

2007 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告

(媒体首发稿)

中国房地产 TOP10 研究组

2007 年 6 月

1. 研究背景

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，已连续进行了五年，引起了社会各界特别是投资者的广泛关注。

2006 年，中国股市迎来了前所未有的“牛市”，上证指数和深圳成指全年分别上涨 126.55% 和 125.42%，地产指数（399200）上涨 168.03%，涨幅超过大盘 40 个百分点以上。进入 2007 年后，随着财富效应的逐步显现，证券市场得到了更多投资者的关注。截至 5 月 28 日，沪深两市帐户总数突破 1 亿大关，上证指数收于 4272.11 点，累计上涨 57.3%，地产指数收于 2027.55，累计上涨 98.8%，再次成为此轮上涨行情的重要推动力。

针对证券市场的新形势，中国房地产 TOP10 研究组本着“公正、客观、准确和全面”的原则，进一步完善了此次房地产上市公司研究的评价理论和方法体系，力求更准确地反映房地产上市公司的市场表现和未来前景，为投资者提供全面、综合的评价结果。

2. 研究结果及分析

2.1. 房地产上市公司综合实力 TOP10

研究组沿用了 2003-2006 年连续使用、客观性较强的《福布斯》500 强评选标准，以总资产、总市值、主营业务收入、利润总额四项指标对中国房地产上市公司进行综合实力评价。如某公司总资产指标排第 10 位，则其总资产得分为 10 分，以此类推。对四项指标赋予相同权重计算其综合得分，然后按照综合得分从小到大的顺序得出公司的综合实力排名。

2.1.1. 2007 沪深房地产上市公司综合实力 TOP10：行业和区域龙头受到市场重点关注，新上市企业表现突出，资产注入和重组成上市公司综合实力上升的重要手段

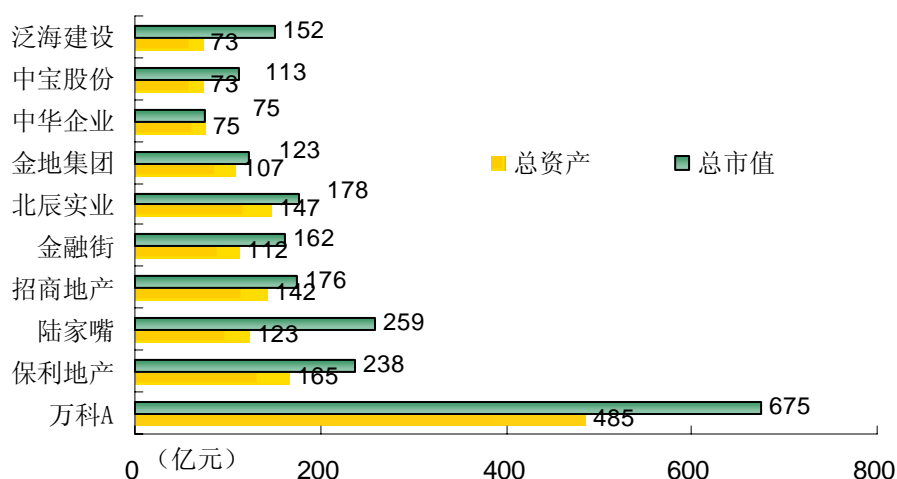
表 1：2007 沪深房地产上市公司综合实力 TOP10

2007 排名	股票代码	股票简称
1	000002	万科 A
2	600048	保利地产
3	600663	陆家嘴
4	000024	招商地产
4	000402	金融街
6	601588	北辰实业
7	600383	金地集团
8	600675	中华企业

9	600208	中宝股份
10	000046	泛海建设

万科继续占据综合实力榜首，新上市的保利地产占据第二，其次是在往年研究中表现突出的陆家嘴、招商地产、金融街（并列第4），首只从H股回归A股的房地产公司北辰实业排名第六。中宝股份、泛海建设因资产注入重组，综合实力大幅上升，分列第9和第10位。

图 1：2007 沪深房地产上市公司综合实力 TOP10 总资产及市值¹



2006 年，上证指数和深圳成指分别上涨 126.55%和 125.42%，地产股更是成为此轮上升行情的领涨板块，2006 年最后一个交易日，地产指数收于 1008.39，全年累计上涨 168.03%，超过同期大盘整体涨幅 40 个百分点。综合实力 TOP10 企业的市场表现尤为突出：其中的行业龙头——以万科、保利地产、招商地产、金地集团为代表——凭借优良的持续增长能力、有序的跨区域扩张和合理的土地储备，为短期内的高估值提供了可靠的长期消化能力；而区域龙头——以北京的金融街和北辰实业、上海的陆家嘴和中华企业为代表——在特定区域有着其它开发企业难以比拟的土地、资金及政府资源优势，业务特色和成长能力得到投资者关注与认可，与行业龙头一并受到市场重点关注。

万科 2006 年末市值在达 675 亿元，同比上升 321%，股价全年上涨 263%（除权后，下同）。与此同时，优质资产注入、并购重组等题材成为市场追捧热点。中宝股份和泛海建设完成资产重组后，全年股价分别上涨达 337.87%和 714.01%，总市值更是分别大幅增长 15.75 倍和 16.7 倍。

综合实力 TOP10 企业在资产和市值大幅增加的同时，经营业绩同样快速增长。2006 年，TOP10 企业共实现主营业务收入 430 亿元，同比增长 48.8%，与去年 TOP10 企业相比增长 52.4%；

¹ 保利地产和北辰实业为 2006 新上市企业，全年市值增长率以最后一个交易日收盘价对上市首日收盘价的变化计算。

实现利润总额达 98.9 亿元，同比增长 59.6%，与去年 TOP10 企业相比增长 60.7%。

进入 2007 年后，房地产板块继续成为投资热点。截至 2007 年 5 月 28 日，地产指数收于 2027.55，累计上涨 98.8%，超过同期上证指数涨幅 40 个百分点。万科总市值更是突破 1200 亿，成为沪深股市首家市值突破千亿的房地产企业。同期陆家嘴、中华企业增幅分别达 120.9% 和 175.7%，在整个房地产板块位居前列。

2.1.2. 2007 中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10：资产规模和经营业绩增长明显，新上市企业表现更为突出

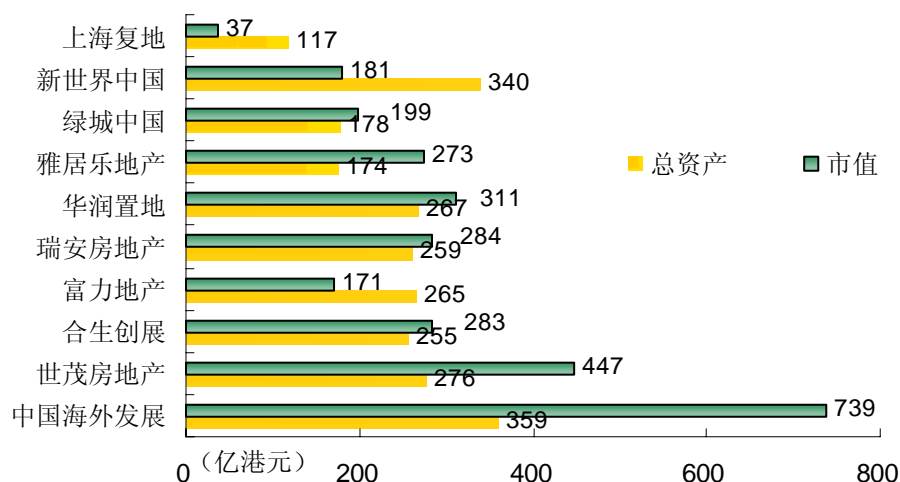
表 2：2007 中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10

排名	股票代码	股票简称
1	00688	中国海外发展
2	00813	世茂房地产
3	00754	合生创展
4	02777	富力地产
5	00272	瑞安房地产
6	01109	华润置地
7	03383	雅居乐地产
7	03900	绿城中国
9	00917	新世界中国
10	02337	上海复地

中国海外发展仍位列中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10 榜首。新上市公司表现突出，分别是排在第二位的世茂房地产（2006 年 7 月上市，募集资金 37.2 亿港元）、第五位的瑞安房地产（2006 年 10 月上市，募集资金约 62 亿港元）和第七位的绿城中国（并列第 7，2006 年 7 月上市，募集资金约 29 亿港元，并于 11 月发行价值 31.2 亿港元的七年期高息票据）。其它表现优秀的企业还有合生创展、富力地产、华润置地等。

图 2：2007 中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10 总资产及市值²

²部分企业（如富力地产）在香港公开发行的股份仅为其总股本的一部分，按香港联交所计算规则，此处仅以在港公开发行股份数计算企业市值。



中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10 企业在 2006 年取得了较快的发展，总资产和市值平均达到 249 亿港元和 292 亿港元，股价平均涨幅达 105.7%，而同期恒生指数涨幅为 33.6%，表明综合实力 TOP10 企业的投资价值得到国际投资者的肯定。其中，中国海外发展市值达 739 亿港元，全年股价涨幅为 214.0%；华润置地股价上涨 188.7%，涨幅仅次于中国海外发展，当年末市值达 311 亿港元。以上市首日收盘价计算，三家新上市企业股价涨幅远高于同期恒生指数涨幅，其中世茂房地产上市不到半年，股价涨幅高达 120.9%，超过同期恒生指数涨幅近 100 个百分点。资产规模方面，除中国海外发展和新世界超过 300 亿元外，排名第二至第六的世茂房地产、合生创展、富力地产、瑞安房地产、华润置地等五家企业均在 250-280 亿港元之间，差异很小。

除资产规模和总市值大幅增加外，中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10 的经营业绩也有较程度的提升，全年实现主营业务收入和利润总额均值分别为 60.7 亿元和 21.3 亿元，平均同比增速分别为 95.1%和 124.5%。其中，中国海外发展和富力地产两家企业的主营业务收入首次突破 100 亿港元，同比增速分别为 56.5%和 81.7%，表现出很好的成长能力。同期两家企业利润总额分别达到 31.8 亿和 31.2 亿港元，在 TOP10 企业中位居前两位，同比增速分别为 55.1%和 100.4%。新上市企业再次表现出良好的业绩增长水平。瑞安房地产当年主营业务收入同比增长 362.5%，增幅在所有 TOP10 企业中最高。世茂房地产主营业务收入 68.9 亿，是中国海外发展的 63.1%，而其利润总额为 29.7 亿港元，是中国海外发展的 93.6%，足见其利润率水平之高。

2.2. 房地产上市公司经济增加值 (EVA) TOP10

TOP10 研究组沿用 2003-2006 年连续使用的经济增加值 (Economic Value Added, EVA) 评价理论和方法，第五次对房地产上市公司的经营业绩进行财富创造能力评价，按经济增加值 (EVA) 值排出中国房地产上市公司财富创造能力 TOP10。

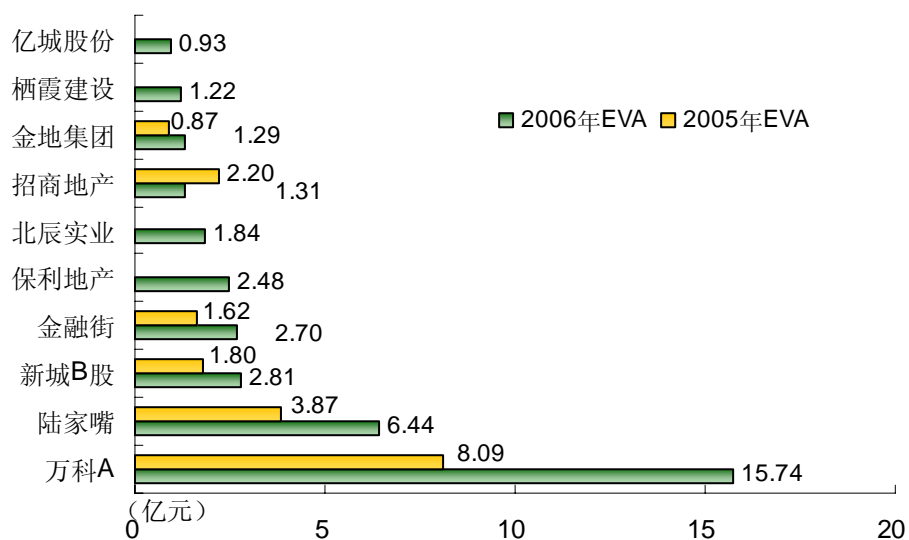
2.2.1. 2007 沪深房地产上市公司经济增加值 (EVA) TOP10: 房地产上市公司整体财富创造能力进一步增强, TOP10 企业表现突出。

表 3: 2007 沪深房地产上市公司 EVA TOP10

排名	股票代码	股票简称	经济增加值(EVA) (亿元)
1	000002	万科 A	15.74
2	600663	陆家嘴	6.44
3	900950	新城 B 股	2.81
4	000402	金融街	2.70
5	600048	保利地产	2.48
6	601588	北辰实业	1.84
7	000024	招商地产	1.31
8	600383	金地集团	1.29
9	600533	栖霞建设	1.22
10	000616	亿城股份	0.93

万科、陆家嘴、B 股上市公司江苏新城以及金融街财富创造能力表现突出, 分列经济增加值 (EVA) TOP10 榜单前四位。新上市公司的财富创造能力良好, 保利地产和北辰实业分列第 5 和第 6 位。栖霞建设和亿城股份进步明显, 首次入选经济增加值 (EVA) TOP10。

图 3: 2007 沪深房地产上市公司经济增加值 (EVA) TOP10³



³ 亿城股份及栖霞建设 2005 年经济增加值 (EVA) 为负, 北辰实业、保利地产首次纳入研究范围, 2005 年经济增加值 (EVA) 相关指标未计算, 下同。

2006年，经济增加值（体现上市公司财富创造能力）为正的企业为32家，在去年17家的基础上增加近一倍。这些经济增加值为正的公司为股东所创造的总价值为46.99亿元，同比增长109%。其中TOP10企业所创造的价值为36.78亿元，占比78.3%。除招商地产外，其他公司的财富创造能力均表现出良好的增长势头，万科表现尤为突出，其经济增加值已达15.74亿元，同比增长近95%，占TOP10企业总体经济增加值的42.8%。对比以往的表现，可以看出万科、陆家嘴和金融街等行业与区域龙头为股东创造财富的能力逐年增强，并保持着良好的稳定性。

进一步分析TOP10企业的税后经营利润和资本成本可以发现，资本成本的相对降低是TOP10企业财富创造能力增强的关键因素。2006年，沪深房地产上市公司TOP10企业的税后经营净利润总计约62.38亿元，与去年的TOP10企业相比增长45.4%。而资本成本增长仅13.9%，明显低于税后经营净利润增幅。

2.2.2. 2007 中国大陆在港上市房地产公司经济增加值（EVA）TOP10：与沪深上市公司相比，在港上市房地产公司财富创造能力表现更为突出，增长来源更为多样。

表 4：2007 中国大陆在港上市房地产公司经济增加值（EVA）TOP10

排名	股票代码	股票名称	经济增加值 (EVA)(亿港元)
1	00688	中国海外发展	20.25
2	00813	世茂房地产	20.12
3	00754	合生创展集团	16.46
4	02777	富力地产	15.49
5	03900	绿城中国	12.16
6	03383	雅居乐地产	11.19
7	00272	瑞安房地产	10.24
8	01168	百仕达控股	8.08
9	01207	上海置业	4.66
10	01109	华润置地	4.12

中国海外发展、合生创展集团和富力地产的财富创造能力依然表现优秀，分列第1、3、4位。去年新上市的公司表现再次突出，世茂房地产位于第2位，绿城中国和瑞安房地产分列第5和第7位。

与沪深上市的房地产公司相比，中国大陆在港上市房地产公司财富创造能力更为突出。

2006 年，在香港上市的 21 家中国大陆房地产公司中，16 家具有正的经济增加值，合计经济增加值约为 135.33 亿港元。其中经济增加值（EVA）TOP10 创造的经济增加值为 122.78 亿港元，与上一届经济增加值（EVA）TOP10 相比增长 91.7%。对税后经营利润和资本成本进行分析可以发现，虽然存在资本成本相对或绝对降低的情况，但其税后经营净利润大幅增加才是中国大陆在港上市房地产公司财富创造能力显著增强的重要原因。

2.3. 地产绩优股 TOP10：经营业绩良好，投资回报高于大市，但其估值水平依然低于地产板块平均水平

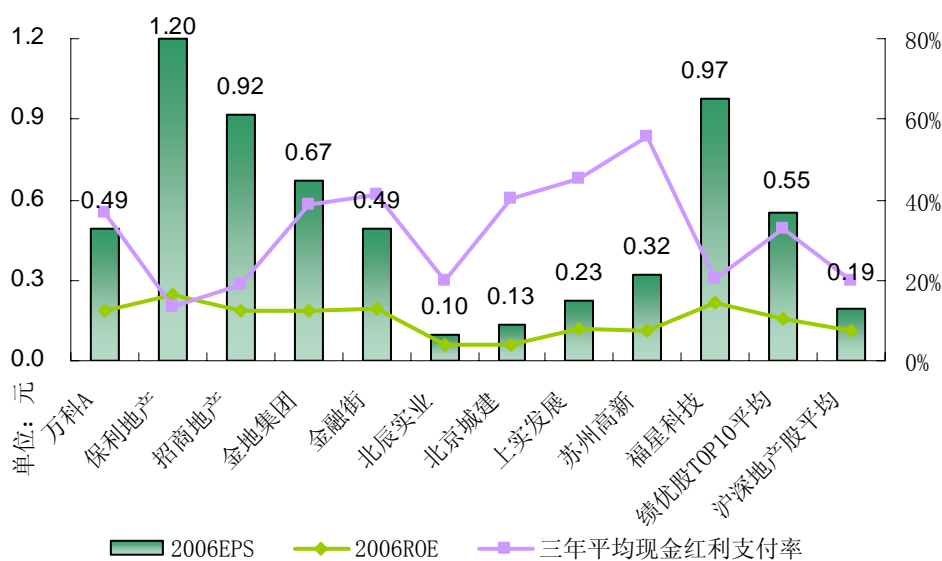
与 2006 中国房地产上市公司 TOP10 研究相比，此次研究结合中国房地产行业 and 证券市场的发展现状，对“中国地产绩优股评价指标体系”进行了完善，在企业资金管理、估价水平、财务稳定性等方面分别补充了资金周转率、市净率、资产负债率等指标，力求更准确地反映房地产上市公司的市场表现和未来前景，为投资者提供全面、综合的评价结果。

表 5：2007 沪深地产绩优股 TOP10

排名	股票代码	股票简称
1	000002	万科 A
2	600048	保利地产
3	000024	招商地产
4	600383	金地集团
5	000402	金融街
6	601588	北辰实业
7	600266	北京城建
8	600748	上实发展
9	600736	苏州高新
10	000926	福星科技

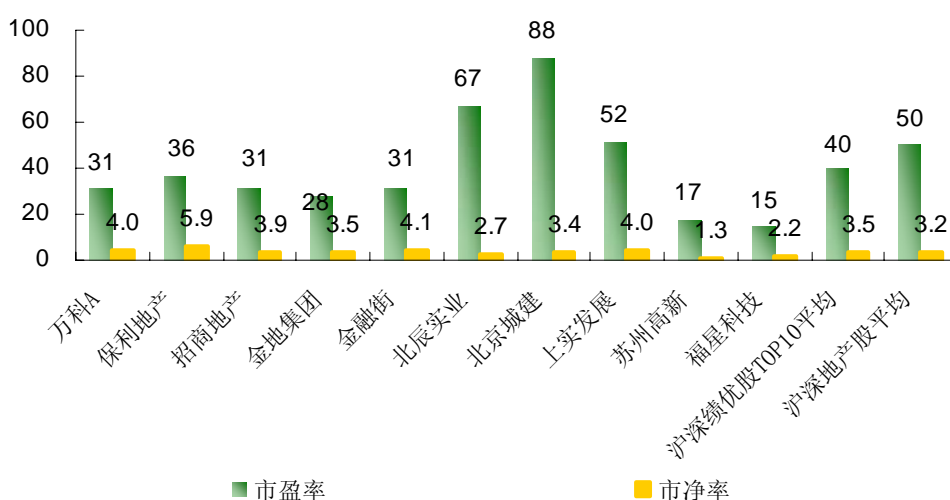
万科再次位列绩优股榜首，新上市企业保利地产、北辰实业表现良好，分列绩优股排名第 2 和第 6 位。招商地产和金地集团落后于新上市的保利地产，分别排在第 3 和第 4 位，其后依次是各区域龙头股，如金融街、北辰实业、北京城建、上实发展、苏州高新和首次纳入研究范围的福星科技。

图 4：2007 沪深地产绩优股 TOP10 盈利能力



绩优股 TOP10 经营业绩良好，现金红利支付率高于行业平均水平。2006 年，绩优股 TOP10 平均每股收益（EPS）和净资产收益率（ROE）分别为 0.55 元和 10.5%，而沪深地产股平均水平分别为 0.19 元和 7.4%，其中保利地产和福星科技的 EPS 分别为 1.2 元和 0.97 元，ROE 分别为 16.4%和 14.3%，位列绩优股 TOP10 前两位。从现金红利支付率（现金红利/净利润，三年均值）来看，绩优股 TOP10 也更倾向于与股民分享企业收益，三年平均现金红利支付率达 33%，也就是说绩优股 TOP10 每赚 1 元，投资者就有 0.33 元现金收入。万科、金地集团、北京城建三年平均现金红利支付率分别为 36.9%、38.8%、40.2%，而金融街和上实发展更是高达 41.3%和 45.1%。

图 5：2007 沪深地产绩优股 TOP10 市盈率及市净率



以市盈率衡量，绩优股股价依然低于行业平均水平。2006 年最后一个交易日，绩优股 TOP10 平均市盈率为 40，平均市净率为 3.5，而沪深房地产股整体市盈率达 50（剔除亏损和市盈率超过 200 的企业），平均市净率为 3.2。排在绩优股 TOP10 前 5 位的万科、保利、招商地产、

金地等企业，市盈率均低于行业平均水平。苏州高新和福星科技的市盈率更是仅为 17 和 15，远低于行业平均水平。2007 年以来，绩优股得到投资者广泛关注，股价大幅上升，市盈率上升较快。截至 5 月 28 日，绩优股 TOP10 平均市盈率为 57，其中金地集团、苏州高新、福星科技市盈率低于 50，但同期沪深房地产股整体市盈率达 91(剔除亏损和市盈率超过 200 的企业)。

3. 结语

(1) 行业利好和流动性过剩的大环境下，地产板块拥有双重利好

今年一季度，全国 70 个大中城市房屋价格指数同比上涨 5.6%，涨幅比上季度提高 0.3 个百分点，其中深圳、北京、广州分别为 12.6%、9.0%、8.0%。开发建设数据显示，一季度全国房地产开发投资同比增长 26.9%，同比提高 3.9 个百分点，但新开工面积增幅比 2006 年降低 6 个百分点，意味着未来市场供应减少，房价走势仍将趋强，为上市公司业绩带来巨大行业利好。资本市场方面，利率偏低、人民币升值、经济快速增长等环境短期内不会改变，流动性过剩将成为近期主题。5 月 18 日，央行“三管齐下”同时提高存款准备金率、存贷款利率、人民币对美元汇率浮动幅度，充分体现了坚决回收流动性的态度。但考虑到前几次类似政策的效果并不明显，一季度 GDP、CPI、新增贷款等宏观指标增幅依然较高、对外贸易顺差持续上升、人民币升值预期长期存在，流动性过剩问题在短期内很难发生改变。行业利好与流动性过剩的大环境下，土地和房产的价格上涨预期将长期存在，地产股将同时拥有资本市场和房地产市场的双重利好。

(2) TOP10 企业经营业绩良好，绩优股可望为投资者继续带来可靠收益

2006 年，综合实力 TOP10 综合实力继续上升，经济增加值 (EVA) TOP10 财富创造能力显著提高。数据显示，沪深综合实力 TOP10 企业 2006 年主营业务收入和利润总额分别为 430 亿元和 98.9 亿元，平均增速分别为 53.5%和 76.6%。中国大陆在港上市综合实力 TOP10 企业 2006 年主营业务收入和利润总额分别为 607 亿港元和 213 亿港元，平均增速分别为 95.1%和 124.5%。财富创造能力方面，沪深房地产上市公司经济增加值 (EVA) TOP10 共实现经济增加值 36.78 亿元，平均增幅达 71.9%。中国大陆在港上市房地产公司经济增加值 (EVA) TOP10 共实现经济增加值 122.78 亿港元，与上届 TOP10 企业相比增长 91.7%。

通过经营特征、资本市场特征、财务特征等指标综合评价产生的绩优股 TOP10，具有业绩良好、更高现金分红比例、经营风险相对较低等特点，可望为投资者继续带来可靠收益。2006 年，绩优股 TOP10 企业每股收益 (EPS) 和净资产收益率 (ROE) 分别为 0.55 元和 10.5%，而沪深地产股平均水平分别为 0.19 元和 7.4%。此外，绩优股 TOP10 每赚 1 元，投资者平均就有 0.33 元现金收入。而以市盈率衡量，尽管 2006 年以来，绩优股 TOP10 股价涨幅明显快过大盘，但其估值水平目前依然低于沪深地产股平均水平。

(3) 投资者大量进入，市场投机气氛较为浓厚，风险与收益同在

进入 2007 年后，随着财富效应的逐步显现，证券市场得到了投资者广泛关注。5 月 28 日，沪深两市帐户总数更是突破 1 亿大关。随着普通投资者的日益增多，交易量和换手率大幅上升，小盘股、亏损股表现突出，市场投机气氛较为浓厚。此次研究发现，新上市企业和资产注入、重组题材过去一年来得到投资者广泛关注。保利地产、北辰实业、世茂房地产、绿城中国等新上市企业利润与股价涨幅均大幅高过地产板块平均水平。资产注入重组企业中宝股份、泛海建设的股价上涨超过 3 倍，市值增长更在 10 倍以上。但 2007 年至今，新上市的鸿隆控股（01383.HK）、中国地产（01838.HK）、碧桂园（02007.HK）等企业，股价走势不甚理想，中国地产发行首日即跌破发行价，A 股上市的广宇集团上市后股价走势也弱于同期大盘。资产注入、重组题材同样蕴藏着普通投资者无法察觉的风险，如法律风险、政策审批风险、内部人操纵等。

通过 2003-2007 连续五年的中国房地产上市公司研究，中国房地产 TOP10 研究组发现：流动性过剩的大环境下，证券市场正以远高于实体经济的发展速度持续攀升，同时拥有行业利好和资产膨胀两大利好的房地产板块，必将成为此轮牛市的中坚力量。但在普通投资者大量进入、题材炒作反复出现、ST 板块连冲涨停的情况下，“风险与收益并存”这一金融市场的不变真谛应该引起投资者的足够重视，只有坚持“价值投资理念”，从产业环境出发，综合评价房地产上市公司的经营特性、资本市场特征、财务特征，挖掘地产绩优股，才能实现投资价值的最大化。