

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告



中国房地产 TOP10 研究组

2013 年 5 月

1. 研究背景与目的

由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构共同组成的“中国房地产 TOP10 研究组”，自 2003 年开展中国房地产上市公司 TOP10 研究以来，已连续进行了十一年，其研究成果引起了社会各界特别是机构投资者的广泛关注，中国房地产上市公司 TOP10 研究的相关成果已成为投资者评判上市公司综合实力、发掘证券市场投资机会的重要标准。

在“稳中求进”总体基调与“稳健”货币政策的双重影响下，中国房地产市场整体表现好于预期。受益于房地产市场逐步复苏，房地产行业也成为资本市场的明星板块。其中，优秀房地产上市公司准确把握市场形势，主动进行销售、投资策略调整，凭借其强劲的综合实力和稳健的经营举措，获得业绩突破，彰显了投资价值。在 2013 中国房地产上市公司研究中，中国房地产 TOP10 研究组在总结历年研究经验的基础上，进一步完善了研究方法和指标体系，本着“客观、公正、准确、全面”的原则，发掘成长质量佳、投资价值潜力大的优秀房地产上市公司，为投资者提供科学全面的参考依据。

中国房地产上市公司TOP10研究的目的是：

- （1）客观反映中国房地产上市公司的整体发展水平和最新动态，促进房地产上市公司做强做大；
- （2）发掘综合实力强、最具财富创造能力及投资价值、财务稳健的房地产上市公司；扩大企业在机构投资者中的影响力，拓展企业融资渠道，帮助企业更好更快发展；
- （3）通过系统研究和客观评价，打造“中国房地产上市公司TOP10”品牌，引领房地产行业投资的良性循环和健康发展。

2 整体发展状况分析

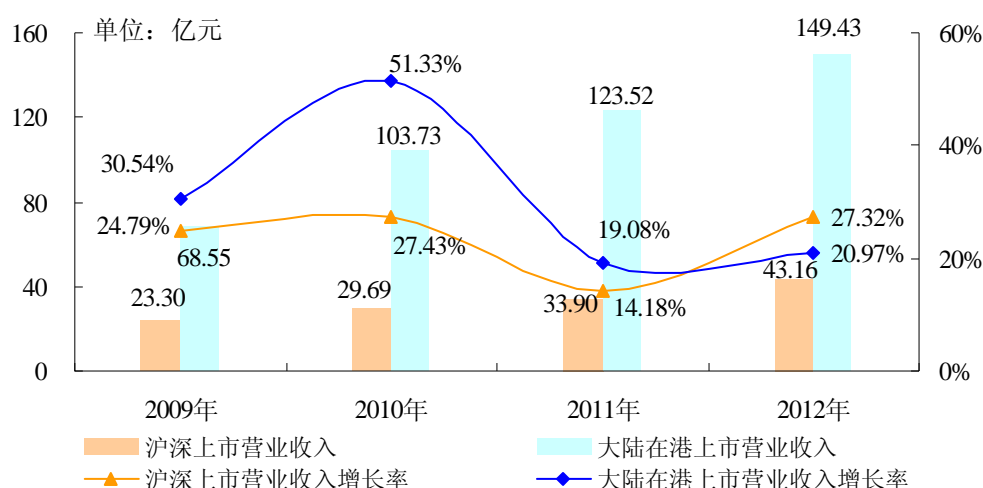
“2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究”的研究对象主要包括 130 家沪深上市房地产公司和 38 家大陆在港上市房地产公司。研究结果显示：2012 年，房地产上市公司的运营状况表现出经营业绩增速较上年显著回升、盈利空间受到挤压、财富创造能力分化进一步加大、资金面明显改善的态势，同时上市公司的市值也在年末大幅攀升。2013 年 1-5 月份，受国家最新政策调控及地方实施细则出台的影响，房地产市场的成交量在经历一季度的火热后逐渐趋于平稳，多数房地产上市公司一季度销售表现优异，为全年业绩奠定了良好基础。

2.1 经营状况：收入与利润增速显著回升，成本管控能力持续强化

2012 年，房地产上市公司成功把握了市场转好时机，业绩表现优异，营业收入与净利润增速均较上年有所扩大，其中龙头上市公司的业绩增速明显领先，进一步拉动了行业集中度的提升；同时，在行业利润率整体下行的压力下，房地产上市公司通过强化内部管控与调整运转速度来保障盈利空间。

(1) 营业收入同比增长 25.61%，业绩分化加剧

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司平均营业收入及增长率

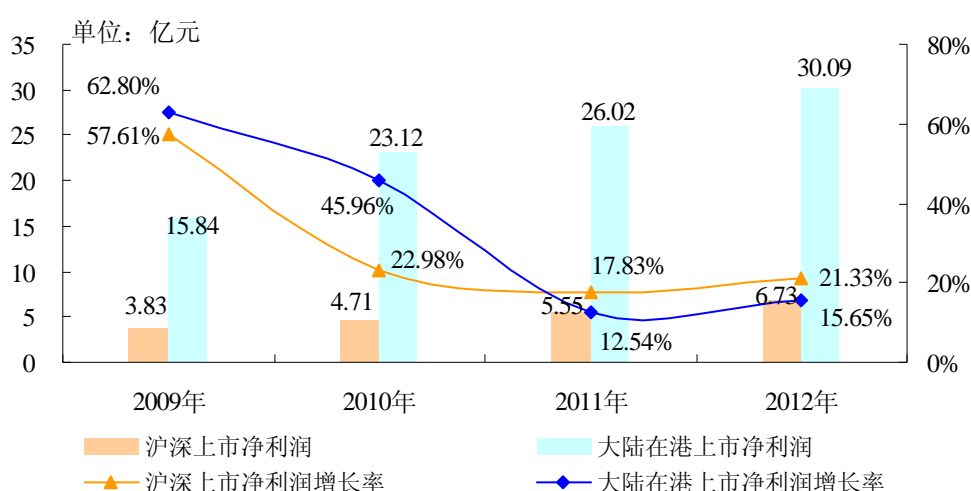


2012 年，房地产上市公司的业绩增速显著回升，全年沪深及大陆在港上市房地产公司的营业收入均值为 67.20 亿元，同比增长 25.61%，增速较上年扩大了 11.24 个百分点。其中，

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

沪深上市房地产公司营业收入均值为 43.16 亿元，同比增长 27.32%；大陆在港上市房地产公司营业收入均值为 149.43 亿元，同比增长 20.97%。尽管规模差距显著，沪深上市房地产公司营业收入增长率近四年来首次反超大陆在港上市公司 6.35 个百分点，收入差距呈缩小态势。2013 年一季度，随着结算规模的提升，沪深上市房地产公司营业收入均值同比增长 39.63%，达到 7.62 亿元，为全年业绩增长打下良好基础。

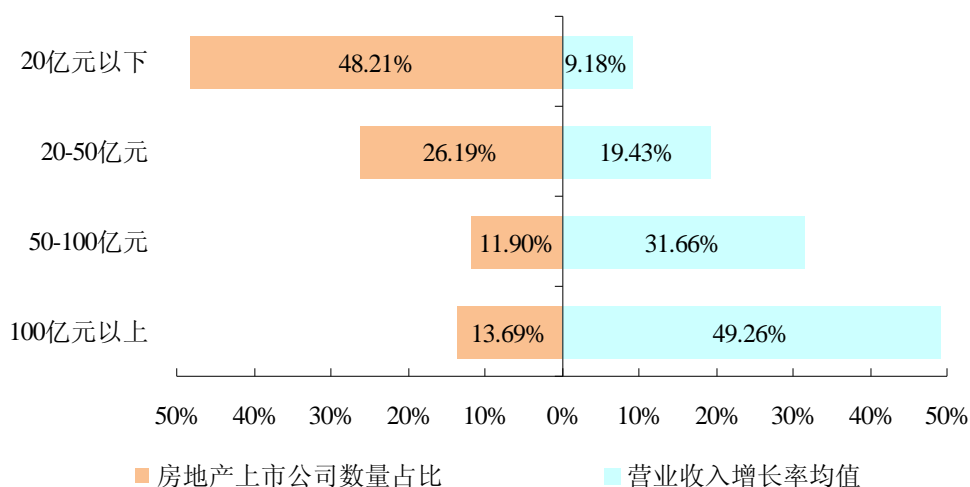
2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司平均净利润及增长率



2012 年，沪深及大陆在港上市房地产公司的净利润均值为 12.08 亿元，同比增长 20.44%，增速提升 5.67 个百分点。受始于 2011 年的房地产企业“以价换量”策略、以及 2010 年高价地王项目进入结算期的影响，房地产上市公司的利润增速明显低于营业收入。其中，沪深上市房地产公司净利润均值为 6.73 亿元，同比增长 21.33%，大陆在港上市房地产公司净利润均值为 30.09 亿元，同比增长 15.65%，增速分别比营业收入低 5.99、5.32 个百分点。随着 2012 年四季度部分高价项目入市提升盈利空间，沪深上市房地产公司 2013 年一季度净利润均值为 1.08 亿元，同比增长率为 34.40%，利润增速开始出现较快回升。

2012 年不同营业收入区间内房地产上市公司数量占比及营业收入增长率情况

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

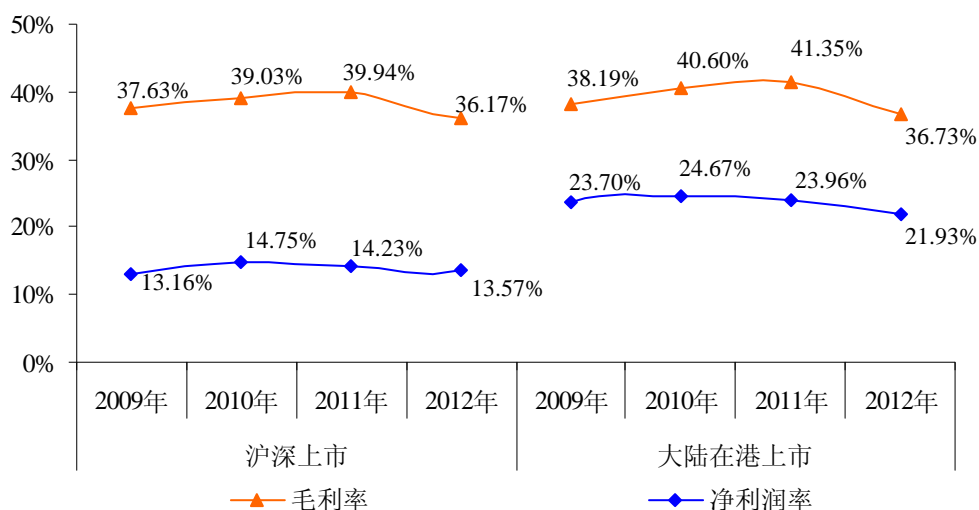


2012年，房地产上市公司的业绩分化进一步加剧，“强者恒强”态势持续。在沪深及大陆在港上市房地产公司中，营业收入在100亿元以上的企业从2011年的18家增加至23家，其营业收入增速均值为49.26%；收入在50-100亿元的企业为20家，较上年增加了1家，该区间企业的营业收入增速均值为31.66%；20-50亿元及20亿元以下企业数量分别占26.19%和48.21%，其营业收入增长率均值仅为19.43%和9.18%。可见，龙头上市公司收入规模与增速的领先优势不断凸显，这一方面得益于其紧跟市场需求，加大刚需产品开发与“随行就市”策略的实施，另一方面也在于其充分发挥品牌影响力，整合市场资源从而带动业绩大幅提升；而部分中小型上市公司则面临着收入萎缩、增长乏力的瓶颈，可持续发展能力趋弱。

(2) 盈利水平面临挑战，上市房企持续强化成本管控

2009-2012年沪深及大陆在港上市房地产公司毛利率与净利润率均值

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

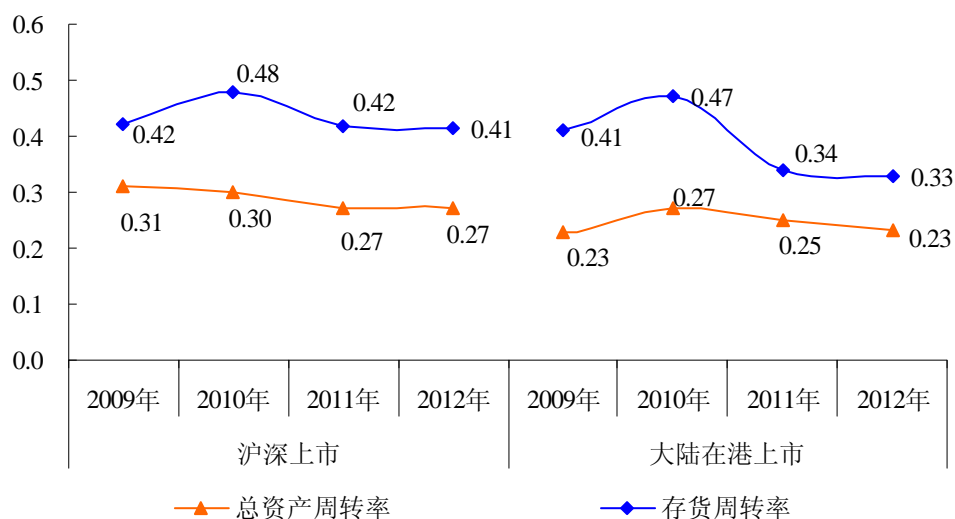


随着房地产调控的持续深入，房地产上市公司的盈利空间受到挤压。2012 年，沪深、大陆在港上市房地产公司的毛利率均值分别为 36.17%、36.73%，较上年下降了 3.77、4.62 个百分点；净利润率均值分别为 13.57% 和 21.93%，较上年下降了 0.66、2.03 个百分点。随着 2012 年下半年房价企稳回升，以及房地产上市公司为平滑业绩而主动控制结算节奏带来的影响，销售利润率已有改善趋势，沪深上市房地产公司 2013 年一季度的毛利率、净利率均值分别为 37.95% 和 14.13%，预计全年整体利润水平将在此基础上逐步企稳回升。

在利润率持续下行的压力下，房地产上市公司更多地通过强化内部管控与运转速度来保持盈利水平。其中，房地产上市公司 2012 年净利润率下降幅度明显小于毛利率，主要得益于其加强了对成本费用的控制。2012 年，沪深及大陆在港上市房地产公司的销售管理财务三项费用率分别较上年下降了 0.91、0.03 个百分点。具体来看，沪深上市房地产公司的销售、管理费用率较上年同期分别下降了 0.38、0.71 个百分点，企业内部管控措施成效显著。

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司总资产周转率与存货周转率均值

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告



同时，房地产上市公司通过调整投资开发与销售节奏来保持合理的运营效率：在年初存货高企的压力下，企业通过价格调整加快周转，并在土地市场保持谨慎，控制投资节奏；随着 2012 年下半年去化速度提升，以万科、保利、龙湖等为代表的大型上市房企，加强库存补充力度，实现了全年运转效率的稳定。沪深、大陆在港上市房地产公司 2012 年总资产周转率分别为 0.27、0.23，存货周转率分别为 0.41、0.33，基本与上年持平。2013 年一季度，沪深上市房地产公司存货周转率已较上年同期增加了 0.04，越来越多的房地产上市公司持续加快项目结算、储备营运资金，以满足未来扩大投资所需。

未来，在行业利润率逐步降低的大趋势下，房地产上市公司需继续强化现有经营策略，一方面紧跟市场变化调整开发节奏，优化产品结构和定价策略，以加快周转速度；另一方面要强化企业内部成本控制，“向管理要效益”，逐步向更理性、更有质量的增长模式转变。

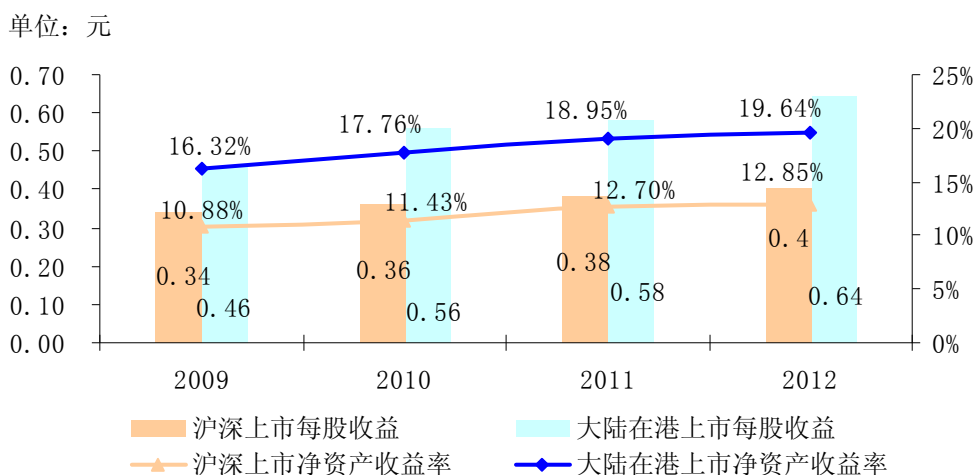
2.2 股东回报：资产收益水平稳步提高，财富创造能力更趋分化

2012 年，面对行业调整与市场波动，房地产上市公司的资产收益水平稳中有升，沪深、大陆在港上市房地产公司的净资产收益率分别提高 0.15 和 0.69 个百分点。与传统的收益性指标相比，经济增加值（EVA）将资本成本纳入企业的业绩考核范畴，能更有效的统一经营者与所有者之间的利益，是强化企业治理水平的一种有效手段。为此，研究组连续十一年对房地产上市公司的经济增加值进行了研究。研究结果显示，沪深上市房地产公司实现的经济增加值快速提升，而受资本成本快速增长影响，同期大陆在港上市房地产公司该指标值呈现下降态势。

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

(1) 净资产收益率持续提升，股东收益水平稳步提高

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司每股收益与净资产收益率均值

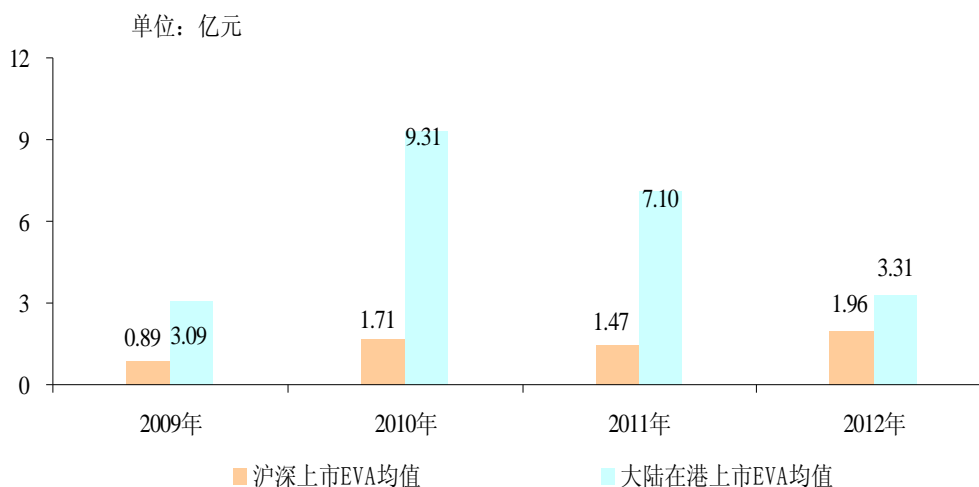


2012 年，沪深及大陆在港上市房地产公司的收益表现仍呈上升态势。其中，大陆在港上市房地产公司的净资产收益率均值达到 19.64%，较 2011 年提高 0.69 个百分点，每股收益达到 0.64 元，提升了 0.06 元；同期，沪深上市房地产公司资产收益水平也进一步提升，其每股收益均值为 0.40 元，较 2011 年上升了 0.02 元，净资产收益率均值为 12.85%，同比提高 0.15 个百分点。在整体资产收益水平提升的过程中，一线龙头企业的表现更为突出，如中海、招商的每股收益分别达到 1.86 元与 1.93 元，同比分别增长 24.8%与 27.8%，继续以稳健高效的经营为股东创造较高收益。

(2) 资本成本差异扩大，财富创造能力加速分化

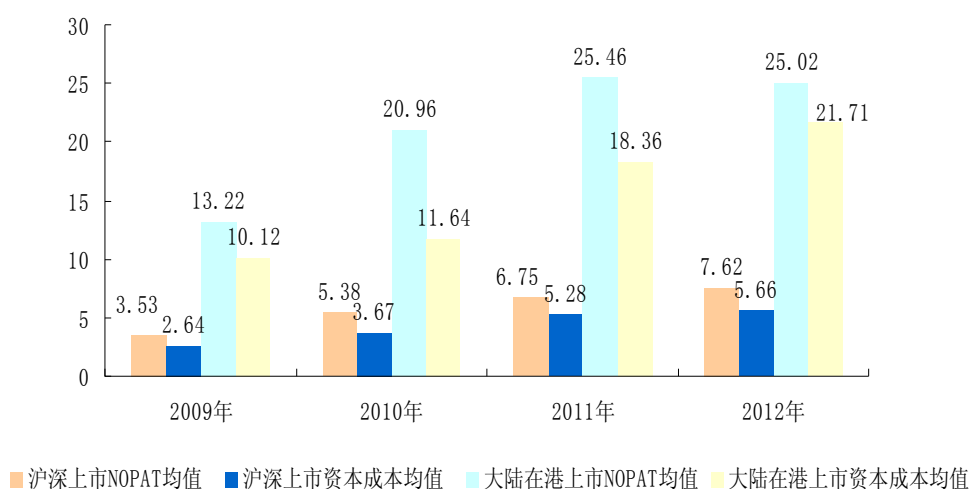
2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司 EVA 均值

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告



2012 年，房地产上市公司的财富创造能力呈现明显分化：沪深上市房地产公司的 EVA 均值为 1.96 亿元，同比增长 33.33%，其绝对值也达到了近 5 年的最高水平；其中，EVA 为正值的公司约占 50%，与上年基本持平，这些企业投入资本创造经济价值的的能力继续得以彰显；而大陆在港上市房地产公司创造“经济利润”的能力再度受到削弱，其 2012 年 EVA 均值为 3.31 亿元，较上一年下降显著，其中 EVA 为正值的公司占比为 47%，下降近 20 个百分点。从具体企业来看，万科、中海、保利、龙湖等企业再度实现了较高的经济增加值，其综合经营业绩持续获得资本市场关注。

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司 NOPAT 与资本成本均值



EVA 为税后净营业利润和资本成本的差值。从 2012 年的实际经营情况看，沪深、大陆

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

在港上市房地产公司的税后净营业利润均值分别为 7.62 亿元和 25.02 亿元，与上年相比基本保持稳定。另外，沪深上市房地产公司的资本成本均值达到 5.66 亿元，增幅为 7.2%，同期大陆在港上市房地产公司资本成本为 21.71 亿元，增幅达 18.25%，远远超过了沪深上市房地产公司的增长速度，这也是导致两个群体 EVA 水平呈现明显分化的重要原因。

具体来看，房地产上市公司资本成本上升主要源于投入资本规模的扩大，沪深上市房地产公司 2012 年投入资本均值增幅为 11.41%，同期大陆在港上市房地产公司该指标增幅则高达 28.93%。2012 年下半年以来，房地产市场的逐步回暖带动了企业的投资热情，土地投资与项目开发规模持续扩大，其中大陆在港上市房地产公司利用其海外融资平台，频频通过海外发债、银团贷款、配售、增发等手段筹措大笔资金；受流动性宽松影响，这些融资方式基本维持了较为稳定的成本，但大规模的资本投入仍使其面临较大的资本增值压力，特别是在行业整体利润受到挤压的情况下，这些新投入资本的回报水平普遍受到影响，进而导致了超过一半企业的 EVA 水平为负。从未来一段时间看，国际性的流动性宽松状态仍将持续，这有可能进一步激发大陆在港上市房地产公司的海外融资热情；但应该认识到，频繁发债已经导致房企海外融资的成本逐步攀升，另一方面国内调控政策仍将持续，因此大规模负债发展能否实现超过高额成本的价值回报，具有很大的不确定性，房地产上市公司须更加谨慎地做出投融资决策。

在传统粗放型的发展模式下，房地产企业更易以账面利润为导向，倾向于快速扩大投资开发规模、加快销售以提升业绩表现，而忽视了内部创新与体制的升级，影响了股东的长期价值回报。EVA 评价可以引导企业更加关注投入资本的价值，进而做出更明智的投资决策。在以 EVA 为导向的环境下，房地产上市公司不仅要有效加快运营效率以提升资金回报，更需合理选择融资时机、优化资本结构以控制资本成本，为股东创造更大的价值。

2.3 财务稳健性：债务压力有所缓解，企业资金面明显改善

2012 年，随着货币政策的调整及房地产市场的持续回暖，房地产上市公司的负债水平保持稳定，现金流状况获得改善。一方面，沪深及大陆在港上市房地产公司的资产负债率及有效负债率¹均维持在可控范围；另一方面，房地产上市公司经营现金流充裕，其速动比率、

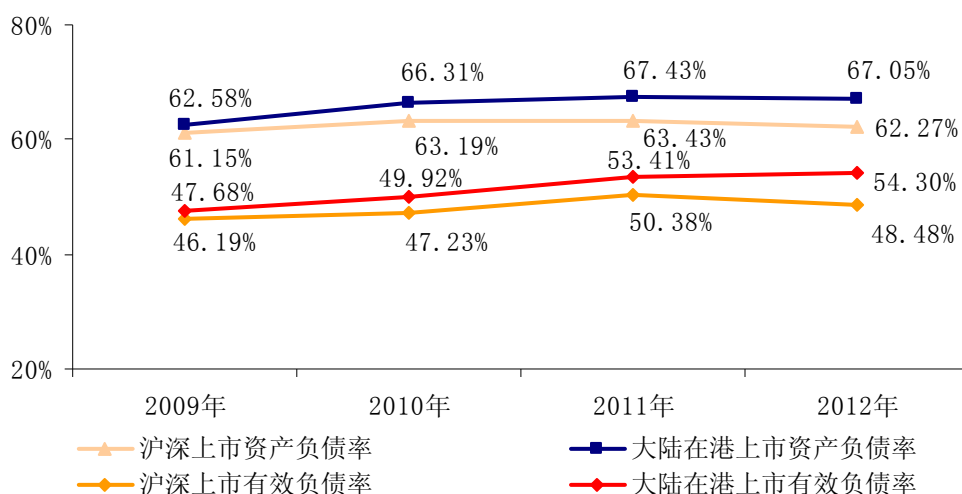
¹有效负债率能较客观反映房地产企业的真实负债情况，其计算公式为：（总负债-预收账款）/总资产

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

货币资金与短期及一年到期借款比值均高于 2011 年，每股经营性现金流净额均值近三年来也首次转正，资金状况明显改善，尤其是龙头房地产上市公司的稳健性优势更加明显。

(1) 资产负债率开始回落，短期债务压力得到缓解

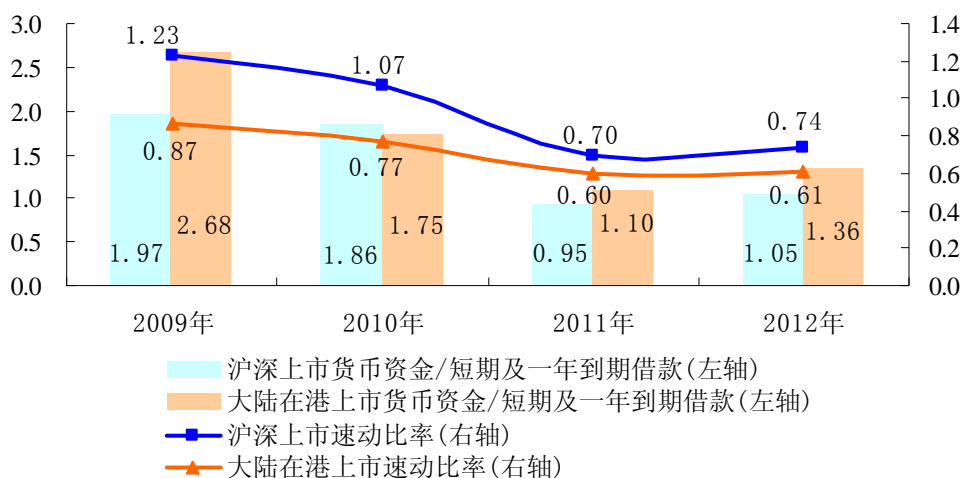
2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司资产负债率与有效负债率均值



截至 2012 年末，沪深上市房地产公司的资产负债率均值为 62.27%，大陆在港上市房地产公司的资产负债率均值为 67.05%，较 2011 年分别下降 1.16 和 0.38 个百分点，是 2009 年以来的首次回落。此外，剔除预收账款后，沪深上市房地产公司 2012 年末的有效负债率均值为 48.48%，同比下降了 1.90 个百分点，而大陆在港上市房地产公司的有效负债率为 54.30%，与上年基本持平。自 2010 年房地产调控以来，房地产上市公司持续加强财务管理，由“高负债、高发展”的激进策略逐步转向以“现金为王”的稳健策略，在加强财务杠杆利用效率的同时，降低负债、加快回款，以实现理性成长。如绿城集团在引进融创及九龙仓两个合作者之后，持续丰富融资模式、优化债务结构，净负债率由上年的 148.7% 大幅下降到 49%，财务状况更趋健康。但需要警惕的是，虽然房地产上市公司整体偿债压力较 2011 年有所减轻，沪深及大陆在港上市公司中仍有 20 家企业的资产负债率达 80% 以上，较 2011 年增加了 5 家，这类公司应继续加强财务管控，以规避可能出现的债务风险。

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司速动比率与货币资金/短期及一年到期借款



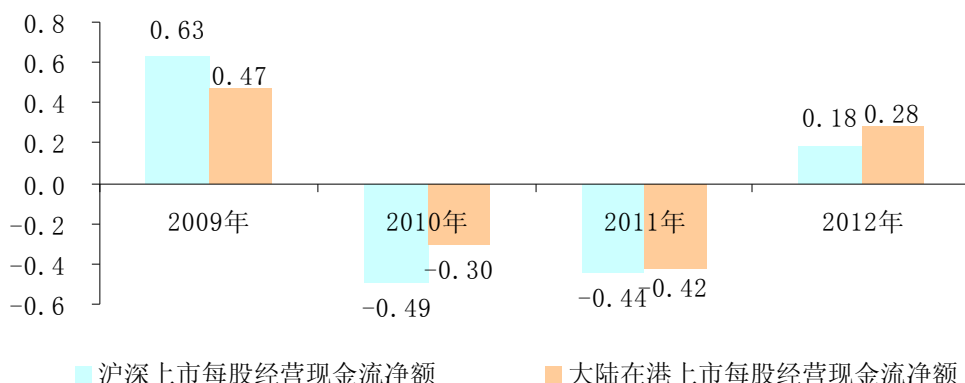
在负债水平回落的同时，房地产上市公司的短期偿债能力也进一步加强。2012 年，沪深上市房地产公司的速动比率均值为 0.74，大陆在港上市房地产公司的速动比率均值为 0.61，均高于 2011 年的水平。同期，沪深、大陆在港上市房地产公司货币资金比短期及一年到期借款的均值分别达到 1.05 与 1.36，较 2011 年分别提升了 0.10 和 0.26，货币资金整体上较为充裕。尽管与 2009 年、2010 年相比仍有一定差距，房地产上市公司 2012 年的短期偿债能力较 2011 年已有明显回升，整体资金状况在市场复苏下也得到改善。在此背景下，房地产上市公司积极适应市场变化，科学规划成长速度，增强企业的短期偿债能力。尤其是龙头房地产上市公司，如中海、招商、龙湖、金地等企业的现金与短期及一年到期借款的比率均达到 1.9 以上，短期偿债能力明显优于行业水平。

(2) 现金流状况改善，仍需警惕流动性风险

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司每股经营现金流净额均值

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

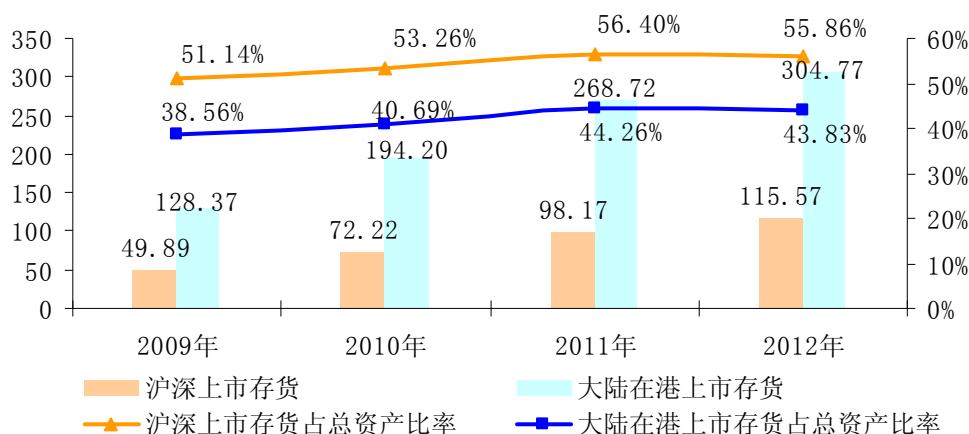
单位：元



随着销售市场的回暖，沪深、大陆在港上市房地产公司 2012 年每股经营现金流净额均值三年来首次转正，分别达 0.18 元和 0.28 元，一定程度上缓解了近年来现金流持续趋紧的状况。其中，沪深上市房地产公司中，每股经营现金流净额为负的有 60 家，较 2011 年减少 24 家；大陆在港上市房地产公司中，每股经营现金流净额为负值的有 19 家，较 2011 年减少 10 家。资金面的明显好转，将有利于房地产上市公司进一步扩大投资规模，2012 年四季度以来，由于销售状况良好，房地产上市公司进入补库存阶段。随着 2013 年以来土地市场明显升温，土地溢价率也进一步提高，企业仍需紧密关注资金链安全、适度控制投资节奏，以避免出现财务波动。

2009-2012 年沪深及大陆在港上市房地产公司存货及存货占总资产比率情况

单位：亿元



2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

从存货状况看，房地产上市公司 2012 年末的存货规模虽然继续攀升，但随着企业去库存策略的强化，其增速已大幅回落。其中，沪深上市房地产公司的存货均值为 115.57 亿元，同比增长了 17.72%，增幅较上年下降了 18.21 个百分点；大陆在港上市房地产公司的存货均值为 304.77 亿元，同比增长 13.42%，增幅下降了 24.95 个百分点。虽然房地产上市公司经营扩张导致存货规模仍在不断扩大，但截止 2012 年末，沪深、大陆在港上市房地产公司存货占总资产比率分别为 55.86% 和 43.83%，较上一年有所下降，企业的实际存货压力得到一定程度的缓解。

尽管房地产上市公司的财务状况在 2012 年已有明显改善，但其资产负债率、短期偿债能力较 2009 年及 2010 年仍有一定差距；未来，房地产上市公司很有可能面临融资成本增加、市场交易趋冷等风险，且逐年增加的存货规模加剧了企业资产减值风险，一旦销售资金回笼及预收账款大幅降低，存货囤积与资金紧张的压力将再度显现。房地产上市公司仍需严密监控市场变化，适时调整销售策略，加快存货周转，以进一步释放现金流压力，降低企业运营风险。

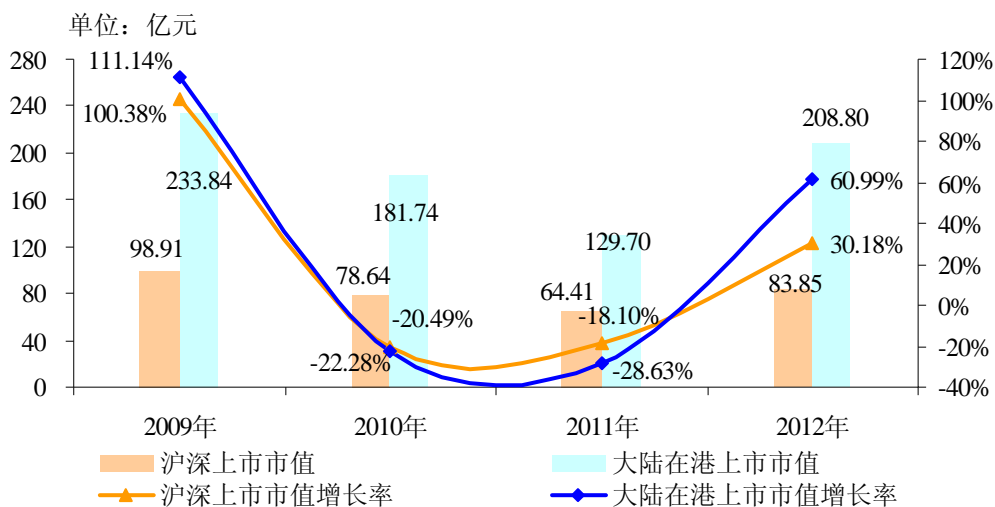
2.4 投资价值：房地产板块跑赢大市，估值水平有望进一步修复

2012 年，国内外股市走势分化明显，沪深市场虽在年底有所反弹，但全年走势仍较为低迷，在全球主要市场继续垫底，香港股市则大幅上升，创三年来最佳表现。但无论沪深还是香港，在销售回暖的带动下，房地产板块均表现优异。2013 年以来，国家最新调控政策影响了房地产板块表现，房地产上市公司的估值水平进入较低区间。未来，随着基本面的好转，房地产板块估值水平预计将逐步修复，尤其是龙头上市房地产公司，投资价值愈发凸显。

(1) 房地产板块跑赢大市，市值大幅上扬

2009-2012 年沪深及大陆在港房地产上市公司市值均值及其增长率

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告



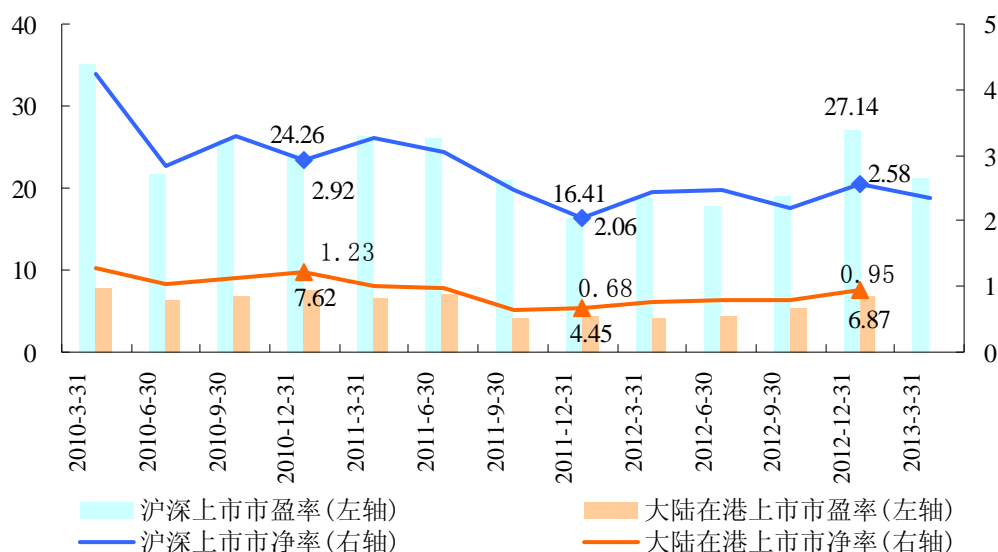
2012 年，内地股市呈震荡走势，尽管在 12 月份出现反弹，但整体表现仍较为低迷：截至 2012 年 12 月 31 日，上证指数和深证成指分别收报于 2269.13 点和 9116.48 点，全年累计上涨 3.17% 和 2.22%，继续在低位徘徊，且在全球主要市场中表现垫底；对比而言，香港市场走势抢眼，自 9 月份美国推出第三轮量化宽松措施及欧洲央行宣布无限量买债后，香港恒生指数连创年内新高，全年累计上涨 23%。在市场回暖及“新型城镇化建设”推进的影响下，投资者持续看好房地产板块，全年上证地产指数涨幅达 38.04%，深证地产指数涨幅也达 38.25%，在所有板块中均高居首位；同时，内地房企在香港资本市场表现同样亮眼，多家公司的股价翻倍，跑赢市场大势。截至 2012 年底，沪深上市房地产公司的平均市值为 83.85 亿元，同比增长 30.18%；大陆在港上市房地产公司平均市值为 208.80 亿元，同比大幅增长 60.99%。

2013 年以来，受国家调控政策及地方房地产调控细则推出影响，房地产板块大幅调整，截至 3 月 31 号，证监会房地产板块指数较年初下跌 6.61%，跌幅在二级市场所有行业中位列第四。未来，随着政策效应及行业基本面的明朗，房地产板块估值修复前景值得期待，尤其是房地产龙头企业万科、中海、保利等，仍有较大的投资潜力。

(2) 房地产上市公司估值水平有待进一步修复

2010-2013 年一季度沪深及大陆在港上市房地产公司市盈率及市净率变化情况

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告



2012 年，沪深上市房地产公司的市盈率均值由上年的 16.41 上升至 27.14，大陆在港上市房地产公司的市盈率均值也从上年的 4.45 上升至 6.87；同期，沪深、大陆在港上市房地产公司的市净率也分别上升至 2.58 和 0.95。2012 年四季度，在实体经济开始好转，房地产市场回暖及基建投资上升等一系列因素的带动下，多数房地产上市公司股价快速上升，估值水平逐步恢复。但 2013 年以来，受新的调控政策影响，房地产板块的估值有所回调，与行业基本面的走势出现背离。未来，在新型城镇化建设的背景下，庞大住房需求将继续支撑房地产市场平稳快速发展，随着利好效应逐步传导到资本市场，房地产板块估值有望持续修复，并带来新一轮的投资机会。

总体来看，有两类房地产上市公司在 2012 年资本市场表现较为抢眼，广受投资者关注：一类是销售业绩增速较快的企业，如绿城中国，销售额增速超过 50%，年内股价累计上涨达 320%；另一类是财务稳健、现金流充裕的公司，如中国海外发展的股价涨幅达到 77.99%，招商地产的股价则上涨 66.67%，企业长期投资价值获得资本市场持续认可。

3 结语

随着房地产调控步入常态化，房地产企业将持续面临利润率逐步下降、融资趋紧的行业环境。在此背景下，房地产上市公司在 2012 年积极应对，持续优化市场战略布局与产品结构，并主动采取灵活销售策略，实现业绩的明显好转。此外，房地产上市公司更加“强管理、重实效”，积极提升成本管控水平、创新多元融资体系以降低资本成本，经营更趋稳健。其

2013 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

中，龙头上市房企的竞争优势日益显现，表现出更快的成长速度与更高的经营绩效，在高速扩张的过程中引领行业集中度稳步提升。

在新型城镇化建设推进的背景下，庞大住房需求仍将继续支撑房地产市场平稳快速发展，房地产上市公司迎来新一轮的发展契机。2013 年，随着行业基本面的明朗和政策的稳定，房地产板块估值修复值得期待。其中，布局完善、产品多元、模式成熟的龙头上市公司投资潜力更为凸显，财务状况良好、具有区域竞争优势的区域龙头房企也将面临广阔的成长空间，值得投资者重点关注。而对于更多房地产上市企业来说，如何紧跟市场导向把握发展机遇，并不断提升管理效率、创建多元融资体系，将是实现可持续成长的关键。