

股指期货专题研究报告

沪深 300 指数现货（行业、公司）系列研究之二——

房地产板块主要权重股的研究及投资建议

——避免长期持有，部分品种可关注短期投机（买入或融券卖空）机会

刘继超 股指期货 研究员

电话：020-38456731

要点：

本文对沪深 300 指数房地产板块的 4 个代表性权重股（万科 A、招商地产、保利地产、金地集团）展开分析，侧重于财务分析；

房地产开发与销售是一个高度分散化、高度竞争的行业，地方政府是行业主要投入要素之一——土地的唯一供给方，而另一主要投入要素——资金的获取在很大程度上要看银行和证券市场的形势。上述行业结构决定了其缺乏长期投资价值，对行业中的代表性权重股尤其如此；

各权重股的投资建议：

万科 A 缺乏投机性，只适合被动投资者持有；

招商地产财务状况相对稳健，股东背景雄厚且有一定投机性，可作为短线博取板块反弹时买入的对象；

保利地产和金地集团问题较多，不建议投资或投机买入，适合在板块明显高估时作为建立空头头寸的对象。

一、 万科 A (000002)

1. 公司简介、近年主要财务指标及评价

万科为专业化房地产公司，主要产品为商品住宅，是我国规模最大的房地产商，也是房地产板块乃至沪深 300 指数的标志性个股。公司最近五年的主要财务指标如下表所示：

表 1 万科 A 近五年主要财务指标

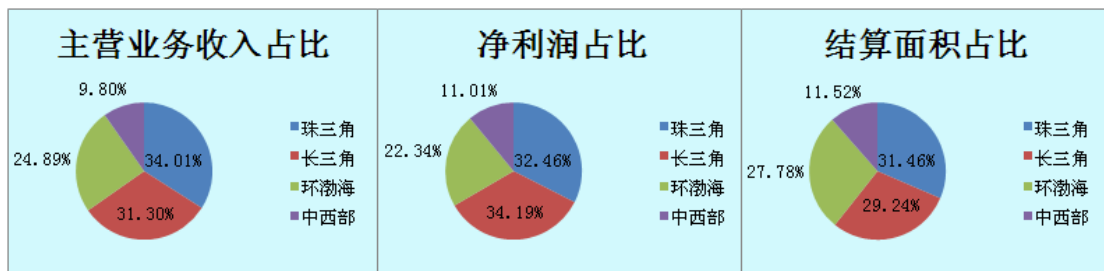
万科 A	2005	2006	2007	2008	2009
总股本 (亿股)	37.23	43.70	68.72	109.95	109.95
每股收益 (扣除/基本) (元)	0.39	0.53	0.72	0.37	0.48
每股经营活动现金流量净额 (元)	0.23	-0.69	-1.52	0.00	0.84
每股股东自由现金流量 (元)	0.41	-1.63	-0.52	1.02	-0.74
每股净资产 (元)	2.23	3.41	4.26	2.90	3.40
净资产收益率 (扣除/摊薄) (%)	16.09	13.89	16.36	12.73	14.00
速动比率	0.46	0.64	0.59	0.43	0.59
经营活动现金流量净额 / 流动负债	0.08	-0.14	-0.21	0.00	0.14
存货周转率 (次)	0.54	0.47	0.41	0.33	0.39

万科 2009 年末总股本达 109.95 亿股，接近 2005 年末 37.23 亿股的 3 倍，从上述 4 年 3 倍的变化可以看出其扩张速度。然而，值得注意的是，规模的扩张并未带来运营效率的相应提高：五年间两项现金流量指标的加权平均值都是负值，净资产收益率在 15% 上下徘徊，速动比率、存货周转率也无明显改善。由此可见，一些媒体乃至分析师将万科列为“成长股”的做法是缺乏合理依据的。

2. 公司 2009 年年报及近期财务报表要点分析

作为全国性房地产商和房地产行业的龙头企业，万科的经营业务在各地区间分布较为均衡（图 1），有利于其分散地区经营风险，却也同时失去因为“地域概念”被炒作的可能性。

图 1 万科 2009 年经营活动的地域分布 (摘自 2009 年年报)



因此，与地区性房地产商相比，万科的走势与房地产板块乃至沪深 300 指数联系更为紧密，其相对沪深 300 指数 1 年期、3 年期的 Beta 值分别为 1.04、1.07，板块平均值则分别为 1.18 和 1.11。同时，公司的项目（尤其新项目）多集中于二、三线城市以及一线城市的非中心区，这些地区的投机性需求相对较弱，土地成本也相对较低，加之公司较为稳健的经营策略，预计表 1 反映的某种业绩稳定性在未来将得以持续，受不利政策的冲击较弱，但相应地快速增长的机会也较小。

与其它房地产开发企业类似，万科的经营活动现金流量净额总体为负，因此需要通过筹资活动弥补经营资金缺口并为其投资活动提供资金。2007 年，万科以 31.53 元的价格增发 A 股 3.17 亿股，募集资金净额 99.4 亿元，该次增发对其近三年来规模和股本的扩张起到了重要作用，但许多参与增发的投资者却被套牢，付出了惨重代价。2009 年，万科再提配股增发融资方案，目前等待证监会审批。

由于增发、配股次数较多，股东高度分散。2009 年报显示最大股东华润股份持股比例不到 15%，其余股东的持股比例均在 2% 以下，自由流通市值所占比例较高，相应地炒作难度较大。因此，万科并非房地产板块短线投机的最佳选择。

不过从总体上看，万科的财务状况相对同行业其它公司仍然比较稳健，2009 年末其持有货币资金 230 亿元，而短期借款和一年内到期的长期借款合计为 86.3 亿元；虽然 0.59 的速动比率偏低，但考虑到其 681 亿流动负债当中有 317 亿为预收账款，上述资金状况仍能满足短期（1 年内）的运营要求。然而，万科财务报表附注显示其未来资本支出义务（已签订未履行完毕的合同）总额达 258 亿元，上述义务将对其长期运营构成压力，预计未来几年或有新的增发融资需求出现。

3. 投资建议

基于万科较为稳健的经营政策、财务状况以及较高的业内声望，预计其中长期走势略强于 300 房地产板块，从而不适合单独或在期现组合投资中作为融券卖空的对象。但由于大多数房地产开发企业融资远超分红，缺乏长期投资价值，作为行业龙头的万科也不例外；

而前文分析又提到万科并非短线投机的理想选择；因此，除非出现特别有吸引力的价格，否则万科只适合被动投资者（如指数基金）持有。

万科 2009 年年报提到，该年全国商品住宅销售总额为 38157.2 亿元，其 634.2 亿元销售额占比 1.66%。此句值得玩味。原因在于该数据表明房地产开发行业是一个高度分散化、高度竞争的行业，而万科行业龙头地位的象征意义大于实质意义。地方政府是行业主要投入要素之一——土地的唯一供给方，而另一主要投入要素——资金的获取在很大程度上要看银行和证券市场的脸色。上述市场结构是房地产行业缺乏长期投资价值的根本原因，已经或准备投资该行业股票的投资者不可不察。

二、招商地产（000024）

1. 公司简介、近年主要财务指标及评价

招商地产为招商局集团旗下企业，后者是国资委保留的 16 家以房地产开发与经营为主营业务的央企之一。公司以房地产开发与销售为主业，同时经营物业管理、租赁、园区供水供电等业务，最近五年的主要财务指标如下表所示：

表 2 招商地产近五年主要财务指标

招商地产	2005	2006	2007	2008	2009
总股本（亿股）	6.19	6.19	8.45	17.17	17.17
每股收益（扣除/基本）（元）	0.68	0.91	1.49	0.96	0.96
每股经营活动现金流量净额（元）	-2.21	-2.56	-4.74	-2.28	4.11
每股股东自由现金流量（元）	0.23	1.41	1.78	-2.96	-1.96
每股净资产（元）	6.10	7.01	9.35	8.65	9.48
净资产收益率（扣除/摊薄）（%）	11.14	13.01	13.53	8.44	10.17
速动比率	0.12	0.33	0.37	0.61	0.51
经营活动现金流量净额 / 流动负债	-0.40	-0.32	-0.33	-0.28	0.30
存货周转率（次）	0.36	0.25	0.17	0.10	0.22

同为行业内的主要企业，可以看出招商地产近年的经营状况与万科较为相似，主要区别在于其显著较低的存货周转率，原因可参考下一节的分析。

2. 公司 2009 年年报及近期财务报表要点分析

虽然招商地产除了房地产开发与销售外还经营其他相关业务，但这些业务对其经营成果的影响微乎其微（公司 2009 年的营业收入和净利润为 101.4 亿元和 17.54 亿元，其中分别有 91.3 亿元和 17.32 亿元来自房地产），分析时可以忽略。

招商地产 2009 年年报的分部运营信息是按照业务分部而非地区分部列示的，因此无法

从中得到经营活动地域分布的相关信息。但根据其披露的存货明细信息，大多数项目集中于少数几个城市（深圳比例尤其高），且多位于市区较好的地段，也有一些郊区别墅和酒店等类型的项目。可见其经营以中高端的房产为主（年报披露其报告期平均售价约 12247 元/平米），因此较高的销售毛利率和较低的存货周转率应该是正常现象。

招商地产股权相对集中。招商局集团通过其旗下子公司、孙公司等合计持有其超过 50% 股权，加之公司规模相对较小（总市值不及万科的一半），因此流通市值不大，对投机者有一定的吸引力。

公司的财务状况也较为稳定，2009 年末持有货币资金 94.9 亿，而短期借款和一年内到期的长期借款合计 26.8 亿，短期的运营不存在问题。同时，其未来资本支出和经营租赁支出义务总额为 26 亿，占总资产的比例较低，可见其长期的稳定运营有一定保障，融资压力也相对小一些。

3. 投资建议

招商地产相对稳定的财务状况以及雄厚的股东背景对其经营活动（从而股价）有一定的支持，预计其中长期走势强于 300 房地产板块，因而不适合单独或在期现组合投资中作为融券卖空的对象。如果出现较低价格，投机者可以利用其安全性和投机性兼具的特点，在预期板块反弹时买入该股；但应限于短线，不可长期持有（对房地产板块几乎所有股票，这一条都成立）。在大多数时候，该股只适合被动投资者持有。

与万科不同，招商地产的业务过度集中于少数经济发达城市（尤其深圳），其以中高档住宅为主的产品结构也更容易受到市场波动的冲击，因此其 Beta 值相对较大。投资者需关注特定地域的风险和市场结构性风险。

三、保利地产（600048）

1. 公司简介、近年主要财务指标及评价

保利地产是我国房地产业规模最大的企业之一，总市值仅次于万科，是招商地产的几乎两倍。公司于 2006 年上市，主营业务是房地产开发和销售（占营业收入 97%，其他业务可以忽略）。最近四年的主要财务指标如下表所示：

表 3 保利地产近四年主要财务指标

保利地产	2006	2007	2008	2009
总股本（亿股）	5.50	12.26	24.52	35.20
每股收益（扣除/基本）（元）	1.43	1.08	0.86	1.03
每股经营活动现金流量净额（元）	-7.31	-7.65	-3.10	-0.33

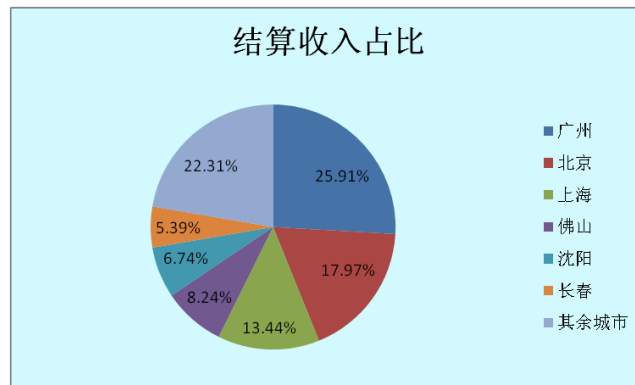
每股股东自由现金流量 (元)	-3.21	-4.69	0.47	-2.10
每股净资产 (元)	6.59	9.73	5.74	7.13
净资产收益率 (扣除/摊薄) (%)	18.25	10.36	14.92	13.61
速动比率	0.56	0.66	0.67	0.74
经营活动现金流量净额 / 流动负债	-0.45	-0.50	-0.39	-0.03
存货周转率 (次)	0.30	0.25	0.27	0.29

在上市后短短的 3 年间，保利地产的总股本已达到其上市之时的接近 7 倍，而每股净资产并无明显下降，其扩张幅度可见一斑。然而，从主要财务指标来看，上述扩张对投资者并非福音。四年中其经营活动现金净流出累计超过 200 亿元，而这些都需要通过不断增发股票、发行债券融资补充。净资产收益率、存货周转率等指标也没有明显提高，只有速动比率在多次融资之后有所改善。

2. 公司 2009 年年报及近期财务报表要点分析

保利地产也是全国性地产商，但其项目多集中于几个主要城市（图 2），而且多为位于上述城市中心地带的楼盘或郊区别墅，单价较高，因此存货周转率较低。相应地，其经营业绩受市场波动和政策调控的影响较大，股票的 Beta 值也相对较高。

图 2 保利 2009 年经营活动的地域分布（摘自 2009 年年报）



保利地产的股权相对集中，央企保利集团直接、间接共持有其 46% 的股份。然而，其流通市值仍然较大，对投机者缺乏吸引力。

从财务角度看，保利地产 2009 年末现金余额为 152.3 亿元，短期借款和一年内到期的非流动负债共计 40 亿元，其财务状况完全可以维持短期运营。然而，202.5 亿的长期借款加 42.6 亿的应付债券是长期悬在其头上的一把利剑，其 75%（2010 一季报）的资产负债率也远高于其他主要房地产企业。在上市后短短三年中，保利地产已通过公开、非公开增发融资 167 亿元（同期分红不足 8 亿），而且仍有一项不超过 125 亿元的非公开发行等待证监会审批。预计未来两三年，该公司再次融资是大概率事件。

3. 投资建议

由上文分析可知，保利地产的投资价值远逊于前两家公司，其唯一优势在于股东背景较强（保利集团参与了 2009 年的定向增发，并且准备参与上述待批的定向增发）。然而，其激进的经营模式以及“只输血，无造血能力”的财务状况终究是不可持续的。在公司的基本面没有显著改变的情况下，除被动投资者外，不建议任何投资者（或投机者）买入该股票。对于风险承受能力较强的投资者来说，如果认为房地产板块明显高估，可以大胆选择保利地产作为融券卖空的对象。此外，如果利用股指期货和股票现货结合做空房地产板块，保利地产也是空头头寸的较好选择。

四、金地集团（600383）

1. 公司简介、近年主要财务指标及评价

公司是全国性房地产商，主营业务是房地产开发和销售（占营业收入 97%，其他业务可以忽略）。其最近五年的主要财务指标如下表所示：

表 4 金地集团近四年主要财务指标

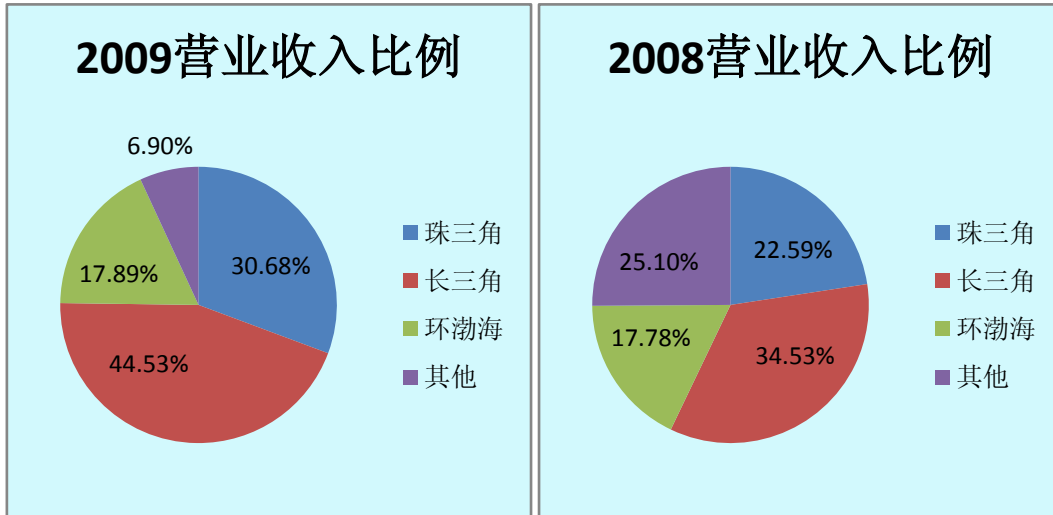
金地集团	2005	2006	2007	2008	2009
总股本（亿股）	6.66	6.66	8.39	16.78	24.84
每股收益（扣除/基本）（元）	0.47	0.64	1.30	0.49	0.77
每股经营活动现金流量净额（元）	-1.75	-2.21	-7.52	-1.04	-1.15
每股股东自由现金流量（元）	0.45	1.50	-3.42	0.77	-1.62
每股净资产（元）	4.12	4.64	10.06	5.54	6.04
净资产收益率（扣除/摊薄）（%）	11.32	13.76	11.36	8.84	11.71
速动比率	0.37	0.27	0.55	0.38	0.56
经营活动现金流量净额 / 流动负债	-0.38	-0.30	-0.59	-0.11	-0.12
存货周转率（次）	0.38	0.32	0.31	0.24	0.22

金地集团近年的扩张路径与其他主要房地产企业较为相似，其经营活动现金流量净额连续五年为负，累计超过 130 亿，同样会产生巨大的融资需求，其每股股东自由现金流量略优于前者的主要原因是期间债务融资的增加。其存货周转率期间持续下降，可能是营运效率下滑、资产周转不畅的反映，需要引起投资者的警惕。

2. 公司 2009 年年报及近期财务报表要点分析

从 2009 年年报披露的分部信息来看，金地集团经营业务的地域分布较为均衡（图 3）。2009 年营业收入有向长三角和珠三角集中的现象，与该年房地产市场状况以及其推出项目的地域结构有关。

图 3 金地集团 2009、2008 年经营活动的地域分布（摘自 2009 年年报）



金地集团的存货呈现出某种结构性特征：其 2009 年及以前（尤其在 2007 年市场情绪高涨的时期）获取的项目集中在少数大城市，且多数位于较好的地段，因此存货周转率较低且逐年下降；然而，其在建和新获取的项目却多分布在上述城市的近郊区以及部分二、三线城市，土地成本有所下降。预计未来几年其存货周转率有望止跌回升，但在此之前其账面上占相当比例的高价存货需要一个消化的过程，从而可能对经营业绩产生影响。

从财务状况来看，金地集团 2009 年末持有货币资金 96.4 亿，而短期借款和一年内到期的非流动负债共计 32.5 亿，其短期运营能力有较好的保障。但 129.2 亿的长期借款加 11.9 亿的应付债券将对其长期运营构成较大的压力。公司在 2004、2007、2009 年各完成一次增发融资，共募集资金 94.2 亿元，目前有一笔不超过 50 亿的非公开发行等待证监会审批。预计其未来两三年再融资的可能性较大。

金地集团的股权结构高度分散，无持股在百分之十以上的股东，无控股股东及实际控制人。最大股东是深圳市福田区投资发展公司，持有公司股份 195,033,808 股，占公司总股份的 7.85%，其余股东持股比例均在 5% 以下。因此，公司自由流通市值较大，对投机者缺乏吸引力。由于无股东背景，公司的融资更多地只能通过向外部投资者增发股票解决，从而对其投资价值产生不利影响。

3. 投资建议

综上所述，金地集团的财务状况一般，股东背景较弱，且受到前几年高成本拿地的拖累，预计未来一段时间其经营难有起色，短期乃至中期的走势较大可能弱于沪深 300 房地产板块。目前 6.5 倍的动态市盈率不宜作为投机买入的理由，相反，如果两三年内房地产板块出现明显高估的迹象，金地集团也是风险承受力较强的投资者融券卖空的候选股票之一。从更长期来看，如果其融资较为顺利，转向一线城市非中心城区或者二三线城市、以

及开拓房地产金融业务的经营策略较为成功，则其走势有望与板块整体持平。总体上，金地集团中短期只适合被动投资者持有，不建议任何投资者（或投机者）买入该股票。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归广发期货发展研究中心所有。未获得广发期货发展研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

相关信息

发展研究中心电话：020-38456827

地址：广州市天河区体育西路 57 号红盾大厦 14 楼

邮政编码：510620