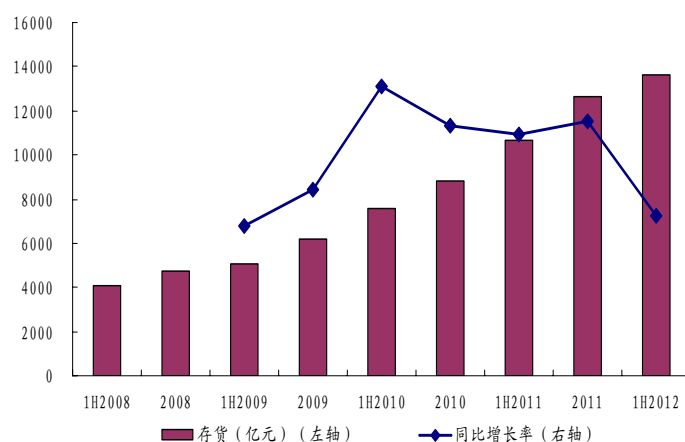


资料来源：中原证券

1.4 存货：规模创新高

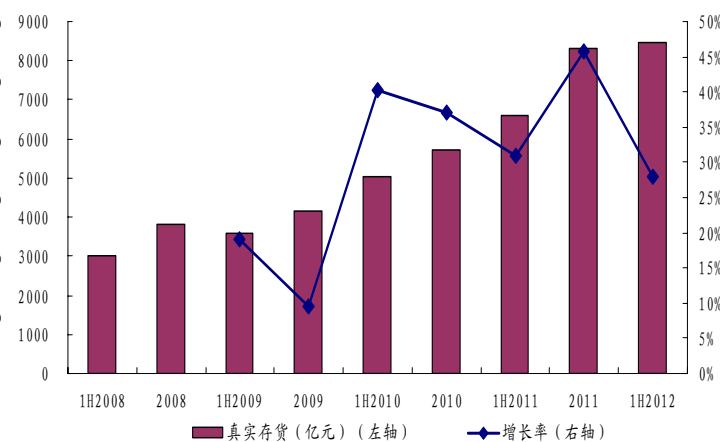
板块存货再创历史新高。2012 年中期，板块存货达到 1.36 万亿元，存货规模再创历史新高。但存货的增速放缓，2012 年中期存货的增长率为 27.23%，是 2009 年来的新低。由于存货中有部分已经预售，因此的真实存货应扣除预售账款以反映真实的销售压力。2012 年中期，行业真实存货为 8447 亿元，同比增长 27.93%。

图 10: 房地产行业 2008-2012 年存货及增长率



资料来源: 中原证券、Wind

图 11: 房地产行业 2008-2012 年真实存货及增长率

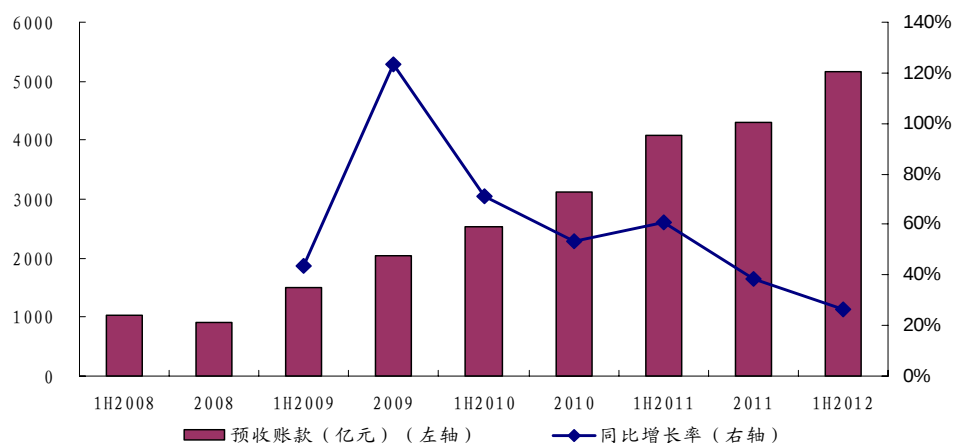


资料来源: 中原证券、Wind

1.5 预售账款: 业绩保障程度分化

预售账款规模创历史新高。2012 年中期, 板块预售账款达到 5160 亿元, 预售账款规模再创历史新高。但预售账款的增速放缓, 2012 年中期存货的增长率为 26.22%, 是 2009 年来的新低。

图 12: 房地产行业 2008-2012 年预收状况



资料来源: 中原证券、Wind

有预售账款保障的业绩锁定程度分化严重。以 2012 年中期的预售账款计算, 假设 2012 年业绩营业收入增长 20%, 则目前 SW 房地产板块业绩保障程度超过 100%的企业数达到近 30 家, 占行业的 20%, 但是保障程度低于 20%的也有近 50 家, 占行业的 37%。

表 1: 重点公司 2012 年业绩保障程度

		2011 营业收入 (亿元)	2012 中期预售 账款 (亿元)	2012 年收入增长假设			
				0%	10%	20%	30%
600340.SH	华夏幸福	77.90	210.40	2.70	2.46	2.25	2.08
600223.SH	鲁商置业	23.82	54.01	2.27	2.06	1.89	1.74
000002.SZ	万科 A	717.83	1308.65	1.82	1.66	1.52	1.40
600048.SH	保利地产	470.36	834.64	1.77	1.61	1.48	1.36
600266.SH	北京城建	52.47	90.20	1.72	1.56	1.43	1.32
000540.SZ	中天城投	33.30	55.96	1.68	1.53	1.40	1.29
000558.SZ	莱茵置业	9.93	15.44	1.55	1.41	1.30	1.20
000656.SZ	金科股份	98.66	146.71	1.49	1.35	1.24	1.14
600376.SH	首开股份	90.42	131.97	1.46	1.33	1.22	1.12
000024.SZ	招商地产	151.11	215.95	1.43	1.30	1.19	1.10
000718.SZ	苏宁环球	36.65	49.17	1.34	1.22	1.12	1.03
000031.SZ	中粮地产	55.41	70.80	1.28	1.16	1.06	0.98
600383.SH	金地集团	239.19	299.01	1.25	1.14	1.04	0.96
000961.SZ	中南建设	123.03	134.62	1.09	0.99	0.91	0.84
000926.SZ	福星股份	47.61	50.78	1.07	0.97	0.89	0.82
002146.SZ	荣盛发展	95.02	96.57	1.02	0.92	0.85	0.78
600239.SH	云南城投	1.64	1.11	0.68	0.61	0.56	0.52
600533.SH	栖霞建设	21.11	14.07	0.67	0.61	0.56	0.51

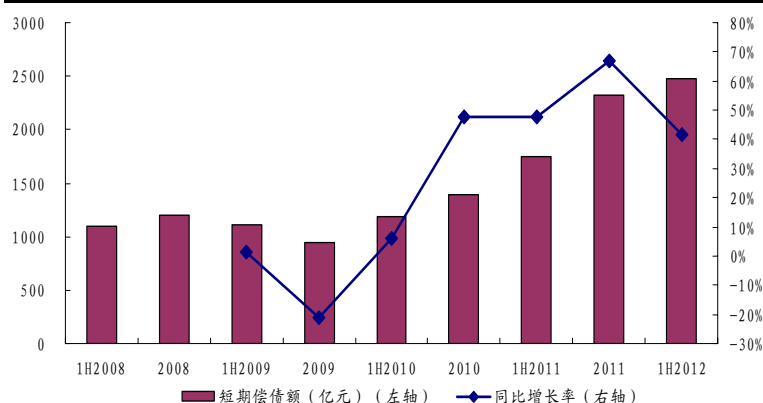
资料来源: 中原证券、Wind

1.6 资金压力: 显著缓解

短期资金压力较年初显著缓解。2012 年中期, 板块短期偿债金额总额为 2481 亿元, 增幅比 2011 年低大幅减少了 25 个百分点。在银行资金来源依旧紧张的情况下, 得益于楼市销售在 5、6 月份明显回暖, 行业短期偿债压力显著好转, 短期债务覆盖率 (货币资金/短期偿债金额) 提升至 1.06, 相比 2011 年底, 行业资金压力有了明显的提升。

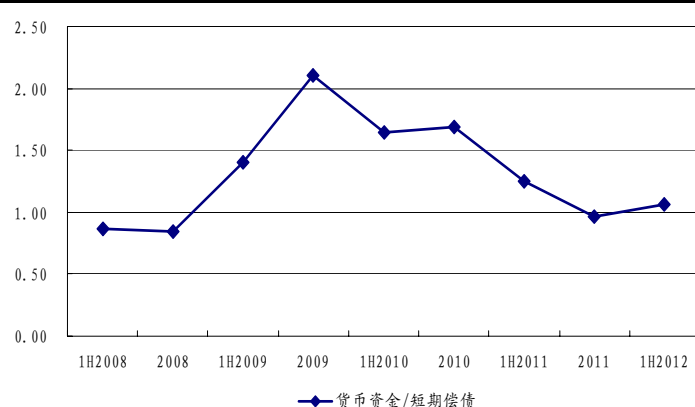
资产负债率基本稳定。2012 年中期, 行业资产负债率略有上升, 但是扣除预收账款的行业真实资产负债率 48.48%, 与过去 2 年基本持平。

图 13: 房地产行业 2008-2012 年短期偿债金额



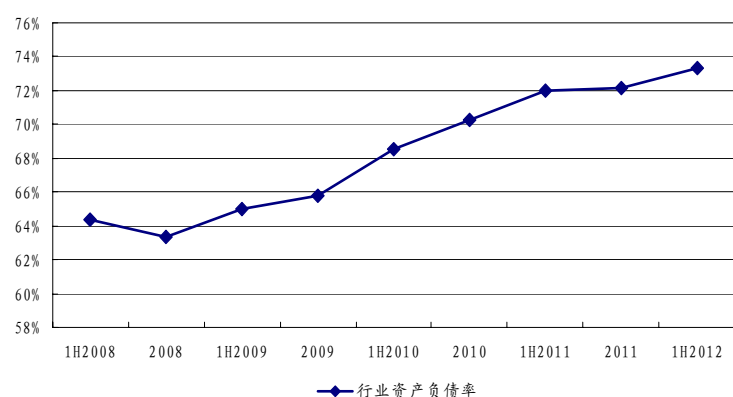
资料来源: 中原证券、Wind

图 14: 房地产行业 2008-2012 年短期债务覆盖率



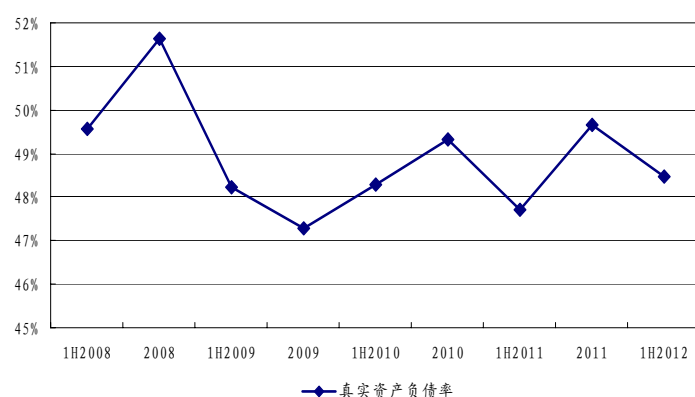
资料来源: 中原证券、Wind

图 15: 房地产行业 2008-2012 年资产负债率



资料来源: 中原证券、Wind

图 16: 房地产行业 2008-2012 年真实资产负债率



资料来源: 中原证券、Wind

2. 中期重点公司业绩

2.1 重点上市公司业绩: 大多符合预期

从我们重点关注的公司看, 由于存在结算时间上的差异, 公司 2012 年中期业绩表现差异较大, 但总体而言, 如果考虑到公司的销售和预售账款, 大多数公司的业绩基本符合预期。其中, 万科、保利地产、金地集团、招商地产、福星股份、荣盛发展、苏宁环球等基本符合预期, 华夏幸福、金科股份、首开股份、栖霞建设等略超预期, 而金融街、华侨城和北京城建等业绩略低于预期。

表 2: 重点上市公司 2012 年中期业绩

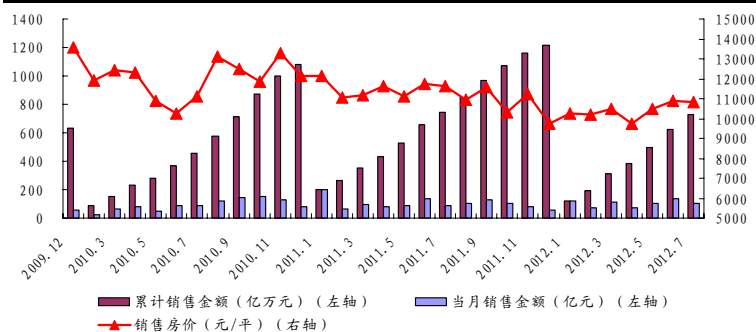
证券	代码	营业收入		归属上市公司股东净利润		每股收益	每股净资产	预收账款
		(亿元)	增长率	(亿元)	增长率	(元/股)	(元/股)	(亿元)
万科	000002	307.23	53.70%	36.24	18.20%	0.34	5.01	1308.65
保利地产	600048	201.83	32.86%	25.09	-10.55%	0.35	5.11	834.64
金地集团	600383	64.73	25.46%	5.00	-5.18%	0.11	4.69	299.01
招商地产	000024	100.81	24.58%	12.22	-16.76%	0.71	12.40	215.95
荣盛发展	002146	55.42	38.97%	8.38	36.59%	0.45	3.66	96.57
中南建设	000961	51.33	5.38%	4.68	13.31%	0.40	5.05	134.62
福星股份	000926	27.67	24.95%	2.44	8.36%	0.34	8.16	50.78
华夏幸福	600340	44.26	-	12.60	-	1.43	4.31	210.40
金科股份	000656	37.50	41.45%	6.47	83.11%	0.56	5.50	146.71
北京城建	600266	15.15	-32.43%	3.85	-12.05%	0.43	6.86	90.20
苏宁环球	000718	19.51	32.96%	4.13	21.41%	0.20	2.23	49.17
凤凰股份	600716	3.68	-	0.56	-	0.08	2.29	5.35
首开股份	600376	32.92	112.85%	3.55	17.74%	0.24	8.03	131.97
金融街	000402	51.39	11.31%	11.03	-13.17%	0.36	6.15	136.36
华侨城 A	000069	66.80	13.82%	10.42	-3.30%	0.14	2.34	40.19
栖霞建设	600533	14.02	27.60%	1.83	34.68%	0.17	3.33	14.07

资料来源: 中原证券、Wind

2.2 行业龙头公司销售: 全面回暖

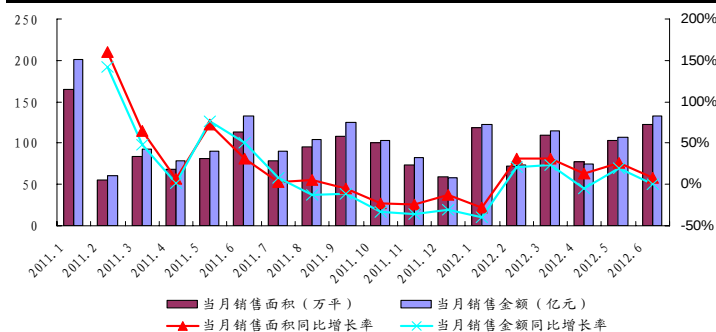
经历年初行业成交低迷之后, 从 3 月份开始, 在银行贷款及公积金政策放宽、降息等政策刺激下, 累积的刚性需求开始持续释放, 楼市成交量持续回暖。以万科、保利地产和金地集团为代表的行业龙头公司上半年都取得了较好的销售业绩。持续四个月的成交量回升极大地缓解困扰行业资金压力, 也为行业未来两年业绩增长提供了坚实的基础。销售回暖是行业挺过 2009 年“限购”调控困难而显著好转的直接表现。

图 17: 万科近两年销售金额与房价



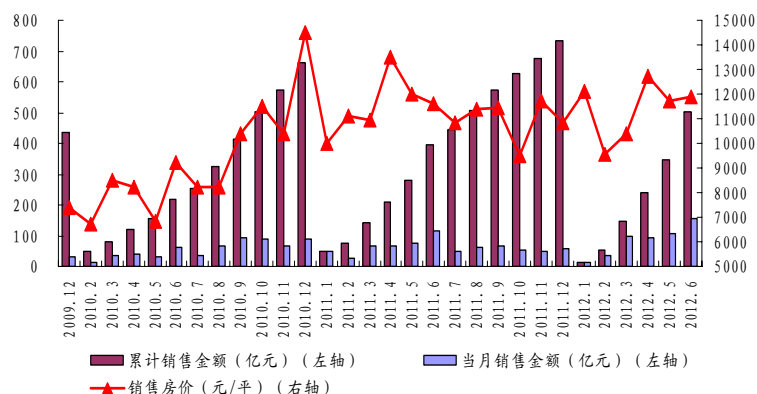
资料来源: 中原证券、公司公告

图 18: 万科单月销售面积与销售金额及增长率



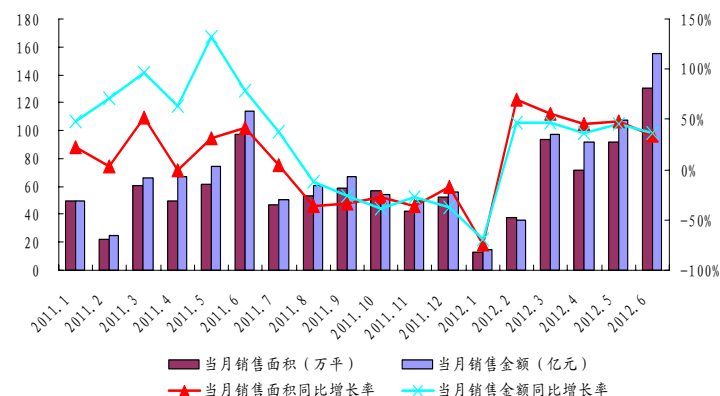
资料来源: 中原证券、公司公告

图 19: 保利地产近两年销售金额与房价



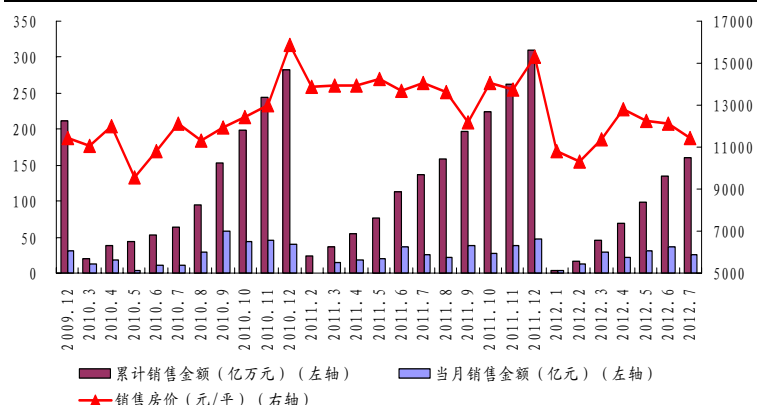
资料来源：中原证券、公司公告

图 20: 保利地产单月销售面积与销售金额及增长率



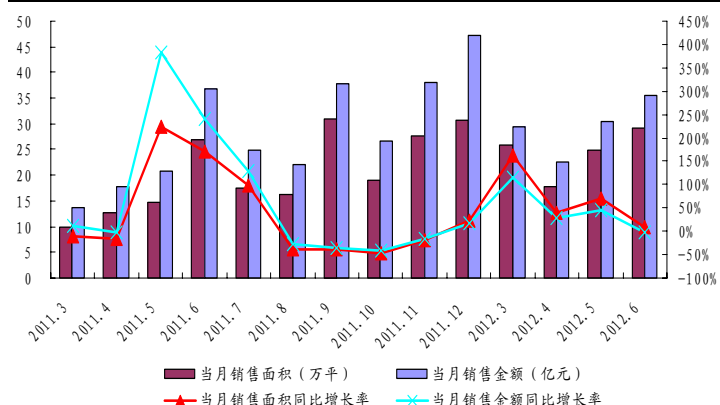
资料来源：中原证券、公司公告

图 21: 金地集团近两年销售金额与房价



资料来源：中原证券、公司公告

图 22: 金地集团单月销售面积与销售金额及增长率



资料来源：中原证券、公司公告

2.3 投资策略

从房地产行业中期业绩分析，我们可以得出行业已经挺过限购调控最艰难时期，行业整体状况明显好转的基本结论。当前影响行业最重要的因素之一资金压力也得到了显著的好转，从预收账款反映的2012年业绩保障程度总体较高，下半年，如果政策不出现明显的收紧，楼市销售将不会出现逆转，销售回暖有望继续，将为行业明年业绩提供部分保障，同时增强行业抵抗政策和市场风险的能力。但是，由于房价出现了上涨，政策收紧的预期明显加强，对行业估值形成持续的压制。我们维持行业“同步大市”投资评级。

3. 风险提示

(1)、楼市持续回暖导致近期房价有所回升，由此有可能会招致政策收紧的政策风险；

(2)、8 月销售有所回落，在宏观经济减速及政策收紧的约束下，楼市回暖中断甚至逆转的市场风险明显加大。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。