

增持 首次

中天城投 (000540)

2009 年 3 月 10 日

贵州潜力行业发现者

2009 年 3 月 9 日收盘价 10.25 元, 6 个月内目标价 13.50 元

房地产行业分析师: 帅虎

shuaih@htsec.com

021-23219401

投资建议: 房地产二级开发业务, 仍是公司现在营业收入的主要来源。公司 571 万平方米的项目储备, 主要分布在贵阳市, 并足以支撑其未来至少 6 年的发展。作为贵州最大的房地产开发商, 其品牌早已深入人心。贵阳四面环山, 老城区人口密度甚至高于沿海一线城市, 建设用地稀缺。未来城市发展方向, 以及房地产开发热点, 为金阳新区和渔安安井片区。公司现有储备的 64.2% 位于金阳新区, 而公司参与的渔安安井片区土地一级开发项目, 总面积为 9.53 平方公里、可出让面积达 6129 亩。公司既可直接分享土地出让收益, 又可借此较为便利的获得相关土地储备, 并为其未来业绩, 提供极大的弹性空间。公司低价获得贵州两个合计 2.043 亿吨探明储量的煤矿、一个 0.2 亿吨远景储量的锰矿的探矿权, 正式涉足矿产开采业; 其中, 威宁疙瘩营煤矿的特低硫、高发热量瘦煤市场前景极好。而贵阳金阳新区国际会展中心项目的获得, 不仅让公司的土地储备大幅增加, 更是成为公司进军旅游业的标志性一步。我们不排除公司未来全面进军贵州旅游行业的可能。公司房地产二级开发业务的每股净现值为 13.22 元, 而考虑土地一级开发、煤矿收益在内的每股净现值为 18.23 元。在此, 并未考虑锰矿及旅游业务。预测公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.75 元、1.16 元; 其中, 一级开发业务自 2010 年开始贡献收入。公司成长速度惊人, PEG 仅为 0.2, 高成长享受高溢价。因此, 我们首次给予公司“增持”的投资评级, 按 09 年 EPS 计算的 18 倍 PE, 给予其 6 个月目标价 13.5 元, 相当于其每股净现值的 74%。

对于中天城投而言, 成为贵州潜力行业的价值发现者, 是他们正为之努力的目标。公司起步于贵阳的房地产二级开发, 通过参与贵阳的经济适用房建设, 不断巩固当地政府和社会对其的认同度。在成为贵州房地产开发行业的领跑者之后, 公司开始进入贵阳的土地一级开发业务; 总面积 9.53 平方公里、可出让面积 6129 亩的贵阳渔安安井片区土地一级开发的进行, 不仅是其产业链的成功延伸, 也足以使其实现贵州城市运营商的抱负。

2008 年, 公司低价获得贵州两个合计 2.043 亿吨可采储量的煤矿、一个 0.2 亿吨远景储量的锰矿的探矿权, 正式涉足矿产开采业。而地上建筑面积达 267 万平方米的贵阳金阳新区国际会展中心项目的获得, 不仅让公司的土地储备大幅增加, 更是成为公司进军旅游业的标志性一步。

贵州地处云贵高原, “七山二水一分田”, 贵阳人口密度甚至高于沿海一线城市, 建设用地稀缺, 但矿产资源丰富, 自然景观秀美。因此, 长期看来, 土地开发、矿产、旅游等是贵州最具增长潜力的行业。2008 年, 正是宏观经济低迷之际, 公司逢低吸纳, 择机进入贵州最富增长潜力的相关行业, 意在长远。

1. 房地产二级开发业务, 仍是公司现在营业收入的主要来源。公司 571 万平方米的项目储备, 主要分布在贵阳市, 并足以支撑其未来至少 6 年的发展。公司作为贵州最大的房地产开发商, 其品牌在贵阳早已深入人心, 如其中天花园项目, 十年磨一剑, 为贵阳最早和最成功的大盘项目。另外, 公司通过适度参与贵阳的经济适用房建设, 不断巩固当地政府和社会对其品牌的认同度, 也为其土地一级开发项目的获取, 奠定了社会基础。

中天城投集团前身为中天集团, 后者根植贵州二十余年。作为贵州省首批上市公司和唯一的房地产上市公司, 中天城投集团是贵州省两个具有一级开发资质的企业之一, 始终保持着贵州省内房地产行业龙头企业的地位, 并是“中城联盟”首批成员企业。二十余年来, 中天城投集团在贵阳开发项目近 40 个, 不仅使其品牌深入人心, 也浓缩了贵州房地产业发展的历史。

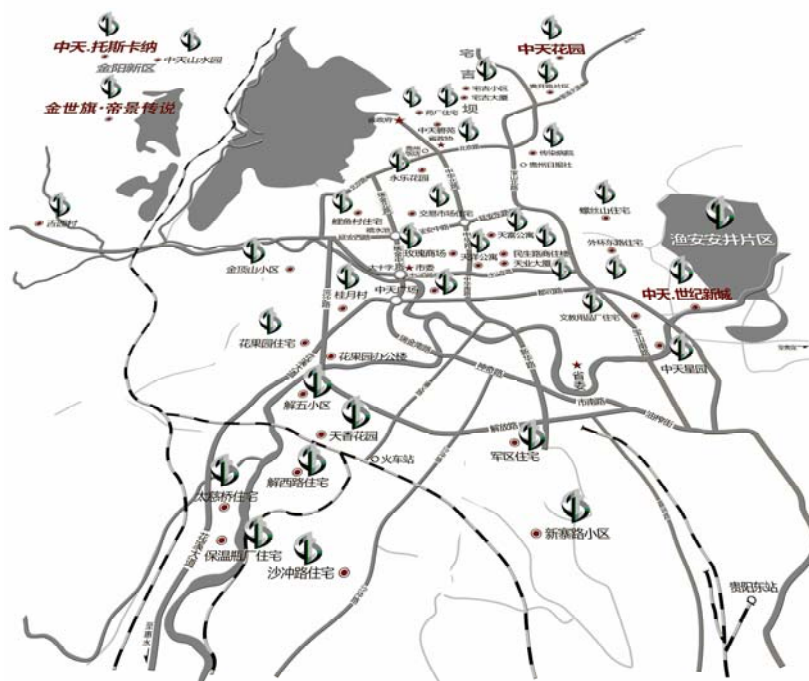
如下表所示, 公司项目仍集中于贵阳, 产品涉及中高低档几乎所有类型住宅, 并有部分酒店、商业、办公及经济适用房项目。其中, 中天花园三期、世纪新城三号地、南湖托斯卡纳、帝景传说山邸等四个项目, 为其未来两年营业收入的最主要来源。

表 1 公司现有项目储备情况

项目名称	物业类型	总建筑面积（平方米）	地上建筑面积（平方米）	权益比例
中天花园三期	住宅、别墅、商业	562,300	486,900	100%
世纪新城三号地	住宅、别墅、商业	800,000	680,000	100%
南湖托斯卡纳	别墅	198,300	168,555	100%
帝景传说山邸	住宅	131,989	107,447	100%
帝景传说后续项目	经济适用房	210,000	178,500	100%
金阳国际会展中心项目	住宅、酒店、办公、商业、会展	3,136,262	2,665,822	100%
遵义万里路项目	高档住宅、商业	576,700	490,195	61%
宅东二号地	高档住宅	37,700	32,045	100%
花溪项目	经济适用房	53,451	45,434	100%
广西北海项目	待定	7,000	5,950	100%
合计		5,713,702	4,860,848	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

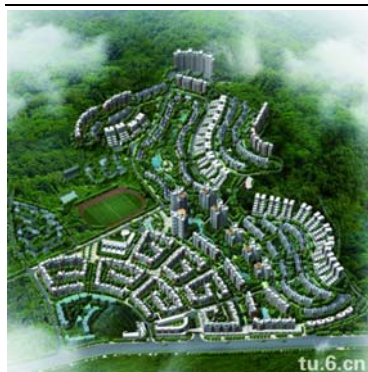
图 1 贵阳房地产行业领跑者：公司历史及现有开发项目示意图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

中天花园：十年磨一剑。项目总体规划建筑面积达 110 万平方米，为涉及住宅、别墅、商业等产品类型的大盘项目。项目开发已近 10 年，社区配套极为成熟。现正进行第 3 期的开发，地上建筑面积 48.69 万平方米，其可分为 A1 和 A2 区。其中，A1 区基本竣工并有小部分已交付，剩余约 8 万余平方米住宅将在 2009 年结算，并成为今年重要的业绩来源。A2 区正进行开发，尚余及少部分拆迁尚未完成，预期将在今年完成，并在 2010 年开始结算收入。考虑到其社区极为成熟，品牌效应明显，项目销售应较为顺利。项目目前销售均价为 4500 元/平方米左右，基于审慎原则，假设其未来销售均价为 4000 元/平方米。

图 2 中天花园项目鸟瞰图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 3 中天花园项目效果图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

世纪新城：贵阳新地标。项目位于老城区与渔安安井片区、机场之间，山水相望，物业类型为别墅、住宅及配套商业。目前，该项目正开发三至七组团，总建筑面积近 80 万平方米。其中，三组团已经开始销售，叠拼别墅销售均价在 6000 元/平方米以上，而住宅则在 5300 元/平方米左右。在我们的测算中，销售均价假设为 5000 元/平方米，以保证项目在 2009 年结算 13.32 万平方米的面积，其收入占全年结算收入的 38%。

图 4 欣盛楠苑项目鸟瞰图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 5 遵义万里路项目效果图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

南湖托斯卡纳：城郊类别墅。项目位于金阳新区，以叠拼别墅为主，一期已经竣工预售并结算部分收入。其销售均价在 5000 元/平方米左右，预计 2009 年其结算面积为 5.5 万平方米。

帝景传说山邸。项目位于金阳新区，位于帝景传说经济适用房中，为商品房，目前均价为 2900 元/平方米，该项目将在 2009 年全部结算收入。

表 2 2009-2010 年公司结算面积与结算收入

	结算面积(平方米)		结算收入(百万元)	
	2009E	2010E	2009E	2010E
中天花园三期	84,104	131,413	319	498
中天世纪新城	133,200	148,000	628	698
南湖托斯卡纳	55,028	73,371	260	346
帝景传说山邸	119,718	-	324	-
帝景传说后续经济适用房	58,275	77,700	117	156
金阳国际会展中心项目	-	-	-	-
遵义万里路项目	-	106,690	-	283
宅东二号地	-	-	-	-
花溪经济适用房	-	49,443	-	99
北海项目	-	-	-	-
合计	450,325	586,616	1,648	2,081

资料来源：公司公告，海通证券研究所

至于遵义万里路项目，位于遵义市核心地带，现已开工，将于 2010 年开始结算收入，销售均价 2800 元/平方米左右。花溪经济适用房项目，现已开工，将于 2010 年结算收入，销售均价 2100 元/平方米，按 8% 的净利润率确认定价。至于宅东二号地及北海项目，我们并未考虑其对公司短期业绩的影响。

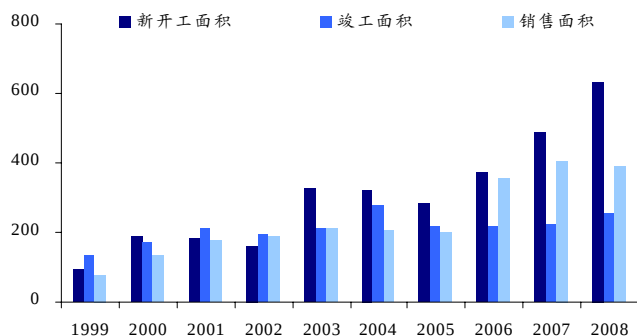
金阳国际会展中心项目，位于金阳新区核心地带，为国际环境峰会而建设。地上建筑面积 266.58 万平方米；其中，按规划要求，将建设 10 万平方米的会展中心，以及 5 万平方米的五星级酒店，该部分将于 2010 年底之前竣工并投入使用；至于剩余部分，公司可根据市场情况，建设住宅及商业地产等，预计该部分将于 2011 年开始结算收入。

金阳国际会展中心项目占公司储备的 54.8%，为影响其二级开发业务未来发展最为关键的项目。该项目楼面地价仅 298 元/平方米，也充分体现了公司的发展策略，社会责任与经济效益并重，通过承担经济适用房、市政建设等，获得廉价土地储备。我们认为，会展中心和五星级酒店的建设，无疑将提升其地段品质；但是，该项目的先期建设，对于公司中短期的现金流，将造成一定压力。

另外，公司通过适度参与贵阳的经济适用房建设，不断巩固当地政府和社会对其品牌的认同度，也为其土地一级开发项目的获取，奠定了社会基础。

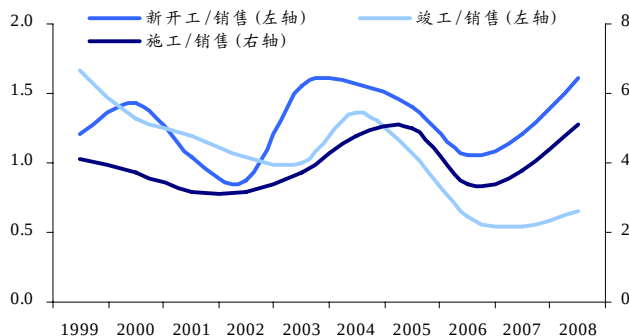
2. 公司项目受益城市变迁。贵阳四面环山，老城区人口密度甚至高于沿海一线城市，建设用地稀缺。未来城市发展方向，以及房地产开发热点，为金阳新区和渔安安井片区。公司现有储备的 64.2% 位于金阳新区，而公司参与的渔安安井片区土地一级开发项目，总面积为 9.53 平方公里、可出让面积达 6129 亩。公司既可直接分享土地出让收益，又可借此较为便利的获得相关土地储备，并为其未来业绩，提供了极大的弹性空间。

图 6 1999-2008 年贵阳市商品住宅市场情况（万平方米）



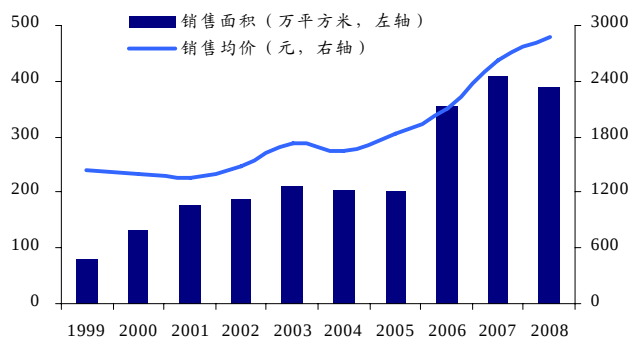
资料来源：搜房网，海通证券研究所

图 7 1999-2008 年贵阳市商品住宅市场供求关系



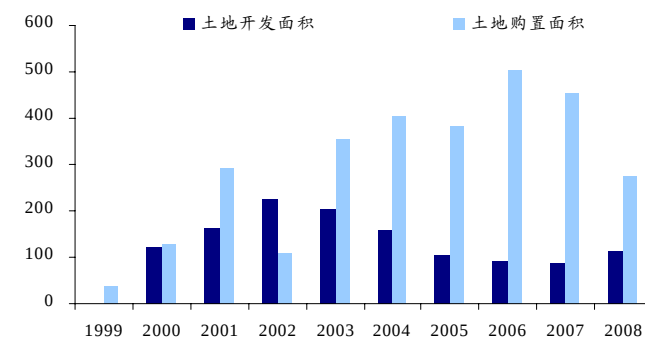
资料来源：搜房网，海通证券研究所

图 8 1999-2008 年贵阳市商品住宅销售面积与均价



资料来源：搜房网，海通证券研究所

图 9 1999-2008 年贵阳市土地开发与购置情况（万平方米）



资料来源：搜房网，海通证券研究所

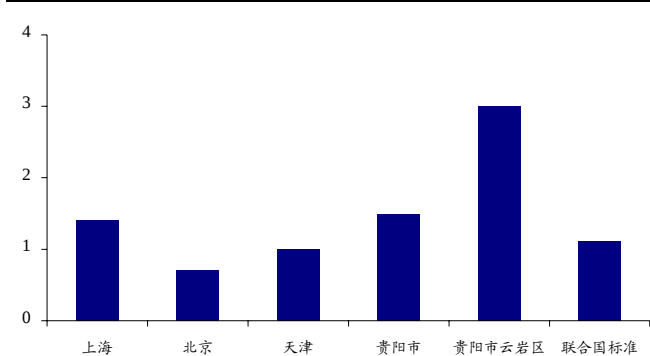
与全国同步，自 2006 年开始，贵阳房地产市场加速发展。从销售价格看，贵阳 2008 年的销售均价为 2866 元/平方米，1999-2006 年间的复合增长率仅为 8.04%，但 2005-2008 年间的复合增长率达到了 15.95%，近年涨幅不小。

2006 年以来，贵阳市商品住宅的竣工面积与销售面积一直小于 1，特别是行业普遍萎靡的 2008 年，该值仍仅为 0.65，殊为难得。但从施工面积、新开工面积两者与销售面积的比例看，贵阳未来市场仍有压力。至于土地开发方面，开发面积呈逐年下降趋势，但购置面积却一直维持较高水平，近年数值远高于开发面积。

贵州地处云贵高原，城市多位于所谓的“坝子”之中，一般面积不大；当城市扩大之际，其发展往往呈现“串珠”式发展，即从此“坝子”发展至彼“坝子”，并以公路串联。因为四面环山，贵阳老城区的人口密度甚至高于沿海一线城市，且现有建筑较为陈旧。从城市发展趋势看，发展中的金阳新区和渔安安井片区，将成为吸纳老城区现有人口和新增人口的最主要区域。

贵阳现有建成区总面积 129 平方公里，全市建成区人口密度高达 1.48 万人/平方公里，中心区的云岩区甚至大于 3 万人/平方公里，远高于联合国建议的低于 1.1 万人/平方公里的居住标准。在国内城市横向比较中，也高于上海的 1.4 万人/平方公里、北京的 0.7 万人/平方公里、天津的 1.0 万人/平方公里。人口密度的高度集中，使贵阳中心城区不断向周边扩张。

图 10 各城市人口密度比较



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 渔安安井片区卫星图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

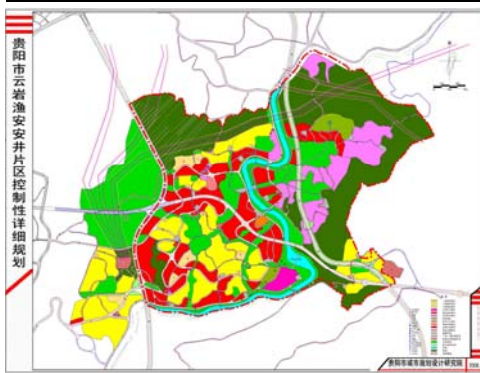
公司现有储备的 64.2% 位于金阳新区，而公司参与的渔安安井片区土地一级开发项目，总面积为 9.53 平方公里、可出让面积达 6129 亩。公司既可直接分享土地出让收益，又可借此较为便利的获得相关土地储备，并为其未来业绩，提供了极大的弹性空间。

图 12 渔安片区项目位置图



资料来源：政府网站，海通证券研究所

图 13 片区控制性详细规划



资料来源：政府网站，海通证券研究所

与金阳新区相比，渔安安井片区距离老城区距离更近，交通更为便捷。渔安片区位于贵阳主城区内南明河下游，距中心城区直线距离 3 公里。片区由东部绕城高速公路与龙洞堡片区、新天片区相接，距龙洞堡机场 5 公里，车程仅 5-8 分钟，且经快速路与贵遵、贵新高速公路相连。规划修建的北京东路、环城高速公路东段和水东路延伸段通车后，片区距中心繁华地段仅 2 分钟车程。据了解，北京东路为城市一级主干道，2009 年内将动工修建，对片区发展将有极大推动作用。

本片区总占地 9.53 平方公里，其中整理后可建设用的共计 421.15 公顷。片区位于贵阳环城绿化带内，区域内大面积存在的自然山体、河流和绿地为整体的规划开发营造出优良的环境要素。片区规划布局包括以下区域：高密度住宅区，中低密度住宅区，旅游设施区，商务地产区，服务设施区。

该项目目前由华润贵阳城市建设有限公司负责开发，前期公司已公告拟用自有资金 18,500 万元人民币认缴增资扩股该公司的股份，增资完成后，公司将成为其第二大股东，持股比例达到 38.14%。未来，我们不排除公司进一步增持该项目公司股权的可能。从现有开发进度看，2010 年该片区开始进行土地出让的可能性很大。我们就该项目对公司的影响进行了模拟测算，过程如下：

表 3 渔安安井片区土地价格模拟表

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
房价假设（元/平方米）	3,000	3,000	3,000	3,150	3,308	3,473	3,647	3,829
土地成本占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
楼面土地价格（元/平方米）								
住宅（元/平方米）	750	750	750	788	827	868	912	957
商业（元/平方米）	1,125	1,125	1,125	1,181	1,240	1,302	1,367	1,436
旅游办公（元/平方米）	1,688	1,688	1,688	1,772	1,860	1,953	2,051	2,154

资料来源：海通证券研究所

表 4 渔安安井片区土地供应模拟表

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
年度供应比例（%）	0.0%	14.2%	14.2%	16.6%	14.2%	14.2%	14.2%	12.1%
年度供应土地面积（亩）	0	900	900	1,050	900	900	900	767
年度供应土地面积（平方米）	0	600,000	600,000	700,000	600,000	600,000	600,000	511,500
住宅（平方米）	0	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	411,500
商业（平方米）	0	100,000	100,000	100,000	0	0	0	0
旅游办公（平方米）	0	0	0	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
年度供应建筑面积（平方米）	0	1,150,000	1,150,000	1,300,000	1,150,000	1,150,000	1,150,000	973,000

资料来源：海通证券研究所

如上表所示，我们对于土地价格的判断，采用房价倒推法：在确定当地房价及其未来变化之后，假设土地成本占房价的比例为 25%，从而获得土地价格。至于土地供应量方面，我们以该片区规划为基准，并参考了南昌、昆明、重庆、郑州等地在新区开发建设中，土地供应的大概节奏，从而给出的模拟数量。

表 5 渔安安井片区收入测算表（百万元）

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	0	919	919	1,230	1,106	1,161	1,219	1,111
营业成本	0	358	358	417	358	358	358	305
营业利润	0	543	543	792	730	785	843	790
华润贵阳公司分成比例	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%
华润贵阳公司分成收入	0	342	342	499	460	495	531	498
所得税	0	85	85	125	115	124	133	124
净利润	0	256	256	374	345	371	398	373
中天城投投资收益比例	38.14%	38.14%	38.14%	38.14%	38.14%	38.14%	38.14%	38.14%
中天城投投资收益	0	98	98	143	132	142	152	142
对 EPS 的影响	0.00	0.27	0.27	0.40	0.37	0.40	0.43	0.40

资料来源：海通证券研究所

由上表可以看出，在假设公司未来维持对该项目公司 38.14%持股比例的情况下，该项目对于公司 2010-2016 年 EPS 的影响，大概在 0.27-0.40 元之间。如果公司未来进一步增持该项目公司股权，该项目对未来业绩的影响将随之同比放大。

3. 涉足矿产、旅游行业，拓展公司发展空间。公司低价获得贵州两个合计 2.043 亿吨可采储量的煤矿、一个 0.2 亿吨远景储量的锰矿的探矿权，正式涉足矿产开采业，威宁疙瘩营煤矿的特低硫、高发热量瘦煤市场前景极好。其中，单两个煤矿的净现值就达 11.76 亿元。而贵阳金阳新区国际会展中心项目的获得，不仅让公司的土地储备大幅增加，更是成为公司进军旅游业的标志性一步。我们不排除公司未来全面进军贵州旅游行业的可能。

2008 年，在宏观经济低迷之际，公司逢低吸纳，低价获得贵州两个合计 2.043 亿吨可采储量的煤矿、一个 0.2 亿吨远景储量的锰矿的探矿权，正式涉足矿产开采业。对于相关矿山，公司未来将开展矿山建设，并将生产经营管理委托给专业机构负责，即委托给有相关行业资质的专业公司，公司作为矿权和矿山的拥有人，一般不直接涉足除销售之外的具体生产管理活动。

其中，两个煤矿的资源费标准不过 0.8 元/吨，而现在贵州的相关标准已经上调至 3-6 元/吨。按 3 元/吨的最低标准计算，单转让煤矿矿权的投资收益就能达到 2.6367 亿元。

表 6 公司矿产储备情况

	勘查面积（平方公里）	资源量（万吨）	332 级（万吨）	333 级（万吨）	经济可采储量（万吨）	权益比例
赫章野马川煤矿	84.46	18766	5573	13193	9383	80%
威宁疙瘩营煤矿	56	22094	5122	16972	11047	80%
合计	140.46	40860	10695	30165	20430	
	勘查面积（平方公里）	初探资源量（万吨）	含锰比例		远景资源量（万吨）	权益比例
小金沟锰矿	5.58	182.82	15.84%	20.33%	2000	85%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们假设两个煤矿的假设如下：设计产能都为 30 万吨/年；两个矿的后续投入都在 17 亿元左右（这一标准，足以建设 60 万吨/年的矿区），其中，巷道投入为 7 亿元，设备费用为 2 亿元，安装费用为 3 亿元，其它费用为 1 亿元；职员数量为 300 人左右；建设期为 2 年，2011 年开始假设，2013 年完全达产。假设产品价格（无烟煤和优质瘦煤）的价格为 700 元/吨。我们可以计算得到赫章野马川煤矿的净现值为 5.73 亿元，威宁疙瘩营煤矿的净现值为 6.03 亿元，合计 11.76 亿元。其中，因为矿权国家规定为 30 年期，相应的未来净利润的年限也为 30 年，我们甚至假设煤炭价格一直维持在 700 元/吨。因为小金沟锰矿的具体可采储量尚待确定，因此，我们暂时不考虑该矿对公司估值的影响。

4. 估值：高成长享受高溢价。公司房地产二级开发业务的每股净现值为 13.22 元，而考虑土地一级开发、煤矿收益在内的每股净现值为 18.23 元。在此，并未考虑锰矿及旅游业务。

考虑到公司业务涉及房地产二级开发、房地产一级开发、矿产、旅游等，因此，相应估值分开进行。我们取折现率为 8%，按其未来净利润进行计算。

表 7 公司房地产二级开发业务净现值

项目名称	净现值 (百万元)	单位面积每股净现值 (百万元)	权益比例	权益净现值 (百万元)	每股净现值 (元)	每股权益净现值 (元)
中天花园三期	170	350	100%	170	0.48	0.48
世纪新城三号地	583	857	100%	583	1.63	1.63
南湖托斯卡纳	115	684	100%	115	0.32	0.32
帝景传说山邸	43	403	100%	43	0.12	0.12
帝景传说后续经济适用房	29	160	100%	29	0.08	0.08
金阳国际会展中心	2,891	1,084	100%	2,891	8.10	8.10
遵义项目	46	94	61%	28	0.13	0.08
宅东二号地	29	908	100%	29	0.08	0.08
花溪经济适用房	7	154	100%	7	0.02	0.02
北海项目	3	465	100%	3	0.01	0.01
以上合计	3,916			3,898	10.98	10.93
净资产	802			764	2.25	2.14
以上合计	4,718			4,662	13.22	13.06

资料来源：公司公告，海通证券研究所

其中，金阳国际会展中心项目，因为地上建筑面积高达 267 万平方米，而楼面地价仅 298 元/平方米，因此，对净现值的贡献极大。其中，我们假设销售面积为 242 万平方米，持有经营面积为 25 万平方米。

表 8 公司全部业务净现值

项目名称	净现值(百万元)	权益比例	权益净现值(百万元)	每股净现值(元)	每股权益净现值(元)
净资产	802		764	2.25	2.14
房地产二级开发	3,916		3,898	10.98	10.93
渔安安井片区	611		611	1.71	1.71
赫章野马川煤矿	574	80%	459	1.61	1.29
威宁疙瘩营煤矿	603	80%	483	1.69	1.35
小金沟锰矿	0		0	0	0
旅游	0		0	0	0
合计	6,506		6,214	18.23	17.42

资料来源：公司公告，海通证券研究所

另外，因为小金沟锰矿的具体可采储量尚待确定，因此，我们暂时不考虑该矿对公司估值的影响。至于旅游资源，公司刚刚涉足，暂时不对其进行估值。

如上表可以看出，公司房地产二级开发业务的每股净现值为 13.22 元，而考虑其它土地一级开发、煤矿收益在内的每股净现值为 18.23 元。相对当下股价，价值严重低估。当然，金阳国际会展中心项目占比高达 44.4%，但其业绩自 2011 年才开始体现。

5. 盈利预测与投资建议。预测公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.75 元、1.16 元；其中，一级开发业务自 2010 年开始贡献收入。公司成长速度惊人，PEG 仅为 0.2，高成长享受高溢价。因此，我们首次给予公司“增持”的投资评级，按 09 年 EPS 计算的 18 倍 PE，给予其 6 个月目标价 13.5 元，相当于其每股净现值的 74%。

表 9 公司利润表预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	320	619	911	1,648	2,081
减：营业成本	174	363	536	973	1,264
营业税金及附加	21	41	59	132	175
销售费用	27	23	71	60	77
管理费用	22	26	39	73	94
财务费用	37	1	1	54	82
资产减值损失	17	1	14	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	0	0	98
二、营业利润	24	167	191	355	486
加：营业外收入	1	2	81	0	50
减：营业外支出	1	1	18	0	10
三、利润总额	24	167	254	355	526
减：所得税费用	15	65	64	89	107
四、净利润	10	102	190	267	419
归属于母公司所有者的净利润	10	102	191	267	414
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	0	5
五、每股收益	0.03	0.31	0.54	0.75	1.16

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 不确定性因素。

系统性风险；公司未来参与渔安片区土地一级开发的具体获益，仍有待检验；矿产资源开发时间的不确定性。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、滨江集团、华发股份、滨江集团、万通地产、中天城投、福星股份、丰华股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。