

房地产

看好

行业：房地产

行业见底回升，投资下有政策托底，上有估值修复空间

-124家A股上市房企2014年3季报分析

投资要点：

- Q3竣工结算增多，行业收入增幅较上半年略回升，净利润降幅略收窄。前3季度行业营业收入4219亿元，同比+10%（上半年为+6%）；净利润423亿元，同比-3%（上半年为-8%），行业ROE6.7%，同比降1.1个百分点。毛利率持续下滑，费用率上升，导致行业“增收不增利”状况持续。前3季度行业平均毛利率31.8%，同比-3.1%，较上半年再度下滑1.2个百分点；平均净利率11.2%，同比-1.4%；三费占比11.0%，同比+0.7%，其中财务费用占比升幅最大。
- 受前3季度销售整体疲弱影响，预收款增速继续下行。3季末行业预收款8013亿元，同比仅增长9%，远低于去年同期24%的增速水平。开发商主动降低开工建设及拿地力度，存货增速下降，但周转率仍未好转。3季末行业存货2.22万亿元，同比增22%；扣除已售未结的存货周转率为37.1%，同比-4.6%。
- 偿债压力见顶，将回落。3季末现金覆盖短期有息负债比例仅85%，净负债率高达100%；前3季度经营活动净现金流出为1230亿元，是去年同期的1.5倍，但值得注意的是，购买商品、接受劳务支付的现金同比增幅已降至4%，开发商已大幅压缩拿地开工支出，随着楼市销售回暖及融资环境好转，Q4行业偿债压力将逐步缓解。
- 我们认为，今年行业收入增速将放缓，但仍将保持在10%以上。去年楼市销售火热，今年可结算资源充足，而且在政策放松、楼市回暖的背景下，Q4上市房企释放业绩的意愿将有所回升，特别是有再融资、中票发行等诉求的公司。但行业利润率下行趋势难改，预计今年行业净利润可能与去年同期持平。过去两年地价相对于房价上涨过快，今年以来房价明显下跌但地价下降有限，进一步挤压了行业利润率空间；资金成本逐步下降将在一定程度上对冲土地成本上涨的不利影响。龙头公司表现将明显好于行业，龙头公司凭借规模优势，通过提升市场份额，仍能够保持利润的较快增长。
- 央行“930”新政后，我们随即发布报告上调行业评级至“看好”。10月29日国务院常务会议时隔5年再次提出“稳定住房消费”，信号意义强烈，我们认为继房贷政策放松之后，后续可能在税收、公积金等政策方面进一步加大对居民住房消费的支持力度。近期无风险利率开始持续下行，预计明年下降幅度会更大，利好对利率敏感的房地产业，本轮行业调整将逐步见底回升。政策放松力度持续加大，将推动楼市成交持续改善，上市公司年底冲量动力比较足，受政策利好影响较大，销售、资金状况均将改善，板块投资下有政策托底，上有估值修复空间，值得看好。建议重点配置市价低于净值的“150118 房地产 B”基金，万科、保利、华夏幸福、首开、北京城建、荣盛发展、招地、中南建设、福星股份等普通性住房或保障房占比多的公司，以及牛市预期下“地产+券商”的泛海控股。

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

署名：张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

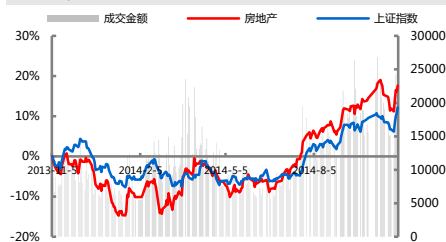
评级调整：

维持

基本资料

| | |
|----------|-----------|
| 上市公司家数 | 142 |
| 总市值(亿元) | 13,192.52 |
| 占A股比例(%) | 3.90% |
| 平均市盈率(倍) | 157.69 |

行业表现



相关报告

《房地产行业-行业最坏预期阶段已过，基本面将逐步好转》2014-10-21

《房地产行业-央行个贷放松力度远超预期，楼市将迎来井喷行情》2014-10-07

| 股票名称 | 13EPS | 14EPS | 15EPS | 16EPS | 13PE | 14PE | 15PE | 16PE | P/RNAV | 投资评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|--------|------|
| 华夏幸福 | 2.05 | 2.87 | 4.02 | 5.42 | 13 | 10 | 7 | 5 | 1.47 | 强烈推荐 |
| 泛海控股 | 0.26 | 0.35 | 0.53 | 0.80 | 22 | 16 | 11 | 7 | 0.52 | 强烈推荐 |
| 招商地产 | 1.63 | 1.96 | 2.35 | 2.83 | 8 | 7 | 6 | 5 | 0.68 | 推荐 |
| 北京城建 | 0.82 | 1.03 | 1.24 | 1.57 | 13 | 11 | 9 | 7 | 0.70 | 推荐 |
| 万科A | 1.37 | 1.63 | 1.86 | 2.24 | 7 | 6 | 5 | 4 | 0.72 | 推荐 |
| 中航地产 | 0.70 | 0.74 | 0.90 | 1.01 | 12 | 11 | 9 | 8 | 0.77 | 推荐 |
| 福星股份 | 0.94 | 1.30 | 1.74 | 2.23 | 9 | 7 | 5 | 4 | 0.44 | 推荐 |
| 荣盛发展 | 1.53 | 1.83 | 2.19 | 2.63 | 7 | 6 | 5 | 4 | 0.91 | 推荐 |
| 保利地产 | 1.01 | 1.26 | 1.57 | 1.97 | 6 | 5 | 4 | 3 | 0.56 | 推荐 |

资料来源：中国中投证券研究总部

风险提示：美联储退出 QE 致全球流动性收紧，经济、政策及行业持续恶化等风险。

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 一、 行业收入增幅较上半年略回升，净利润降幅略收窄 | 3 |
| 二、 预收款增速继续下行 | 4 |
| 三、 周转减速，开发商主动控存货 | 5 |
| 四、 偿债压力见顶，将回落 | 6 |
| 五、 重点覆盖公司估值表 | 8 |

图目录

| | |
|-----------------------|---|
| 图 1 行业经营情况 | 3 |
| 图 2 行业 ROE 水平 | 3 |
| 图 3 盈利能力 | 4 |
| 图 4 费用占比水平 | 4 |
| 图 5 预收款项情况 | 5 |
| 图 6 存货状况 | 5 |
| 图 7 存货占比水平 | 5 |
| 图 8 扣除预收成本后存货状况 | 5 |
| 图 9 存货周转率 | 6 |
| 图 10 修正后的存货周转率 | 6 |
| 图 11 资金状况 | 7 |
| 图 12 短期偿债能力 | 7 |
| 图 13 负债水平 | 7 |

一、行业收入增幅较上半年略回升，净利润降幅略收窄

Q3 竣工结算增多，行业收入增幅较上半年略回升，净利润降幅略收窄。2014 年前 3 季度房地产行业(共 124 家 A 股以房地产为主业的上市公司)实现营业收入 4219 亿元，同比增长 10% (上半年为+6%)；实现营业利润 628 亿元，同比下降 4% (上半年为-8%)；实现归属上市公司股东净利润 423 亿元，同比下降 3% (上半年为-8%)，行业 ROE6.7%，同比下降 1.1 个百分点。

我们在行业中报分析中指出，“上半年收入增速下降主要由于竣工结算比例同比减少，以及楼市销售持续低迷使开发商释放业绩动力减弱”，“随着下半年结算量的相对增加，全年行业收入增速或将较上半年略有回升”。我们的判断得到印证，Q3 单季行业营业收入同比增长 18%，较上半年 6%的增速明显回升。

图 1 行业经营情况

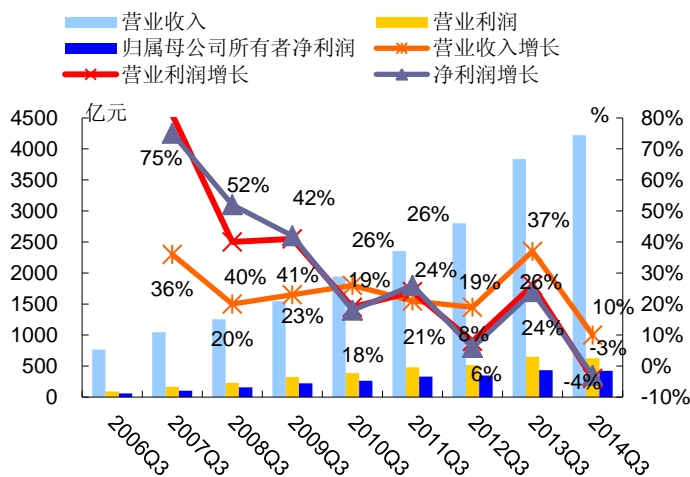
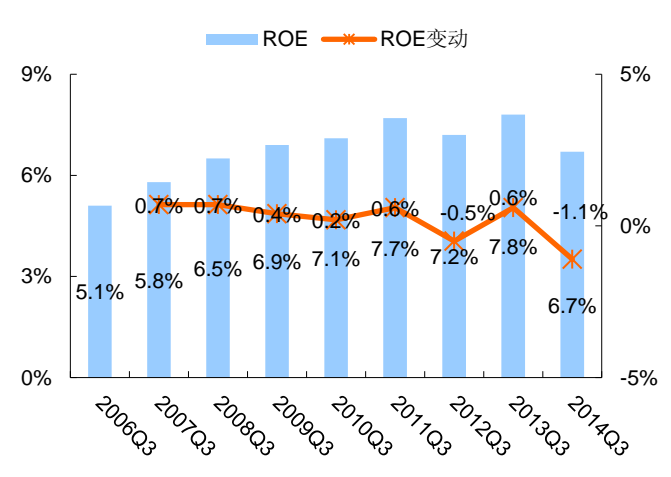


图 2 行业 ROE 水平



数据来源：WIND，中投证券研究总部

毛利率持续下滑，费用率上升，导致行业“增收不增利”状况持续。

Q3 毛利率水平较上半年进一步下滑。前 3 季度行业平均毛利率为 31.8%，较去年同期下滑 3.1 个百分点，较今年上半年再度下滑 1.2 个百分点，其中 Q3 单季毛利率仅为 30.3%；行业平均净利率为 11.2%，同比下滑 1.4 个百分点，较今年上半年再度下滑 1.0 个百分点。虽然去年房价上涨，但由于土地及资金成本上升的影响程度更大，因此结算毛利率不升反降。

三费占比上升，其中财务费用增加最多。前 3 季度行业三项费用率为 11.0%，同比上升 0.7 个百分点，其中销售费用占比、管理费用占比和财务费用占比分别为 3.4%、4.6%和 3.0%，同比上升 0.1、0.2 和 0.4 个百分点。

图3 盈利能力

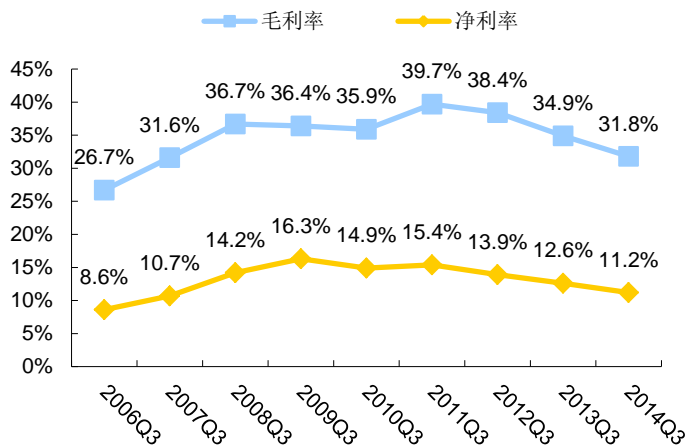
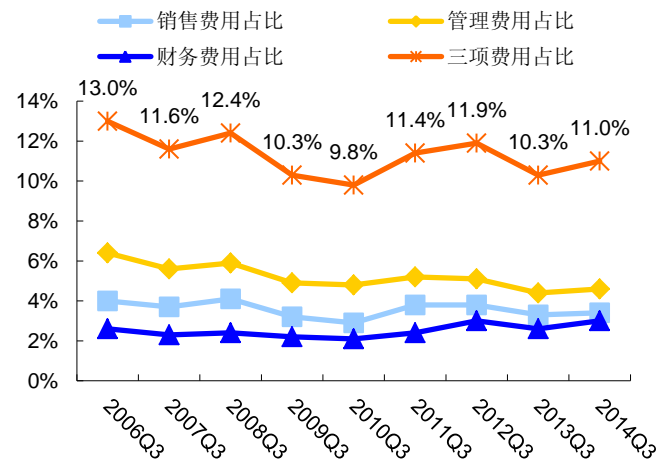


图4 费用占比水平



数据来源：WIND，中投证券研究总部

我们认为，今年行业收入增速将放缓，但仍将保持在 10% 以上。(1) 去年楼市销售火热，全国商品房销售金额同比增长 26%，124 家上市房企销售回笼资金同比增长 23%，因此今年可结算资源充足；(2) 在政策放松背景下，10 月开始楼市明显回暖，上市房企销售状况持续改善，释放业绩的意愿将有所回升；(3) 政策对房企融资的支持加大，有再融资、中票发行等诉求的房企存在较强的业绩释放动力。

行业利润率下行趋势难改，预计今年行业净利润可能与去年同期持平，龙头公司表现将明显好于行业。(1) 2012-2013 年，相对于房价的上涨，地价上升更快，导致行业利润率不升反降，而今年以来房价明显下跌，但地价下降幅度较小，进一步挤压了行业利润率空间；(2) 货币政策趋于宽松，房企融资环境改善，资金成本已进入下行通道，将在一定程度上对冲土地成本上涨的不利影响；(3) 虽然行业利润率下行，但龙头公司凭借规模优势，通过提升市场份额，仍能够保持利润的较快增长。

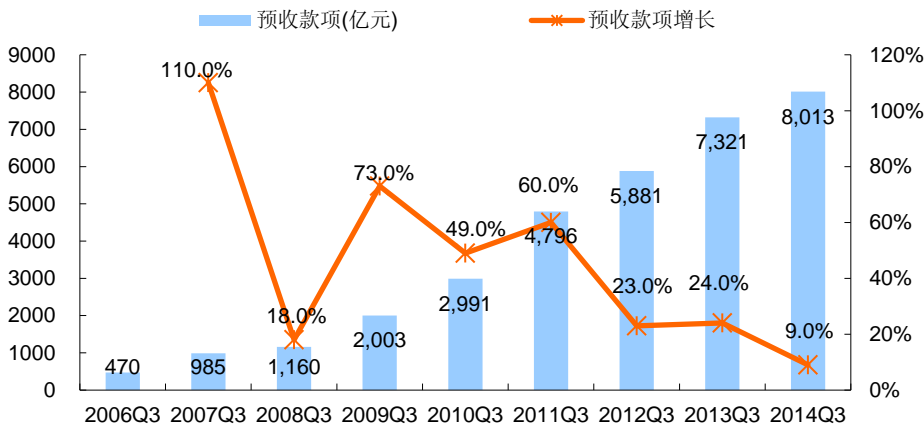
央行“930”新政后，我们随即发布报告上调行业评级至“看好”。10 月 29 日国务院常务会议时隔 5 年再次提出“稳定住房消费”，信号意义强烈，我们认为继房贷政策放松之后，后续可能在税收、公积金等政策方面进一步加大对居民住房消费的支持力度。近期无风险利率开始持续下行，预计明年下降幅度会更大，利好对利率敏感的房地产业，本轮行业调整将逐步见底回升。政策放松力度持续加大，将推动楼市成交持续改善，上市公司年底冲量动力比较足，受政策利好影响较大，销售、资金状况均将改善，板块投资下有政策托底，上有估值修复空间，值得看好。建议重点配置市价低于净值的“150118 房地产 B”基金，万科、保利、华夏幸福、首开、北京城建、荣盛发展、招地、中南建设、福星股份等普通性住房或保障房占比多的公司，以及牛市预期下“地产+券商”的泛海控股。

二、预收款增速继续下行

受销售疲弱影响，预收款增速继续下行。2014 年 3 季末预收款项 8013 亿元，同比仅增长 9%，远远低于去年同期 24% 的增速水平，主要由于今年楼市销售转冷，前 3

季度全国商品房销售金额同比下降 9%，124 家上市房企销售回笼资金同比下降 2%。

图 5 预收款项情况



数据来源：WIND，中投证券研究总部

三、周转减速，开发商主动控存货

存货增速回落，开发商主动降低开工建设及拿地力度。2014 年 3 季末房地产行业存货 2.22 万亿元，同比增长 22%，增速回落，较年初增长 18%。

从相对指标来看，存货占比水平略下降，但扣除已售未结的存货占比水平略上升。2014 年 3 季末存货资产比为 66.8%、存货占流动资产比 75.6%，较年初分别下降 1.7 和 1.2 个百分点。若扣除已售未结的存货，2014 年上半年底存货资产比为 42.8%，较年初略回升 0.8 个百分点。

图 6 存货状况

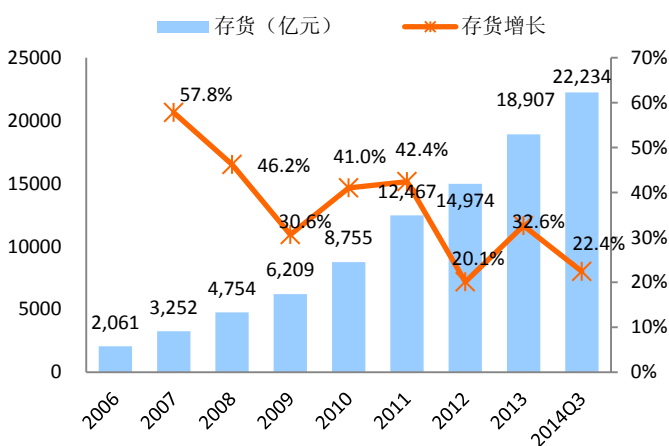


图 7 存货占比水平

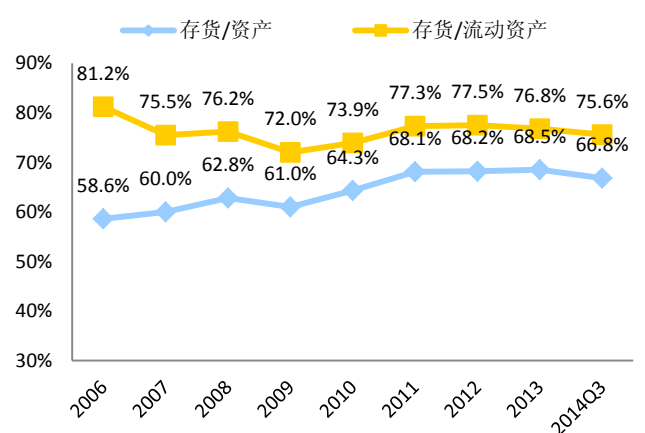
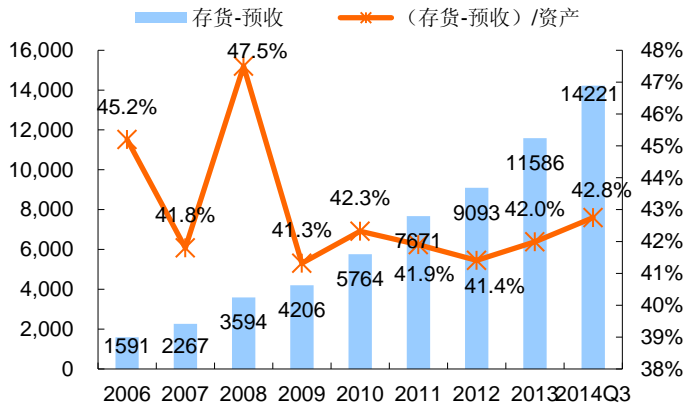


图 8 扣除预收成本后存货状况



数据来源：WIND，中投证券研究总部

销售疲弱, 周转率回落。2014年前3季度存货周转率由去年同期的14.7%回落0.7个百分点至9.5%。由于房地产结算滞后性，传统的存货周转率不能真实反映现在的周转情况，因此我们对周转率公式进行了修正，计算已售未结项目的周转情况，2014年前3季度周转率37.1%，同比回落4.6个百分点。

图9 存货周转率

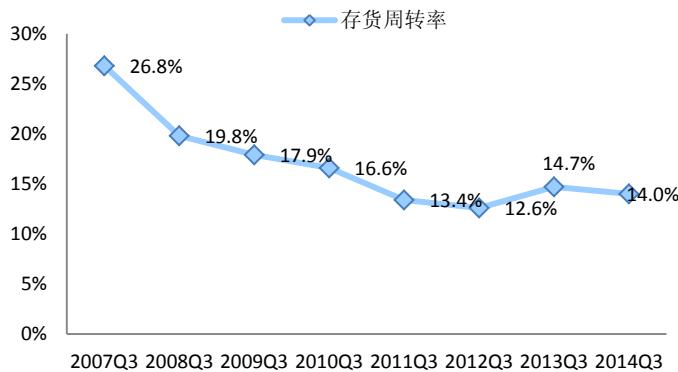
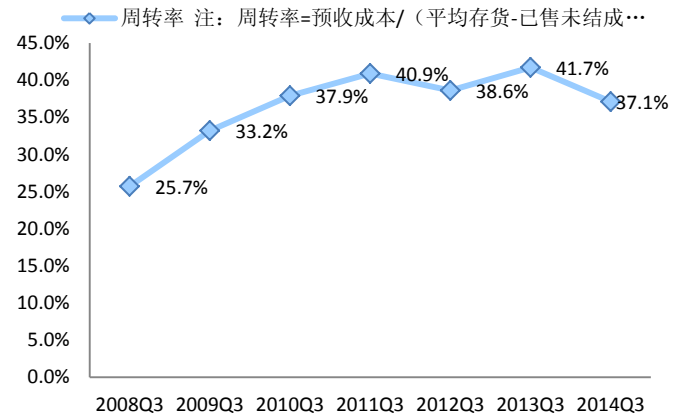


图10 修正后的存货周转率

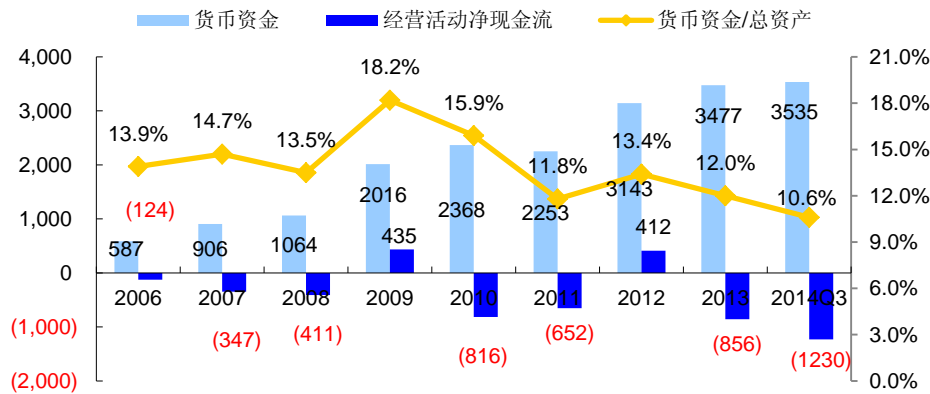


数据来源：WIND，中投证券研究总部

四、偿债压力见顶，将回落

经营活动现金大幅流出，Q4开始将得到改善。2014年3季末底货币资金3535亿元，同比增长5%，较年初增长2%；货币资产比10.6%，较年初降2个百分点。2014年前3季度经营活动净现金流为-1230亿元，是去年同期的1.5倍，一方面，销售商品、提供劳务收到现金同比下滑2%，表明销售回笼资金下降；另一方面，购买商品、接受劳务支付的现金同比上升4%，值得注意的是，现金支出同比增幅已明显回落，表明开发商已大幅压缩了拿地、开工建设支出。预计在政策放松背景下，4季度行业销售将持续明显改善，房企资金状况将得到改善。

图 11 资金状况



数据来源：WIND，中投证券研究总部

行业偿债压力较年初显著上升，但较上半年末无明显变化，随着楼市销售回暖及融资环境的好转，Q4 开始行业偿债压力将逐步缓解。(1) 现金覆盖短期有息负债的比例仅为 85%，较年初下降 16 个百分点，与上半年末持平；现金比率为 20%，较年初下降 2 个百分点。(2) 净负债率攀升至 100%，较年初大幅上升 23 个百分点，与上半年末持平；资产负债率、扣除预收款项后的负债率分别为 77%、53%，较年初分别上升 2.0、1.0 个百分点。

图 12 短期偿债能力

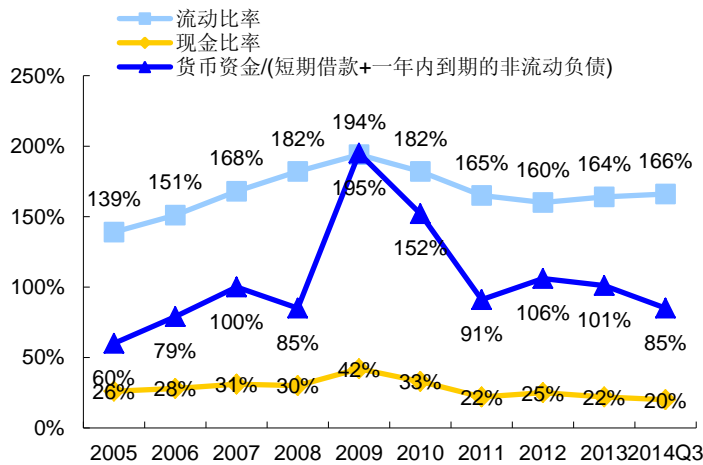
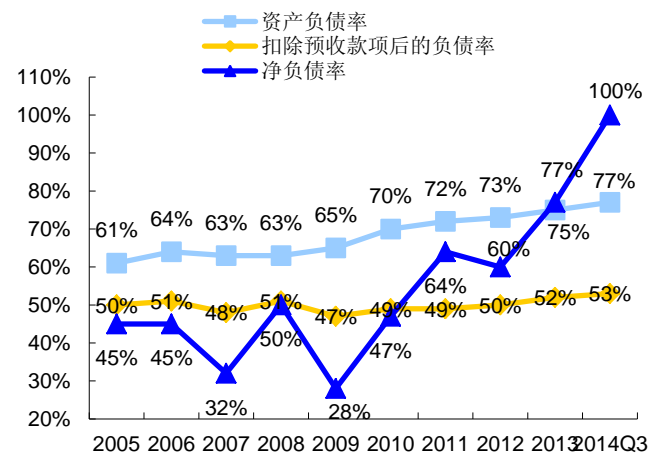


图 13 负债水平



数据来源：WIND，中投证券研究总部

五、重点覆盖公司估值表

| 序号 | 证券简称 | 13EPS | 14EPS | 15EPS | 16EPS | 13PE | 14PE | 15PE | 16PE | P/RNAV | 投资评级 |
|----|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|--------|------|
| 1 | 华夏幸福 | 2.05 | 2.87 | 4.02 | 5.42 | 13 | 10 | 7 | 5 | 1.47 | 强烈推荐 |
| 2 | 泛海控股 | 0.26 | 0.35 | 0.53 | 0.80 | 22 | 16 | 11 | 7 | 0.52 | 强烈推荐 |
| 3 | 招商地产 | 1.63 | 1.96 | 2.35 | 2.83 | 8 | 7 | 6 | 5 | 0.68 | 推荐 |
| 4 | 北京城建 | 0.82 | 1.03 | 1.24 | 1.57 | 13 | 11 | 9 | 7 | 0.70 | 推荐 |
| 5 | 万科 A | 1.37 | 1.63 | 1.86 | 2.24 | 7 | 6 | 5 | 4 | 0.72 | 推荐 |
| 6 | 中航地产 | 0.70 | 0.74 | 0.90 | 1.01 | 12 | 11 | 9 | 8 | 0.77 | 推荐 |
| 7 | 福星股份 | 0.94 | 1.30 | 1.74 | 2.23 | 9 | 7 | 5 | 4 | 0.44 | 推荐 |
| 8 | 荣盛发展 | 1.53 | 1.83 | 2.19 | 2.63 | 7 | 6 | 5 | 4 | 0.91 | 推荐 |
| 9 | 保利地产 | 1.01 | 1.26 | 1.57 | 1.97 | 6 | 5 | 4 | 3 | 0.56 | 推荐 |
| 10 | 世茂股份 | 1.40 | 1.68 | 2.02 | 2.44 | 7 | 6 | 5 | 4 | 0.50 | 推荐 |
| 11 | 首开股份 | 0.57 | 0.74 | 0.87 | 0.96 | 10 | 8 | 7 | 6 | 0.71 | 推荐 |
| 12 | 中南建设 | 1.04 | 1.24 | 1.52 | 1.87 | 9 | 8 | 6 | 5 | 0.52 | 推荐 |
| 13 | 滨江集团 | 1.04 | 1.23 | 1.36 | 1.52 | 7 | 6 | 5 | 5 | 0.63 | 推荐 |
| 14 | 中国武夷 | 0.27 | 0.35 | 0.45 | 0.60 | 42 | 32 | 25 | 19 | 0.88 | 推荐 |
| 15 | 阳光城 | 0.62 | 1.20 | 1.80 | 2.20 | 21 | 11 | 7 | 6 | 1.10 | 推荐 |
| 16 | 中国国贸 | 0.32 | 0.45 | 0.50 | 0.55 | 42 | 30 | 27 | 24 | 0.86 | 推荐 |

资料来源：中投证券研究总部

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--|
| 2014-10-29 | 《保利地产-业绩增长强劲，资金成本改善》 |
| 2014-10-29 | 《招商地产-柳暗花明又一村》 |
| 2014-10-23 | 《荣盛发展-受益政策放松，销售及资金状况将好转》 |
| 2014-10-21 | 《房地产行业-行业最坏预期阶段已过，基本面将逐步好转》 |
| 2014-10-21 | 《招商地产-结算不均致业绩暂下滑，全年增长无忧》 |
| 2014-10-10 | 《保利地产-销售改善，提升估值》 |
| 2014-10-10 | 《招商地产-极大受益于房贷政策放松，销售将持续放量》 |
| 2014-10-09 | 《万科 A-银十销售理想，超宽松政策背景下业绩将更突出》 |
| 2014-10-07 | 《房地产行业-央行个贷放松力度远超预期，楼市将迎来井喷行情》 |
| 2014-09-25 | 《中航地产-优质小市值地产价值被低估，存整合条件》 |
| 2014-09-15 | 《房地产行业-地产投资下行拖累经济，政策放松及降息预期加强》 |
| 2014-09-08 | 《房地产行业-地价下行趋势不改，高溢价为个别现象 302 个城市土地市场（2014 年 8 月）》 |
| 2014-09-01 | 《房地产行业-下半年收入或将小幅改善，盈利前景仍不乐观-124 家 A 股上市房企 2014 年中报分析》 |
| 2014-08-26 | 《保利地产-业绩保障性强，销售有待改善》 |
| 2014-08-19 | 《荣盛发展-销售有望改善，战略聚焦京津冀》 |
| 2014-08-19 | 《招商地产-销售、业绩将改善，估值修复持续》 |
| 2014-08-18 | 《万科 A-持续降杠杆、项目权益比率及库存为增长保驾护航》 |
| 2014-08-15 | 《首开股份-业绩集中释放，受益棚改加快》 |
| 2014-08-13 | 《房地产行业-棚改影响显现，难以完全对冲投资下滑》 |
| 2014-08-08 | 《房地产行业-地价调整未到位，成交缩量将持续-302 个城市土地市场（2014 年 7 月）》 |
| 2014-08-05 | 《万科 A-战略调整最快最彻底的龙头公司》 |
| 2014-07-31 | 《荣盛发展-战略聚焦环北京，发展空间提升》 |
| 2014-07-16 | 《房地产行业-资金增速再创新低，投资增速下行持续》 |
| 2014-07-08 | 《房地产行业-地市持续调整，地价下跌加剧 302 个城市土地市场（2014 年 6 月）》 |
| 2014-06-13 | 《资金增速创新低，投资增速或进入 10%左右低速时代》 |
| 2014-06-06 | 《房地产行业-地市加速降温，量价调整加剧-302 个城市土地市场（2014 年 5 月）》 |
| 2014-06-06 | 《保利地产-销售显著回升，持续领先行业》 |
| 2014-05-28 | 《“事业合伙人”增持公司，在行业萧瑟中绽放缕缕阳光》 |
| 2014-05-23 | 《招商地产-立足长远，稳中求进》 |
| 2014-05-13 | 《房地产行业-行业持续下行，板块短期有反弹存契机》 |
| 2014-05-09 | 《保利地产-销售下滑，新盘定价将更灵活》 |
| 2014-05-08 | 《房地产行业-成交回升，价格疲弱，降温持续 302 个城市土地市场（2014 年 4 月）》 |
| 2014-05-05 | 《万科 A 单月销售略降，平稳增长可期》 |
| 2014-05-05 | 《房地产行业-盈利增速放缓，库存、资金压力上升-124 家 A 股上市房企 2013 年报&2014 年 1 季报分析》 |
| 2014-04-17 | 《招商地产-业绩增长确定，资金优势显现》 |
| 2014-04-16 | 《房地产行业-投资增速如预期大幅回落》 |
| 2014-04-10 | 《中南建设-销售高增长，预收款充裕》 |
| 2014-04-09 | 《房地产行业-地市降温，成交降幅扩大，部分城市地价下跌 302 个城市土地市场（2014 年 3 月）》 |



投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，18 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。

张 岩，中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学经济学院金融学专业，经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434 |