

第一上海研究部

86755-33367898

2008 年 9 月底，香港上市的内房股的中報已公佈，我們對我們所關注的 15 家內房股進行了中報的匯總分析，具體觀點如下：

- 1、整體的營業額同比增長 41.1%，但整體的入賬面積同比減少 15.1%。由於會計制度的原因，2008 年中報的銷售額和入賬面積大多為各房地產公司於 2007 年銷售的房屋，因此房屋的銷售價格仍處於這次房地產價格上漲的高位，也就造成了營業額同比上漲但入賬面積減少的結果。
- 2、整體淨利潤同比增長 77.2%。其中雅居樂(3383 HK)在報告期內出售了海南清水河項目 30%的股權，產生收益為人民幣 41.4 億元，使得期淨利潤同比增長 641%。
- 3、15 家公司平均毛利率為 45.7%，同比上升了 7.6 個百分點。
- 4、經歷了 2007 年房地產市場快速發展，大多數房地產公司在擴張過程中遇到了 2008 年的行業調整，08 上半年 15 家公司整體存貨同比上升了 28.9%，達到 2,417 億元。
- 5、隨著行業調整的深入，各地產公司資金鏈緊張的局面逐漸加重。整體現金總額為 614 億元，同比下降了 16.4%；整體的負債水準同比上升明顯，負債總額上升 27.2%，達到 1,793 億元。
- 6、經過了 2007 年房地產行業的高速發展，各房地產公司爭相增加土地儲備，直接推高了地價，也增加公司的債務成本，2007 年 14 家公司共增加土地儲備 8,652 萬平米，而 2008 上半年各公司在拿地時就更加審慎了，2008 上半年 14 家公司共增加土地儲備 2,246 萬平米。
- 7、經過對 15 家內房股中報的匯總分析，我們認為房地產行業的調整還遠沒有結束，這次調整或許需要經歷 3 年左右的時間，最壞的銷售資料或許會在 2009 年中或年底出現，我們靜待平衡點的出現。
- 8、行業分化，關注優質的成長型公司，我們的首選——中國海外(688 HK)。（詳細情況可參考我們在 8 月 20 日出版的新力量：逆境中仍有贏家。）

1H08 內房股的經營特點

總體營業額同比增長 41.1%，入賬面積同比減少 15.1%

我們所關注的 15 家內房股在 2008 年上半年整體營業額為 487 億元(單位:港元，下同)，同比增長了 41.1%；整體的入賬面積為 163 萬平米(由於中國海外(688 HK)、保利地產(119 HK)和合生創展(754 HK)沒有公佈 2008 上半年入帳面積,因此統計時將其排除)，同比減少了 15.1%。由於會計制度的原因，2008 年中報的銷售額和入賬面積大多為各房地產公司於 2007 年銷售的房屋，因此房屋的銷售價格仍處於這次房地產價格上漲的高位，也就造成了營業額同比上漲但入賬面積減少的結果。從下表可以看出 2008 上半年營業額最大的為中國海外，達到 107 億元；同比增長最大的為首創置業(2868 HK)，同比增長 601.3%，而同比下降最多的為 SOHO 中國(410 HK)，同比下降 75.3%，同時 SOHO 中國也是 2008 上半年營業額最少的公司。

圖表 1：各內房股 1H08 營業額情況

單位(百萬港元)					
	名稱	代碼	1H08 營業額	1H07 營業額	變動
1	中國海外	0688	10,720	4,760	125.2%
2	碧桂園	2007	8,550	6,935	23.3%
3	富力地產	2777	4,807	3,675	30.8%
4	遠洋地產	3377	3,732	2,101	77.7%
5	合生創展	0754	3,540	1,422	148.9%
6	首創置業	2868	2,850	406	601.3%
7	華潤置地	1109	2,781	1,755	58.4%
8	雅居樂	3383	2,693	3,674	-26.7%
9	里安房地產	0272	2,510	2,503	0.3%
10	綠城中國	3900	2,019	2,414	-16.4%
11	越秀投資	0123	1,718	1,699	1.1%
12	複地集團	2337	1,187	1,535	-22.7%
13	上海證大	0755	935	658	42.2%
14	保利地產	0119	503	471	6.7%
15	SOHO 中國	0410	120	487	-75.3%
合計			48,664	34,495	41.1%

資料來源：公司資料，第一上海

2008 年由於房地產行業調整，整個市場房屋成交降低明顯，我們所統計的 12 家(由於中國海外(688 HK)、保利地產(119 HK)和合生創展(754 HK)沒有公佈 2008 上半年入帳面積,因此統計時將其排除)內房股在 2008 年上半年整體的入帳面積為 263 萬平方米，同比減少 15.1%。其中，入帳面積最大的是碧桂園(2007 HK)，入帳面積為 87 萬平方米，最少的是 SOHO 中國，為 3000 平方米；同比增長最多的是上海證大(755 HK)，增長 137.3%，同比減少最多的是 SOHO 中國，減少了 78.3%。

圖表 2：各內房股 1H08 入帳面積情況

(單位:平方米)					
	名稱	代碼	1H08 交付面積	1H07 交付面積	變動
1	碧桂園	2007	865,360	935,342	-7.5%
2	富力地產	2777	372,000	365,000	1.9%
3	雅居樂	3383	278,519	525,169	-47.0%
4	遠洋地產	3377	257,000	243,000	5.8%
5	華潤置地	1109	234,110	157,686	48.5%
6	綠城中國	3900	197,295	276,888	-28.7%
7	越秀投資	0123	155,700	148,800	4.6%
8	首創置業	2868	130,317	326,000	-60.0%
9	複地集團	2337	66,047	43,652	51.3%
10	里安房地產	0272	36,400	46,400	-21.6%
11	上海證大	0755	34,881	14,699	137.3%
12	SOHO 中國	0410	3,173	14,591	-78.3%
	合計		2,630,802	3,097,227	-15.1%

資料來源：公司資料，第一上海

整體淨利潤同比增長 77.2%

我們所統計的 15 家內房股公司的整體淨利潤達到 160 億元，同比增長 77.2%。其中，淨利潤額最大的是雅居樂(3383 HK)，為 51 億元，淨利潤額最小的是保利地產(119 HK)，為 1100 萬元，而 SOHO 中國則虧損 1.68 億元；淨利潤同比增長最大的是雅居樂，增長了 641%，快速增長是由於公司在報告期內出售了其海南清水河項目 30% 的股權，而產生收益人民幣 41.4 億元，而淨利潤同比減少幅度最大的是保利地產，減少了 95.5%；SOHO 中國則轉贏為虧。

圖表 3：各內房股淨利潤情況

單位(百萬港元)					
	名稱	代碼	1H08 淨利潤	1H07 淨利潤	變動
1	雅居樂	3383	5,096	687	641.2%
2	中國海外	0688	2,305	1,365	68.8%
3	里安房地產	0272	2,044	1,262	61.9%
4	富力地產	2777	1,791	768	133.3%
5	碧桂園	2007	1,168	1,421	-17.8%
6	合生創展	0754	933	419	122.5%
7	華潤置地	1109	829	575	44.3%
8	遠洋地產	3377	623	1,193	-47.8%
9	越秀投資	0123	465	417	11.6%
10	綠城中國	3900	392	298	31.7%
11	首創置業	2868	290	117	147.7%
12	上海證大	0755	139	101	37.0%
13	複地集團	2337	41	71	-42.0%
14	保利地產	0119	11	240	-95.5%
15	SOHO 中國	0410	(168)	72	不適用
合計			15,959	9,006	77.2%

資料來源：公司資料，第一上海

平均毛利率同比增長 7.6 個百分點

我們所統計的15家內房股平均毛利率為45.7%，同比增長了7.6個百分點。其中毛利率最大的是里安房地產(272 HK)，為62.2%，毛利率最低的是越秀投資(123 HK)，為29.9%；毛利率同比上升幅度最大的是上海複地集團(2337 HK)，同比上升30.3個百分點，下降幅度最大的是華潤置地(1109 HK)，同比下降9個百分點。

圖表 4：各內房股毛利率情況

	名稱	代碼	1H08 毛利率	1H07 毛利率	變動
1	里安房地產	0272	62.2%	68.4%	-6.2PPT
2	SOHO 中國	0410	61.1%	54.9%	+6.2PPT
3	複地集團	2337	60.4%	30.1%	+30.3PPT
4	碧桂園	2007	52.5%	43.4%	+9.1PPT
5	合生創展	0754	52.0%	38.6%	+13.4PPT
6	上海證大	0755	48.3%	31.0%	+17.3PPT
7	雅居樂	3383	47.6%	45.5%	+2.1PPT
8	中國海外	0688	47.3%	41.4%	+5.9PPT
9	遠洋地產	3377	43.5%	27.7%	+15.8PPT
10	保利地產	0119	38.3%	31.1%	+7.2PPT
11	綠城中國	3900	36.8%	34.6%	+2.2PPT
12	富力地產	2777	36.3%	38.8%	-2.5PPT
13	華潤置地	1109	35.3%	44.3%	-9.0PPT
14	首創置業	2868	34.1%	16.0%	+18.1PPT
15	越秀投資	0123	29.9%	23.3%	+6.6PPT
	平均		45.7%	37.9%	+7.6PPT

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 5：各內房股每股盈利情況

單位(港仙)	名稱	代碼	1H08 每股盈利	1H07 每股盈利	變動
1	合生創展	0754	63.37	32.59	94.4%
2	富力地產	2777	55.60	23.83	133.3%
3	里安房地產	0272	48.74	30.16	61.6%
4	中國海外	0688	29.60	18.80	57.4%
5	綠城中國	3900	23.88	20.62	15.8%
6	華潤置地	1109	20.56	16.76	22.7%
7	首創置業	2868	14.29	5.77	147.6%
8	遠洋地產	3377	13.91	40.16	-65.4%
9	碧桂園	2007	7.15	11.13	-35.7%
10	越秀投資	0123	6.49	6.07	6.9%
11	上海證大	0755	1.96	1.95	0.5%
12	複地集團	2337	1.61	2.87	-44.0%
13	雅居樂	3383	1.36	0.18	640.0%
14	保利地產	0119	0.61	15.95	-96.2%
15	SOHO 中國	0410	-0.21	6.39	不適用

資料來源：公司資料，第一上海

整體存貨量上升 28.9%，達 2,417 億元

受益於2007年房價的上漲，各房地產公司進入了快速的擴張發展階段，但2008年的行業調整，使得整個市場的房屋成交下降明顯，使得房地產公司的存貨量顯著上升。2008年上半年15家內房股總存貨量為2,417億元，同比上升28.9%。其中增長幅度最大的是保利地產，增長了167.5%；首創置業則成為惟一一家同比減少的公司，減少13.2%。整體15家公司存貨/總資產為38.5%，同比上升了12.3%。其中增幅最大的為SOHO中國，同比增長71.5%；首創置業則同比下降了13.2%。

圖表 6：各內房股存貨情況

單位(百萬港元)					
	名稱	代碼	1H08 存貨	1H07 存貨	變動
1	中國海外	0688	48,996	39,890	22.8%
2	綠城中國	3900	32,957	25,880	27.3%
3	華潤置地	1109	25,764	22,097	16.6%
4	富力地產	2777	21,071	18,737	12.5%
5	遠洋地產	3377	20,150	18,388	9.6%
6	SOHO 中國	0410	15,542	8,375	85.6%
7	碧桂園	2007	13,135	8,068	62.8%
8	保利地產	0119	10,930	4,086	167.5%
9	雅居樂	3383	10,460	7,358	42.1%
10	里安房地產	0272	10,232	7,593	34.8%
11	合生創展	0754	9,643	7,364	30.9%
12	複地集團	2337	7,724	4,788	61.3%
13	首創置業	2868	6,743	7,768	-13.2%
14	上海證大	0755	3,981	3,818	4.3%
15	越秀投資	0123	4,407	3,325	32.5%
合計			241,734	187,535	28.9%

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 7：各內房股存貨/總資產情況

	名稱	代碼	1H08 存貨/總資產	1H07 存貨/總資產	變動
1	中國海外	0688	63.3%	61.8%	2.5%
2	綠城中國	3900	71.1%	68.5%	3.7%
3	華潤置地	1109	45.4%	46.2%	-1.8%
4	富力地產	2777	32.0%	30.1%	6.5%
5	遠洋地產	3377	44.7%	42.4%	5.4%
6	SOHO 中國	0410	53.3%	31.1%	71.5%
7	碧桂園	2007	26.3%	18.2%	44.8%
8	保利地產	0119	51.9%	40.0%	29.7%
9	雅居樂	3383	26.5%	22.3%	19.0%
10	里安房地產	0272	25.2%	22.1%	13.9%
11	合生創展	0754	17.7%	15.4%	14.9%
12	複地集團	2337	33.0%	22.7%	45.1%
13	首創置業	2868	29.2%	34.1%	-14.4%
14	上海證大	0755	56.1%	55.5%	0.9%
15	越秀投資	0123	9.1%	7.5%	20.9%
合計			38.5%	34.3%	12.3%

資料來源：第一上海

現金總額下降 16.4%，總負債上升 28.1%

隨著行業調整的深入，各地產公司資金鏈緊張的局面逐漸加重。整體現金總額為 614 億元，同比下降了 16.4%。其中，SOHO 中國由於在 07 年底剛上市，並且在報告期間並沒有增加土地儲備，因此 SOHO 中國手中現金最為豐厚，達到 109 億元；同比增加幅度最大的為保利地產，增加 70.4%，因其在 2007 年 8 月配售了 2.35 億股，籌集資金 14.3 億元；同比減少最多的是碧桂園，減少了 52.5%。各房地產公司資金鏈緊張不僅反映在現金上，也反映在負債上。整體的負債水準同比上升明顯，負債總額上升 27.2%，達到 1,793 億元。其中，SOHO 中國和上海證大頭現金多與銀行負債；銀行貸款額同比增長最多的是保利地產，增長 251.2%；而碧桂園和上海證大的貸款額略有下降。富力地產的財務風險則最大，淨負債率達到 147.1%。

圖表 8：各內房股手中現金情況

單位(百萬港元)					
	名稱	代碼	1H08 現金	1H07 現金	變動
1	SOHO 中國	0410	10,900	15,803	-31.0%
2	遠洋地產	3377	7,727	9,849	-21.5%
3	中國海外	0688	7,315	7,965	-8.2%
4	華潤置地	1109	4,853	4,517	7.4%
5	碧桂園	2007	4,628	9,751	-52.5%
6	越秀投資	0123	4,183	3,588	16.6%
7	里安房地產	0272	3,369	3,268	3.1%
8	保利地產	0119	3,106	1,823	70.4%
9	複地集團	2337	3,106	2,735	13.6%
10	綠城中國	3900	3,085	3,307	-6.7%
11	雅居樂	3383	2,535	2,968	-14.6%
12	首創置業	2868	2,320	3,005	-22.8%
13	合生創展	0754	1,639	1,985	-17.4%
14	富力地產	2777	1,424	1,528	-6.9%
15	上海證大	0755	1,187	1,328	-10.6%
	合計		61,376	73,420	-16.4%

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 9：各內房股負債情況

	名稱	代碼	1H08 銀行貸款	1H07 銀行貸款	變動	1H08 淨負債率	1H07 淨負債率
1	SOHO 中國	0410	4,335	2,299	88.6%	無負債	無負債
2	遠洋地產	3377	15,533	12,970	19.8%	42.8%	17.2%
3	中國海外	0688	22,590	14,174	59.4%	50.3%	23.6%
4	華潤置地	1109	21,000	15,434	36.1%	66.3%	49.3%
5	碧桂園	2007	7,586	8,037	-5.6%	34.5%	無負債
6	越秀投資	0123	14,245	12,626	12.8%	67.8%	65.4%
7	里安房地產	0272	8,933	5,063	76.4%	42.2%	26.6%
8	保利地產	0119	5,227	1,488	251.2%	34.3%	無負債
9	複地集團	2337	10,260	8,263	24.2%	122.5%	94.6%
10	綠城中國	3900	11,030	7,821	41.0%	112.7%	110.8%
11	雅居樂	3383	11,478	9,221	24.5%	60.2%	60.3%
12	首創置業	2868	7,870	7,349	7.1%	112.8%	82.7%
13	合生創展	0754	14,893	12,618	18.0%	67.5%	59.5%
14	富力地產	2777	23,666	22,873	3.5%	144.6%	147.1%
15	上海證大	0755	692	709	-2.4%	無負債	無負債
	合計		179,338	140,945	27.2%		

資料來源：公司資料，第一上海

11 家公司總土地儲備同比增長 51.3%，達 2.29 億平米

我們所統計的 14 家內房股(由於上海證大在中報中沒有公佈其土地儲備，因此在統計中將其剔除；遠洋地產和 SOHO 中國由於時在 2007 年底上市，在對比中也將其剔除)中，截止至 2008 年 6 月 30 日，總的土地儲備為 2.29 億平米，剔除出遠洋地產和 SOHO 中國，則 12 家內房股總的土地儲備為 2.18 億平米，同比增長 44.3%。其中，土地儲備最多的是碧桂園，達到 5,571 萬平米，是名副其實的“地王”；土地儲備最少的是 SOHO 中國，僅為 134 萬平米；土地儲備增幅最大的是保利地產，增加 231.6%；而越秀投資的土地儲備則減少了 0.8%。

圖表 10：各內房股土地儲備情況

(單位:千平米)					
	名稱	代碼	1H08 土地儲備	1H07 土地儲備	變動
1	碧桂園	2007	55,710	29,572	88.4%
2	雅居樂	3383	31,521	24,547	28.4%
3	富力地產	2777	27,012	20,700	30.5%
4	中國海外	0688	24,780	18,600	33.2%
5	合生創展	0754	23,620	14,780	59.8%
6	華潤置地	1109	21,938	10,002	119.3%
7	綠城中國	3900	10,430	9,600	8.6%
8	里安房地產	0272	9,784	8,702	12.4%
9	首創置業	2868	9,520	6,500	46.5%
10	遠洋地產	3377	9,254	07 年 11 月上市	不適用
11	複地集團	2337	6,310	3,625	74.1%
12	保利地產	0119	5,449	1,643	231.6%
13	越秀投資	0123	3,310	3,336	-0.8%
14	SOHO 中國	0410	1,346	07 年 10 月上市	不適用
合計			229,384	151,607	51.3%

資料來源：公司資料，第一上海

2007年為房地產行業的高速發展期，各房地產公司爭相增加土地儲備，集中的拿地也使得土地價格一路飆漲，這也直接的增加了房屋的成本，也使得一部分公司背上了沉重的債務負擔。2007年14家內房股共增加土地儲備8,677萬平米，其中增加最多的是碧桂園，共增加了2.614萬平米，但這部分土地大部分不是直接通過“招拍掛”拿到的，而是在幾年前就已拿到，只是在補交了土地使用費後拿到了土地許可證直接轉入土地儲備的，因此增加部分的土地價格還是按照拿地時的價格計算，成本並不高。新增土地儲備占2007年總土地儲備比重最高的是綠城中國(3900 HK),占到66.4%，這也直接導致了公司資金鏈緊張，淨負債率偏高。經歷了2007年的瘋狂，2008年各房地產商在拿地是就尤為審慎，2008上半年14家內房股共增加土地儲備2,246萬平米，其中增加最多是雅居樂，共增加了756萬平米，而占比最高的為SOHO中國，2008上半年新增的土地儲備占總儲備的36%。我們預計，在往後的一年時間裏，拿地熱潮會逐漸減退，土地價格也會回歸到合理水準，“土地為王”的時代也將慢慢遠去。

圖表 11：各內房股新增土地儲備情況

	名稱	代碼	2007年新增土地 儲備	2007年新增土地 儲備占比	1H08新增土地 儲備	1H08新增土地 儲備占比
1	碧桂園	2007	26,138	46.9%	0	0.0%
2	雅居樂	3383	5,796	24.2%	7,561	24.0%
3	富力地產	2777	10,295	38.1%	0	0.0%
4	中國海外	0688	8,840	39.3%	2,300	9.3%
5	合生創展	0754	4,925	23.0%	2,199	9.3%
6	華潤置地	1109	8,150	46.2%	4,292	19.6%
7	綠城中國	3900	5,620	66.4%	1,970	18.9%
8	里安房地產	0272	1,500	16.8%	850	8.7%
9	首創置業	2868	5,590	67.4%	1,230	12.9%
10	遠洋地產	3377	4,700	53.9%	536	5.8%
11	複地集團	2337	2,750	46.6%	403	6.4%
12	保利地產	0119	2,090	42.0%	470	8.6%
13	越秀投資	0123	130	4.1%	160	4.8%
14	SOHO中國	0410	246	28.6%	485	36.0%
	合計		86,770		22,457	

資料來源：公司資料，第一上海

調整深入，靜待平衡點的出現

銷售資料最壞的時候或許會在 2009 年中或年底出現

從各公司中報可以看到，2008 年房地產企業仍在高速發展，但由於房地產企業收入結算的特殊性，良好的業績實際反映的是仍然是 2007 年行業的高景氣度，而這種情況將從現在開始改變，下半年將難以為續。國家的宏觀調控、貨幣緊縮以及經濟增長的放緩都將導致樓市的低迷，而樓市的持續低迷，也將使得房地產公司面臨更加嚴峻的資金壓力，調整竣工面積、減少開工面積和減少土地購置面積成為各房產商的必然選擇，這也使得房地產行業缺乏走出調整的外部因素。我們預計這將是一次持續 3 年在左右的行業調整，2008 年為調整的第一年，銷售資料的變化也比較明顯，因此我們預計各公司最壞的銷售資料出現的時間會在這次調整的中期，也就是 2009 年年中或者年底的時候。

調整考驗房產商應變能力和管理能力

突如其來的行業調整也考驗著各個房產商的應變能力和公司治理能力。整個房地產市場的持續低迷，需要各房產商及時調整其產業佈局、銷售策略和產品結構，房價的下跌也導致各房產商的利潤水準開始下滑，我們預計開發類房地產商的毛利率將會維持在 25% 左右，綜合類的房產商由於產品比重的不同各有差異，但整體毛利率也應維持在 40% 左右。低迷的成交，或許會慢慢將房價推低到成本價的附近，也使得房產商的利潤水準回歸到合理的水準，這時也許就離真正“拐點”不遠了。瘋狂需要時間去平復，各公司土地儲備的壓力、房屋銷售的壓力、高企的財務成本的壓力也都需要時間去平復，因此我們預計在正常情況下整個行業資金鏈緊缺的壓力也會在這次調整的中期出現，同樣也是 2009 年年中和年底出現，但全球金融危機的到來和流動性緊缺會使得資金鏈緊缺的危機可能提前到來，或許在 2008 年年底危機就會陸續爆發。

靜待平衡點的出現，關注成長型的優質公司

隨著行業調整的深入，加劇了行業分化，也加快了行業整合的速度。綜合實力強、產業佈局合理、財務健康的房地產公司將具有較強的自身調節能力，行業集中度和資源整合的速度也將加快，我們預計在未來 3-5 年將湧現一批市場佔有率到達 3%-5% 的公司，許多佔有良好地理資源快速發展但是卻管理不善的地產公司將可能成為整合對象，我們也將重點關注品牌優質、財務健康、成本控制優秀成長型公司。行業的逐步調整，各房產商也將會在利潤率和銷售業績上找到新的平衡點，調整後和在高速增長之前的恢復成長的平衡點將是我們所期待的，我們將靜待平衡點的出現。

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。