



2009年3月25日

房地产

业绩回顾

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

审慎推荐

浦东金桥(600639.CH)

房地产销售收入大幅增长，业绩略超预期

#### 主要财务信息

| (百万元)      | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入     | 992   | 802   | 1,127 | 1,459 | 1,643 |
| (+/-)      | 21%   | -19%  | 41%   | 30%   | 13%   |
| 营业利润       | 421   | 410   | 501   | 601   | 715   |
| (+/-)      | 14%   | -2%   | 22%   | 20%   | 19%   |
| 净利润        | 197   | 207   | 277   | 308   | 358   |
| (+/-)      | 4%    | 5%    | 34%   | 11%   | 16%   |
| 摊薄每股收益(元)  | 0.23  | 0.25  | 0.33  | 0.36  | 0.42  |
| 市盈率        | 49.8  | 47.4  | 35.4  | 31.9  | 27.4  |
| 市净率        | 3.7   | 3.3   | 3.2   | 2.9   | 2.6   |
| EV/EBITDA  | 32.9  | 32.2  | 25.5  | 23.9  | 20.8  |
| 净资产收益率(%)  | 7.4%  | 7.1%  | 9.0%  | 9.1%  | 9.6%  |
| 现金分红收益率(%) | 0.9%  | 0.9%  | 1.1%  | 1.2%  | 1.4%  |

#### 股票信息

|                      | B股          | A股            |
|----------------------|-------------|---------------|
| 当前股价                 | 美元0.67      | 人民币11.64      |
| 股票代码                 | 900911.CH   | 600533.CH     |
| 日成交量(百万股)            | 1.13        | 8.35          |
| 52周最高价/最低价           | 美元1.31/0.39 | 人民币18.98/5.71 |
| 发行股数(百万股)            | 247         | 597           |
| 总市值(百万元)             | 1138        | 6,949         |
| 流通股(百万股)             | 247         | 597           |
| 上海金桥(集团)有限公司(43.82%) |             |               |

最近股价走势

|                | Last week | 1m    | 3m     | YTD    |
|----------------|-----------|-------|--------|--------|
| [600639.CH]    | +4.49     | +7.18 | +45.14 | +51.76 |
| [market index] | +7.79     | n.a.  | +31.66 | +38.25 |
| [sector index] | +9.07     | n.a.  | +42.52 | +54.90 |

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

#### 08年业绩略超预期:

浦东金桥今天公布了08年业绩，报告期内公司主营业务收入同比增长了41%至11.24亿元；录得净利润2.77亿元，同比增长了34%，每股收益0.329元，高于我们的预期每股收益0.29元。公司董事会提出利润分配预案，拟每10股派发现金红利1.25元（含税）。

#### 亮点:

- 得益于期内确认“通用汽车项目”（T6和T8地块）的土地转让收入和碧云新天地二期C商品房项目结转收入，房地产销售收入同比大幅上升198%至3.61亿元；
- 租赁收入依然稳定：期内公司录得房地产租赁收入7.24亿元，同比上涨11.46%。
- 管理费用率同比减少4.7个百分点至5.5%。

#### 不足:

- 毛利率较去年收窄6.7个百分点。

#### 明显趋势

08年公司租赁业务出租率依然维持较高水平，我们预计未来两年公司的持有型物业将依然为公司贡献稳定的现金流及业绩回报；而随着公司房地产开发项目碧云新天地三期09年开始竣工结算，我们预计公司房地产销售收入将出现较大幅度增长。

#### 盈利预测调整

由于公司业绩高于我们的预期，我们上调09、10年盈利预测12%和33%至3.08亿元和3.29亿元，每股收益0.36元和0.39元。

#### 估值与建议:

目前，浦东金桥交易在31.9倍的09年市盈率，其股价对于我们12个月的NAV折让18%，我们认为公司持有物业的资产价值较高，而开发物业09年起的逐步结算将带来公司较高的业绩增长，我们看好公司持有型物业带来稳定现金流的能力以及开发业务具备的增值潜力，因此维持A股“审慎推荐”和B股“推荐”投资评级。B股目标价设定为09年净资产值折价30%为1.60美元。

图 1: 08 年全年业绩分析

|           | Quarterly data |       | YoY data |       |        | 中金评论                     |
|-----------|----------------|-------|----------|-------|--------|--------------------------|
| (百万元)     | 1H07           | 1H08  | 2007     | 2008  | YoY%   |                          |
| 主营业务收入    | 458            | 379   | 802      | 1,127 | 40.5%  | 收入上涨主要来自于房地产销售业务         |
| 主营业务成本    | 242            | 127   | 298      | 524   | 75.9%  |                          |
| 主营业务税金及附加 | 27             | 31    | 94       | 101   |        |                          |
| 主营业务利润    | 189            | 221   | 410      | 501   | 22.2%  | 土地转让业务成本高于收入是毛利率下降主因     |
| 毛利率       | 41.2%          | 58.4% | 51.2%    | 44.5% | 6.7%   |                          |
| 其他业务利润    | 14             | -     | 14       | (4)   |        | 三项费用率下降源于子公司金桥联发的结构及人员调整 |
| 营业费用      | 4              | 7     | 10       | 15    |        |                          |
| 管理费用      | 38             | 23    | 82       | 62    |        |                          |
| 财务费用      | 34             | 50    | 81       | 101   |        |                          |
| 三项费用率     | 16.5%          | 21.1% | 21.6%    | 15.8% |        |                          |
| 营业利润      | 127            | 141   | 251      | 320   | 27.2%  |                          |
| 营业利润率     | 27.8%          | 37.3% | 31.3%    | 28.4% |        |                          |
| 投资收益      | 8              | 32    | 10       | 33    | 230.8% |                          |
| 营业外收入     | 2              | 1     | 14       | 4     |        |                          |
| 营业外支出     | 0              | 1     | 0        | 2     |        |                          |
| 税前利润      | 137            | 173   | 275      | 354   | 28.8%  |                          |
| 税前利润率     | 29.9%          | 45.7% | 34.3%    | 31.4% |        |                          |
| 所得税       | 20             | 40    | 37       | 66    | 76.4%  | 递延所得税调整影响                |
| 有效税率      | 14.9%          | 23.1% | 13.6%    | 18.6% |        |                          |
| 少数股东权益    | 7              | 9     | 30       | 11    |        |                          |
| 净利润       | 110            | 125   | 207      | 277   | 33.7%  |                          |
| 净利润率      | 23.9%          | 32.9% | 25.9%    | 24.6% |        |                          |
| 全面摊薄股本    | 844            | 844   | 844      | 844   |        |                          |
| 摊薄每股盈利(元) | 0.13           | 0.15  | 0.25     | 0.33  | 33.7%  | 净利润录得大幅增长                |

| 财务指标      |       |       |       |       |        |                  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|------------------|
| (%)       | 2007  | 1H08  | 2007  | 2008  | Ppt    |                  |
| 资产负债率     | 41.2% | 42.4% | 41.2% | 42.7% | 1.5    | 负债率小幅上升          |
| 净负债率      | 39.8% | 38.6% | 39.8% | 42.9% | 3.1    |                  |
| 银行贷款占负债比率 | 59.3% | 59.6% | 59.3% | 60.4% | 1.1    |                  |
| (%)       | 1H07  | 1H08  | 2007  | 2008  | Ppt    |                  |
| 主营业务利润率   | 41.2% | 58.4% | 51.2% | 44.5% | -6.7   | 土地转让收入占比提高，利润率水平 |
| 净利润率      | 23.9% | 32.9% | 25.9% | 24.6% | -1.3   |                  |
| (百万元)     | 2007  | 1H08  | 2007  | 2008  | YoY%   |                  |
| 现金        | 58    | 180   | 58    | 75    | 29.2%  |                  |
| 预收账款      | 121   | 342   | 121   | 35    | -71.0% | 结转土地转让收入         |

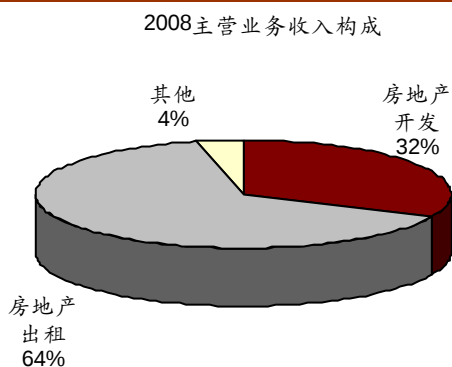
数据来源：公司数据、中金公司研究部

## 08 年业绩略超预期

浦东金桥今天公布了 08 年业绩，报告期内公司主营业务收入同比增长了 40.5% 至 11.24 亿元；录得净利润 2.77 亿元，同比增长了 33.7%，合每股收益 0.329 元，高于我们的预期。报告期内公司主营业务收入主要来源于房地产销售收入（3.61 亿元，占 32%）、房地产租赁（7.24 亿元，占 64%）和酒店公寓服务收入（0.38 亿元，占 4%）。（图 2）

- **房地产销售收入的快速增长是业绩高于预期的主要原因。**得益于期内确认“通用汽车项目”（T6 和 T8 地块）的土地转让收入和碧云新天地二期 C 商品房项目结转收入，房地产销售收入同比大幅上升 198%，至 3.61 亿元，贡献毛利达 1.27 亿元。
- **租赁收入依然稳定：**期内公司录得房地产租赁收入 7.24 亿元，同比上涨 11.46%。出租率方面，现代产业园出租率超过 90%，而住宅和商办楼平均出租率也超过了 90%，出租率依然维持较高水平。
- **毛利率同比减少 6.7 个百分点：**分业务来看，房地产租赁业务税前毛利率依然保持稳定，为 64.25%；而由于金桥联发公司的土地转让业务成本高于收入，拉低了整体毛利率至 44.5%，同比下滑 6.7 个百分点。
- **管理费用率同比减少 4.7 个百分点至 5.5%。**报告期内，子公司金桥联发公司对其内部机构和人员进行了调整，分别转入金桥集团公司或金桥股份公司，使得管理费用率同比下降了 23.77% 至 6,242 万元。
- **净利润录得同比 33.7% 增长至 2.77 亿元。**公司期内录得净利润 2.77 亿元，合每股收益 0.329 元，同比增长 33.7%，公司董事会提出利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 1.25 元（含税）。

图 2：浦东金桥 08 年主营业务收入构成



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 财务风险较为可控

期末公司资产负债率 42.7%，比 08 年增长 1.5 个百分点；净负债率为 42.9%，比年初上升 3.1 个百分点。银行借款占总负债比例 60.4%，上升 1.1 个百分点。预收款项则由

于土地预售款项结转收入，减少约 8612 万元至 3519 万元。

公司 08 年经营活动现金净流入 2.8 亿元，同比增加 3.2 亿元。于期内归还了大股东金桥集团约 2.98 亿元借款后，公司期末账面现金为 7,500 万元。公司预期 09 年房地产项目支出将达到约 8 亿元，考虑到公司出租物业带来的稳定现金流，以及相对较低的资产负债率水平，我们认为公司面临的财务风险相对有限。

## 上调 08、09 年盈利预测 12%、33%

由于公司房地产销售收入高于预期，毛利率有所下滑，我们相应调整了对于房地产收入以及毛利率的假设。

假设调整后，我们预计公司 09 年主营业务收入为 14.59 亿元，同比上升 29.5%，其中房地产销售以及租赁业务分别将贡献 6.7 亿元以及 7.44 亿元，预计 09 年实现净利润 3.08 亿元，合每股收益 0.36 元，同比增长 11.1%；

10 年预计将实现主营业务收入 15.48 亿元，净利润 3.29 亿元，合每股收益 0.39 元，同比增长 6.7%。

## 维持 A 股“审慎推荐”和 B 股“推荐”评级

结合公司的项目进度情况和我们对于出租物业收入的判断，我们对公司的净资产值进行了大致估算，具体项目情况将在与公司交流后给出。最新算出公司 09 年、10 年底的每股净资产值分别为 14.14 元、15.46 元。目前公司 A 股股价对应 09、10 年市盈率分别为 31.9、27.4 倍，对 09 年净资产值有 18% 的折价。B 股对应 09、10 年市盈率分别为 12.6、11.2 倍，对 09 年净资产值有 68% 的折价。

我们认为公司持有物业的资产价值较高，开发物业 09 年起的逐步结算将带来公司较高的业绩增长，我们看好公司持有型物业带来稳定现金流的能力以及开发业务具备的长期增值潜力，因此维持 A 股“审慎推荐”和 B 股“推荐”投资评级。B 股目标价设定为 09 年净资产值折价 30% 为 1.60 美元。

图 5：历史及预测财务数据

| 截至12月31日             | 2003A | 2004A | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>损益表（人民币百万元）</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 主营业务收入               | 611   | 618   | 821   | 992   | 802   | 1,127 | 1,459 | 1,643 |
| 主营业务利润               | 205   | 187   | 368   | 421   | 410   | 501   | 601   | 715   |
| 减：营业费用               | 13    | 14    | 12    | 12    | 10    | 15    | 18    | 23    |
| 管理费用                 | 32    | 30    | 63    | 80    | 82    | 62    | 95    | 107   |
| 财务费用                 | 26    | 44    | 59    | 60    | 81    | 101   | 124   | 141   |
| 营业利润                 | 135   | 101   | 235   | 276   | 251   | 320   | 361   | 441   |
| 税前利润                 | 145   | 209   | 238   | 279   | 275   | 354   | 395   | 460   |
| 减：所得税                | 16    | 33    | 42    | 73    | 37    | 66    | 74    | 86    |
| 净利润                  | 127   | 176   | 190   | 197   | 207   | 277   | 308   | 358   |
| <b>资产负债表（人民币百万元）</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 应收款项                 | 22    | 64    | 59    | 20    | 33    | 38    | 44    | 49    |
| 存货                   | 2,587 | 1,855 | 1,467 | 782   | 1,090 | 1,315 | 2,115 | 2,327 |
| 货币资金                 | 45    | 162   | 108   | 71    | 58    | 75    | 54    | 79    |
| 固定资产                 | 33    | 23    | 23    | 3,747 | 3,726 | 3,994 | 4,294 | 4,552 |
| 短期借款                 | 415   | 1,123 | 1,257 | 712   | 1,058 | 1,079 | 1,229 | 1,209 |
| 长期借款                 | 0     | 0     | 1     | 0     | 280   | 390   | 990   | 1,090 |
| 负债合计                 | 1,157 | 2,110 | 2,138 | 1,977 | 2,288 | 2,547 | 3,279 | 3,412 |
| 股东权益                 | 1,936 | 2,285 | 2,436 | 2,669 | 2,937 | 3,077 | 3,385 | 3,743 |
| 总资产                  | 3,118 | 4,668 | 4,854 | 4,929 | 5,551 | 5,958 | 7,066 | 7,637 |
| <b>现金流量表（人民币百万元）</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 经营活动现金流              | 61    | (48)  | (105) | 62    | (40)  | 280   | (296) | 392   |
| 投资活动现金流              | 136   | (194) | 16    | 3     | (58)  | 24    | (287) | (310) |
| 筹资活动现金流              | (281) | 243   | 35    | (102) | 85    | (288) | 564   | (55)  |
| <b>财务指标</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 毛利率                  | 34%   | 30%   | 45%   | 42%   | 51%   | 45%   | 41%   | 44%   |
| 净利率                  | 21%   | 29%   | 23%   | 20%   | 26%   | 25%   | 21%   | 22%   |
| 股息收益率                | 0.2%  | 1.2%  | 0.8%  | 0.9%  | 0.9%  | 1.1%  | 1.2%  | 1.4%  |
| 资产收益率                | 4.1%  | 3.8%  | 3.9%  | 4.0%  | 3.7%  | 4.7%  | 4.4%  | 4.7%  |
| 净资产收益率               | 6.6%  | 7.7%  | 7.8%  | 7.4%  | 7.1%  | 9.0%  | 9.1%  | 9.6%  |
| 资产负债率                | 37%   | 45%   | 44%   | 40%   | 41%   | 43%   | 46%   | 45%   |
| 净现金/股东权益             | 19%   | 38%   | 42%   | 35%   | 40%   | 43%   | 57%   | 53%   |
| 每股盈利                 | 0.15  | 0.21  | 0.22  | 0.23  | 0.25  | 0.33  | 0.36  | 0.42  |
| 每股分红                 | 0.03  | 0.14  | 0.10  | 0.11  | 0.11  | 0.13  | 0.14  | 0.16  |
| 每股净资产                | 2.3   | 2.7   | 2.9   | 3.2   | 3.5   | 3.6   | 4.0   | 4.4   |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 6：盈利预测调整

|                 |       | 2009E | 2010E |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入<br>(百万元) | 调整前   | 1,289 | 1,350 |
|                 | 调整后   | 1,459 | 1,548 |
|                 | (+-%) | 13.2% | 14.7% |
| 净利润<br>(百万元)    | 调整前   | 274   | 246   |
|                 | 调整后   | 308   | 329   |
|                 | (+-%) | 12.4% | 33.4% |
| 摊薄每股盈利<br>(元)   | 调整前   | 0.32  | 0.29  |
|                 | 调整后   | 0.36  | 0.39  |
|                 | (+-%) | 12.4% | 33.4% |

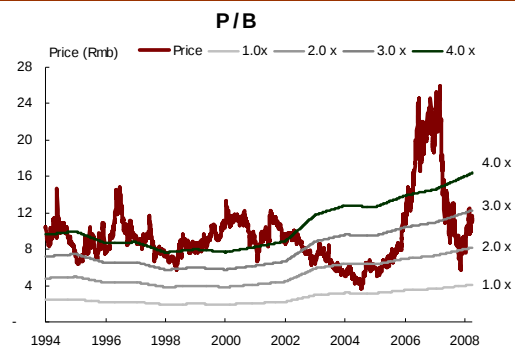
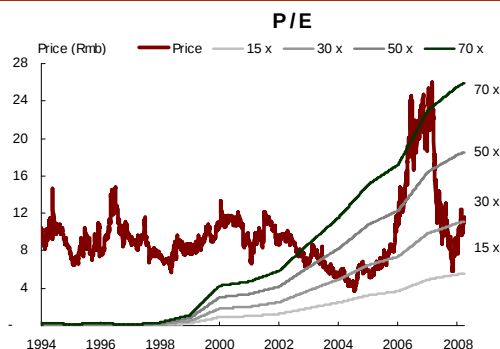
资料来源：公司数据、中金公司研究部

附表: 中金公司覆盖房地产公司估值比较

| 公司名称   | 代码     | 当前评级 | 当前股价<br>(元) | 目标价<br>(元)  | 上涨<br>空间 | 总市值<br>(十亿元)    | 每股收益<br>(元) |             |             |             |        | CAGR | 市盈率  |      |      |      | 市净率 |     |     |            | 每股NAV<br>(元) |      |      |     | 溢价/折价 | 资产负债率<br>(%) | 净负债率<br>(%) | 总储备<br>(百万平米) | 权益储备<br>(百万平米) |  |
|--------|--------|------|-------------|-------------|----------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|------------|--------------|------|------|-----|-------|--------------|-------------|---------------|----------------|--|
|        |        |      |             |             |          |                 | 07A         | 08E         | 09E         | 10E         | 07-09E | 07A  | 08E  | 09E  | 10E  | 07A  | 08E | 09E | 10E | 08E        | 09E          | 08E  | 09E  | 07A | 07A   | 2007-12      | 2007-12     |               |                |  |
| A股     |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        |      |      |      |      |      |     |     |     |            |              |      |      |     |       |              |             |               |                |  |
| 侧重开发:  |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        |      |      |      |      |      |     |     |     |            |              |      |      |     |       |              |             |               |                |  |
| 万科A    | 000002 | 推荐   | 8.4         | n.a.        | n.a.     | 90.3            | 0.44        | 0.37        | 0.36        | 0.40        | -10%   | 19.0 | 22.9 | 23.4 | 21.0 | 3.2  | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 6.6        | 6.6          | 26%  | 26%  | 66% | 23%   | 33.5         | 27.0        |               |                |  |
| 金地集团   | 600383 | 推荐   | 10.7        | n.a.        | n.a.     | 18.0            | 0.58        | 0.56        | 0.66        | 0.78        | 7%     | 18.6 | 19.2 | 16.2 | 13.8 | 2.1  | 2.0 | 1.8 | 1.7 | 10.6       | 11.1         | 1%   | -4%  | 64% | 65%   | 11.2         | 9.7         |               |                |  |
| 招商地产   | 000024 | 推荐   | 22.0        | n.a.        | n.a.     | 36.0            | 0.67        | 0.66        | 0.79        | 0.97        | 8%     | 32.6 | 33.5 | 27.8 | 22.6 | 4.8  | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 18.6       | 19.2         | 18%  | 15%  | 64% | 66%   | 11.1         | 8.9         |               |                |  |
| 金融街    | 000402 | 推荐   | 9.1         | n.a.        | n.a.     | 22.7            | 0.29        | 0.40        | 0.44        | 0.49        | 23%    | 31.0 | 22.7 | 20.6 | 18.6 | 4.8  | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 10.3       | 10.6         | -11% | -14% | 65% | 51%   | 5.2          | 4.3         |               |                |  |
| 保利地产   | 600048 | 审慎推荐 | 23.0        | n.a.        | n.a.     | 56.4            | 0.61        | 0.91        | 1.20        | 1.40        | 41%    | 37.8 | 25.2 | 19.1 | 16.5 | 4.7  | 4.0 | 3.3 | 2.8 | 17.9       | 19.7         | 28%  | 17%  | 72% | 106%  | 20.2         | 14.8        |               |                |  |
| 华发股份   | 600325 | 审慎推荐 | 16.5        | n.a.        | n.a.     | 13.4            | 0.44        | 0.80        | 0.94        | 0.91        | 47%    | 37.5 | 20.7 | 17.4 | 18.2 | 6.8  | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 14.1       | 14.9         | 16%  | 10%  | 76% | 62%   | 5.3          | 4.5         |               |                |  |
| 栖霞建设   | 600533 | 中性   | 5.2         | n.a.        | n.a.     | 5.5             | 0.33        | 0.25        | 0.25        | 0.28        | -13%   | 16.0 | 20.8 | 21.1 | 18.5 | 3.4  | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 3.7        | 4.0          | 43%  | 32%  | 68% | 102%  | 3.8          | 3.2         |               |                |  |
| 中华企业   | 600675 | 中性   | 10.1        | n.a.        | n.a.     | 11.0            | 0.53        | 0.43        | 0.47        | 0.55        | -6%    | 19.1 | 23.7 | 21.6 | 18.4 | 3.8  | 3.4 | 2.9 | 2.5 | 8.0        | 8.5          | 27%  | 19%  | 67% | 88%   | 2.3          | 2.0         |               |                |  |
| 阳光股份   | 000608 | 中性   | 6.0         | n.a.        | n.a.     | 3.2             | 0.34        | 0.08        | 0.24        | 0.20        | -16%   | 17.4 | 70.7 | 24.9 | 30.0 | 1.8  | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 5.8        | 6.0          | 3%   | 0%   | 63% | 25%   | 1.5          | 1.2         |               |                |  |
| 亿城股份   | 000616 | 中性   | 7.5         | n.a.        | n.a.     | 4.5             | 0.49        | 0.45        | 0.46        | 0.47        | -3%    | 15.1 | 16.6 | 16.2 | 15.8 | 2.0  | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 6.2        | 6.3          | 21%  | 19%  | 57% | 12%   | 1.0          | 0.9         |               |                |  |
| 平均值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 8%   | 24.4 | 27.6 | 20.8 | 19.3 | 3.7 | 2.5 | 2.2 | 2.0        |              |      |      |     | 17%   | 12%          | 66%         | 60%           |                |  |
| 中间值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 2%   | 19.1 | 22.8 | 20.9 | 18.5 | 3.6 | 2.2 | 2.0 | 1.9        |              |      |      |     | 19%   | 16%          | 65%         | 63%           |                |  |
| 开发和持有: |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        |      |      |      |      |      |     |     |     |            |              |      |      |     |       |              |             |               |                |  |
| 浦东金桥   | 600639 | 审慎推荐 | 11.6        | n.a.        | n.a.     | 8.1             | 0.25        | 0.33        | 0.36        | 0.39        | 22%    | 47.4 | 35.4 | 31.9 | 29.9 | 3.3  | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 12.3       | 13.4         | -5%  | -13% | 41% | 40%   | 2.2          | 2.1         |               |                |  |
| 陆家嘴    | 600663 | 中性   | 24.5        | n.a.        | n.a.     | 37.5            | 0.40        | 0.47        | 0.56        | 0.63        | 17%    | 60.6 | 51.9 | 44.0 | 38.7 | 5.6  | 5.4 | 4.8 | 4.3 | 17.8       | 18.1         | 37%  | 35%  | 35% | -45%  | 2.6          | 2.3         |               |                |  |
| 中国国贸   | 600007 | 中性   | 9.0         | n.a.        | n.a.     | 9.1             | 0.29        | 0.35        | 0.20        | 0.34        | -16%   | 31.4 | 25.6 | 44.5 | 26.6 | 2.3  | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 10.7       | 10.7         | -16% | -16% | 44% | 57%   | 0.5          | 0.5         |               |                |  |
| 平均值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 8%   | 46.5 | 37.7 | 40.1 | 31.7 | 3.7 | 3.6 | 3.3 | 3.0        |              |      |      |     | 5%    | 2%           | 40%         | 17%           |                |  |
| 中间值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 17%  | 47.4 | 35.4 | 44.0 | 29.9 | 3.3 | 3.2 | 2.9 | 2.6        |              |      |      |     | -5%   | -13%         | 41%         | 40%           |                |  |
| B股     |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        |      |      |      |      |      |     |     |     |            |              |      |      |     |       |              |             |               |                |  |
| 万科B    | 200002 | 推荐   | (HK\$) 8.0  | (HK\$) 9.0  | 13%      | (HK\$ bn) 105.0 | (HK\$) 0.47 | (HK\$) 0.43 | (HK\$) 0.41 | (HK\$) 0.44 | -7%    | 17.1 | 18.8 | 19.6 | 18.2 | 2.8  | 2.4 | 2.4 | 2.3 | (HK\$) 7.7 | (HK\$) 7.5   | 4%   | 6%   | 66% | 23%   | 33.5         | 27.0        |               |                |  |
| 招商局B   | 200024 | 推荐   | 11.3        | 10.9        | -4%      | 41.9            | 0.72        | 0.76        | 0.90        | 1.07        | 12%    | 15.7 | 14.8 | 12.5 | 10.6 | 2.3  | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 21.7       | 21.8         | -48% | -48% | 64% | 66%   | 11.1         | 8.9         |               |                |  |
| 金桥B    | 900911 | 推荐   | 5.2         | 7.6         | 46%      | 9.4             | 0.26        | 0.38        | 0.41        | 0.43        | 26%    | 20.0 | 13.7 | 12.6 | 12.2 | 1.4  | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 14.3       | 15.3         | -63% | -66% | 41% | 40%   | 2.2          | 2.1         |               |                |  |
| 陆家B    | 900932 | 推荐   | 9.8         | 10.3        | 5%       | 43.6            | 0.43        | 0.55        | 0.63        | 0.69        | 21%    | 22.8 | 17.9 | 15.5 | 14.1 | 2.1  | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 20.7       | 20.6         | -53% | -52% | 35% | -45%  | 2.6          | 2.3         |               |                |  |
| 平均值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 13%  | 18.9 | 16.3 | 15.1 | 13.8 | 2.2 | 1.6 | 1.6 | 1.5        |              |      |      |     | -40%  | -40%         | 52%         | 21%           |                |  |
| 中间值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 17%  | 18.5 | 16.3 | 14.1 | 13.2 | 2.2 | 1.6 | 1.4 | 1.3        |              |      |      |     | -50%  | -50%         | 52%         | 32%           |                |  |
| H股     |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        |      |      |      |      |      |     |     |     |            |              |      |      |     |       |              |             |               |                |  |
| 中国海外   | 688    | 审慎推荐 | (HK\$) 12.5 | (HK\$) 14.7 | 18%      | (HK\$ bn) 97.5  | (HK\$) 0.49 | (HK\$) 0.51 | (HK\$) 0.67 | (HK\$) 0.81 | 17%    | 25.3 | 24.5 | 18.5 | 15.4 | 3.7  | 2.9 | 2.4 | 2.2 | (HK\$) 8.7 | (HK\$) 9.6   | 43%  | 30%  | 60% | 31%   | 25.1         | 22.8        |               |                |  |
| 华润置地   | 1109   | 推荐   | 11.1        | 10.8        | -3%      | 52.5            | 0.18        | 0.24        | 0.34        | 0.40        | 39%    | 62.7 | 46.9 | 32.4 | 28.0 | 2.4  | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 8.9        | 9.0          | 26%  | 24%  | 50% | 46%   | 22.2         | 20.9        |               |                |  |
| 首创置业   | 2868   | 推荐   | 1.3         | 1.9         | 42%      | 2.7             | 0.28        | 0.22        | 0.21        | 0.25        | -13%   | 4.8  | 6.1  | 6.4  | 5.3  | 0.6  | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 3.1        | 3.2          | -57% | -58% | 71% | 55%   | 9.7          | 5.4         |               |                |  |
| 绿城中国   | 3900   | 推荐   | 3.7         | 4.6         | 26%      | 5.6             | 0.64        | 0.60        | 0.65        | 0.77        | 1%     | 5.7  | 6.1  | 5.7  | 4.8  | 0.7  | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 7.7        | 7.7          | -52% | -52% | 71% | 88%   | 22.2         | 13.7        |               |                |  |
| 远洋地产   | 3377   | 推荐   | 5.2         | 5.3         | 3%       | 24.2            | 0.39        | 0.29        | 0.34        | 0.45        | -7%    | 13.2 | 17.9 | 15.2 | 11.6 | 1.5  | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 6.3        | 6.5          | -17% | -20% | 55% | 11%   | 11.5         | 10.9        |               |                |  |
| 雅居乐    | 3383   | 审慎推荐 | 4.5         | 4.4         | -2%      | 16.7            | 0.60        | 1.37        | 0.52        | 0.61        | -7%    | 7.5  | 3.3  | 8.5  | 7.2  | 1.7  | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 6.3        | 6.2          | -30% | -29% | 69% | 45%   | 31.0         | 27.9        |               |                |  |
| 富力地产   | 2777   | 中性   | 9.4         | 8.1         | -14%     | 30.2            | 0.99        | 0.73        | 0.81        | 0.89        | -9%    | 9.5  | 12.8 | 11.5 | 10.5 | 2.2  | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 9.6        | 9.5          | -2%  | -2%  | 77% | 139%  | 26.8         | 26.5        |               |                |  |
| 世茂地产   | 813    | 中性   | 6.7         | 4.5         | -32%     | 22.0            | 0.93        | 0.68        | 0.64        | 0.53        | -17%   | 7.1  | 9.8  | 10.3 | 12.5 | 1.1  | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 7.4        | 7.5          | -10% | -12% | 52% | 37%   | 27.1         | 25.5        |               |                |  |
| 碧桂园    | 2007   | 中性   | 1.9         | 1.9         | 0%       | 31.0            | 0.27        | 0.23        | 0.19        | 0.15        | -17%   | 7.0  | 8.4  | 10.2 | 12.6 | 1.5  | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 3.0        | 3.2          | -37% | -40% | 50% | -13%  | 38.9         | 38.7        |               |                |  |
| 瑞安地产   | 272    | 中性   | 2.4         | 2.0         | -17%     | 10.0            | 0.51        | 0.54        | 0.45        | 0.43        | -6%    | 4.7  | 4.5  | 5.4  | 5.5  | 0.6  | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 3.2        | 3.3          | -25% | -28% | 44% | 23%   | 10.7         | 7.8         |               |                |  |
| 方兴地产   | 817    | 推荐   | 2.0         | 2.4         | 22%      | 14.1            | 0.09        | 0.16        | 0.17        | 0.18        | 38%    | 21.6 | 12.6 | 11.4 | 10.8 | 1.4  | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 3.3        | 3.5          | -39% | -43% | 50% | 60%   | 0.8          | 0.7         |               |                |  |
| 平均值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | 2%   | 15.4 | 13.9 | 12.3 | 11.3 | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 1.1        |              |      |      |     | -18%  | -21%         | 59%         | 47%           |                |  |
| 中间值    |        |      |             |             |          |                 |             |             |             |             |        | -7%  | 7.5  | 9.8  | 10.3 | 10.8 | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 1.0        |              |      |      |     | -25%  | -28%         | 55%         | 45%           |                |  |

资料来源: 彭博咨询、中金公司研究部

附图: P/E and P/B bands



资料来源: 彭博咨询、中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



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。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征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。