

2014年11月5日

景气度大幅下降、四季度为关键窗口期

——房地产行业 14 年三季报回顾

看好

投资要点：

- **结算维持 13 年同期水平、两极分化明显。**在行业整体进入调整期的大背景下，上市房企交出一份略低于预期的业绩。A 股 142 家房地产企业整体实现净利润 511.95 亿元，同比下降 10.3%。其中，A 股百强上市房企实现净利润 520.48 亿元，同比增长 0.1%，表现优于房地产板块。从净利润角度看，14 年前三季度上市房企出现了两极分化的特点：大中房企由于可结算资源规模较大，净利润基本保持稳定；而小房企因为规模较小，在资源、资金上均处于劣势，净利润同比大幅下降。
- **毛利率持续下降、费用率稳中有升。**行业毛利率自 12 年之后呈现明显的下降趋势，12 年三季度末 A 股百强房企加权平均毛利率为 38.4%，14 年三季度末毛利率 32.9%，累计下降 5.5 个百分点；行业净利润率也随之下降，14 年三季度末 A 股百强房企加权平均净利率为 11.3%，连续 4 年走低，累计下降 4.0 个百分点。A 股百强房企三项费用率整体稳中有升，较 13 年同期上升 1.8 个百分点，达到 15.5% 的水平；环比二季度末上升 0.4 个百分点，主要因财务费用上升较快。
- **销售压力较大、四季度为关键窗口期。**从销售回款看，前三季度 A 股百强房企累计实现销售回款 5841.08 亿元，同比下降 2.8%，增速大大下降。预收账款同样反映了相同趋势，尽管预收账款总量仍在增长，但增速已经大幅放缓至 8.1%。2014 年三季度末，A 股百强房企预收账款 8184.28 亿元，同比增长 8.1%，较上年同期下降 17 个百分点。
- **行业整体资产结构恶化、净负债率持续上升。**14 年三季度末，A 股百强房企加权计算，扣除预收账款的资产负债率 52.7%，净负债率大幅上升至 103.5%，均为 07 年以来的最高水平。全口径下的净负债率比去年同期大幅上升 24.6 个百分点，高达 103.5%，反映出房企在销售下降的情况下，扩张更加依赖增加杠杆。

投资建议：行业前三季度销售和结算都处于低位，展望四季度，预计市场有望在央行新政的呵护下进行修复。伴随信贷新政落实和按揭贷款利率下行，预计四季度销售会好转。维持四季度销售将好于前三季度的判断，我们认为虽然地产仍处于去产能周期，地产板块在销售持续回暖和利率不断下行的催化下，投资应更积极，建议积极关注“跨界转型+龙头+区域热点”类地产股。四季度地产销售将持续回暖，同时在社会自己成本不断下行的催化下，投资应更积极。**建议把握“跨界转型+龙头+区域热点”类地产股：1) 跨界转型：金科股份、北京城建、阳光城；中天城投、冠城大通、苏宁环球；2) 龙头：万科、保利、招商、世联；3) 区域热点：陆家嘴、格力地产、平潭发展。**

相关研究

《销售下半年将缓慢回升、看好龙头和跨界转型的投资机会——房地产行业 14 年中报回顾》2014/9/4

《行业面临较大压力、关注结构性机会——房地产行业 13 年报及 14 年一季报回顾》2014/5/6

证券分析师

韩思怡 A0230513060002
hansy@swsresearch.com

研究支持
陈天诚 A0230113080001
chentc@swsresearch.com

联系人

齐东
(8621)23297818x7469
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

目 录

1. 结算维持 13 年同期水平、两级分化明显	2
2. 毛利率持续下降、费用率稳中有升	4
3. 销售压力较大、四季度为关键窗口期	6
4. 行业整体资产结构恶化、净负债率持续上升	7
5. 投资建议	8
6. 盈利预测和估值	9

申万房地产一级行业分类共计 142 家上市公司，经过剔除异常值，我们选取全行业营收前 100 名的房地产企业作为样本，分析其 14 年三季度报业绩情况。从营收看，14 年前三季度上市百强的房地产企业的营收总额占全行业 98.6%，应该能较好地反映行业情况。

本报告中，我们选取 A 股房地产板块 142 家房企中营收前 100 名的房企作为样本，记为“A 股百强房企”。我们选取万科 A、保利地产、招商地产、华侨城 A、华夏幸福、荣盛发展、首开股份、金地集团、世茂股份、金科股份、滨江集团、金融街、福星股份、北京城建、阳光城、外高桥、陆家嘴、世联行、鲁商置业、浦东金桥、南国置业、苏宁环球、铁岭新城这 23 家房企作为“申万重点房企”。在全部房企公布三季度后，我们对中报的百强房企名单进行了调整，调出了华鑫股份（600621.SH）、世荣兆业（002016.SZ）、国兴地产（000838.SZ）；调入了阳光股份（000608.SZ）、大龙地产（600159.SH）、广宇集团（002133.SZ）。对申万重点房企名单没有进行调整。

1. 结算维持 13 年同期水平、两级分化明显

2014 年前三季度，全国商品房销售面积 77132 万平方米，同比下降 8.6%，其中住宅销售面积下降 10.3%；商品房销售额 49227 亿元，同比下降 8.9%，其中住宅销售额下降 10.8%。在行业整体进入调整期的大背景下，上市房企交出一份略低于预期的业绩。前三季度，A 股 142 家房地产企业整体实现营收 4542.03 亿元，同比增长 10.0%，增速较上年回落 27 个百分点。其中，A 股百强上市房企实现营收 4480.70 亿元，同比增长 10.6%，表现优于整体房地产板块。上半年申万跟踪 23 家重点房企实现营收 2898.77 亿元，同比增长 11.4%。

2014 年 1-9 月，全国

图 1：上半年 A 股百强房企营收同比增 10.6%

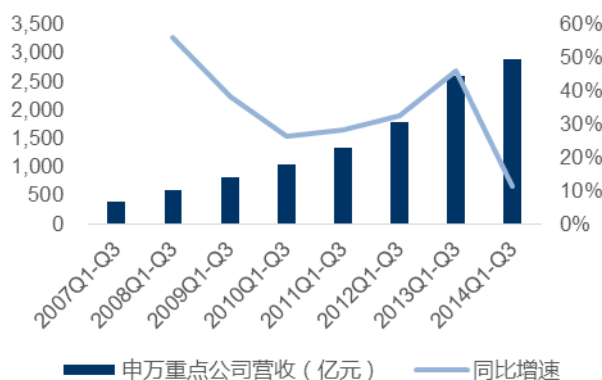
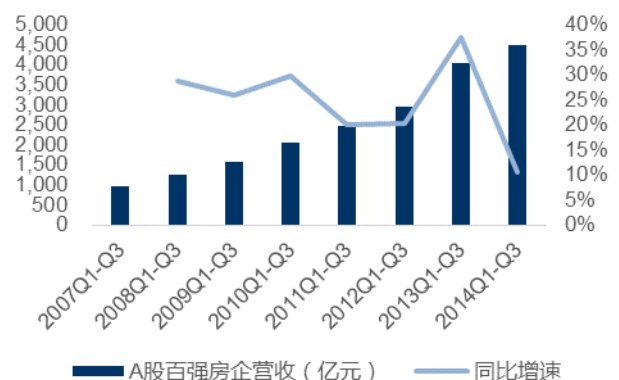


图 2：上半年申万重点房企营收同比增 11.4%



资料来源：公司公告、申万研究

资料来源：公司公告、申万研究

A 股 142 家房地产企业整体实现净利润 511.95 亿元，同比下降 10.3%。其中，A 股百强上市房企实现净利润 520.48 亿元，同比增长 0.1%，表现优于房地产板块。从净利润角度看，14 年前三季度上市房企出现了两极分化的特点：大中房企由于可

结算资源规模较大，净利润基本保持稳定；而小房企因为规模较小，在资源、资金上均处于劣势，净利润同比大幅下降。百强房企净利润高于行业总体净利润是因为其余42家中小房企总体利润为-8.53亿元。上半年申万跟踪23家重点房企实现净利润356.95亿元，同比增长0.5%。整体来看房地产行业结算规模较13年增长10%左右，但净利润仅能持平，主要因房企结算结构及三项费用上升所致。

图3：上半年A股百强房企净利润同比增长0.1%

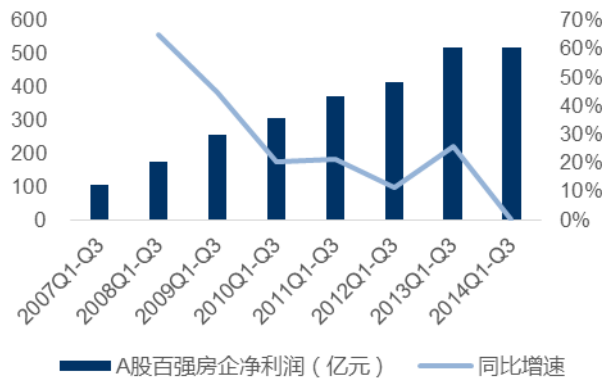
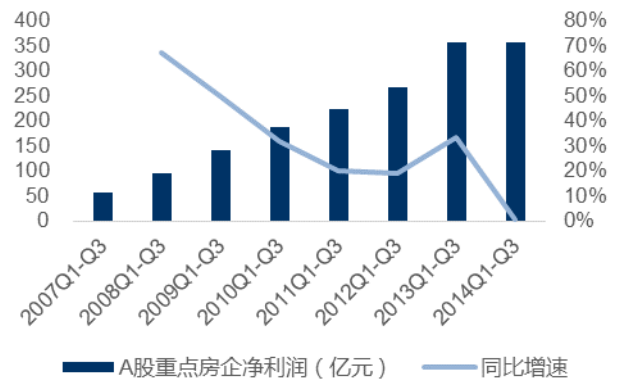


图4：上半年申万重点房企营收同比增长0.5%

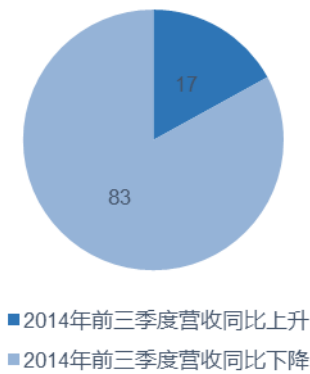


资料来源：公司公告、申万研究

资料来源：公司公告、申万研究

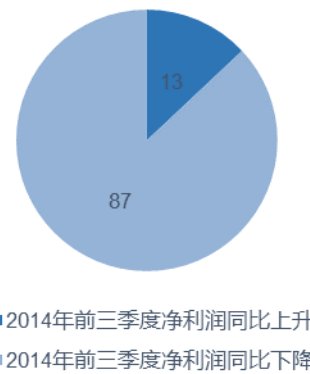
相对2013年同期，A股百强房企中，共有17家房企营收同比增长，13家净利润同比增长，分别较13年下降60家和47家，环比14年中期则增长3家和1家。

图5：前三季度A股百强中仅17家营收同比增长



资料来源：公司公告、申万研究

图6：前三季度A股百强中仅13家净利润同比增长

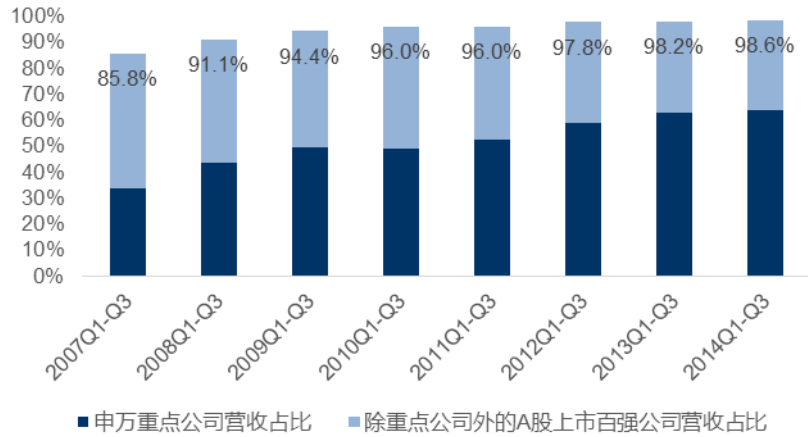


资料来源：公司公告、申万研究

A股房地产企业的情况是全行业的一个缩影，在行业整体陷入调整的情况下，相对中小企业，大房企在品牌、融资、客户、项目资源等方面都更有优势，因此能够取得更多的市场份额；进而产生更多利润。另一方面，部分中小房企也在部分或整体退出房地产业，进行转型和跨界拓展。在这样的趋势下，预计未来行业集中度将进一步提升。

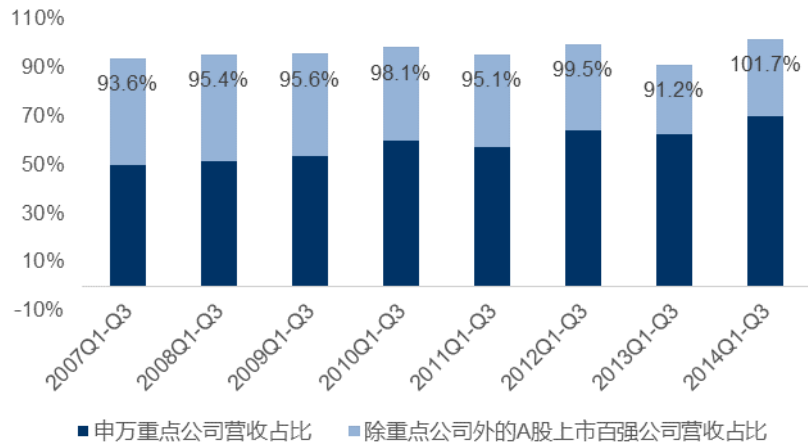
14年前三季度，A股百强房企营收和净利润占房地产板块比重继续增长，分别升至98.6%和101.7%。A股百强房企净利润高于行业总体净利润是因为其余42家中小房企总体利润为-8.53亿元。

图7：A股房地产百强房企营收占比升至98.6%



资料来源：公司公告、申万研究

图8：A股房地产百强房企净利润占比升至101.7%

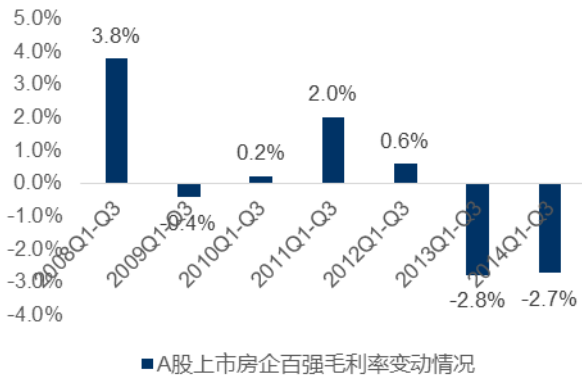


资料来源：公司公告、申万研究

2. 毛利率持续下降、费用率稳中有升

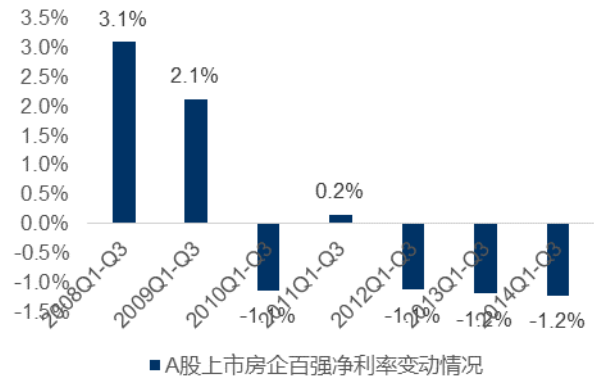
行业毛利率自12年之后呈现明显的下降趋势，12年三季度末A股百强房企加权平均毛利率为38.4%，14年三季度末毛利率32.9%，累计下降5.5个百分点；行业净利润率也随之下降，14年三季度末A股百强房企加权平均净利率为11.3%，连续4年走低，累计下降4.0个百分点。

图 9：上半年毛利率同比下降 2.7 个百分点



资料来源：公司公告、申万研究

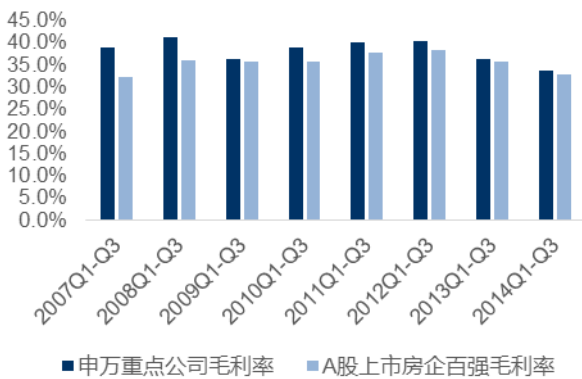
图 10：上半年净利润同比下降 1.2 个百分点



资料来源：公司公告、申万研究

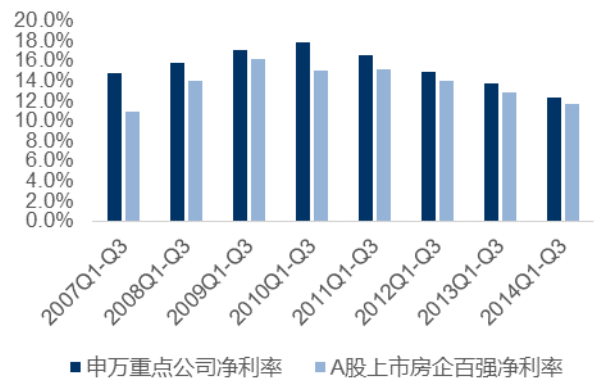
对比申万重点房企，与百强房企毛利率变动趋势相同，但重点房企因具有一定的品牌优势，毛利率上仍具有一定优势。14 年三季度末申万重点房企加权毛利率 33.6%，高于 A 股百强房企 0.7 个百分点。

图 11：14 年三季度毛利率水平持续下降



资料来源：公司公告、申万研究

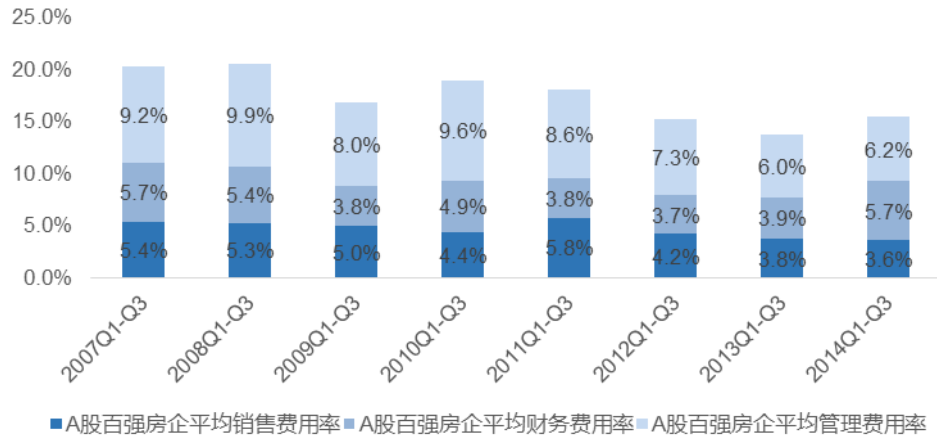
图 12：14 年三季度净利率水平持续下降



资料来源：公司公告、申万研究

A 股百强房企三项费用率整体稳中有升，较 13 年同期上升 1.8 个百分点，达到 15.5%的水平；环比二季度末上升 0.4 个百分点，主要因财务费用上升较快。与 13 年同期相比，A 股百强企业销售费用率下降 0.2 个百分点；财务费用率上升 1.8 个百分点；管理费用率上升 0.2 个百分点。

图 13：14 年上半年 A 股百强企业三项费用率



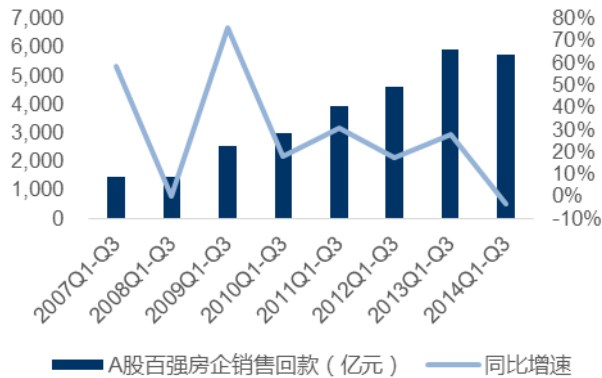
资料来源：公司公告、申万研究

3. 销售压力较大、四季度为关键窗口期

2014 年，行业整体销售压力都大幅增加。2014 年前三季度，全国商品房销售面积 77132 万平方米，同比下降 8.6%，其中住宅销售面积下降 10.3%；商品房销售额 49227 亿元，同比下降 8.9%，其中住宅销售额下降 10.8%。从销售回款看，前三季度 A 股百强房企累计实现销售回款 5841.08 亿元，同比下降 2.8%，增速大大下降。预收账款同样反映了相同趋势，尽管预收账款总量仍在增长，但增速已经大幅放缓至 8.1%。2014 年三季度末，A 股百强房企预收账款 8184.28 亿元，同比增长 8.1%，较上年同期下降 17 个百分点。

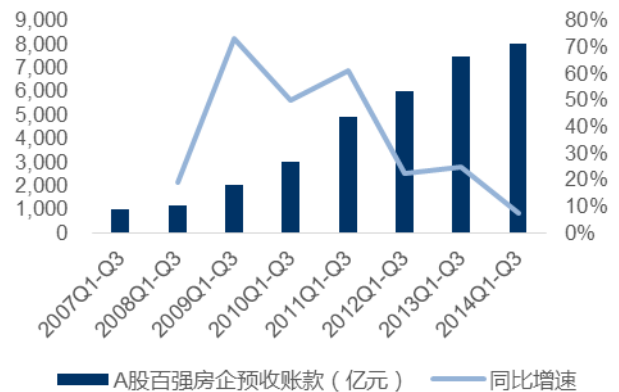
我们认为造成前三季度行业销售压力剧增主要原因有四个：（1）房地产 13 年下半年出现过热情况，客观上需要一定回调；（2）银行按揭收紧及按揭利率上浮导致部分购房者无力购买；（3）部分媒体对房地产的负面报道推波助澜，加大了市场的悲观情绪；（4）部分房企大规模降价促销，增强了购房者的观望情绪。目前伴随上半年市场逐渐降温以及央行信贷新政的推出，因素（1）、（2）、（3）在四季度将逐渐减弱。对于大部分房企来说，四季度将是一个关键的去库存窗口。

图 14：上半年销售回款同比下降 2.8%



资料来源：公司公告、申万研究

图 15：上半年预收账款同比增长 8.1%

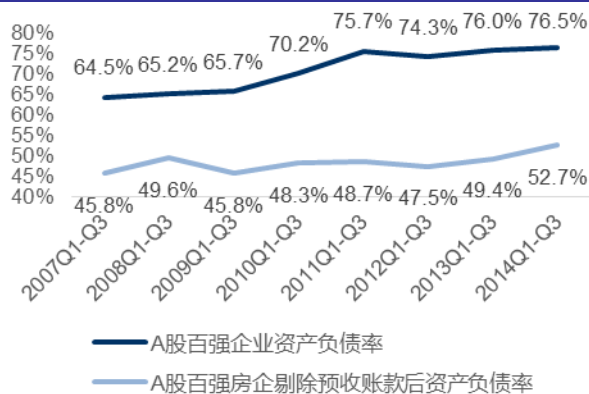


资料来源：公司公告、申万研究

4. 行业整体资产结构恶化、净负债率持续上升

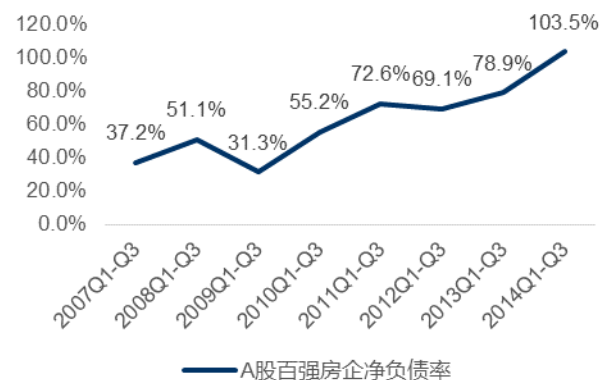
行业资产负债率自 2006 年起连年上升。A 股百强房企加权平均资产负债率从 07 年第三季度的 64.5% 上升至 14 年第三季度的 76.5%，房地产杠杆程度进一步加大。14 年三季度末，A 股百强房企加权计算，扣除预收帐款的资产负债率 52.7%，净负债率大幅上升至 103.5%，均为 07 年以来的最高水平。全口径下的净负债率比去年同期大幅上升 24.6 个百分点，高达 103.5%，反映出房企在销售下降的情况下，扩张更加依赖增加杠杆。

图 16：上半年营收同比下降 43%



资料来源：公司公告、申万研究

图 17：上半年净利润同比下降 43%



资料来源：公司公告、申万研究

5. 投资建议

2014 年前三季度，市场自发进入了调整期，房价结束了快速上涨趋势。政府对于房地产的调控政策也由抑制市场过热的转向逐渐宽松的呵护政策。14 年 3 月，政府工作报告中提出分类调控的思路。5 月，银监会和人民日报相继提出要保证首套房的按揭贷款。7 月开始，全国陆续有接近 40 个城市放宽或取消限购政策，至此仅有一线和三亚继续限购。9 月底，央行出台住房信贷新政，改变此前认房又认贷的信贷认定。总体来看，前三季度政府对房地产由过去的打压转为了呵护，这些举措有助于稳定市场预期，推动行业回归良性发展的轨道。

行业前三季度销售和结算都处于低位，展望四季度，预计市场有望在央行新政的呵护下进行恢复性修复。伴随信贷新政落实和按揭贷款利率下行，预计四季度销售会好转。维持四季度销售将好于前三季度的判断，我们认为虽然地产仍处于去产能周期，地产板块在销售持续回暖和利率不断下行的催化下，投资应更积极，建议积极关注“跨界转型+龙头+区域热点”类地产股。四季度地产销售将持续回暖，同时在社会自己成本不断下行的催化下，投资应更积极。

投资建议：建议把握“跨界转型+龙头+区域热点”类地产股：1) 跨界转型：金科股份、北京城建、阳光城；中天城投、冠城大通、苏宁环球；2) 龙头：万科、保利、招商、世联；3) 区域热点：陆家嘴、格力地产、平潭发展。

6. 盈利预测和估值

表 1 盈利预测表

	公司	评级	股价	EPS			PE			RNAV	P/RNAV	PB
				2012	2013	2014E	2012	2013	2014E			
开 发 类	万科 A	买入	9.39	1.14	1.37	1.64	8	7	6	14.3	0.66	7.13
	保利地产	买入	5.85	0.79	1.00	1.26	7	6	5	9.2	0.64	5.15
	招商地产	增持	13.20	1.29	1.63	1.76	10	8	8	18.4	0.72	10.94
	金地集团	增持	7.93	0.83	0.80	0.71	10	10	11	8.1	0.98	6.39
	华夏幸福	买入	27.52	1.35	2.05	3.00	20	13	9	30.0	0.92	6.95
	南国置业	买入	6.75	0.46	0.56	0.80	15	12	8	6.7	1.01	2.73
	华侨城 A	买入	5.61	0.53	0.61	0.69	11	9	8	10.9	0.51	3.60
	金科股份	买入	12.23	1.10	0.85	1.40	11	14	9	18.5	0.66	6.93
	荣盛发展	增持	10.93	1.13	1.53	2.02	10	7	5	11.2	0.98	6.69
	世联行	增持	13.61	0.28	0.42	0.55	49	33	25	-	-	2.42
	首开股份	增持	5.85	0.72	0.57	1.04	8	10	6	13.3	0.44	6.45
	苏宁环球	增持	5.37	0.42	0.24	0.61	13	23	9	11.0	0.49	2.03
	世茂股份	增持	10.36	1.17	1.40	1.73	9	7	6	12.8	0.81	12.78
	北京城建	增持	10.84	0.70	0.82	1.68	16	13	6	17.5	0.62	7.98
	滨江集团	增持	7.08	0.94	1.04	2.07	8	7	3	11.9	0.59	5.70
	福星股份	增持	8.45	0.86	0.94	1.48	10	9	6	11.0	0.77	10.13
	鲁商置业	增持	5.19	0.25	0.26	0.31	21	20	17	10.8	0.48	1.94
金融街	中性	6.58	0.75	0.96	1.01	9	7	6	10.5	0.63	7.30	
园 区 类	外高桥	买入	28.48	0.39	0.48	0.82	73	59	35	35.1	0.81	7.38
	铁岭新城	增持	14.80	1.15	1.29	1.17	13	11	13	11.8	1.25	6.28
	浦东金桥	增持	12.96	0.36	0.46	0.54	36	28	24	15.0	0.86	5.18
	陆家嘴	中性	21.44	0.54	0.75	0.8	40	28	27	6.0	3.57	5.88
	开发类平均					14	12	9		0.70	6.23	
	园区类平均					40	32	24		1.63	6.18	
	重点公司平均					18	16	11		0.88	6.27	

股价更新日: 2014/11/4

资料来源: Wind, 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。