

2005 中国房地产上市公司 10 强研究报告

中国房地产 TOP10 研究组 2005 年 5 月

序言

2005 年 3 月至 5 月，由国务院发展研究中心企业所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家国内专注于企业和房地产研究机构共同组建的“中国房地产 TOP10 研究组”，总结过去两年对“中国房地产上市公司 TOP10”和“中国房地产百强企业”研究经验的基础上，参照国际上流行的规范，结合中国房地产行业 and 证券市场发展现状，本着“公正、客观、准确和全面”的原则，进一步深化了对中国房地产上市公司的 TOP10 研究。

在评价理论和方法体系上，TOP10 研究组继续沿用 2003、2004 年中国房地产上市公司 TOP10 研究中反映上市公司规模实力和财富创造能力（EVA）的基本指标体系，并在此基础上，从上市公司的经营特征、资本市场特征和财务特征三方面构建“2005 中国蓝筹地产上市公司研究方法体系”，对房地产上市公司进行全面综合评价；在研究对象的选取上，TOP10 研究不仅涵盖了 79 家中国沪深两市房地产上市公司，同时还包括 11 家中国大陆在香港上市的房地产公司；在数据收集上，TOP10 研究组采集了 2002-2004 年沪深两市 79 家房地产上市公司年报、2002-2004 年 11 家中国大陆在香港上市的房地产公司年报和沪深两市、香港证券市场股市交易行情数据；据此，TOP10 研究组评价产生了 2005 中国房地产上市公司“综合实力 10 强”、“财富创造能力 10 强”和“最具投资价值的蓝筹地产股”。

“2005 中国房地产上市公司 10 强研究”报告，是 TOP10 研究组第四次对中国房地产上市公司研究评价成果。TOP10 研究组通过对中国房地产上市公司系统的研究来分析中国房地产领先企业在行业中的作用与地位，并且判断中国房地产行业发展的趋势。



一、2005 中国房地产上市公司 10 强研究综述

中国房地产 TOP10 研究组 2005 年在对 79 家沪深两市房地产上市公司及 11 家中国大陆在香港上市房地产公司比较研究中发现:

中国房地产上市公司整体业绩大幅提升, 10 强公司表现更加突出

2004 年房地产市场的繁荣, 特别是房价的上涨导致房地产上市公司整体经营业绩大幅度增长, 79 家公司中有 56 家实现了业务收入增长, 实现主营业务收入总和 736.01 亿元、累计总资产达到 2260.06 亿元, 分别较去年增长 21.93%和 11.10%。同时房地产市场的繁荣也带来了上市公司赢利质量的提高, 2004 年 79 家房地产上市公司平均每股收益为 0.138 元, 同比增长 34.16%, 平均净资产收益率达到 8.26%, 同比增长 12.80%。10 强公司表现更为突出, 综合实力 10 强公司主营业务收入、利润总额、总资产分别占 79 家房地产上市公司的 35.90%、56.31%和 33.24%; 平均每股收益为 0.379 元, 平均净资产收益率达到 9.76%, 远高于行业平均水平, 这表明 10 强公司成为支撑地产股整体业绩的中流砥柱。

中国房地产上市公司财富创造能力明显增强, 股东投资回报进一步提高

2004 年 79 家房地产上市公司中有 20 家真正为股东创造了财富, 累计 EVA 值 17.35 亿元, 较去年同比增长 90.75%, 这部分公司的优势表现在税后经营净利润大幅上升, 其增幅较资本成本增幅快 26.08 个百分点。利润的大幅增长促进公司现金分红能力和意识不断提高, 2004 年 79 家房地产上市公司中有 38 家提出现金分红方案, 较 2003 年增加 8 家, 拟分配的现金红利总额为 19.04 亿元, 占分配现金红利公司总体净利润的比例达到了 37.6%。股东投资回报进一步提高还表现在现金红利收益率的加大, 2004 年分配现金红利公司平均现金红利收益率为 1.82%, 较 2003 年同比增长 31.1%。

中国房地产上市公司突显最具投资价值的蓝筹地产股群

蓝筹股在资本市场备受机构投资者和主流资本的长期关注, 是最具有投资价值的股票。中国房地产上市公司经过十多年的上市历程, 已经突显出一群最具投资价值的蓝筹地产股。蓝筹地产股群平均资产规模达到 86.15 亿元, 经营历史多在 20 年以上, 表现出资产规模大、



经营历史悠久、市场份额高的经营特点；在资本市场方面，蓝筹地产股平均市值达到 47.01 亿元，平均市盈率仅 18.34，股票年成交量占房地产股的 16.39%，表现出市值大、估价水平合理和交投活跃的特征；在财务方面，蓝筹地产股近三年平均现金红利收益率在 0.5%-2.6%，现金红利支付率在 20%-60%，平均净资产收益率达到 10.3%，都远高于行业的平均水平，表现出红利发放稳定、连续，赢利增长持久和财务政策稳健的特征。

中国大陆在香港上市房地产公司增长迅猛，与沪深两市房地产 10 强公司相比更具竞争优势

2004 年中国大陆在香港上市房地产公司综合实力和财富创造能力明显增强，统计数据显示，平均主营业务收入达到 24.52 亿元、平均利润总额为 5.63 亿元、平均总资产 82.08 亿元、平均市价总值 25.72 亿港元，同比分别增长 19.23%、54.46%、24.86%和 43.71%。其中，其利润总额及总资产的增长速度已经整体超过沪深两市房地产上市公司，特别在市价总值方面，中国大陆在香港上市房地产公司增幅迅速，而沪深两市房地产上市公司受国家宏观调控影响，市值整体缩水 17.52%，表明沪深两市房地产上市公司股市表现的政策敏感度较高；从公司财富创造能力看，中国大陆在香港上市房地产公司整体实现了为股东创造财富，特别是在控制资本成本方面要优于沪深两市房地产上市公司，与沪深两市房地产上市公司 EVA10 强比较，在税后经营净利润平均水平高出 12.32%的情况下，资本成本却要低 28.80%。

二、2005 中国沪深两市房地产上市公司 10 强研究

(一) 2005 中国房地产上市公司综合实力 10 强

根据截至 2004 年 12 月 31 日 79 家房地产上市公司的主营业务收入、总资产、利润总额、总市值四个指标进行综合评价，2005 房地产上市公司综合实力 10 强为：万科 A 位列第一，陆家嘴位列第二，其后是招商地产、金地集团，金融街和中华企业并列第五，北京城建位列第七，苏州高新和亚泰集团并列第八、中国国贸位列第十。（详见表一）

从综合实力 10 强的位次变化情况来看，前三甲未有变化，万科 A 以四个单项排名第一的绝对优势稳居上市公司综合实力榜首；金地集团、金融街分别上升 2 位、4 位，分列 4、5 名；苏州高新较去年上升 4 位，挤进 10 强。



表一：2005 中国房地产上市公司综合实力 10 强

2005 综合 实力排名	2004 综合 实力排名	得分	股票代 码	股票简称	主营业务收入		利润总额		总资产		市价总值	
					数额 (万元)	排名	数额 (万元)	排名	数额 (万元)	排名	数额 (万元)	排名
1	1	4	000002	万科 A	766723	1	126033	1	1553442	1	1003799	1
2	2	14	600663	陆家嘴	210357	8	75282	2	960781	2	935720	2
3	3	19	000024	招商地产	347590	3	47173	3	845500	3	359276	10
4	6	26	600383	金地集团	317537	4	42047	6	586064	7	365560	9
5	9	30	000402	金融街	173984	12	46849	4	574166	8	461881	6
5	5	30	600675	中华企业	211017	7	42821	5	725363	4	311762	14
7	4	50	600266	北京城建	182222	11	14083	18	597095	6	310200	15
8	12	54	600736	苏州高新	161333	14	28241	10	540324	10	230565	20
8	6	54	600881	亚泰集团	200310	9	13961	19	681967	5	224220	21
10	9	64	600007	中国国贸	71142	32	31804	9	449624	16	432800	7

2004 年综合实力 10 强公司呈现经营性指标大幅度上涨，市价总值逐年缩水的特点。一方面，2004 年综合实力 10 强公司完成主营业务收入合计 264.22 亿元，与 2003 年综合实力 10 强相比增长 11.9%；实现利润总额合计 46.83 亿元，同比增长 22.9%；累计总资产达到 751.43 亿元，同比增长 20.97%。另一方面，综合实力 10 强公司市价总值逐年下降，2004 年 10 强中有 7 家市值缩水，市价总值较去年下跌 15.5%，尤为明显的是陆家嘴，全年市值缩水近 40 亿元人民币。

TOP10 研究组认为 2004 年上市公司 10 强的表现主要受到以下三个方面的影响：首先，2004 年房价上涨提高公司毛利率，从而导致主营业务收入和利润总额的快速上涨。2004 年全国商品房价格为 2714 元/平方米，同比上涨 14.08%，房价上涨带动综合实力 10 强公司毛利率的明显提高，在一些投资热点区域尤为突出，比如中华企业达到 35.72%，同比提高了 9.59 个百分点；其次，在国家宏观调控的影响下，综合实力 10 强公司利用自身优势，积极调整企业经营策略，或调整负债结构、或拓宽融资渠道、或加快开发进度，规避开发风险，实现了业绩的全面上涨；然而，受证券市场大市低靡影响，综合实力 10 强公司的市价总值普遍缩水。2004 年沪深两市全年总市值 37055.57 亿元，同比下跌 12.72%，流通市值缩水近 1500 亿元。类似 2003 年的情况，房地产上市公司股市表现依然和房地产行业发展背离。

TOP10 研究还表明，综合实力 10 强公司着眼长期战略发展，将获得持续均好的增长。10 强公司战略大致可归结为以下几个方面，一是全国布局的经营策略；二是走专业经营的



道路；三是追求业绩增长的同时追求质量的增长，例如金地集团完成了“三大区域+一大城市”的全国战略布局，招商地产以“业务聚焦的专业化发展”为战略，万科走向“精细化”，以“有质量增长”作为未来 10 年的战略目标。

（二）2005 中国房地产上市公司财富创造能力（EVA）10 强

根据 79 家房地产上市公司 2004 年年报公布的客观数据、结合房地产行业特点，通过对 79 家房地产上市公司进行 EVA 计算，研究结果显示，财富创造能力（EVA）10 强：位列第一的是万科 A，第二的是陆家嘴，其余依次是金地集团、金融街、世茂股份、中华企业、亿城股份、新城 B 股、上实发展、招商地产。（详见表二）

从本次 EVA 评价情况看，公司排名发生较为重大的变化，万科 A 上升 2 位，获财富创造能力第一，上升最快的是世茂股份，由去年的 52 位上升至第 5 位，另外新城 B 股、上实发展也由去年的 12、18 位上升至 8、9 位，跻身 EVA10 强。

表二：2005 中国房地产上市公司财富创造能力（EVA）10 强

单位：万元

2005 财富创造能力排名	2004 财富创造能力排名	股票代码	股票简称	财富创造（EVA）	税后经营净利润	资本成本
1	3	000002	万科 A	43663	88379	44716
2	1	600663	陆家嘴	27389	52704	25315
3	10	600383	金地集团	20119	31767	11648
4	4	000402	金融街	14145	32027	17881
5	52	600823	世茂股份	11889	21598	9709
6	5	600675	中华企业	11433	28879	17446
7	9	000616	亿城股份	7485	13678	6192
8	12	900950	新城 B 股	6878	11467	4589
9	18	600748	上实发展	6824	12606	5782
10	2	000024	招商地产	6683	38499	31816

2005 中国房地产上市公司 EVA10 强呈现财富创造能力整体快速增长、长三角区域表现突出的特点。10 强公司 EVA 合计 15.65 亿元，较去年 EVA10 强公司增长 77.58%，其中有 6 家 EVA 突破了亿元，整体财富创造能力明显加强。另外从区域表现看，10 强中有 5 家为长三角区域的公司，较去年相比增加 2 家；其中世茂股份是 EVA10 强中上升最快的公司，长三角区域公司在财富创造能力方面表现突出。



TOP10 研究组认为,2004 年中国房地产市场的活跃以及区域房价的上升是造就房地产上市公司 EVA 整体快速增长和长三角区域 EVA 表现突出的主要原因。从整体情况看, EVA10 强的整体快速增长体现在税后经营净利润的增长。在全国商品房各项开发指标全面上扬的背景下, 房地产上市公司 EVA10 强的税后经营净利润较去年增长 47.5%, 远快于资本成本 28.1% 的增长速度。以万科 A 为例, 2004 年实现税后经营净利润 8.84 亿元, 较 2003 年增加近 3.8 亿元, 而资本成本仅增加 0.42 亿元。从区域情况看, 2004 年长三角各大城市房价普遍快速上涨, 上海、宁波和南京住宅均价分别同比增长 14.6%、19.1%和 11.0%, 房价的提高为房地产公司带来更为丰厚的回报。世茂股份 2004 年实现商品房销售收入 11.32 亿元, 同比增长 40067.71%, EVA 由 2003 年的负数增长到 2004 年的 1.19 亿元, 排名上升 47 位; 新城 B 股实现主营业务收入同比增长 112.49%, 净利润同比增长 173.13%, EVA 较去年增长 825%, 排名上升 4 位, 跻身 10 强。

(三) 2005 中国最具投资价值蓝筹地产股

通过对道琼斯指数 30 成分股的研究, TOP10 研究组认为, 蓝筹地产公司不仅具有良好的资产规模、悠久的历史、较高的市场份额, 而且是在股市方面表现出市值规模大、股票成交活跃, 在财务方面红利发放稳定、连续, 赢利增长持久的公司。蓝筹股在资本市场备受机构投资者和主流资本的长期关注, 是最具有投资价值的股票。

TOP10 研究组根据 79 家中国房地产上市公司 2002-2004 年年报公布的客观数据以及沪深两市市场行情数据, 运用因子分析方法对 79 家房地产上市公司进行综合评价, 研究结果表明, 万科、招商地产、北京城建、金地集团、中华企业 5 家公司在经营管理、资本市场表现和财务特征三个方面呈现“蓝筹股”的显著特性, 是 2005 中国最具投资价值的蓝筹地产股。

表三：2005 中国最具投资价值蓝筹地产股部分指标表

股票代码	股票简称	市盈率	个股成交量占总成交量比重	近三年平均现金红利收益率	近三年平均现金红利支付率	近三年平均 ROE	近两年净利润增长率	近三年平均速动比率	近三年平均流动比率
000002	万科 A	13.62	4.79%	1.90%	28.24%	12.33%	51.86%	0.54	2.35
000024	招商地产	13.57	0.95%	1.39%	21.68%	10.31%	22.77%	0.32	1.37
600266	北京城建	35.24	0.65%	0.53%	18.77%	6.60%	9.32%	0.31	1.23
600383	金地集团	14.83	0.32%	2.61%	49.12%	10.30%	34.29%	0.60	1.87
600675	中华企业	14.42	0.56%	2.63%	55.55%	11.98%	16.03%	0.47	1.35

从经营特征方面看，5 家蓝筹地产公司平均资产规模和平均主营业务收入达到 86.15 亿元和 36.5 亿元，分别是 79 家房地产上市公司平均水平的 3 倍和 4 倍，其中万科资产规模截止到 2004 年 12 月 31 日已经达到了 155 亿元，实现主营业务收入 76.67 亿元；中华企业有着 50 年的经营历史，万科、招商地产也有了 20 年的经营历史。毫无疑问，要成为蓝筹地产公司首先规模必须大，要有持久的经营历史，久经考验的生存和发展能力，这是蓝筹地产公司最显著的特征。

从资本市场特征方面看，5 家蓝筹地产公司市值达到了 235.06 亿元，占到了 79 家房地产上市公司的 15.06%，其中万科市价总值突破了 100 亿元，占 79 家市值的 6.43%；从市场估价看，5 家蓝筹地产公司 2004 年平均市盈率 18.34，远比行业平均水平 84.38 要低，这表明相对行业定价水平来说，蓝筹地产股的定价较少被高估；股票年成交量方面，5 家蓝筹地产公司全年成交量合计达到 307.69 亿元，占房地产上市公司成交量的 16.39%，占沪深两市总成交量的 7.27%，其中万科 A 全年成交量达到 202.66 亿元，是房地产上市公司平均水平的 8.5 倍。因此，蓝筹地产公司在资本市场中表现出市值大、估价水平合理和交投活跃的特征。

从财务特征方面看，在本次研究的 79 家房地产上市公司中，仅有 22 家实现了连续 3 年分红，占有所有公司的 27.8%。与整体房地产上市公司形成鲜明对比的是，5 家蓝筹地产公司不仅连续分红，而且具有较高的现金红利收益率和现金红利支付率，5 家蓝筹地产公司的近三年平均现金红利收益率在 0.5%-2.6%，近三年平均现金红利支付率在 20%-60%，这表明购买公司股票不仅有较高的回报，而且公司将更多的利润用来分配给股东。另外，从赢利状况

情况分析, 5 家蓝筹地产公司近三年平均净资产收益率达到了 10.3%, 较非 ST 房地产上市公司平均水平高 5.94 个百分点; 5 家蓝筹地产公司平均速动比率和流动比率分别为 0.45 和 1.63, 低于行业平均水平的 0.72 和 1.71, 这表明蓝筹地产公司资金使用效率较高。综合来看, 蓝筹地产公司在财务特征方面表现出红利发放稳定、连续, 赢利增长持久和财务政策稳健的特征。

三、中国大陆在香港上市的房地产公司研究

(一) 综合实力

根据 2004 年 12 月 31 日中国大陆在香港上市的房地产上市公司的主营业务收入、利润总额、总资产和市价总值进行综合评价。研究结果表明: 中国海外以四个单项第一位列综合实力第一名, 合生创展和百士达位列二、三位, 华润置地和上海复地并列第四、其后依次为首创置业、北辰实业、上海置业、汤臣集团、世茂中国和上海证大并列第十。

表四: 2005 中国大陆在香港上市的房地产公司综合实力排名

2005 综合实力排名	2004 综合实力排名	得分	股票代码	股票简称	主营业务收入		利润总额		总资产		市价总值	
					数额(万元)	排名	数额(万元)	排名	数额(万元)	排名	数额(万元)	排名
1	1	4	00688	中国海外	862448	1	137418	1	2402135	1	1223180	1
2	2	8	00754	合生创展	444991	2	118936	2	1281465	2	283348	2
3	3	15	01168	百士达	240639	4	50527	4	949206	4	266014	3
4	5	20	01109	华润置地	240879	3	18787	9	960828	3	198352	5
4	—	20	02337	上海复地	238372	6	101921	3	590176	7	239695	4
6	4	24	02868	首创置业	162933	7	45510	5	881332	5	128453	7
7	6	26	00588	北辰实业	239583	5	40184	7	796462	6	126557	8
8	8	29	01207	上海置业	125200	8	44139	6	375194	9	131416	6
9	7	36	00258	汤臣集团	76535	9	30926	8	471750	8	18342	11
10	9	41	00649	世茂中国	60471	10	16475	10	108365	11	99317	10
10	—	41	00755	上海证大	4784	11	14393	11	211796	10	114648	9

TOP10 研究组研究表明, 2005 中国大陆在香港上市的房地产公司综合实力排名与去年相比变化不大, 但整体实力明显增强。从四大指标的平均水平看, 主营业务收入、利润总额、总资产、市价总值同比分别增长 19.23%、54.46%、24.86%和 43.71%。两类公司实力增长表现突出: 一类是业务全国布局性公司, 如中国海外、合生创展和华润置地, 这类公司在全国



主要经济发达区域有业务分布，项目众多，受国内房地产市场利好影响业务收入全面增长，如华润置地主营业务收入增长 92.4%；另一类是业务集中分布在上海地区的公司，如上海复地、上海置业、汤臣集团和世茂中国，这类公司不仅收入显著增长，且受上海房价快速上涨因素的影响，利润总额增长更为明显，上海置业和汤臣集团利润总额同比分别上涨 174.5% 和 152.3%，世茂中国由亏损 1.7 亿元扭转为盈利 1.6 亿元。

对中国大陆在香港上市的房地产公司与沪深两市房地产上市公司综合实力 10 强的比较研究表明：一是，两者在主营业务收入方面水平相当，平均值都维持在 26 亿元左右；二是，利润总额方面，中国大陆在香港上市的房地产公司具有一定优势，平均水平较沪深两市房地产上市公司高 29.15%，表现出良好的获利能力；三是，两者在资产规模方面，由于中国大陆在香港上市的房地产公司大多有比较深厚的国资背景或较长的经营历史，资产规模较强，平均总资产高出沪深两市房地产上市公司 17.33%。

（二）财富创造能力

中国房地产 TOP10 研究组对 11 家中国在香港上市的房地产公司财富创造能力 (EVA) 评价结果表明，中国海外位列第一，合生创展排名第二，其后依次是上海复地、百士达、首创置业、上海置业等。

表五：2005 中国在香港上市的房地产公司财富创造能力排名

2005 财富创造能力排名	2004 财富创造能力排名	股票代码	股票简称	财富创造 (EVA)	税后经营净利润	资本成本
1	2	00688	中国海外	68789	107507	38718
2	3	00754	合生创展	58745	71543	12798
3	—	02337	上海复地	45815	57451	11636
4	1	01168	百士达	27359	31448	4089
5	4	02868	首创置业	23382	28320	4938
6	6	01207	上海置业	19440	22310	2870
7	9	00258	汤臣集团	12576	24360	11784
8	—	00775	上海证大	10589	11583	993
9	7	00649	世茂中国	9675	13264	3589
10	5	00588	北辰实业	-370	26920	27290
11	8	01109	华润置地	-3424	15015	18439

与 2004 财富创造能力排名比较，中国海外由去年的第二位升至第一，上海复地在上市



后的第一年财富创造能力排名即进入三甲，业务集中于上海的公司排名都略有上升。从财富创造（EVA）分析，较去年发生两方面变化：一是财富创造能力差距逐步缩小，2004 年中国大陆在香港房地产上市公司的 EVA 的标准偏差为 2.36 亿元，比 2003 年 EVA 的标准偏差小近 1 亿元；二是财富创造能力增强，2004 年 EVA 较 2003 年有明显的增强，税后经营净利润平均水平同比增长 8.77%，资本成本平均水平同比减少 16.98%，11 家公司中有 9 家 EVA 在亿元以上或接近亿元，真正为股东创造了价值。

与沪深两市房地产上市公司 EVA10 强相比，中国大陆在香港上市的房地产公司财富创造能力占有一定优势，从绝对值看，EVA 平均值为 2.48 亿元，较沪深两市房地产上市公司高 58.33%。中国在香港上市房地产公司相对沪深两市房地产上市公司优势在于善于控制资本成本，在税后经营净利润平均水平高出沪深两市房地产上市公司 12.32%的情况下，资本成本却较沪深两市房地产上市公司低 28.80%。但从财富创造能力的增长速度看，沪深两市房地产上市公司更具优势，2004 年其 EVA 平均水平同比增长 77.58%，较中国大陆在香港上市的房地产公司高出 48.7 个百分点。

若要了解报告全文及 79 家沪深两市房地产上市公司和 11 家中国大陆在香港上市房地产公司的详细情况请致电

中国房地产 TOP10 研究组办公室

电话：010-85119044 传真：010-65123626

E-mail:TOP10office@soufun.com

地址：北京市东城区建国门内大街 8 号中粮广场 B 座 4 层（100005）

