



## 内房股中期业绩总结和投资策略

内房股相继公布了中期业绩。总结我们跟踪的 20 家内房股上市公司，整体上而言，上半年各房地产公司交楼面积符合预期，期内录得的销售价格理想，利润率维持上升趋势，但个别公司财务风险上升。财务风险上升反映在净负债率偏高，尤其是净负债率和短期负债占总债务比均偏高的公司要引起投资者的注意。

通过我们同多家公司管理层沟通，目前各大地产公司已经对行业调控趋紧和即将成为常态的趋势达成共识，而且相信下半年的余下几个月，在前期中央及地方政府的持续打压下经营环境将更为严峻。债券市场上多数内房公司的债券收益率在过去一个月大幅攀升，显示债券投资者对强周期性的地产行业在宏观环境恶劣下表现的忧虑。我们相信地产商将通过增加销售加快资金流入和减少买地、减少开工等手段减少资金流出来减少负债率，以应对严峻的宏观环境。但是如果长时间减少买地、减少开工则是以削弱未来盈利能力为代价的。财务风险可控同时销售强劲的地产公司则未来业绩会有相对好的表现。考虑以上因素及分析后，我们认为恒大(3333)、中海外(688)、龙湖(960)和碧桂园(2007)将在货币政策紧缩、限购令预期扩容等政策风险持续偏高的行业环境下，相对同业，有较好的表现。

## 业绩总结 投资策略

房地产行业| 中国  
2011 年 9 月 7 日

研究员

陈宋恩 [Philipchan@abci.com.hk](mailto:Philipchan@abci.com.hk)

李红颖 [Vivianli@abci.com.hk](mailto:Vivianli@abci.com.hk)

### 我们跟踪的 20 家内房股按市值排名

名称	代码	名称	代码
中海外	688	富力地产	2777
万科 A 股	000002	远洋地产	3377
恒大	3333	保利地产	119
华润置地	1109	嘉兆业	1638
龙湖	960	合生创展	754
碧桂园	2007	合景泰富	1813
招商地产 A 股	000024	融创中国	1918
雅居乐地产	3383	花样年	1777
SOHO 中国	410	首创置业	2868
世茂地产	813	奥园	3883

资料来源：农银国际证券



## ■ 中期业绩增长强劲

我们跟踪的 20 家内房股上市公司中期的收入、净利润和核心净利润(减去税后重估收益的净利润)平均同比增长分别为 34.3%、52.3%和 87.9%。

### 20 家内房股上市公司中期业绩增长

	平均同比增长	最高同比增长	最低同比增长
收入	34.3%	合景泰富(1813) 119.6%	SOHO 中国(410) -69.0%
净利润	52.3%	嘉兆业(1638) 271.3%	雅居乐地产(3383) -39.3%
核心净利润*	87.9%	富力地产(2777) 269.0%	SOHO 中国(410) -61.0%

资料来源：公司业绩；农银国际证券估算；\*核心净利润为减去税后重估收益的净利润，并不是所有公司均公布核心净利润，未宣布者为农银国际证券估算

## ■ 盈利能力上升

这 20 家公司的平均毛利率、净利润率和核心净利润率分别为 43.7%、26.6%和 21.0%，整体上处于上升状态，主要原因是期内多数公司录得的销售价格上升。虽然当期多数公司反映建筑成本(原材料和劳工)有 2-3% 上升，但是相对平均 10%的销售价格的上升，开发商的利润率不跌反升。而且由于大规模的开发商在产业链上具有议价能力，令未来建筑成本上升对大型地产公司影响仍然不大。未来开发商利润率走势关键还是取决于销售价格。

### 20 家内房股上市公司中期盈利能力

	平均	最高	最低
毛利率	43.7%	首创置业(2868) 59.5%	远洋地产(3377) 29.6%
净利润率	26.6%	SOHO 中国(410) 83.0%	远洋地产(3377) 13.9%
核心净利润率	21.0%	SOHO 中国(410) 26.6%	恒大地产(3333) 15.0%

资料来源：公司业绩；农银国际证券估算

	平均	首五位	末五位
ROE(半年)*	8.5%	恒大地产(3333) 20.8%	合生创展(754) 2.5%
		龙湖(960) 14.0%	远洋地产(3377) 3.2%
		世茂地产(813) 11.3%	保利地产(119) 4.0%
		中海外(688) 11.2%	奥园(3883) 4.6%
		碧桂园(2007) 11.0%	首创置业(2868) 6.0%

资料来源：公司业绩；农银国际证券估算；\*ROE(半年)=中期净利润/公司股东权益

地产公司上半年的 ROE 平均为 8.5%。在目前的宏观环境下，我们认为半年可以有 8.5%的 ROE 是非常可观的。尤其是，恒大、龙湖、世茂(813)、



中海外和碧桂园，这 5 家地产商半年的 ROE 分别达到了 20.8%、14.0%、11.3%、11.2%和 11.0%。我们认为 ROE 是考量一个企业综合能力的指标，特别是在同样的宏观环境下，ROE 高的公司反映企业竞争实力强。

### ■ 财务风险上升但尚处健康水平,仍存在扩张能力

地产行业属资金密集型行业，宏观环境转差的时候，市场额外关注地产商的财务状况。我们认为净负债率和债务结构最为反应公司的财务状况。财务健康的公司一方面抵御风险的能力高，另一方面逆周期扩张(增加新开工面积和收购土地)的能力强。

- 净负债率=净负债/股东权益,该比例越高则公司未来再融资的能力弱和融资成本高，该比率越高则公司的财务风险越高。
- 债务结构，我们用短期负债/总债务来衡量，相对于长期负债，短期负债是地产公司目前更为刚性的现金流出，更加影响短期财务风险。该比率越高则公司的财务风险越高。

这 20 家公司中期的平均净负债率、短期负债/总债务在今年半年结算时分别为 48.1%和 28.9%，相对去年底有轻微上升，但仍属可控范围。但是我们注意到这 20 家公司的财务状况分化的很厉害，所以专注于它们的平均值已经有误导性。SOHO 中国(410)、首创置业(2868)、万科 A 股(00002)它们半年结束时处于净现金状态(因而净负债率为负数)，但是保利地产(119)、融创中国(1918)和富力地产(2777)的净负债率均已经上升至 88%以上。尤其是保利地产(119) 融创中国(1918)的债务中很高一部分属于短债。我们认为这些公司短期内再融资或者通过销售增加资金回流的压力上升。

但我们认为地产商的资金压力尚未到达警戒线，短期内地产商集体大幅主动降价的压力不大。这一分析结论与我们在《行业事件点评房地产 20110818》报告所得一致。

	行业平均	行业首三位	行业末三位
净负债率	48.1%	保利地产(119) 99.9%	SOHO 中国(410) -27.8%
		融创中国(1918) 89.8%	首创置业(2868) -22.4%
		富力地产(2777) 88.2%	万科 A 股(00002) -16.2%
短期负债/ 总债务	28.9%	融创中国(1918) 83.0%	万科 A 股(00002) 5.2%
		奥园(3883) 49.8%	首创置业(2868) 14.8%
		保利地产(119) 42.6%	碧桂园 (2007) 18.0%

资料来源：公司业绩



### ■ 销售增长

地产商的销售表现反映其产品的组合和定位在当前市场环境下是否具有竞争力。在我们跟踪的 20 家地产商中，今年首 7 月销售额同比增达到 50% 以上的如下：

#### 今年首 7 个月合同销售统计(按同比增长排序)

名称	代码	1-7 月合同销售额	合同销售额	合同销售价格
		Rmb 亿	同比增长	Rmb/平米
花样年	1777	40.0	160%	10,101
融创中国	1918	90.6	104%	16,903
恒大	3333	510.1	96%	6,807
保利地产	119	95.3	83%	7,504
中海外	688	602.9	82%	16,912
龙湖	960	208.1	67%	-
万科 A 股	000002	740.9	64%	11,627
碧桂园	2007	239.0	56%	6,224

资料来源：公司业绩；农银国际证券估算

我们注意到，在销售增长强劲的地产商中，其合同销售均价从 Rmb6,224-17,006/平米不等。这反映了内地房屋的需求其实是来自各个层次(低、中、高端)，而不是集中在某个阶层。

### ■ 投资策略

虽然我们认为目前大部分地产商的财务风险未到达 2008 年金融危机时的程度，目前仍属可控的范围，但我们相信未来行业的经营环境会逐步恶化，财务风险，我们用净负债率和/或短期负债/总债务来衡量，是内房股投资者首要考量的指标。

其次我们建议内房股投资者考量地产商今年的销售表现。强劲的销售业绩一方面说明公司产品定位符合目前市场环境，令开发商可以加速现金回流，另一方面公司未来的业绩也有更高的可预见性。尤其是，我们相信在目前的环境下开发商的从外部融资渠道(股市、债市、银行)融资的能力下降和/或成本上升。开发商对于销售回款的依赖性增强。

考量风险之后回报更重要，我们认为 ROE 是第三个需要考量的指标。

用上述三个指标，我们分别衡量我们跟踪的 20 家内房公司。我们认为恒大、中海外、龙湖和碧桂园将在货币政策紧缩、限购令预期扩容等政策风险持续偏高的行业环境下，相对同业，有较好的表现。这些公司的负债率在行业内并不是最低的，分别处于行业平均或偏上的水平，但是这些公司有如下共同的亮点：

- **短期债务占比总债务比例低于 28.9%的行业平均值**，意味着公司短期内还贷压力低，令公司在当下的宏观环境下具有更低的财务风险和更高的灵活性。
- **销售增长强劲**。这些公司今年首 7 个月销售的同比增长处在 56-96% 范围内。



- **ROE 高于行业 8.5% 的平均值。**我们注意到这些公司分别通过较高的资产周转比率，如恒大的该比率为行业最高 21.7%；或者通高的利润率，如中海外和龙湖的核心净利润率均居行业前列，分别为 26.6% 和 24.8%；又或者在周转率和利润率之间有较好的平衡，如碧桂园的资产周转比率和核心净利润率分别为 16.4% 和 18.4%，来实现高 ROE。

名称	代码	净负债率	短期负债/总债务	1-7 月合同销售额同比增长	ROE(半年)	P/B <sup>^</sup>	EV*/ GFA (Rmb/平米)
恒大	3333	75.4%	18.2%	96%	20.8%	1.91	1,068
中海外	688	38.5%	24.0%	82%	11.2%	1.74	4,752
龙湖	960	52.8%	19.6%	67%	14.0%	2.61	3,142
碧桂园	2007	56.8%	18.0%	56%	11.0%	1.84	2,019

资料来源：公司业绩；农银国际证券估算

\*EV=公司市值+净负债+少数股东权益

<sup>^</sup>NBV，资产净值为截至到 30/6

但如我们上文提及，内房公司的债券收益率在过去一个月大幅攀升。债券收益率上升，反映公司当前再融资的成本会上升，对于高杠杆的地产商来说，这会提高其 WACC（加权平均资金成本），而令公司估值下跌。同时会分流部分短线投资者(其可以抛售股票购买公司债券锁定收益)。我们认为这会拖累行业内公司股价短期的走势。

名称	股票代码	债券代码	到期收益率	收益率一个月变化	债券到期日
华润置地	1109	EI664092 Corp	5.10%	9.98%	05/19/16
恒大	3333	EI539759 Corp	12.53%	18.97%	01/19/14
龙湖	960	EI630070 Corp	9.77%	6.66%	04/07/16
碧桂园	2007	EH216410 Corp	7.52%	12.96%	02/22/13
雅居乐	3883	EI637717 Corp	6.31%	42.98%	04/28/16
世茂	813	EF914423 Corp	12.02%	14.01%	12/01/16
富力	2777	GZRFPR6.85 10/14 Corp	6.89%	6.26%	10/23/14
合生创展	754	EF158436 Corp	15.80%	59.52%	11/09/12

资料来源：Bloomberg



## 分析员声明

本人，陈宋恩，Philip，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。本人及关连人士并没有持有报告内所推介股份的任何及相关权益。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。

本人，李红颖，Vivian，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。本人及关连人士并没有持有报告内所推介股份的任何及相关权益。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。**本人持有恒大地产(3333)股份**

本报告由从事证券及期货条例(Cap.571) 中第一类(证券交易) 及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团-农银国际证券有限公司(「农银国际证券」) 所发行。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。本报告所载之资料 and 意见乃根据本公司认为可靠之资料来源及以高度诚信来编制，惟农银国际证券并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。本报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。本报告的作用纯粹为提供信息。本报告对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，本报告亦并非，及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。农银国际证券或任何其附属机构、总监、员工和代理在法律上均不负责任何人因使用本报告期内数据而蒙受的任何的直接或间接损失。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。撰写研究报告内容的分析员均为证券及期货条例注册的持牌人士。

Copyright 2011 ABCI Securities Company Limited

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环，红棉路8号13楼，东昌大厦，农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2383