

保利地产(600048.SH)

资产为王时代的受益者

——保利地产深度价值投资分析报告

周户

86-10-5836 2768

zhouhu@bhq.com

核心观点:

- 结算规模扩张为业绩增长的核心动力源
- 09年业绩增长有保障, 资产为王时代的受益者

投资要点:

● 盈利模式: 结算规模扩张为业绩增长的核心动力源

公司业绩增长 90%以上来源于房地产业务。而 03-07 年房地产业绩增长, 81.09%、12.95%和 5.96%分别来自于结算面积、结算均价和毛利率的贡献。因此, 公司业绩增长主要来源于项目结算规模扩张。相对于万科、金地和招商, 公司业绩增长最快, 原因在于其结算面积增长最快。未来结算来源仍将以广州为核心, 但二三线城市比重将提升, 而且结算区域将向环渤海地区和除三大经济圈之外的其他区域转移。

● 09 年业绩增长有保障, 资产为王时代的受益者

随着流动性反转、09 年房地产市场的回暖以及资源整合机会的增加, 资产为王的时代来临。而保利地产 09 年销售业绩将受惠于广州房地产市场的率先回暖, 预计同比增长 10.84%-59.89%, 68.42%的 09 年结算收入基本锁定, 并且为 10 年贡献 72.72 亿元的已售未结算资源。另外, 公司土地储备, 42.43%为 06、07 年获得, 55.26%位于一线城市, 土地成本在四大龙头公司中最低, 升值空间较大。还有, 09 年公司将有 110 亿元资金进行资源整合。因此, 保利地产将是资产为王的时代的受益者。

● 投资建议

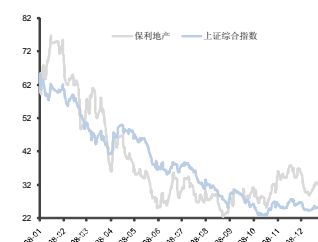
依据我们的预测, 08、09 年净利润分别为 21.53 和 24.67 亿元, 每股收益分别为 0.88 和 1.01 元。依据现有房地产项目, 公司重估每股净资产为 17.09 元, 若房价下降 10%, 重估每股净资产为 13.81 元。另外, 按照 2009 年 1 月 19 日收盘价, 公司 08、09 年 PE 分别为 19.42 和 16.94 倍。考虑到 09 年行业的回暖、资产为王的时代的来临以及公司业绩的保障性和成长性, 给予 09 年 20 倍市盈率, 公司合理估值为 20 元。给予买入评级。

● 风险提示

宏观经济的不确定性将影响房地产行业的发展趋势, 而公司本身营运能力也有待提高。

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价:	¥ 20
上次预测:	¥ 22
当前价格:	¥ 17.05
	2009.1.19

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.11
2Q/2008	0.31
3Q/2008	0.10
4Q/2008	0.36



公司简介

房地产行业龙头之一。公司是规模最大的房地产国有企业。07 年品牌价值达 45.72 亿元。

相关报告

《业绩高增长, 营运待改善》, 2008.10.27

《规模扩张, 营运待改善》, 2008.7.25

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	4,031	8,115	17,242	24,046	35,765
(+/-)%	71%	101%	112%	39%	49%
经营利润 (EBIT)	856	1821	4331	5598	7988
(+/-)%	31%	113%	138%	29%	43%
净利润	671	1489	2153	2469	3619
(+/-)%	65%	122%	45%	15%	47%
每股净收益 (元)	1.22	1.21	0.88	1.01	1.48
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	35.82%	38.50%	43.62%	40.55%	39.61%
ROE (%)	16.71%	11.60%	13.48%	12.59%	14.52%
ROIC (%)	6.71%	4.92%	10.08%	10.00%	12.57%
PE	13.97	14.04	19.42	16.94	11.56
PB	2.33	1.63	2.62	2.13	1.68
EV/EBITDA	15.82	15.96	12.39	11.34	7.96

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	920	4626	5985	3607	5908	营业收入	4031	8115	17242	24046	35765
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2587	4991	9722	14294	21598
应收账款	179	175	377	526	782	营业税金及附加	315	839	1897	2405	3576
预付款项	2909	6390	6973	7688	8768	销售费用	168	256	690	908	1350
其他应收款	939	1345	172	240	358	管理费用	104	208	603	842	1252
存货	11265	28084	36972	42450	46142	财务费用	-7	-32	412	560	603
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11	7	0	0	0
长期股权投资	146	11	61	161	171	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
固定资产	42	141	145	147	146	投资收益	202	207	207	0	0
在建工程	0	0	25	25	25	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1054	2054	4126	5038	7385
无形资产	0	1	1	1	1	营业外收支净额	-4	349	180	0	0
长期待摊费用	9	11	12	13	14	税前利润	1050	2403	4306	5038	7385
资产总计	16508	40895	50841	55024	62522	减：所得税	317	775	1077	1260	1846
短期借款	655	618	0	116	0	净利润	734	1628	3230	3779	5539
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	671	1489	2153	2469	3619
应付账款	218	1113	1350	596	600	少数股东损益	62	139	1077	1310	1920
预收款项	4922	10940	13526	8717	10505	基本每股收益	1.22	1.21	0.88	1.01	1.48
应付职工薪酬	21	11	11	11	11	稀释每股收益	1.22	1.21	0.88	1.01	1.48
应交税费	-37	-233	-233	-233	-233	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	2465	3960	3960	3960	3960	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	71.1%	101.3%	112.5%	39.5%	48.7%
长期借款	3622	9038	13038	14038	14538	EBIT 增长率	30.9%	112.7%	137.8%	29.3%	42.7%
预计负债	2	3	3	3	3	净利润增长率	65.0%	121.8%	44.6%	14.7%	46.6%
负债合计	12490	28060	34866	35418	37594	盈利性					
股东权益合计	4018	12834	15976	19606	24928	销售毛利率	35.8%	38.5%	43.6%	40.6%	39.6%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	16.7%	18.3%	12.5%	10.3%	10.1%
净利润	734	1628	3230	3779	5539	ROE	16.7%	11.6%	13.5%	12.6%	14.5%
折旧与摊销	12	18	22	24	26	ROIC	6.71%	4.92%	10.08%	10.00%	12.57%
经营活动现金流	-4022	-9376	-2178	-7610	2814	估值倍数					
投资活动现金流	-216	-117	56	-177	-77	PE	14.0	14.0	19.4	16.9	11.6
融资活动现金流	4444	13199	3481	5408	-437	P/S	2.3	2.6	2.4	1.7	1.2
现金净变动	206	3706	1359	-2378	2301	P/B	2.3	1.6	2.6	2.1	1.7
期初现金余额	714	920	4626	5985	3607	股息收益率	0.0%	0.6%	0.1%	0.4%	0.5%
期末现金余额	920	4626	5985	3607	5908	EV/EBITDA	15.8	16.0	12.4	11.3	8.0

目录

1. 公司简介	6
1.1 房地产开发公司龙头之一，资源整合的受益者	6
1.2 股东背景雄厚，央企整合的受益者	6
2. 盈利模式分析：结算规模扩张为业绩增长的核心动力源	6
2.1 房地产开发为公司业绩增长的动力源	6
2.2 房地产业绩增长 80%以上来源于结算规模扩张	7
3. 竞争优势分析	9
3.1 行业竞争优势	9
3.2 资产为王时代的受益者	10
4. 盈利预测	19
4.1 项目结算预测	19
4.2 未来业绩预测	21
5. 估值分析	21
5.1 重估净资产	21
5.2 相对估值（P/E）	22
6. 风险提示	23
1. 营运能力待改善	23
2. 宏观经济走势的不确定性	24

图目录

图 1: 保利地产与实际控制人之间产权及控制关系图	6
图 2: 各业务收入对公司主营业务收入贡献率	7
图 3: 各业务毛利润对公司毛利润贡献率	7
图 4: 保利地产各城市项目储备所占比重及个数	8
图 5: 保利地产项目储备区域结构分析	8
图 6: 03-07 年房地产项目结算面积比较	9
图 7: 03-07 年各公司房地产业务毛利率比较	9
图 8: 03-07 年房地产项目结算面积增长率比较	9
图 9: 03-07 年房地产项目结算均价比较	9
图 10: 保利地产房地产业务竞争力分析	10
图 11: 08 年商品住宅销售金额累计同比增长率	11
图 12: 保利地产销售金额及同比增长率	11
图 13: 商品住宅库存去化周期分析	12
图 14: 商品住宅销售面积同比增长率	12
图 15: 广州商品房单月销售面积及变动情况	13
图 16: 广州商品房累计批准预售与销售面积比	13
图 17: 05 年以来广州商品房销售均价及同比增长率	14
图 18: 广州单季度商品房售价与人均可支配收入比	14
图 19: 07 年 5 月以来保利地产新增土地储备情况分析	15
图 20: 保利地产在各城市的项目个数及其比重	16
图 21: 各公司销售毛利率比较	18
图 22: 各公司销售净利率比较	18
图 23: 各公司总资产周转率比较	23
图 24: 各公司存货周转率比较	23

表目录

表 1: 保利地产结算面积区域来源结构分析.....	7
表 2: 03-07 年各公司房地产业务收入及毛利润增长率和贡献率比较分析.....	8
表 3: 08 年主要城市住宅成交套均面积	11
表 4: 09 年城镇居民最大购房能力分析	12
表 5: 09 年保利地产市场份额及销售金额预测	15
表 6: 各公司土地储备区域结构比较分析.....	16
表 7: 各公司土地储备时间结构比较分析.....	16
表 8: 06 年以来各公司土地储备比较分析	17
表 9: 06 年以来各公司土地储备楼面地价比较分析	17
表 10: 08 年保利地产可能进一步计提存货跌价准备的项目分析	17
表 11: 09 年保利地产可能计提存货跌价准备的项目分析	18
表 12: 各公司三费率比较	18
表 13: 各公司资金状况分析	19
表 14: 保利地产项目结算进度预测	19
表 15: 保利地产主营业务业绩增长预测	21
表 16: 保利地产净资产重估参数	21
表 17: 保利地产净资产重估结果	22
表 18: 保利地产与港股地产公司估值水平比较	22
表 19: 保利地产与其它公司库存情况比较	23
表 20: 保利地产与其它公司营运能力比较	23

1. 公司简介

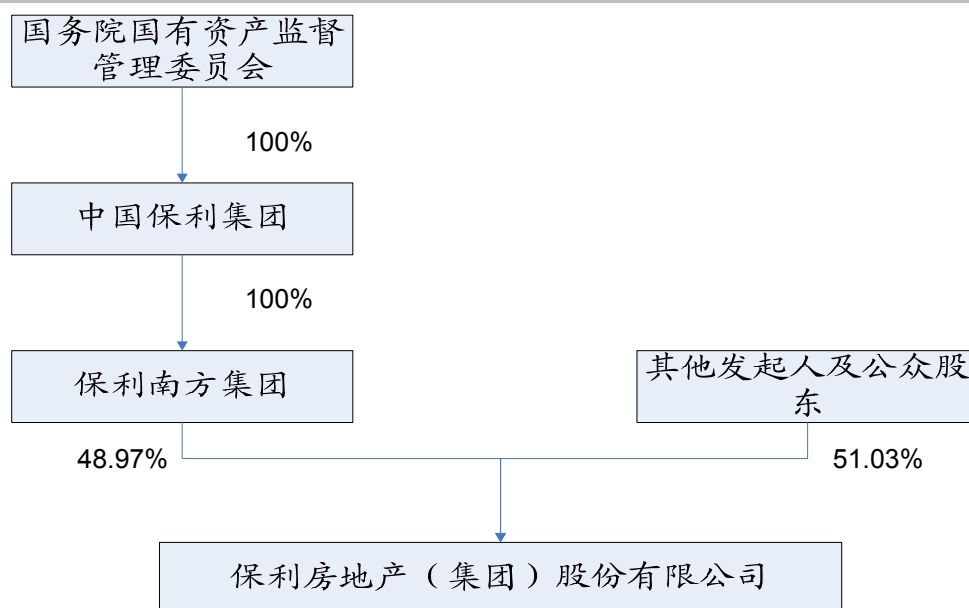
1.1 房地产开发公司龙头之一，资源整合的受益者

保利地产是国内房地产开发公司龙头之一，拥有建设部一级房地产开发资质，资源整合以及行业集中度提高的受益者。保利地产以优质中档商品住宅开发为主，适量开发高档住宅、低密度生态住宅和写字楼等；以物业销售为主，物业出租为辅；以自主开发经营为主，合作、合资开发为辅。目前已进驻 17 个城市，全国化布局基本完成，未来将以加大已进驻城市开发为主。

1.2 股东背景雄厚，央企整合的受益者

公司第一大股东是保利南方集团，持有公司 48.97% 的股份。保利集团持有保利南方集团 100% 股权，是本公司的实际控制人。保利集团是一家从事贸易、地产、文化艺术、酒店管理等业务的多元化经营控股集团公司。保利地产是保利集团境内唯一上市公司。因此，保利地产是央企房地产企业之一，股东背景雄厚，政府资源丰富，央企整合的受益者。

图 1：保利地产与实际控制人之间产权及控制关系图



资料来源：公司公告

2. 盈利模式分析：结算规模扩张为业绩增长的核心动力源

2.1 房地产开发为公司业绩增长的动力源

公司主营业务包括房地产业务和其他业务。2003-2007 年，房地产业务对公司主营业务收入贡献率平均为 92.49%，对公司毛利润的贡献率平均为 89.90%，因此，房地产业务是公司业绩增长的动力

源。

图 2: 各业务收入对公司主营业务收入贡献率

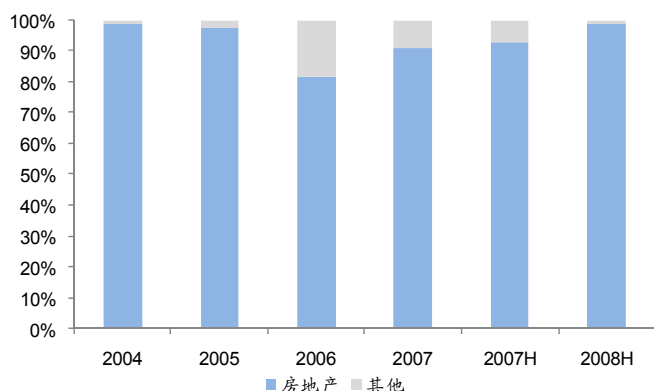
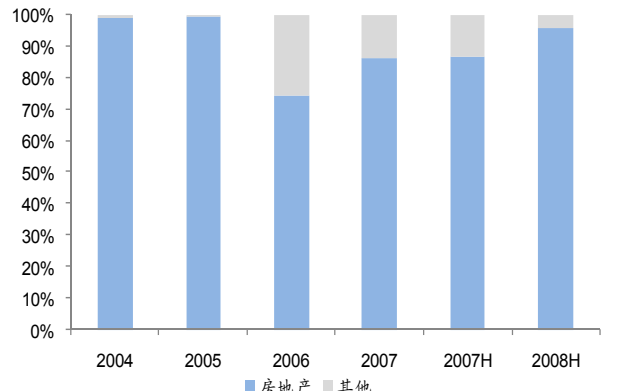


图 3: 各业务毛利润对公司毛利润贡献率



注：其他业务为建筑、装饰、土地一级开发、租赁、物业管理、销售代理等。

数据来源：渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

2.2 房地产业绩增长 80%以上来源于结算规模扩张

2003-2007 年，房地产业务收入增长了 1122.76%，年均复合增长率 87%，其中结算面积和结算均价贡献率分别为 86.23%和 13.77%。而 2003-2007 年房地产业务毛利润增长 1333.02%，年均复合增长率 94.56%，其中结算面积、结算均价和毛利率贡献率分别为 81.09%、12.95%和 5.96%。因此，房地产业务业绩增长 80%以上来源于项目结算规模扩张。营运能力对公司业绩的增长影响关键。

未来结算资源将向环渤海及三大经济圈之外其他区域转移

2003-2007 年，保利地产房地产项目结算面积增长 766.21%，年均复合增长率 71.56%。结算面积增长较快，原因在于，公司抓住行业景气周期，03-07 年追求规模快速扩张。从城市来看，结算面积相对集中在广州、武汉、沈阳、北京和重庆，60%来自于二三线城市，而且比例在上升。从土地储备结构来看，未来结算来源仍将以广州为核心，但二三线城市比重将提升，而且结算区域将向环渤海地区和除三大经济圈之外的其他区域转移。然而，尽管一线城市（广州、北京和上海）权益未结算面积在全部储备中的比重为 42.04%，但由于一线城市销售均价相对较高，因此未来 3-4 年结算收入则更多来源于一线城市，因此结算均价并不会会有太大幅度下降。

表 1: 保利地产结算面积区域来源结构分析

(%)	06	07	07H1	08H1
广州	29.58	20.49	50.65	13.82
佛山	----	----	----	26.61
长沙	1.82	2.41	0.85	2.11
武汉	22.53	12.58	0.40	1.64
沈阳	12.49	22.92	22.29	16.60
北京	10.02	15.80	10.28	2.79
重庆	19.52	11.75	15.20	13.95

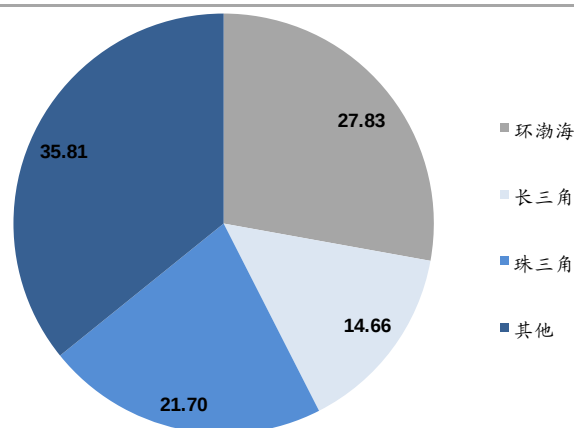
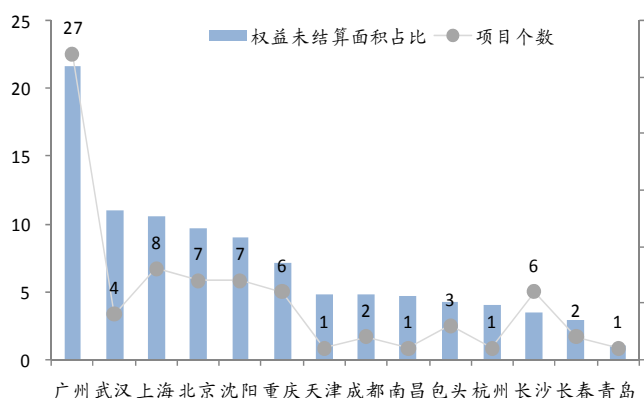
上海	4.04	1.65	0.33	6.45
包头	0.00	10.39	0.00	13.23
南昌	0.00	2.02	0.00	2.79
二三线城市合计	56.36	62.06	38.73	76.94
一线城市合计	43.64	37.94	61.27	23.06

注：一线城市为广州、北京和上海。公司在深圳没有土地储备，因此未考虑。

数据来源：渤海证券研究所

图 4：保利地产各城市项目储备所占比重及个数 %，个

图 5：保利地产项目储备区域结构分析 %



数据来源：渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

结算面积最快增长助推公司业绩最快提升

03-07 年，无论是房地产业务收入，还是房地产业务毛利润，保利地产年均复合增长率都快于万科、金地集团和招商地产。保利地产房地产业务增长相对较快，主要原因在于公司业绩增长 80% 以上来源于于结算面积增长的贡献，较万科高约 30 个百分点，而毛利率和结算均价的贡献则相对最低。因此，尽管公司结算均价最低，而且毛利率 03 年以来仅提升 5.48 个百分点，但公司房地产业务业绩增长却是最快的。公司房地产业务业绩更容易受到销售速度和开竣工速度的影响。然而，尽管 08 年市场调整，销售面积，相对销售均价下降更快，但保利地产 08 年销售面积仍同比增长 29.48%，优于行业，也快于万科和金地集团，再加上 07 年已售未结算面积同比增长 120.92%，因此，保利地产 08 年结算面积高增长的优势仍将持续。

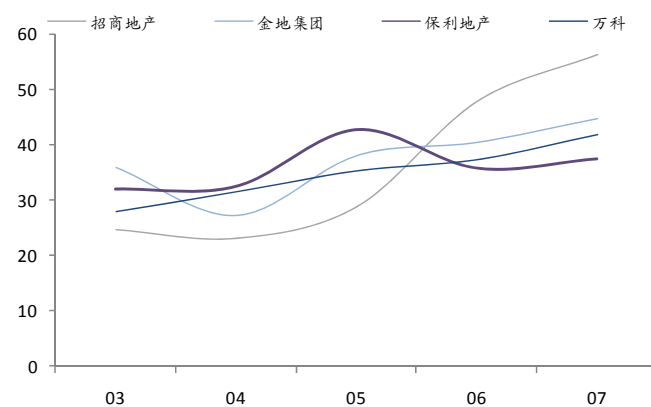
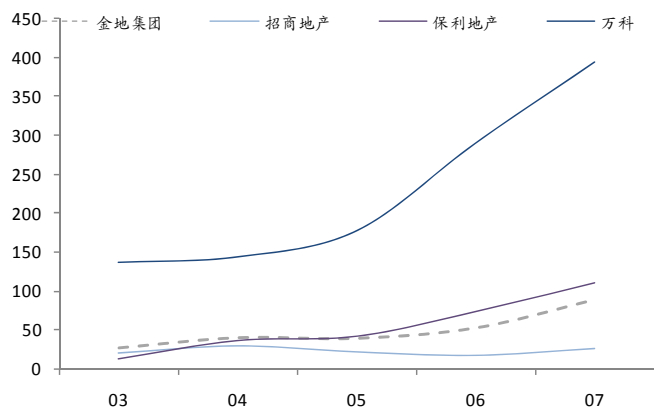
表 2：03-07 年各公司房地产业务收入及毛利润增长率和贡献率比较分析

(%)	03-07 年收	房地产业务收入贡献率		03-07 年毛利	毛利润贡献率		
	入 CAGR	结算面积	结算均价	润 CAGR	结算面积	结算均价	毛利率
保利地产	87.00	86.23	13.77	94.56	81.09	12.95	5.96
万科	54.21	61.18	38.82	70.83	49.49	31.40	19.11
招商地产	15.96	45.50	54.50	42.67	18.96	22.72	58.32
金地集团	50.87	72.82	27.18	59.39	64.25	23.98	11.78

数据来源：渤海证券研究所

图 6: 03-07 年房地产项目结算面积比较 万平方米

图 7: 03-07 年各公司房地产业务毛利率比较 %

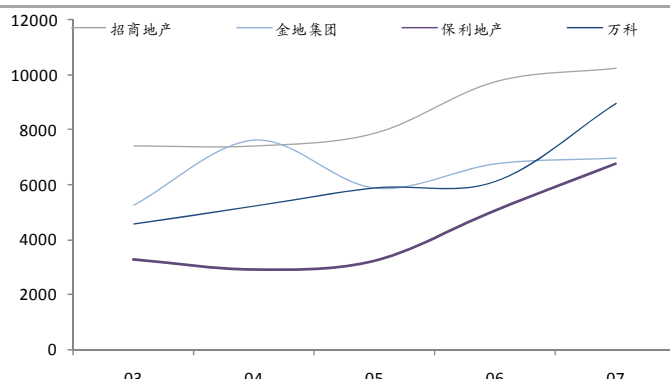
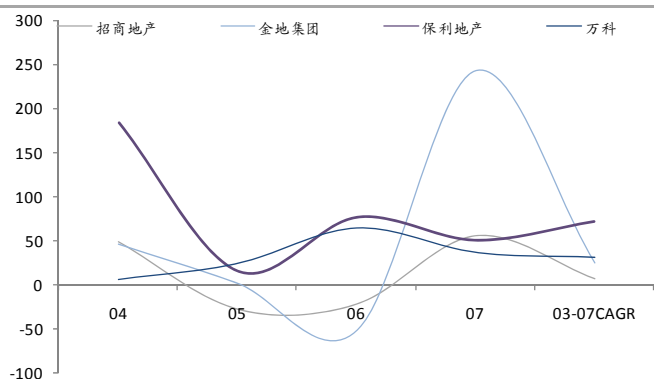


数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

图 8: 03-07 年房地产项目结算面积增长率比较 %

图 9: 03-07 年房地产项目结算均价比较 元/平方米



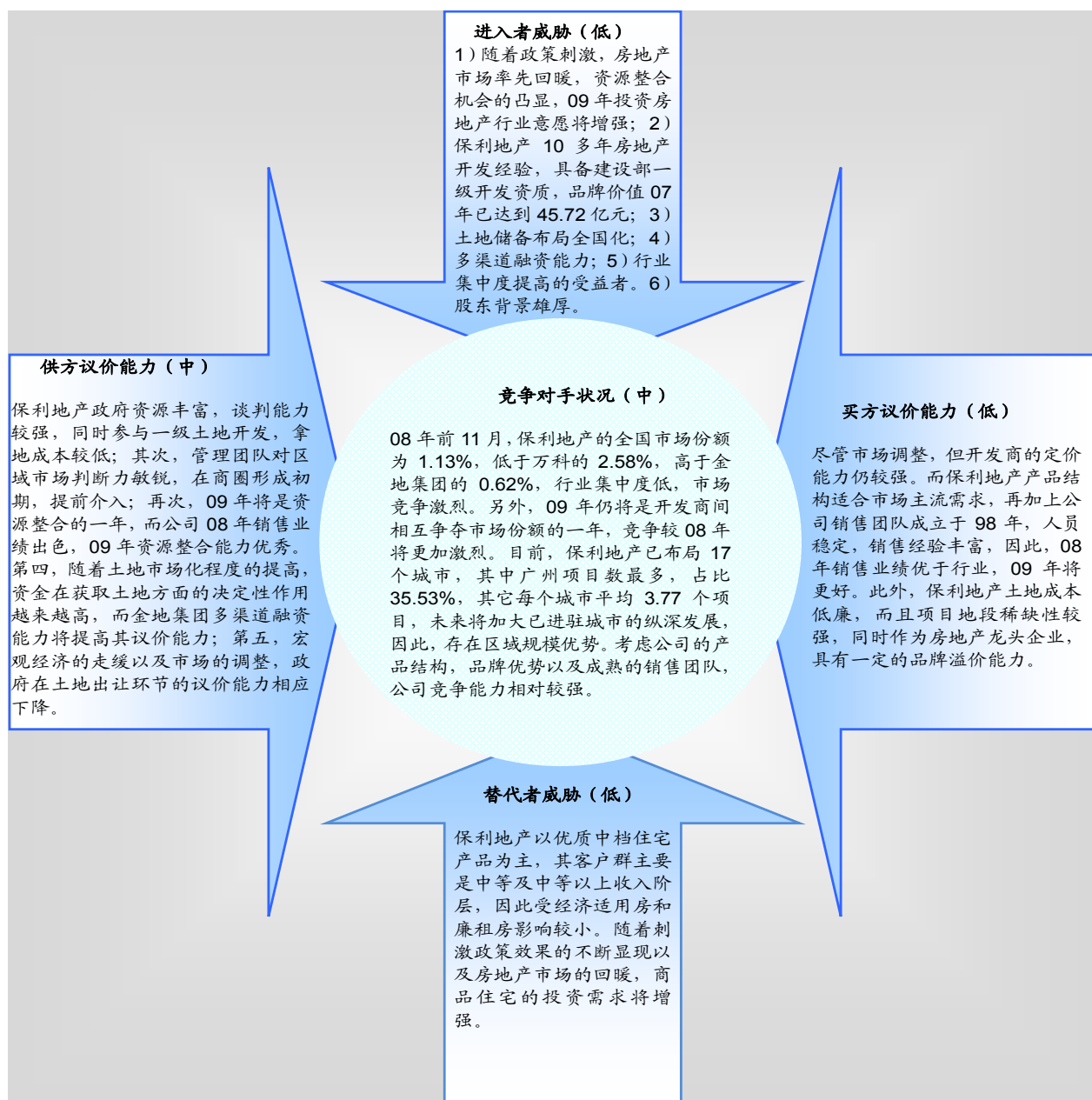
数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

3. 竞争优势分析

3.1 行业竞争优势

图 10: 保利地产房地产业务竞争力分析



数据来源: 渤海证券研究所

保利地产, 房地产开发经验 10 多年, 具备建设部一级房地产开发资质, 07 年品牌价值达到 45.72 亿元。公司产品以优质中档住宅产品为主, 产品适合市场主流, 销售团队稳定而经验丰富, 08 年销售业绩优于行业和万科, 09 年伴随着市场回暖, 公司销售业绩仍将较好。另外, 公司政府资源丰富, 土地成本较为低廉, 土地已布局 17 个城市, 项目地段相对稀缺, 而且在 08 年销售业绩出色以及多渠道融资能力的支持下, 09 年公司资源整合能力较强。随着流动性发转以及 09 年市场的回暖, 资产为王时代的来临, 公司价值凸显。

3.2 资产为王时代的受益者

3.2.1 09 年业绩增长有保障, 结算收入已锁定 68.42%

3.2.1.1 09 年结算收入已锁定 68.42%

保利地产 08 年销售面积及金额分别同比上升 29.48% 和 20.36%，优于行业，强于万科和金地集团。依据 08 年前 11 月数据，公司市场份额由 07 年的 0.67% 提高到 08 年的 1.13%，提高 0.46 个百分点，高于万科的 0.36 个百分点和金地集团的 0.24 个百分点。**08 年，公司在与其它开发商间争夺市场份额的竞争中取得了更多的份额。**原因在于，1) 公司产品套均面积在 100-110 平方米之间的普通住宅，而 08 年市场成交套均面积为 104.95 平方米（表 3），而且以刚性需求为主，因此，公司产品适合市场主流；2) 公司销售团队成立于 1998 年，而且人员较为稳定，销售经验丰富；3) 项目地段位置相对稀缺；4) 营销策略得当，销售服务周到和项目市场前期调研细致，如保利百合花园；5) 公司注重品牌建设，品牌优势明显。另外，**08 年房地产业务销售收入为 205.11 亿元，07 年项目已售未结算金额 116.34 亿元，二者合计为 08 年预计结算收入的 1.96 倍，可为 09 年贡献约 157.53 亿元已售未结算金额，68.42% 的 09 年结算收入基本锁定，业绩保障性较强。**

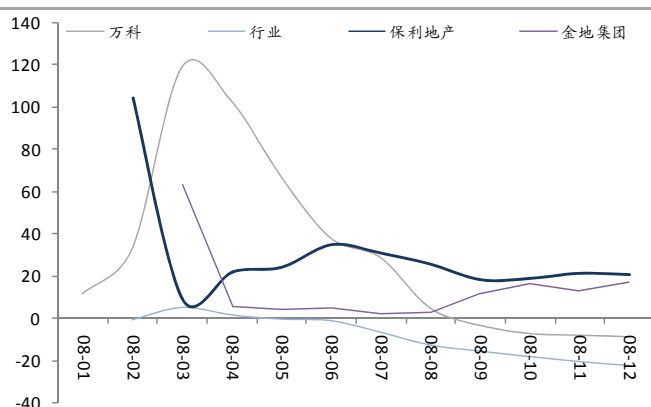
表 3：08 年主要城市住宅成交套均面积 平方米/套

城市名称	成交套均面积	城市名称	成交套均面积
深圳	92.40	南京	104.34
北京	110.81	杭州	113.47
苏州	115.58	上海	99.54
重庆	93.93	济南	113.11
长沙	105.86	成都	83.11
青岛	105.20	广州	107.39
福州	108.20	武汉	104.72
天津	107.66	平均	104.95

注：福州、长沙、济南、青岛和苏州的数据为 08 年 7-12 月；
广州和杭州的数据为 08 年 5-12 月。

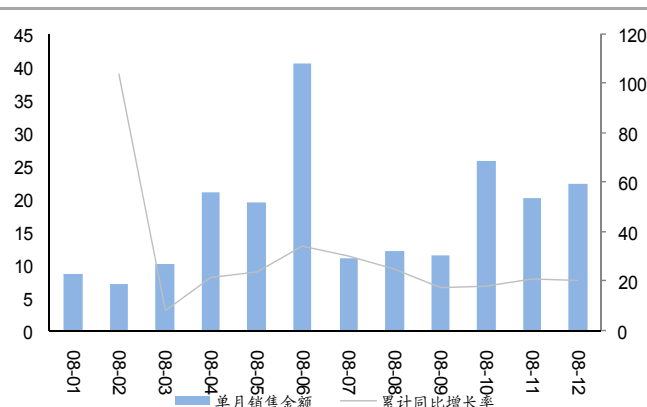
数据来源：渤海证券研究所

图 11：08 年商品住宅销售金额累计同比增长率 %



数据来源：渤海证券研究所

图 12：保利地产销售金额及同比增长率 亿元，%



数据来源：渤海证券研究所

3.2.1.2 看好房地产行业，09 年中国商品住宅销售面积将同比上涨 7.7%

考虑到经济放缓，人均年收入下降等因素，在不考虑目前各项税收优惠的情况下，依据现行利率，09 年城镇居民最大购房能力高于 03-07 年的任何一年（表 1）。因此，商品住宅有效需求的实现，请务必阅读正文之后的免责条款部分

关键在于购房预期的改变。我们在 2008 年 11 月 28 日《经济放缓，地产上行》详细分析了，小户型的推盘，供给结构矛盾的缓解，政策刺激，09 年商品房供给减少预期的逐渐形成以及 11、12 月份成交量的回升等，都会促使商品住宅购房预期的好转，刺激刚性需求的释放。同时，针对改善型普通住宅的政策优惠以及货币政策的放松，部分改善型住宅需求及投资性需求，也将加入到 09 年商品住宅需求中。另外，开发商对市场认识的深入以及营销力度的加大，优质地段、户型较好等适销产品的推盘等也将进一步刺激购房需求的回升。而商品住宅新开工面积自 08 年 7 月开始下降，预计 09 年下半年，新增商品住宅推盘量将有所下降，09 年商品住宅开发投资将下降 11.36%，商品住宅库存去化周期将下降至 34-36 个月，较 07 年高 2-3 个月。因此，我们看好 09 年商品住宅市场，预计 09 年商品住宅销售面积较 08 年同比上涨 7.7%，销售金额同比上涨 2.32%。

表 4: 09 年城镇居民最大购房能力分析

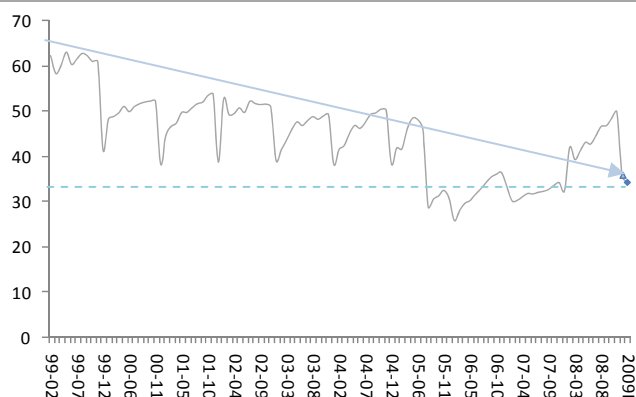
城镇居民平均 最大购房能力	最大可购买平 均住房面积	人均年收入	人均储蓄 存款余额	利率	房价	万元，平方米，% 恢复到 2003 年最大实际购 买力，价格需上升幅度
43.73	118.23	09 年与 07 年持平	09 年与 07 年持平	5.94	08 年前 11 月	3.36
48.22	130.35	08 年同比上涨 12.15%， 09 与 08 年持平	同上	5.94	同上	13.95
44.08	119.16	08 年同上，09 年较 08 年 下降 10%	同上	5.94	同上	4.17
44.08	125.43	同上	同上	5.94	09 年较 08 年前 11 月下降 5%	9.65
44.42	120.09	同上	09 年较 07 年提高 5%	5.94	08 年前 11 月	4.98
44.42	126.41	同上	同上	5.94	09 年较 08 年前 11 月下降 5%	10.50

注：1.假设 08 年人均年收入同比增长率与 08 年前三季度相同，即 12.15%。

2.08 年前 11 月商品住宅销售均价为 3699.03 元/平方米。

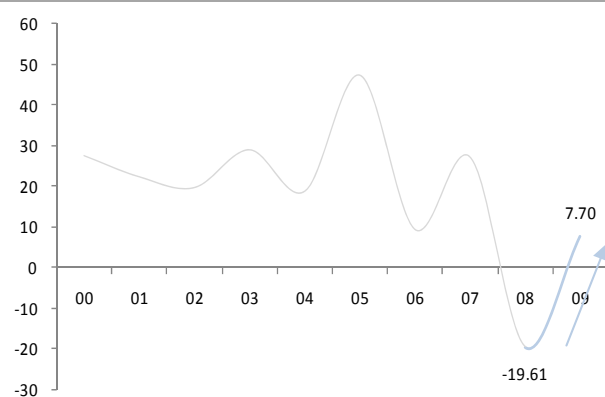
数据来源：渤海证券研究所

图 13: 商品住宅库存去化周期分析



数据来源：渤海证券研究所

图 14: 商品住宅销售面积同比增长率



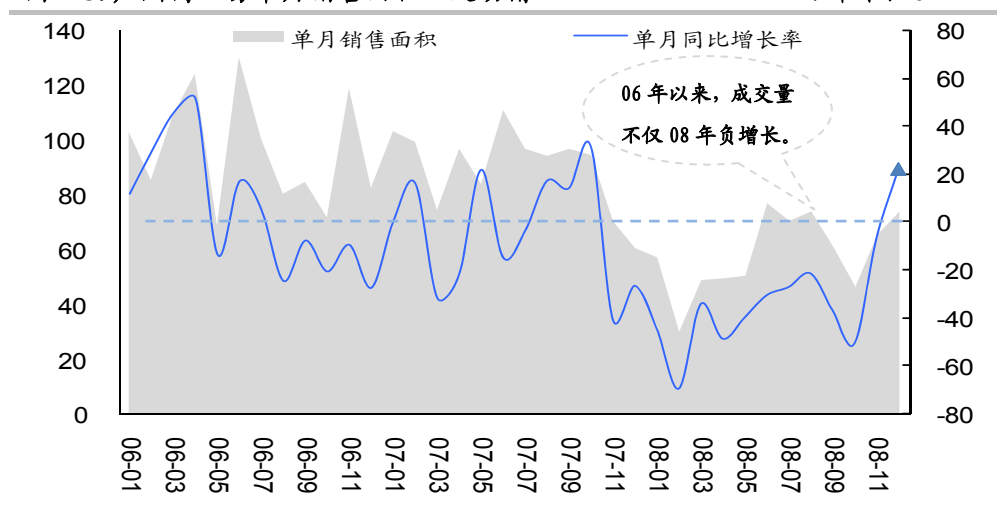
数据来源：渤海证券研究所

3.2.1.3 保利地产受惠于广州房地产市场率先回暖

广州房地产市场短期回暖

2007年10月，广州商品房销售面积和销售均价分别环比下降2.23%和6.54%，广州房地产市场率先进行调整。经过一年的调整，广州商品房销售面积，08年11、12月分别环比上涨40.68%和12.95%，12月则同比上涨22.10%，销售均价11、12月则环比上涨10.4%和4.36%，广州房地产市场短期回暖态势明显。

图 15: 广州商品房单月销售面积及变动情况 万平米, %

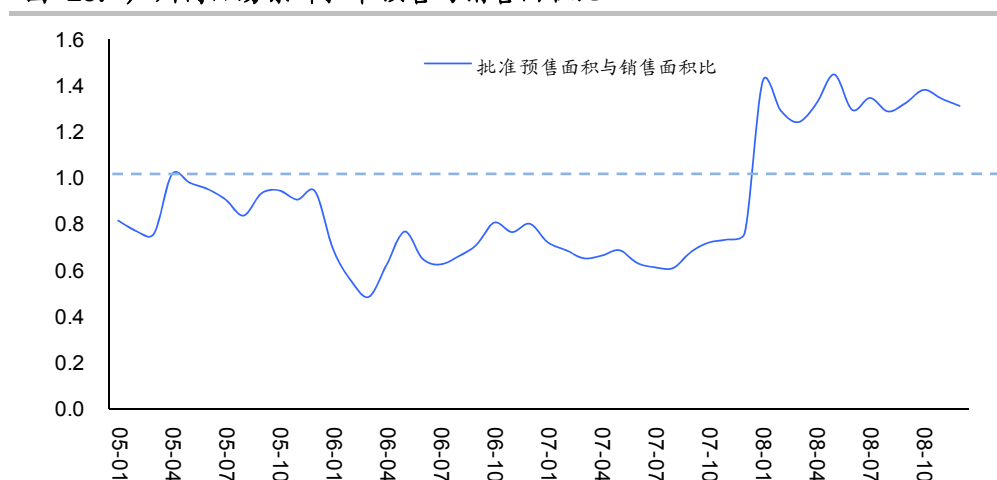


数据来源：渤海证券研究所

新增商品房屋库存去化周期为 3.72 个月

从商品房批准预售面积与销售面积比来看，05-08年分别为0.94，0.80，0.76和1.31，因此，08年广州房地产市场供过于求，而05-07年则供不应求。而08年广州商品房新增未售面积约218.01万平方米，按照08年月均销售面积58.66万平方米计算，去化周期为3.72个月，即09年4月份即可消化完。

图 16: 广州商品房累计批准预售与销售面积比



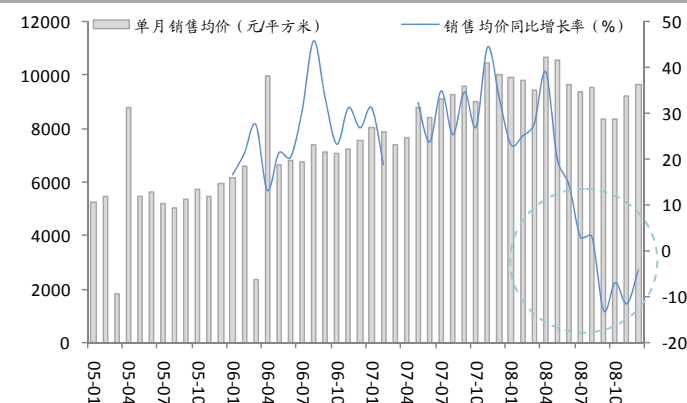
注：由于三月份批准预售面积缺失，我们假设三月份量为1、2月份的算术平均。

数据来源：渤海证券研究所

广州城镇居民购房能力相对改善

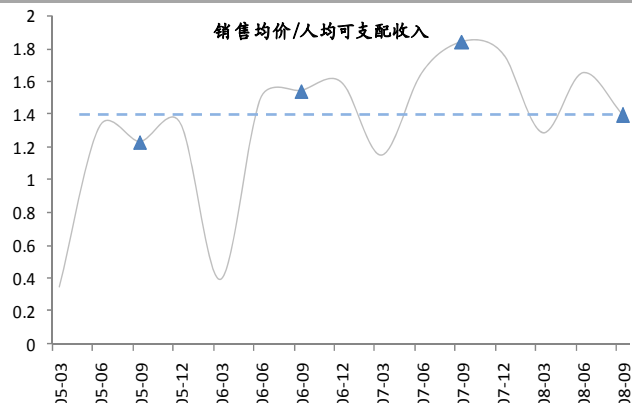
从购房能力来看，08 年房价增速大幅下滑，销售均价与人均可支配收入比，与 06、07 年相比，处于低位。不考虑利率下降，政策优惠的条件下，购房能力有所改善。

图 17： 05 年以来广州商品房销售均价及同比增长率



数据来源：渤海证券研究所

图 18： 广州单季度商品房售价与人均可支配收入比



数据来源：渤海证券研究所

广州商品住宅潜在需求旺盛

2007 年年末，广州常住人口为 1004.58 万人，比 06 年增加 29.12 万人，增长 3%。而 2007 年，广州城镇居民人均居住面积为 19.9 平方米，较全国城镇居民人均居住面积 28 平方米，低 8.1 平方米。考虑到南北方居住习惯以及城市土地的稀缺性，即使按照 07 年广州市人均居住面积提高 0.45 平方米计算，潜在新增住房面积为 452.06 万平方米，为 08 年商品住宅销售面积的 81.74%。因此，即使不考虑人口增量需求，广州市商品住宅潜在需求也非常旺盛。

总体来讲，08 年年末广州市场短期回暖，新增商品住宅库存去化周期仅 3.72 个月，购房能力的改善以及旺盛的潜在需求，09 年房地产行业回暖的判断下，广州房地产市场将领先于其他区域回暖。

3.2.1.4 保利地产 09 年房地产项目销售金额同比增长 20.65%

保利地产，现有土地储备中，35.53% 的项目位于广州市；若剔除 08 年新增土地，42.86% 位于广州，因此，保利地产将充分享受到广州房地产市场的率先回暖。从保利地产的产品结构来看，09 年仍将维持价格适中，套均面积在 100-110 平方米之间的产品，而且准备提高产品的附加值。而 09 年商品住宅市场仍将以普通住宅为主，在刚性需求的基础上，部分改善型需求和投资性需求将加入到购房行列中。保利地产在 08 年产品适销对路的基础上，09 年产品仍将适合市场主流。然而，经过 08 年市场的调整，09 年开发商将调整产品规划以适合市场主流，因此，09 年仍将是开发商间相互争夺市场份额的年份，而且更加激烈。保守估计，保利地产 09 年房地产项目销售金额将在 227.35-327.95 亿元之间，同比增长率为 10.84%-59.89%。假设 09 年保利地产销售金额同比增速基本与 08 年持平，市场份额提升 0.1 个百分点，按照我们的预测，公司 09 年结算金额为 230.25 亿元，考虑到 08 年 157.53 亿元的已售未结算金额，09 年的销售收入可为公司 10 年带来 72.72 亿元的未结算金额。

表 5: 09 年保利地产市场份额及销售金额预测

市场占有率提升幅度	0	0.46	0.23	0.1	0.5	0.3	0.4	0
市场占有率	1.13	1.59	1.36	1.23	1.63	1.43	1.53	1.13
销售金额	227.35	319.90	273.62	247.47	327.95	287.71	307.83	205.11
销售金额同比增长率	10.84	55.96	33.40	20.65	59.89	40.27	50.08	20.36

注：最后一列为 08 年市场占有率及销售数据。

数据来源：渤海证券研究所

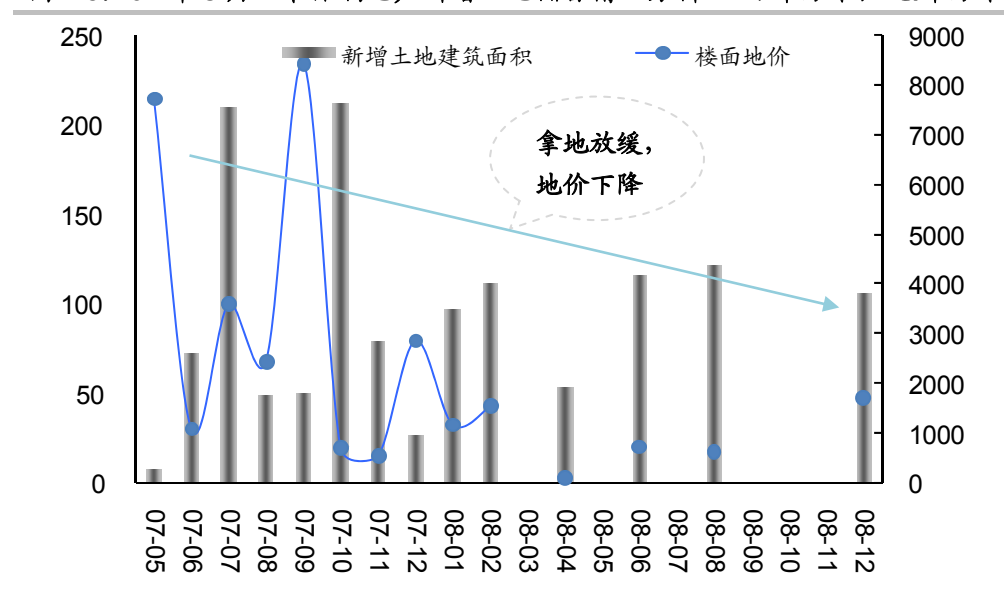
3.2.2 土地储备：物美价廉，升值空间大

3.2.2.1 土地储备结构及地价分析

08 年储备优质地，09 年待升值

2008 年，保利地产新增 601.2 万平方米土地，权益建筑面积 535.53 万平方米，分别较 07 年下降 20.32% 和 16.27%，项目平均规模 42.95 万平方米，较 07 年进一步提高 19.52%，平均楼面地价为 1036.42 元/平方米，较 07 年下降 61.04%。08 年保利地产拿地放缓，但储备了优质土地。而 09 年房地产市场的回暖以及流动性反弹，必将带来资产价值的重估，因此保利地产优质土地储备将提升公司价值。然而，08 年市场的调整和 09 年房地产开发贷款松动不明显，10 年如果宏观经济恢复，无论是公开获得土地，还是资源整合，09 都将是较好时机。存在资源整合机会的同时，土地市场政府议价能力相对减弱，而对于保利地产来讲，一方面，增强公司以公开出让方式获得土地的优势，另一方面，资源整合机会的增多，也帮助公司增加优质土地储备。09 年保利地产拿地优势进一步凸显，资产价值将提升。

图 19: 07 年 5 月以来保利地产新增土地储备情况分析 万平方米，元/平方米



数据来源：渤海证券研究所

保利地产最受益于广州市场率先回暖

从土地储备所在城市来看，保利地产在广州、上海和北京项目个数相对较多，合计约 55.26%，而从项目所在的区域结构来看，除三大经济圈之外的其他区域相对较多，一线城市按权益未结算面积计算合计约 42.04%，高于万科和金地集团，低于招商地产。而保利地产在广州土地储备占比为 21.7%，高于万科、金地集团和招商地产，因此，受广州市场率先回暖的影响最大。

表 6：各公司土地储备区域结构比较分析

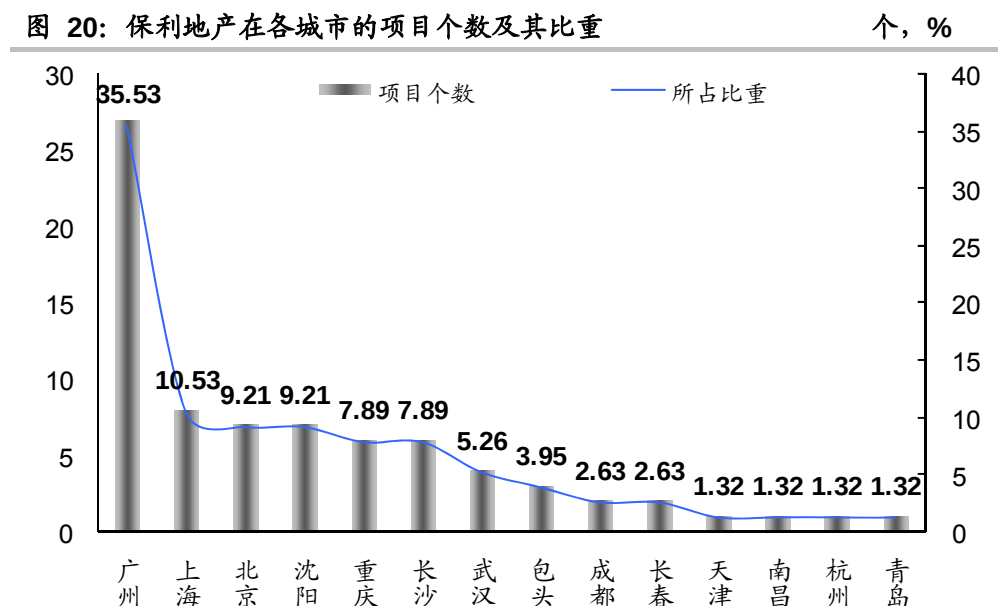
(%)	一线城市	深穗两市	环渤海	长三角	珠三角	其他
招商地产	54.25	37.53	13.99	24.35	48.68	12.98
金地集团	36.57	24.62	27.12	25.64	36.13	11.11
万科	26.20	11.99	23.79	31.86	28.62	15.74
保利地产	42.04	21.70	27.83	14.66	21.70	35.81

注：1. 土地储备为权益未结算面积。

2. 一线城市指北京、上海、深圳和广州。

数据来源：渤海证券研究所

图 20：保利地产在各城市的项目个数及其比重



数据来源：渤海证券研究所

42.43%土地储备为 06、07 年获得

从土地储备的时间结构来看，保利地产在 06、07 年购置土地相对较少，而 05 年以前已购置未结算的项目占比，高于万科，低于招商地产和金地集团，而且 06 年以来新增土地楼面地价为 2051 元/平方米，在四大龙头中，最低，因此，保利地产高价地相对较少，存货跌价风险相对较小。

表 7：各公司土地储备时间结构比较分析

(%)	招商地产		金地集团		万科		保利地产	
	项目 个数	权益未结算 面积	项目 个数	权益未结算 面积	项目 个数	权益未结算 面积	项目 个数	权益未结算 面积
2003 以前	39.47	40.59	11.76	6.45	8.43	6.23	---	---
2004	10.53	15.38	8.82	10.70	6.63	5.36	---	---
2005	5.26	2.34	17.65	25.54	13.25	16.78	---	---

2006	5.26	6.16	20.59	10.34	23.49	26.71	13.16	17.99
2007	21.05	26.51	41.18	46.97	30.72	27.92	23.68	24.44
2008	18.42	9.02	0.00	0.00	17.47	17.00	18.42	25.57
05 年以前合计	55.26	58.30	38.24	42.69	28.31	28.37	44.74	32.00
06、07 合计	26.32	32.68	61.76	57.31	54.22	54.63	36.84	42.43
06、07 和 08	44.74	41.70	61.76	57.31	71.69	71.63	55.26	68.00

数据来源：渤海证券研究所

表 8：06 年以来各公司土地储备比较分析

(%, 元/平方米)	06 年至今新增土地储备情况 占总储备比重	平均地价	06、07 年新增土地储备 占总储备比重
招商地产	41.70	3166.35	32.68
金地集团	57.31	3150.12	57.31
保利地产	68.00	2051.36	42.43
万科	71.63	2516.87	54.63

数据来源：渤海证券研究所

四大龙头中，保利地产土地成本最低

从地价来看，06 年以来，保利地产新增项目楼面地价，均低于招商地产、金地集团和万科，公司土地较为廉价。

表 9：06 年以来各公司土地储备楼面地价比较分析

(元/平方米)	招商地产	万科	金地集团	保利地产
2006	3408.99	1861.37	2937.08	2443.39
2007	2638.18	3581.44	3203.35	2660.04
2008	3035.96	1941.37	----	1036.42
06 年至今	3166.35	2516.87	3150.12	2051.36

数据来源：渤海证券研究所

3.2.2.2 08 年预计将计提 5.35 亿元的存货跌价准备

由于 20.55% 的项目土地成本没有具体数据，因此，我们仅对 79.45% 的项目进行了测算。在没有测算的项目中只有 2 个项目为 07 年获得，而且毛利率在 30% 以上，因此，没有计提存货跌价准备的风险。预计保利地产 08 年将计提存货跌价准备 5.35 亿元。另外，2007 年 9 月获得的广州金沙洲 A02 地块，由于政府没有按照合约条件交地，因此，公司正在与政府协商退地事宜，08 年暂不考虑计提存货跌价准备。若 09 年这些项目的售价或可比价格在 08 年基础上下跌 10%，万科将进一步计提存货跌价准备约 0.16 亿元（表 11）。

表 10：08 年保利地产可能进一步计提存货跌价准备的项目分析

(%, 万平米, 元/平米, 亿元)	权益	建筑面积	预计售价	楼面地价	楼面地价/销售均价	毛利率	获得时间	三费率	营业税率	每平方米税前利润	存货跌价准备	权益存货跌价准备
金沙洲 A04 地块	100	25.64	9500	8111.65	85.39	-8.54	2007-9-11	7.93	5.5	-2087.50	5.35	5.35

金沙洲 A02 地块	100	24.18	11300	8768.61	77.60	2.93	2007-9-11	7.93	5.50	-1186.20	2.87	2.87
合计	--	49.82	--	--	--	--	--	--	--	--	8.22	8.22

数据来源：渤海证券研究所

表 11: 09 年保利地产可能计提存货跌价准备的项目分析

(%, 万平米, 万元 /平米, 亿元)	权 益	建筑 面积	预计 售价	楼面地 价	楼面地价/ 销售均价	毛利 率	获得时间	三费 率	营业 税率	每平方米 税前利润	存货跌 价准备	权益存货 跌价准备
金沙洲 A07 地块	100	3.74	8550	5619.78	65.73	8.54	2007-12-11	7.93	5.5	-418.05	0.16	0.16
合计	--	3.74	--	--	--	--	--	--	--	--	0.16	0.16

数据来源：渤海证券研究所

3.2.3 优秀的成本费用控制能力

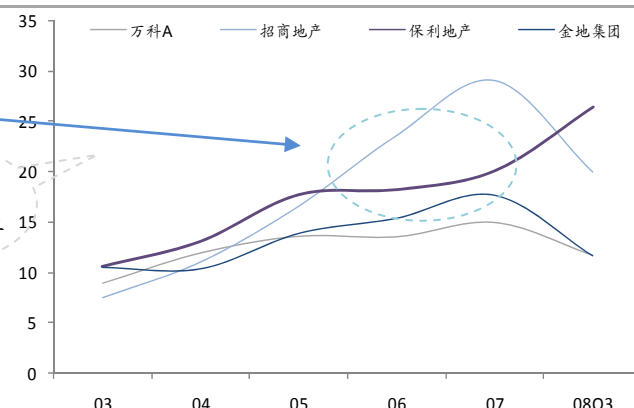
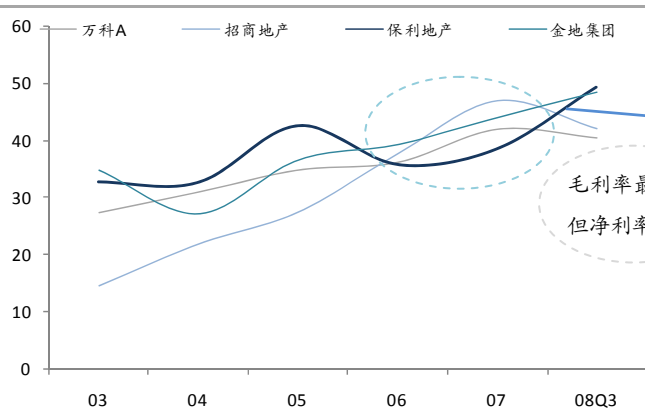
尽管保利地产的毛利率并不高，但净利率却相对较高，其中的主要原因在于公司良好的成本费用控制能力。如表 12，公司三费率持续低于万科、金地集团和招商地产。

图 21: 各公司销售毛利率比较

%

图 22: 各公司销售净利率比较

%



数据来源：渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

表 12: 各公司三费率比较

(%)	03	04	05	06	07	08Q3
金地集团	12.66	8.29	11.79	10.93	8.97	16.45
招商地产	2.88	3.7	3.29	7.41	6.02	14.85
万科 A	8.97	8.98	9.49	9.07	9.34	10.69
保利地产	10.98	7.7	8.34	6.59	5.32	7.93

数据来源：渤海证券研究所

3.2.4 资金充裕，迎接资产为王时代

资金实力仅次于万科

依据 08 年三季度数据，保利地产货币资金不如万科和金地集团，但剔除短期借款和一年内到期流动负债后的短期现金支付能力，保利地产仅次于万科。而从财务杠杆来看，保利地产资产负债率最高，但扣除预收帐款后的资产负债率为 47.87%，略高于万科，因此，保利地产未来财务杠杆空间

也仅次于万科。

09 年将有 110 亿元资金进行资源整合

截至 2008 年三季度，保利地产在建面积为 976.22 万平方米，09 年新开工面积较 08 年将有所下降，预计 09 年在建面积约为 1000 万平方米。考虑到公司项目储备的区域结构、建安成本的下降以及工程款支付年度间的分配，假设需在 09 年支付的工程款平均到每平方米约为 1000 元，预计 09 年公司需支付工程款约 100 亿元。另外，目前已购置土地的地价款，需在 09 年支付约 37 亿元。按照上文预测，09 年公司项目销售额为 247.47 亿元，在不考虑 09 年新增土地及税费支付的情况下，公司 09 年将有 110.47 亿元的资金盈余。而公司前三季度支付各项税费 21.93 亿元，因此，若新增贷款仅用来支付各项税费的情况下，09 年保利地产将至少有 110 亿元资金用于资源整合，为 08 年新增土地权益价款的 1.86 倍。09 年房地产市场的回暖，流动性的反弹以及 10 年宏观经济的恢复，必将带来 09 年整合资源的巨大升值，为 11 年盈利能力提高埋下伏笔。而保利地产现有土地储备成本较为低廉，09 年有充裕的资金进行资源整合，因此，保利地产将是资产为王时代的受益者。

表 13: 各公司资金状况分析

(亿元, %)	货币资金	短期现金支付能力	资产负债率	扣除预收帐款后资产负债率
万科 A	199.42	28.73	69.66	44.07
招商地产	33.45	1.83	67.34	59.47
保利地产	48.31	18.86	73.34	47.87
金地集团	80.21	17.67	73.30	53.79

数据来源：渤海证券研究所

4. 盈利预测

4.1 项目结算预测

依据公司项目的销售情况和建筑进度以及对项目的跟踪，预计公司 08、09 年将分别结算 214.65 万平方米和 313.24 万平方米，结算收入分别为 163.92 和 230.25 亿元。

表 14: 保利地产项目结算进度预测

项目名称	权益	权益未结 算面积	2008E		2009E		毛利率
			结算面积	结算收入	结算面积	结算收入	
广州保利中心	100	19.30	3.86	5.50	5.79	8.17	64.86
广州保利林海山庄	100	18.91	7.21	5.91	5.70	4.62	39.58
广州百合花园二期	100	0.81	0.81	0.44	0.00	0.00	44.44
广州保利麓苑	100	2.12	2.12	1.81	0.00	0.00	36.14
广州保利国际广场	100	13.90	8.59	15.47	5.31	9.03	58.31
广州保利心语花园	51	12.55	7.38	5.96	11.67	9.46	42.76
广州紫薇花园	50	6.74	2.71	1.90	4.61	3.32	41.19
珠江新城 F2-2	51	7.23	0.00	0.00	2.83	4.34	50.65
广州林语山庄	60	10.61	5.02	4.23	12.66	9.93	46.49

保利南海水城	100	54.80	8.22	7.17	10.96	9.54	44.95
广州天利广场	51	4.40	0.00	0.00	2.59	2.95	43.19
南海保利花园	100	59.13	11.83	12.88	14.78	10.53	56.21
广州 A4-5	51	3.69	0.00	0.00	1.45	2.48	36.98
科学城 P2、P3	100	31.24	4.10	4.43	7.92	8.55	32.60
广州西子湾	100	20.00	13.15	8.55	6.85	4.46	31.18
广州番禺石楼镇	100	12.78	0.00	0.00	2.56	1.96	26.94
南海顺德容桂项目	100	31.11	0.00	0.00	6.22	3.84	36.00
南海夏西项目*	100	11.21	0.00	0.00	3.36	2.52	32.19
广州金沙洲 3708	100	3.74	0.00	0.00	0.37	0.35	35.44
广州增城项目	51	5.78	0.00	0.00	1.70	0.86	27.54
北京保利垄上别墅	80	11.55	5.70	5.64	8.75	8.57	42.82
北京西局项目*	100	17.90	0.00	0.00	2.68	3.92	29.85
北京冷泉项目	100	88.84	9.34	11.30	15.09	21.81	43.00
北京保利蔷薇苑	100	1.92	1.92	1.90	0.00	0.00	41.97
北京香槟花园	100	5.11	3.57	4.83	1.53	2.05	39.44
北京常营项目	100	40.63	8.13	5.04	10.16	6.23	27.16
上海十二橡树庄园	90	5.58	3.07	3.84	3.13	3.86	57.68
上海香槟苑	76.6	8.56	2.74	4.27	3.00	4.46	40.21
上海海上五月花	100	34.19	5.13	5.54	6.84	6.50	51.97
上海宝山区顾村	100	68.45	0.00	0.00	3.42	3.67	23.72
上海松江项目	85	31.66	6.53	4.70	7.45	5.36	21.36
武汉保利花园	100	3.70	3.70	1.66	0.00	0.00	31.83
武汉十二橡树庄园	100	33.27	6.66	4.43	9.25	5.83	52.28
武汉心语花园	100	73.83	7.38	3.51	8.86	3.99	23.43
武汉阳逻开发区	70	119.48	0.00	0.00	8.53	2.45	28.57
重庆高尔夫花园	100	56.03	7.07	6.04	9.81	8.26	47.61
重庆香槟苑	100	40.86	15.32	6.13	16.91	6.70	39.80
重庆国宾上院	99	6.90	2.09	1.39	4.88	3.22	43.62
重庆金岛花园*	100	7.73	0.00	0.00	1.55	0.80	36.80
沈阳百合花园	50	12.18	10.89	4.35	13.47	5.33	28.60
沈阳保利花园	60	41.03	9.02	3.34	10.00	3.60	33.79
沈阳上林湾	92	38.64	4.41	1.32	7.10	2.13	23.39
沈阳棋盘山项目	100	11.83	0.00	0.00	1.18	0.83	33.33
沈阳水泵厂	100	58.56	0.00	0.00	2.93	1.32	28.68
湖南文化信息广场	80	0.84	1.05	0.61	0.00	0.00	44.95
湖南岳阳文庙	80	8.91	3.47	1.01	4.45	1.32	19.03
湖南文化厅项目	80	6.92	4.29	1.63	4.37	1.64	39.11
湖南阁峰云墅	100	12.55	4.31	3.48	8.24	6.59	46.30
包头百合花园	55	12.10	8.73	2.04	8.80	2.02	29.82
包头保利花园	55	50.29	5.15	1.71	8.23	2.72	31.64
包头昆区项目	55	27.37	0.00	0.00	4.98	2.22	31.03
长春高新区项目	60	36.72	0.00	0.00	3.06	1.53	30.71
杭州经开区项目	100	84.55	0.00	0.00	4.23	3.37	33.33
长沙保利花园二期	56	14.55	0.00	0.00	3.00	1.05	28.57
合计	---	1434.34	214.65	163.92	313.24	230.25	43.27

数据来源：渤海证券研究所

4.2 未来业绩预测

假设前提

1. 预计 09 年商品住宅销售金额同比增长 16%;
2. 08 年以后所得税率为 25%。
3. 目标债务比率为 65%;
4. 08、09、10 年均未计提存货跌价准备。若 08 年计提 5.35 亿元存货跌价准备，08 年净利润将为 18.82 亿元，每股收益为 0.77 元/股。

表 15: 保利地产主营业务业绩增长预测

(百万元,元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	4,031	8,115	17,242	24,046	35,765
(+/-)%	71%	101%	112%	39%	49%
经营利润	856	1821	4331	5598	7988
(+/-)%	31%	113%	138%	29%	43%
净利润	671	1489	2153	2469	3619
(+/-)%	65%	122%	45%	15%	47%
每股收益	1.22	1.21	0.88	1.01	1.48

数据来源：渤海证券研究所

5. 估值分析

5.1 重估净资产

假设前提:

1. 仅考虑现有房地产开发项目资产增值，假设其他业务资产增值率为零;
2. 未考虑未来新增项目的情况。
3. 在售项目结算价格按照 08 年结算价格计算，未售项目参考周边项目目前销售均价。
4. 08 年下半年新增土地以楼面地价计算，未考虑其增值和未来收益。

表 16: 保利地产净资产重估参数

名称	数值	备注
----	----	----

无风险利率	2.25%	一年定存利率
市场收益率	22.14%	----
β	1.24	----
债务成本 Kd	5.06%	----
目标资产负债率	65%	----
有效所得税率	25%	----
WACC	17.91%	----

数据来源：渤海证券研究所

表 17: 保利地产净资产重估结果 亿元, 亿股, 元/股

物业收入现值	884.57	重估净资产	419.18
增值额	288.11	股本	24.52
帐面净资产	131.07	重估每股净资产	17.09

数据来源：渤海证券研究所

每股净资产 17.09 元

仅依据现有房地产开发项目进行估算, 公司重估每股净资产为 17.09 元 (WACC 为 17.91%), 按照 2009 年 1 月 19 日收盘价 17.05 元, 目前股价基本与重估每股净资产持平。若假设公司每个项目的销售均价都较目前的售价下降 10%, 也即不仅 08 年项目结算均价下降 10%, 09 年及以后年份均较当前下降 10%, 则公司重估每股净资产为 13.81 元, 相当于目前股价的 81%。随着流动性的反弹以及 09 年上半年房地产市场的回暖, 而且房地产行业长期趋势仍向好, 预计房价长期维持下跌 10% 的可能性较小。随着流动性的好转, 房地产市场的回暖, 资产为王的时代将来临, 09 年的资源整合, 公司优质资产存在升值空间, 再考虑到公司的成长性, 公司估值仍有上升空间。

5.2 相对估值 (P/E)

依据我们的预测, 保利地产 2008 和 2009 年归属于母公司所有者净利润分别为 21.53 和 24.67 亿元, 每股收益分别为 0.88 和 1.01 元。按照 2009 年 1 月 19 日收盘价, 公司 08、09 年 PE 分别为 19.42 和 16.94 倍。从 PE 来看, 保利地产相对于港股在大陆有房地产开发业务的房地产开发公司存在高估, 但从 EV/EBITDA 来看, 基本与其持平。考虑到 09 年行业的回暖、资产为王时代的来临以及公司业绩的保障性和成长性, 给予 09 年 20 倍市盈率, 公司合理估值为 20 元。

表 18: 保利地产与港股地产公司估值水平比较 元/股, 倍

股票名称	股票代码	1.19	PE			PB			EV/EBITDA		
		收盘价	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
首创置业	2868.HK	0.92	4.60	3.46	2.56	0.31	0.34	0.28	6.40	5.15	4.85
深圳控股	0604.HK	1.36	5.44	4.69	4.53	0.40	0.35	0.35	9.90	6.69	7.79
世茂房地产	0813.HK	4.98	6.07	5.30	4.05	0.72	0.66	0.60	6.89	6.09	4.73
上海复地	2337.HK	1.12	4.69	4.23	3.78	0.45	0.39	0.39	7.44	8.21	5.44
远洋地产	3377.HK	3.99	11.60	10.47	7.35	0.93	0.87	0.80	9.77	9.79	7.14
富力地产	2777.HK	7.20	5.79	5.80	5.35	1.33	1.11	0.97	7.24	7.54	6.21
恒基地产	0012.HK	29.50	9.76	13.80	12.93	0.59	0.52	0.51	14.89	20.55	20.72

绿城中国	3900.HK	3.00	3.96	2.93	2.27	0.45	0.40	0.36	6.61	4.79	3.91
长江实业	0001.HK	72.20	9.37	10.24	8.54	0.70	0.67	0.62	16.95	18.31	16.63
碧桂园	2007.HK	1.58	5.39	4.94	4.45	1.08	0.94	0.84	4.22	4.40	3.98
新鸿基地产	0016.HK	67.45	14.28	16.38	14.68	0.76	0.78	0.75	16.58	16.78	14.64
华润置地	1109.HK	9.56	24.58	15.80	11.06	1.39	1.26	1.18	20.63	11.95	8.54
平均	---	---	8.79	8.17	6.80	0.76	0.69	0.64	10.63	10.02	8.71
保利地产	600048	17.05	19.42	16.94	11.56	2.62	2.13	1.68	12.39	11.34	7.96

数据来源: BLOOMBERG, 渤海证券研究所

6. 风险提示

1. 营运能力待改善

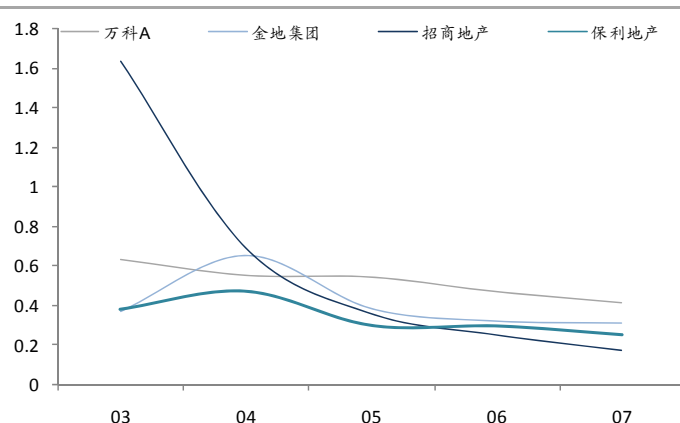
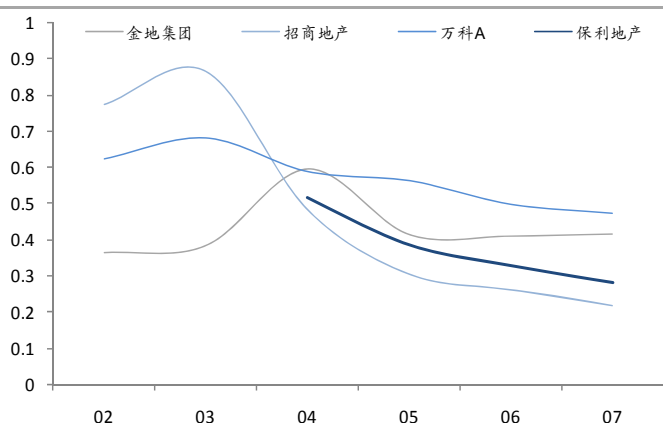
无论从总资产周转率, 还是从存货周转率来看, 保利地产都比较低。再从目前土地储备去化能力来看(表 19), 尽管项目开发速度相对较快, 但保利地产需要加快项目的销售速度或者降低新增土地速度, 否则营运能力将进一步下降。保利地产营运能力相对较低的原因, 主要在于公司新增土地速度相对较快。(表 20)

图 23: 各公司总资产周转率比较

次

图 24: 各公司存货周转率比较

次



数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

表 19: 保利地产与其它公司库存情况比较

(年)	库存去化周期	土地储备/08年 计划新开工面积	土地储备/07年 新开工面积
金地集团	9.88	4.16	4.47
万科A	4.66	4.55	3.34
保利地产	7.86	3.22	4.94

注: 1.土地储备为 07 年末结算建筑面积+08 年新增土地储备-07 年已售未结算建筑面积。

2.库存去化周期为土地储备与 08 年销售面积的比。

数据来源: 渤海证券研究所

表 20: 保利地产与其它公司营运能力比较

(%)	新增土地面积增长率	销售面积增长率	新开面积增长率
-----	-----------	---------	---------

	07	08	07	08	07	08
金地集团	300.20	-100.00	47.68	1.65	240.84	7.41
万科 A	-6.55	-36.88	90.12	-9.24	55.15	-26.61
保利地产	95.97	-22.52	62.28	29.50	72.85	53.40

数据来源：渤海证券研究所

2. 宏观经济走势的不确定性

外需放缓，国内消费倾向下降，私人投资预期悲观，09 年宏观经济走势不明朗。而房地产与宏观经济相关性较强，宏观经济的长期放缓，必然带来行业景气度的下降。另外，流动性的反转，信贷的松动等都隐藏着通货膨胀的风险，未来货币政策的方向也存在不确定性。尽管流动性的增多，能够缓解房地产企业的资金压力和促进房地产资产重新估值，但若引起通货膨胀，进而实行紧缩的货币政策，将加大房地产开发企业的资金压力和缩减购房者的购房能力。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和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证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn