

2016 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告



中国房地产 TOP10 研究组

2016 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，已连续进行了十四年，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。2015 年，房地产行业供需两端利好政策频出，国内资本市场呈现超预期宽松态势，房地产企业的融资环境显著改善，融资渠道进一步拓宽。在此背景下，优秀房地产上市公司把握机遇，快速调整产品结构、城市布局适应区域市场变化，并以创新的思维推动业绩增长，以稳健的经营策略规避市场风险，业绩再次获得了新突破，彰显了较高的投资价值，获得资本市场青睐。

2. 研究结果及分析

2.1 中国房地产上市公司整体发展状况分析

(1) 经营状况：经营规模保持增长，区域分化加剧业绩分化

2015 年，房地产上市公司销售业绩稳定增长，经营规模获得新突破：沪深及大陆在港上市房地产公司的营业收入均值达到 123.35 亿元，同比增长 15.09%。同期，房地产上市公司的盈利规模整体保持增长，沪深及大陆在港上市房地产公司的净利润均值为 16.03 亿元，同比增长 6.44%，增速低于上一年 1.36 个百分点。

在港上市房地产公司大多规模基数大、市场布局广，在区域市场分化加深的背景下业绩增速保持相对稳定，而沪深上市房地产公司中多为植根一二线重点城市的中小企业，受益于局部市场回暖，业绩增速较高，从而拉大了两者之间的差距。2015 年，热点城市土地市场竞争的加剧导致企业土地成本压力明显增大，利润空间受到进一步挤压。与上年相比，不同净利润规模层级的上市房企数量保持不变，但平均增速明显分化，呈现出“强者恒强”的发展态势。

(2) 盈利能力：利润率持续下滑，开源节流保障盈利空间

2015 年，房地产上市公司的毛利率与净利润率延续近年来下滑趋势，连续四年走低。沪深、大陆在港上市房地产公司的毛利率均值分别为 31.26%、29.82%，同比分别下降 1.87 和 2.35 个百分点；沪深、大陆在港上市房地产公司的净利润率均值分别为 9.20% 和 14.61%，较上年降低 2.35 和 2.21 个百分点。受行业供需关系变化影响，房企为提升项目去化水平而加大营销、管理投入，导致利润空间被削弱，此外，一、二线城市土地市场的火爆推动土地成本高企。

为应对利润率的持续下滑，部分房地产上市公司严控土地成本、融资成本，以保障盈利空间，同时加强员工激励，扩大盈利来源：第一，通过加大项目及土地的收并购力度破解拿地难、土地成本高企的问题，有效降低房企购地成本支出；第二，抓住国内资本市场尤其是债券市场的融资机遇大力发债；第三，创新管理模式，全面实施跟投制度，由内而外促进项目运营效率和盈利水平的提升。

(3) 财务稳健性：短期偿债能力提高，优化融资、合理布局缓解资金压力

截至 2015 年末，沪深、大陆在港上市房地产公司的资产负债率均值分别为 66.33% 和 72.91%，分别同比上升 1.07、2.81 个百分点。剔除预收账款后，沪深上市房地产公司有效负债率均值为 53.66%，同比上升 0.33 个百分点；大陆在港上市房地产公司的有效负债率均值为 59.06%，较上一年下降 0.69 个百分点，实际负债情况得到改善。2015 年，沪深、大陆在港上市房地产公司的货币资

金与短期及一年到期借款的比值均值分别为 1.43 和 1.66，较 2014 年分别上升 0.39 和 0.34；速动比率分别为 0.69、0.70，较 2014 年分别上升 0.24、0.09，房地产上市公司短期偿债能力有所提升。

2015 年，房地产上市公司的流动性较上年有所改善，沪深、大陆在港上市房地产公司每股经营性现金流净额均值分别为 0.05 元、0.34 元，同比分别上升 0.54 元、0.66 元。房地产上市公司现金流由负转正，主要由以下因素引起：一方面，采取积极的销售策略加快项目去化和现金回笼；另一方面，审慎投资，严控资金支出改善现金流状况。

房地产上市公司 2015 年存货规模持续上升，但存货占总资产比重有所下降。沪深上市房地产公司的存货均值达 199.60 亿元，同比增长 11.36%；大陆在港上市房地产公司的存货均值达 413.89 亿元，与上年基本持平。其中，优秀的房地产上市公司通过精细化的土地储备管理防范运营风险：一方面保持土地储备总量及结构的合理，确保企业未来的稳健发展。另一方面，基于对城市的精准研判，加大一二线城市新增土地储备力度。

(4) 股东回报：资产收益水平持续下行，经济增加值（EVA）有所增长

2015 年，沪深、大陆在港上市房地产公司的净资产收益率均值分别为 8.15% 和 11.91%，每股收益均值分别为 0.35 元和 0.51 元，分别与 2014 年持平及下降 0.13 元。具体来看，在行业利润率下行、企业经营压力增大的情况下，沪深、大陆在港上市房地产公司中分别有约七成、六成的企业净资产收益率出现下滑；从每股收益的情况看，沪深及大陆在港上市房地产公司中则分别有超过八成和六成的企业每股收益出现下降。

2015 年，沪深及大陆在港上市房地产公司 EVA 均值分别为 2.44 和 1.60 亿元，比 2014 年增长 24.49% 和 9.59%。房地产上市公司 EVA 增长的主要原因在于税后营业利润的增速高于资本成本。从两者的表现来看，2015 年沪深及大陆在港上市房地产公司的资本成本均值分别为 9.91 亿元、32.28 亿元，同比增长 10.48% 和 10.17%；2015 年沪深及大陆在港上市房地产公司税后净营业利润均值分别为 12.35 亿元、33.88 亿元，同比增长 12.99% 和 10.14%。

(5) 投资价值：转型升级、行业整合、布局紧随国家战略的上市房企更具价值

2015 年，在“330 政策”、央行多次降准降息、下调首付比例等多重政策利好的刺激下，房地产板块于 8 月触底回升，上证房地产指数年末达到 6568 点，同比增长 5.34%；深证房地产指数年末达到 7229 点，同比增长 44.25%。

从申万房地产板块 2009-2015 年市盈率的月度变化情况来看，2010 年以来房地产板块与 A 股市场共同经历了一个较长阶段的震荡整理期，房地产板块始终处于价值低估洼地。2015 年房地产板块也随 A 股经历了大涨大落，在各种利好政策的刺激下，房地产板块逐步回暖。截至年底，房地产板块收于 5918.08 点，达到五年来的最高水平，但市盈率仅为 29.41 倍，较 2014 年底有所提升，但远低于 2009 年 11 月 30 日 57.04 倍的水平，板块估值状况虽然有所改善，但估值水平仍有上升空间。

总结 2015 年上市房企的表现，围绕主业转型升级、紧抓行业兼并收购和重组机遇、布局紧随国家战略的房地产上市公司获得了资本市场较多青睐：

第一，谋求转型，发展多元化业务，积极打造新利润增长点的上市房企。第二，紧抓行业深度整合机遇，以兼并收购、重组实现市值跨越式发展的上市房企，尤其是具有国企背景的上市房企。第三，项目储备布局一线和重点二线城市或紧随国家战略的房地产上市公司。

(6) 市值管理：并购、重组、分拆等多维举措促市值增长，均衡股权结构防范管理风险

在国家“去库存、促消费、稳增长”的总基调下，央行降息降准、降低首付比例，部分城市限购政策放松，房地产行业成交回暖，加之上市房企多元化转型的持续推进和市值管理意愿不断加强，共同促进房地产板块市值呈现整体上涨趋势：截至 2015 年底，沪深上市房地产公司平均市值为 208.60 亿元，同比上涨 59.68%；大陆在港上市房地产公司平均市值为 202.99 亿元，同比上涨 12.28%。

● 并购重组、分拆促进市值增长，均衡股权结构防范管理风险

随着市场化程度的提高，市值的深度挖掘和资产净化的重要性得到凸显。参照国外上市房企的发展规律，市值排名靠前的上市房企均采用产业经营与资本运作相结合的发展路径，依靠资本市场的力量并购重组或转型升级，不断做大市值，实现规模的跨越，如西蒙地产集团、西田集团等。随着中国房地产行业“白银时代”的到来，行业集中度逐步提高，房地产上市公司 2015 年通过并购、重组、拆分等资本化配置手段做大做强，并积极完善股权管理，防范经营风险，促进企业的良性、健康发展。

房地产上市公司通过兼并收购和重组促进市值的跨越式发展，彰显企业综合实力，获得融资优势和更高的股权溢价，降低被收购风险。大型上市房企凭借规模和实力进行股权或项目收购，成就规模市值，中小房企则在医疗、互联网、金融等资本市场热点领域展开跨界并购，以此带动股价上涨，推动公司市值提升。通过分拆具有竞争力的新业务上市，房地产上市公司实现了市值规模的快速扩张。随着房地产行业步入“白银时代”，上市房企通过分拆具有竞争力的新业务上市，实现独立核算、高度市场化运作，利用资本市场推动新业务的高速发展，从而反哺母公司价值的提升。此外，部分房企也分拆其他获投资者青睐的业务板块上市，以实现更高估值。在市值低迷时上市房企通过增持、回购等手段维护公司市值。除了在必要时刻增持、回购，上市房企还通过引入战略合作伙伴，扩大股东结构和股权激励等手段维持股权结构平衡。

2.2 2016 中国房地产上市公司 TOP10 研究结果

(1) 综合实力 TOP10

2016 沪深上市房地产公司综合实力 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	000002.SZ	万科 A
2	600048.SH	保利地产
3	001979.SZ	招商蛇口
4	600340.SH	华夏幸福
5	600606.SH	绿地控股
6	000402.SZ	金融街
7	601992.SH	金隅股份
8	600383.SH	金地集团
9	600208.SH	新潮中宝
10	600823.SH	世茂股份

2016 中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	3333.HK	恒大地产
2	0688.HK	中国海外发展
3	3699.HK	万达商业
4	2007.HK	碧桂园
5	1109.HK	华润置地
6	0960.HK	龙湖地产
7	0813.HK	世茂房地产
8	1918.HK	融创中国
9	0817.HK	中国金茂
10	2777.HK	富力地产

2015 年，沪深上市房地产公司综合实力 TOP10 的资产规模获得新突破，巩固了既有的领先优势，强化了“强者恒强”的行业态势：年末总资产均值、净资产均值分别达到 2525.27 亿元、561.93 亿元，每股收益（EPS）均值为 0.88 元，是同期沪深上市房地产公司均值的 2.51 倍，净利润均值达到 76.22 亿元，是同期沪深上市房地产公司均值的 9.12 倍，盈利领先优势进一步扩大；大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10 的总资产均值、净资产均值分别为 3303.28 亿元、947.74 亿元，同比分别增长 25.79%、25.49%，

总资产、净资产协同增长，有效提升规模效益，同期每股收益（EPS）均值为在港上市房地产公司均值的 3.73 倍。

(2) 财富创造能力 TOP10

2016 沪深上市房地产公司财富创造能力 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	000002.SZ	万科 A
2	600048.SH	保利地产
3	001979.SZ	招商蛇口
4	600340.SH	华夏幸福
5	600606.SH	绿地控股
6	000402.SZ	金融街
7	600383.SH	金地集团
8	000671.SZ	阳光城
9	600376.SH	首开股份
10	000031.SZ	中粮地产

2016 中国大陆在港上市房地产公司财富创造能力 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	0688.HK	中国海外发展
2	3333.HK	恒大地产
3	3699.HK	万达商业
4	1109.HK	华润置地
5	2007.HK	碧桂园
6	0817.HK	中国金茂
7	1030.HK	新城发展控股
8	2608.HK	阳光 100 中国
9	1238.HK	宝龙地产
10	1107.HK	当代置业

2015 年，沪深上市房地产公司财富创造能力 TOP10 的 EVA（经济增加值）均值达到 52.73 亿元，是同期沪深上市房地产公司 EVA 均值的 21.61 倍；中国大陆在港上市房地产公司财富创造能力 TOP10 的 EVA 均值为 17.81 亿元，是同期大陆在港上市房地产公司 EVA 均值的 11.13 倍，领先优势显著。

(3) 财务稳健性 TOP10

2016 沪深上市房地产公司财务稳健性 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	000002.SZ	万科 A
2	001979.SZ	招商蛇口
3	600048.SH	保利地产
4	600340.SH	华夏幸福
5	601155.SH	新城控股
6	000402.SZ	金融街
7	601992.SH	金隅股份
8	600094.SH	大名城
9	000926.SZ	福星股份
10	600565.SH	迪马股份

2016 中国大陆在港上市房地产公司财务稳健性 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	0688.HK	中国海外发展
2	1109.HK	华润置地
3	0813.HK	世茂房地产
4	0960.HK	龙湖地产
5	0884.HK	旭辉控股集团
6	1238.HK	宝龙地产
7	2329.HK	国瑞置业
8	3377.HK	远洋地产
9	0832.HK	建业地产
10	0207.HK	大悦城地产

2015 年，沪深、大陆在港上市房地产公司财务稳健性 TOP10 的偿债能力在行业处于领先水平，其中有效负债率均值分别为 52.53% 及 55.03%，货币资金与短期及一年到期债务的比率均值分别为 2.09 及 3.28，均显著优于沪深、大陆在港上市房地产公司同期指标；另外大陆在港上市房地产公司财务稳健性 TOP10 公司的每股经营性现金流净额为 0.93 元，保持了稳定的现金流水平。

(4) 投资价值 TOP10

2016 沪深上市房地产公司投资价值 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	600340.SH	华夏幸福
2	000002.SZ	万科 A
3	001979.SZ	招商蛇口
4	600048.SH	保利地产
5	600466.SH	蓝光发展
6	601992.SH	金隅股份
7	000732.SZ	泰禾集团
8	002146.SZ	荣盛发展
9	000981.SZ	银亿股份
10	600565.SH	迪马股份

2016 中国大陆在港上市房地产公司投资价值 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	3333.HK	恒大地产
2	0688.HK	中国海外发展
3	0817.HK	中国金茂
4	0884.HK	旭辉控股集团
5	2329.HK	国瑞置业
6	2608.HK	阳光 100 中国
7	1966.HK	中骏置业
8	1238.HK	宝龙地产
9	1107.HK	当代置业
10	1862.HK	景瑞控股

2015 年，沪深、大陆在港上市房地产公司投资价值每股收益均值分别达到 0.80 元、0.61 元，是同期沪深、大陆在港上市房地产公司均值的 2.29 倍和 1.20 倍；其净资产收益率均值分别达 13.51%、14.58%，高于同期沪深、大陆在港上市房地产公司均值 5.36、2.67 个百分点。

(5) 公司治理 TOP10

2016 中国房地产上市公司治理 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	3333.HK	恒大地产
2	000002.SZ	万科 A
3	600340.SH	华夏幸福
4	0960.HK	龙湖地产
5	600383.SH	金地集团
6	601992.SH	金隅股份
7	000402.SZ	金融街
8	000732.SZ	泰禾集团
9	0123.HK	越秀地产
10	600748.SH	上实发展

房地产上市公司治理 TOP10 企业强化相关管理内控及信息公开等制度执行，提升信息透明度并持续建立健全内部控制制度，规范公司运作，保障公司的合规经营和持续健康发展，切实维护公司及全体股东利益。另一方面，建立健全公司激励约束机制是建立有效的公司治理结构的关键，房地产上市公司治理 TOP10 企业积极实施员工持股策略。

2016 园区开发上市公司 TOP10

2016 排名	股票代码	股票简称
1	600663.SH	陆家嘴
2	600648.SH	外高桥
3	600064.SH	南京高科
4	600133.SH	东湖高新
5	600736.SH	苏州高新
6	03639.HK	亿达中国
7	600895.SH	张江高科
8	600658.SH	电子城
9	600639.SH	浦东金桥
10	000628.SZ	高新发展

园区开发上市公司 TOP10 企业立足于不同地区的优质资源禀赋，通过打造与当地产业需求相契合的产业园区获取稳健业绩。另外，园区开发上市公司 TOP10 企业积极探索战略转型和可持续发展的道路，瞄准由创业经济衍生的市场空间，通过完善园区产品及功能服务创业经济，推动业绩稳步提升。