



2009年4月13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

中性

阳光股份(000608.CH)

08年业绩低于预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	987	1,296	1,514	883	1,462
(+/-%)	-13%	31%	17%	-42%	66%
营业利润	278	363	465	227	377
(+/-%)	-18%	30%	28%	-51%	66%
净利润	116	184	28	130	108
(+/-%)	-3%	58%	-85%	360%	-17%
每股盈利 (元)	0.22	0.34	0.05	0.24	0.20
市盈率	31.1	19.6	127.5	27.7	33.3
市净率	4.0	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	16.9	13.9	29.7	21.7	22.5
净资产收益率(%)	12.8%	10.6%	1.6%	6.9%	5.4%
现金分红收益率(%)	0.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

股票信息

	A股
当前股价	人民币6.74
股票代码	000608.SZ
日成交量(百万股)	18.37
52周最高价/最低价	人民币11.1/2.82
发行股数(百万股)	536
其中:流通股(百万股)	376
总市值(百万元)	3,610
主要股东(持股比例)	Reco Shine Pte Ltd (29.12%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000608.CH]	+16.41	+44.02	+81.18	+95.36
[market index]	+2.76	+16.97	+37.31	+46.59
[sector index]	+3.25	+19.04	+49.58	+60.95

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年业绩低于预期:

阳光股份今天公布了 08 年业绩, 录得营业收入 15.14 亿元, 同比增长 16.9%, 而净利润受计提存货跌价准备、确认交易性金融资产损失等影响, 下滑 84.6%至 0.28 亿元, 合每股收益 0.053 元, 低于我们的预期。公司宣布, 期末不进行分红以及转赠股本。

亮点:

- 房地产收入同比上涨 13.9%至 13.6 亿元, 好于我们预期, 主要得益于阳光上东二期 C5/C8 区西班牙组团 8.8 亿元的结算收入。

不足:

- 期内计提存货跌价准备 0.91 亿元, 确认交易性金融资产损失 1.19 亿元: 报告期内, 青岛、烟台等区域房价出现下跌, 公司出于审慎原则计提了相应的资产减值准备。08 年的股票市场下跌也导致公司录得交易性金融资产的大幅亏损。截至到报告期末公司仍然持有“长江电力”40.9 万股股份。
- 净利润同比下滑了 84.6%至 0.28 亿元, 低于我们预期。

明显趋势

截至 08 年底, 公司的开发项目预收款为 3.84 亿元, 加之阳光上东酒店的转让价款 5.96 亿元, 公司已经锁定了较多 09 年收入, 业绩可见性较强; 而毛利率方面, 随着天津万东小马路等低毛利项目的结算交付, 我们判断毛利率将较 08 年大幅下滑。我们认为未来两年, 公司较大部分收入依然将依靠开发项目, 商业地产转型任重道远。

盈利预测调整

09 年以来, 公司主力项目阳光上东的销售情况低于我们的预期, 然而, 考虑到阳光上东酒店整体出售给 Reco 带来的优厚回报, 我们维持对于 09、10 年的盈利预测不变。

估值与建议:

基于最新的项目信息, 我们重新计算得出公司 09、10 年每股净资产值为 6.43 元和 6.53 元。目前股价对应 09、10 年市盈率分别为 27.7、33.3 倍, 对 09 年底净资产值分别有 5%的溢价。考虑到公司规模较小, 向商业物业转型能否成功尚待观察, 我们维持“中性”投资评级。

图 1: 08 年全年业绩分析

(百万元)	Quarterly data		YoY data			中金评论
	1H07	1H08	2007	2008	YoY%	
主营业务收入	429	1,140	1,296	1,514	16.9%	收入增长主要来自于阳光上东C5/C8结算
主营业务成本	-235	-639	-809	-822	1.6%	
主营业务税金及附加	-47	-182	-123	-227	84.4%	08年土地增值税1.15亿元
主营业务利润	148	319	363	465	27.9%	
毛利率	34.4%	28.0%	28.0%	30.7%	2.7%	毛利率水平基本保持稳定
公允价值变动等	21	-57	67	-211	-416.2%	本年计提青岛、烟台等地项目存货跌价准备9千万元，确认交易性金融资产损失1.19亿元
营业费用	-26	-22	-50	-58		
管理费用	-28	-50	-67	-73	8.6%	
财务费用	-9	-15	-15	-31	108.3%	
三项费用率	14.6%	7.7%	10.2%	10.7%	0.5%	费用率水平基本保持稳定
营业利润	106	174	298	92	-69.1%	
营业利润率	24.6%	15.3%	23.0%	6.1%	-16.9%	
投资收益	1	-1	1	43	7096.3%	
营业外收入	0	0	0	1		
营业外支出	0	-1	-1	-1		
税前利润	106	172	299	134	-55.0%	
税前利润率	24.8%	15.1%	23.0%	8.9%	-14.2%	
所得税	-36	-54	-99	-55		有效税率上升源于不可抵扣支出增加
有效税率	33.8%	31.0%	33.1%	41.1%	8.0%	
少数股东权益	-12	-30	-16	-51		主要为北京星泰少数股东权益
净利润	58	89	184	28	-84.6%	净利润减少源于存货跌价准备和确认交易性金融资产损失
净利润率	13.5%	7.8%	14.2%	1.9%	-12.3%	
摊薄每股盈利(元)	0.108	0.166	0.343	0.053	-84.6%	

财务指标					
(%)	2007	1H08	2007	2008	Ppt
资产负债率	63.5%	60.7%	63.5%	63.4%	(0.1)
净负债率	24.6%	55.6%	24.6%	47.0%	22.5
银行贷款占负债比率	36.4%	51.1%	36.4%	43.4%	6.9
(%)	1H07	1H08	2007	2008	Ppt
主营业务利润率	34.4%	28.0%	28.0%	30.7%	2.7
净利润率	13.5%	7.8%	14.2%	1.9%	(12.3)
(百万元)	2007	1H08	2007	2008	YoY%
货币资金	773	493	773	585	-24%
预收房款	961	180	961	397	-59%
经营活动现金流	(468)	(554)	(468)	(196)	-58%

数据来源：公司数据、中金公司研究部

08 年利润下滑 85%，低于预期

阳光股份今天公布了 08 年业绩，录得营业收入 15.14 亿元，同比增长 16.9%，而净利润受计提存货跌价准备、确认交易性金融资产损失等影响，下滑 84.6%至 0.28 亿元，合每股收益 0.053 元，低于我们的预期。

- **主营收入主要来自于阳光上东二期 C5/C8 区西班牙组团结算：**期内公司房地产开发收入达 13.59 亿元（占总收入 89.8%），而其中阳光上东 C5/C8 区结算收入贡献达 8.8 亿元。投资性房地产同比增长 13.3%至 1.11 亿元。期内公司综合毛利率为 30.7%，同比小幅上涨 2.7 个百分点。
- **期内计提存货跌价准备 0.91 亿元，确认交易性金融资产损失 1.19 亿元：**报告期内，青岛、烟台等区域房价出现下跌，公司出于审慎原则计提了相应的资产减值准备。08 年的股票市场下跌也导致公司录得交易性金融资产的大幅亏损。截至到报告期末公司仍然持有“长江电力”40.9 万股股份。
- **有效税率上升至 41.1%，净利润下滑 84.6%：**受计提存货跌价导致的不可抵扣支出、费用上升影响，公司 08 年的有效税率从 33.1%上升至 41.1%；同时，由于本年结算的阳光上东项目主要由北京星泰开发，公司实际控制比例仅为 74.43%，少数股东损益也大幅上升 219.6%至 0.51 亿元。而净利润同比下滑了 84.6%至 0.28 亿元，合每股 0.053 元，低于我们预期。

09 年业绩可预见性较强

截至 08 年底，公司的开发项目预收款为 3.84 亿元，其中主要为阳光上东 C9 区丹麦组团及 C5/C8 区项目销售款，我们预计该等预售款都将于 09 年结算。公司之前公告，已将持有的北京新资物业管理有限公司（阳光上东酒店）97.34%股权转让予 Reco UES，价款为 5.96 亿元，而其账面价值仅为 3.63 亿元。合计两项，公司目前已经锁定了超过 9 亿元的 09 年收入，业绩可预见性较强。

公司财务状况有所恶化

期末公司资产负债率 63.4%，而净负债率上升 22.5 个百分点至 47%，银行贷款占总负债的比例为 43.4%，同比提升 6.9 个百分点，财务风险有所恶化。期末公司账面现金 5.85 亿元，其账面预收房款受阳光上东项目结算影响，同比下降 59%至 3.97 亿元。

08 年底土地储备约 142 万平方米，商业地产转型任重道远

我们估计阳光股份目前总土地储备约为 142 万平方米，其中约 47 万平方米为出租物业，除成都 A-Z 商业外，公司土地储备均位于环渤海区域。以 GIC 的入主为标志，公司开始积极向商业地产转型，然而从目前情况来看，08 年商业租金贡献仅占收入的 8%不到，公司未来 2 年的主要收入仍将来自于阳光上东、天津万东小马路等开发项目。我们预期公司转型将是一个较为缓慢的过程，

维持盈利预测和“中性”投资评级

年初以来，公司阳光上东项目的销售情况低于我们的预期，然而，考虑到阳光上东酒店整体出售给 Reco 带来的优厚回报，我们维持对于 09、10 年的盈利预测不变。基于最新的项目信息，我们重新计算得出公司 09、10 年每股净资产值为 6.43 元和 6.53 元。目前股价对应 09、10 年市盈率分别为 27.7、33.3 倍，对 09 年底净资产值有 5%的溢价。考虑到公司规模较小，向商业物业转型能否成功尚待观察，我们维持“中性”投资评级。

图 2：阳光股份未来结算项目预测

城市	出售项目	权益	规划建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)		销售收入 (百万元)		项目销售 净利润率
								2009E	2010E	2009E	2010E	
北京	阳光上东二期西班牙组团 (C5, C8)	74%	5,600	4,015	21,000	84	2007-12	4,015	-	84	-	41.4%
北京	阳光上东二期丹麦组团 (C9)	74%	104,500	73,000	24,000	1,859	2009-12	14,600	29,200	350	736	34.8%
北京	阳光上东三期-公寓	74%	35,000	31,500	20,000	680	2009-06	4,725	11,025	95	232	33.4%
天津	天津万东小马路项目	100%	104,000	85,000	7,000	625	2009-12	25,500	34,000	179	250	-13.0%
青岛	青岛千千树项目	70%	125,800	113,220	6,000	781	2011-12	-	-	-	-	25.1%
青岛	青岛城阳项目	100%	140,000	109,980	7,000	909	2011-12	-	-	-	-	14.0%
烟台	烟台银河项目	100%	430,300	371,880	4,000	1,782	2011-12	-	-	-	-	-7.0%
合计			945,200	788,595	8,523	6,721		48,840	74,225	708	1,217	18.4%

城市	租赁项目	权益	可出租部分 建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	计划竣工时间	出租面积 (平方米)		租金收入 (百万元)		项目投资收 益率
								2009E	2010E	2009E	2010E	
北京	北京阳光丽景底商 (商场)	92%	17,600	14,960	5,950	105	2003-12	8,976	10,472	17	20	15.5%
北京	北京阳光大厦	65%	51,000	46,000	6,314	322	2005-01	46,000	46,000	50	51	9.2%
北京	北京A-Z Town 项目商业楼	55%	87,000	40,600	6,897	600	2010-01	-	16,240	-	23	3.3%
北京	中环商业广场	74%	18,000	18,000	7,000	126	2004-05	12,600	13,500	13	14	6.5%
北京	其它北京物业	100%	6,000	6,000	7,000	42	2005-12	5,100	5,100	9	9	14.8%
北京	通州瑞都景园北区物业	51%	46,000	31,000	4,730	218	2006-10	29,760	29,760	34	35	9.4%
北京	北苑科创大厦	51%	62,329	42,740	7,000	436	2008-12	4,274	19,233	5	25	6.2%
北京	酒仙桥科研培训中心	100%	67,000	53,600	3,881	260	2009-12	-	-	-	-	6.2%
成都	成都A-Z Town 项目商业楼	55%	86,173	59,800	3,481	300	2009-10	2,990	23,920	2	17	5.9%
沈阳	沈阳物业	30%	29,344	29,344	4,907	144	2007-12	-	-	-	5	n.a.
合计			470,446	342,044	7,463	2,553		109,700	164,225	130	200	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 3：阳光股份净资产值计算

城市	项目名称	权益	总建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租或可结 算面积 (平方米)	权益可出租或可 结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	北京阳光丽景底商 (商场)	91.7%	17,600	16,134	14,960	13,714	1.3%	252	5.5%
北京	北京阳光大厦	65.0%	51,000	33,150	46,000	29,900	4.1%	373	8.1%
北京	北京A-Z Town 项目商业楼	55.0%	87,000	47,850	40,600	22,330	3.6%	267	5.8%
成都	成都A-Z Town 项目商业楼	55.0%	86,173	47,395	59,800	32,890	5.3%	189	4.1%
北京	中环商业广场	74.0%	18,000	13,320	18,000	13,320	1.6%	125	2.7%
北京	其它北京物业	100.0%	6,000	6,000	6,000	6,000	0.5%	108	2.4%
北京	通州瑞都景园北区物业	51.0%	46,000	23,460	31,000	15,810	2.7%	200	4.3%
北京	北苑科创大厦	51.0%	62,329	31,806	42,740	21,810	3.8%	269	5.8%
北京	酒仙桥科研培训中心	100.0%	67,000	67,000	53,600	53,600	4.7%	209	4.5%
沈阳	沈阳物业	30.0%	29,344	8,803	29,344	8,803	2.6%	32	0.7%
持有物业合计			470,446	294,919	342,044	218,177	30.3%	2,025	44.0%
北京	阳光上东二期西班牙组团 (C5, C8)	74.0%	5,600	4,144	4,015	2,971	0.4%	45	1.0%
北京	阳光上东二期丹麦组团 (C9)	74.0%	104,500	77,330	73,000	54,020	6.5%	752	16.3%
北京	阳光上东三期-公寓	74.0%	35,000	25,900	31,500	23,310	2.8%	272	5.9%
天津	天津万东小马路项目	100.0%	104,000	104,000	85,000	85,000	7.5%	210	4.6%
青岛	青岛千千树项目	70.0%	125,800	88,060	113,220	79,254	10.0%	147	3.2%
青岛	青岛城阳项目	100.0%	140,000	140,000	109,980	109,980	9.7%	288	6.3%
烟台	烟台银河项目	100.0%	430,300	430,300	371,880	371,880	32.9%	297	6.5%
开发类物业合计			945,200	869,734	788,595	726,415	69.7%	2,012	43.7%
北京	酒仙桥危改项目	85.0%	1,010,000	858,500				566	
一级土地开发			1,010,000	858,500				566	
总计			2,425,646	2,023,153	1,130,639	944,592	100.0%	4,603	100.0%
净债务								-1,158	
净资产值 (百万元)								3,444	
总股本 (百万)								536	
2009 年每股净资产值 (元)								6.43	
2010 年每股净资产值 (元)								6.53	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 4：历史及预测财务数据

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	455	956	1,135	987	1,296	1,514	883	1,462
主营业务利润	91	238	341	278	363	465	227	377
减：营业费用	17	32	49	42	50	58	53	60
管理费用	14	16	33	35	67	73	79	80
财务费用	-3	-3	12	17	15	31	34	37
营业利润	63	193	247	227	298	92	61	200
税前利润	65	194	248	228	299	134	204	198
减：所得税	23	64	85	81	99	55	52	51
减：少数股东损益	4	22	44	31	16	51	21	39
净利润	39	109	120	116	184	28	130	108
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	27	48	17	145	1,187	261	344	415
存货	1,453	2,055	1,568	1,660	2,160	3,129	3,599	3,959
货币资金	411	180	500	912	773	585	398	511
流动资产合计	1,918	2,330	2,127	2,786	4,264	4,345	4,710	5,254
固定资产	6	6	6	16	18	886	1,063	1,276
应付款项	894	1,193	956	1,644	2,159	2,025	2,271	2,726
短期借款	-	-	-	-	-	270	270	270
流动负债合计	965	1,203	1,097	1,876	2,973	2,718	2,741	3,196
长期借款	350	400	529	1,014	465	886	1,086	1,286
负债合计	1,315	1,603	1,626	2,907	3,469	3,606	3,829	4,483
股东权益	556	661	776	904	1,739	1,767	1,897	2,006
总资产	1,930	2,382	2,565	4,011	5,465	5,687	6,103	6,941
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-152	-178	461	381	-468	-196	-257	207
投资活动现金流	50	-37	-387	-487	-316	-168	93	-294
筹资活动现金流	351	-15	246	533	646	176	-23	200
现金及现金等价物净增加额	248	-231	319	426	-138	-188	-187	113
期初现金及现金等价物余额	162	411	180	486	912	774	586	398
期末现金及现金等价物余额	411	180	500	912	774	586	398	511
财务指标								
毛利率	20%	25%	30%	28%	28%	31%	26%	26%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产收益率	2.0%	4.6%	4.7%	2.9%	3.4%	0.5%	2.1%	1.6%
净资产收益率	7.0%	16.4%	15.4%	12.8%	10.6%	1.6%	6.9%	5.4%
净债务/股东权益	1%	28%	17%	30%	25%	47%	51%	51%
每股盈利	0.07	0.20	0.22	0.22	0.34	0.05	0.24	0.20
每股净资产	1.0	1.2	1.4	1.7	3.2	3.3	3.5	3.7

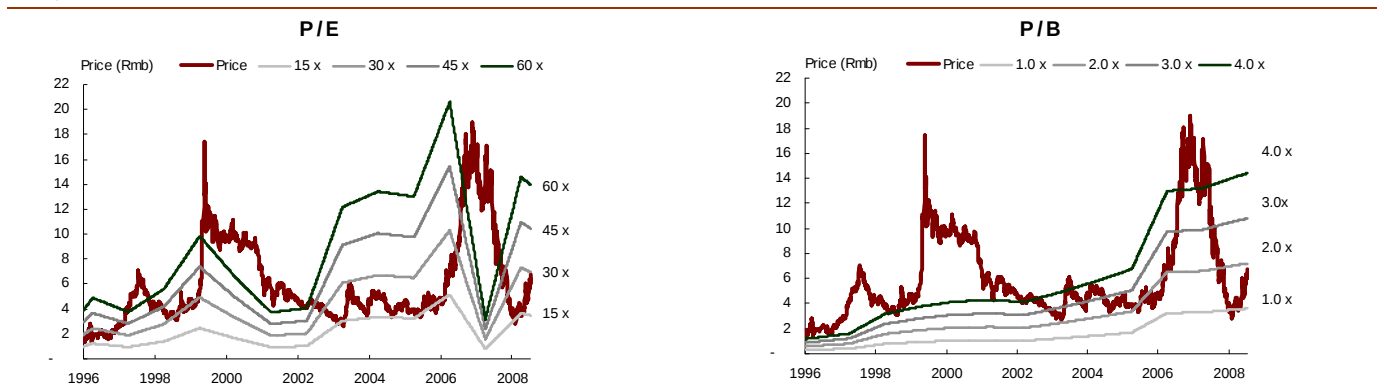
资料来源：公司数据、中金公司研究部

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 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)				CAGR	市盈率				市净率				每股NAV (元)				溢价/折价	资产负债率 (%)	净负债率 (%)	总储备 (百万平米)	权益储备 (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.	90.1	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%	22.8	17.9	
金地集团	600383	推荐	11.3	n.a.	n.a.	18.9	0.58	0.56	0.66	0.78	7%	19.6	20.2	17.0	14.5	2.2	2.1	1.9	1.8	10.6	11.1	6%	1%	64%	65%	11.2	9.7	
招商地产	000024	推荐	22.2	n.a.	n.a.	36.5	0.67	0.71	0.90	1.12	15%	33.0	31.1	24.8	19.8	4.8	2.6	2.3	2.1	18.6	19.2	19%	16%	64%	66%	10.9	8.5	
金融街	000402	推荐	9.8	n.a.	n.a.	24.2	0.81	0.42	0.44	0.49	-26%	12.1	23.3	22.0	19.8	4.0	1.7	1.5	1.4	10.3	10.6	-5%	-8%	60%	40%	5.2	4.3	
保利地产	600048	审慎推荐	22.8	n.a.	n.a.	55.8	0.61	0.91	1.20	1.40	41%	37.5	24.9	18.9	16.3	4.7	4.0	3.3	2.7	17.9	19.7	27%	16%	72%	106%	20.2	14.8	
华发股份	600325	审慎推荐	17.1	n.a.	n.a.	14.0	0.44	0.80	0.94	0.91	47%	39.0	21.5	18.2	18.9	7.0	3.1	2.7	2.4	14.1	14.9	21%	15%	76%	62%	5.3	4.5	
栖霞建设	600533	中性	5.8	n.a.	n.a.	6.0	0.33	0.25	0.25	0.28	-13%	17.6	22.9	23.1	20.3	3.7	2.1	1.9	1.9	3.7	4.0	57%	45%	68%	102%	3.8	3.2	
中华企业	600675	中性	11.3	n.a.	n.a.	12.3	0.53	0.43	0.47	0.55	-6%	21.4	26.6	24.2	20.6	4.3	3.8	3.3	2.8	8.0	8.5	42%	33%	67%	88%	2.3	2.0	
阳光股份	000608	中性	6.7	n.a.	n.a.	3.6	0.34	0.05	0.24	0.20	-16%	19.6	127.5	27.7	33.3	2.1	2.0	1.9	1.8	6.4	6.5	5%	3%	63%	25%	2.4	2.0	
亿城股份	000616	中性	8.0	n.a.	n.a.	4.8	0.49	0.45	0.46	0.47	-3%	16.2	17.8	17.4	17.0	2.1	1.9	1.7	1.6	6.2	6.3	30%	28%	57%	12%	1.0	0.9	
平均值											4%	23.5	33.9	21.7	20.2	3.8	2.6	2.3	2.1			23%	18%	66%	59%			
中间值											-5%	19.6	23.1	22.6	19.8	3.9	2.3	2.1	2.0			24%	16%	65%	63%			
开发和持有:																												
浦东金桥	600639	审慎推荐	14.2	n.a.	n.a.	9.7	0.25	0.33	0.36	0.39	22%	57.6	43.1	38.8	36.3	4.1	3.9	3.5	3.2	14.1	15.5	0%	-9%	41%	40%	2.2	2.1	
陆家嘴	600663	中性	24.9	n.a.	n.a.	38.4	0.40	0.47	0.56	0.63	17%	61.7	52.9	44.9	39.4	5.7	5.5	4.9	4.4	17.8	18.1	40%	37%	35%	-45%	2.6	2.3	
中国国贸	600007	中性	9.0	n.a.	n.a.	9.0	0.29	0.35	0.20	0.34	-16%	31.2	25.4	44.1	26.4	2.2	2.1	2.0	1.9	10.7	10.7	-16%	-17%	44%	57%	0.5	0.5	
平均值											8%	50.2	40.5	42.6	34.1	4.0	3.9	3.5	3.2			8%	4%	40%	17%			
中间值											17%	57.6	43.1	44.1	36.3	4.1	3.9	3.5	3.2			0%	-9%	41%	40%			
B股																												
万科B	200002	推荐	(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)					(HK\$)	(HK\$)							
			7.8	9.0	16%	104.7	0.47	0.43	0.41	0.44	-7%	16.7	18.3	19.2	17.8	2.8	2.3	2.3	2.3	7.7	7.5	1%	4%	66%	23%	22.8	17.9	
招商局B	200024	推荐	11.9	15.2	29%	42.4	0.72	0.83	1.02	1.23	19%	16.5	14.3	11.6	9.6	2.4	1.2	1.1	1.0	21.7	21.8	-45%	-46%	64%	66%	10.9	8.5	
金桥B	900911	推荐	5.9	12.3	108%	11.3	0.26	0.38	0.41	0.43	26%	22.6	15.5	14.3	13.8	1.6	1.4	1.3	1.2	16.4	17.6	-64%	-66%	41%	40%	2.2	2.1	
陆家B	900932	推荐	10.3	10.3	0%	44.6	0.43	0.55	0.63	0.69	21%	23.9	18.8	16.3	14.8	2.2	2.0	1.8	1.6	20.7	20.6	-50%	-50%	35%	-45%	2.6	2.3	
平均值											15%	19.9	16.7	15.3	14.0	2.2	1.7	1.6	1.5			-40%	-40%	52%	21%			
中间值											20%	19.7	16.9	15.3	14.3	2.3	1.7	1.5	1.4			-48%	-48%	52%	32%			
H股																												
中国海外	688	审慎推荐	(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)					(HK\$)	(HK\$)							
			13.2	14.7	11%	103.0	0.49	0.51	0.67	0.81	17%	26.7	25.9	19.6	16.2	3.9	3.1	2.5	2.4	8.7	9.6	51%	37%	60%	31%	24.8	21.8	
华润置地	1109	推荐	13.3	15.0	13%	62.6	0.18	0.37	0.50	0.61	67%	74.8	35.5	26.7	21.8	2.8	1.8	1.7	1.6	12.1	12.5	9%	6%	50%	46%	22.3	21.1	
首创置业	2868	推荐	1.6	1.9	15%	3.3	0.28	0.22	0.21	0.25	-13%	5.9	7.5	7.9	6.5	0.7	0.7	0.7	0.6	3.1	3.2	-48%	-48%	71%	55%	7.1	3.7	
绿城中国	3900	推荐	3.9	4.6	20%	5.9	0.64	0.60	0.65	0.77	1%	6.0	6.4	5.9	5.0	0.7	0.6	0.6	0.5	7.7	7.7	-50%	-50%	71%	88%	22.2	13.7	
远洋地产	3377	推荐	5.4	5.8	9%	25.0	0.39	0.35	0.38	0.50	-2%	13.6	15.5	14.2	10.6	1.6	1.5	1.4	1.3	6.9	7.2	-22%	-25%	55%	11%	12.3	11.6	
雅居乐	3383	审慎推荐	5.3	4.4	-18%	19.9	0.60	1.37	0.52	0.61	-7%	8.9	3.9	10.2	8.7	2.1	1.4	1.3	1.2	6.3	6.2	-16%	-15%	69%	45%	31.0	27.9	
富力地产	2777	中性	11.2	8.1	-27%	36.0	0.99	0.73	0.81	0.89	-9%	11.3	15.2	13.7	12.5	2.7	2.1	1.9	1.7	9.6	9.5	17%	17%	77%	139%	25.4	25.0	
世茂地产	813	中性	7.3	4.5	-38%	23.9	0.93	0.68	0.64	0.53	-17%	7.8	10.7	11.3	13.6	1.2	1.0	1.0	0.9	7.4	7.5	-2%	-4%	52%	37%	27.1	25.5	
碧桂园	2007	中性	2.4	1.9	-22%	39.6	0.27	0.23	0.19	0.15	-17%	9.0	10.7	13.0	16.1	1.9	1.6	1.5	1.5	3.0	3.2	-20%	-23%	50%	-13%	38.9	38.7	
瑞安地产	272	中性	3.2	2.0	-37%	13.2	0.51	0.54	0.45	0.43	-6%	6.2	5.9	7.1	7.3	0.8	0.6	0.6	0.5	3.2	3.3	-1%	-5%	44%	23%	10.7	7.8	
方兴地产	817	推荐	2.0	2.4	20%	14.3	0.09	0.16	0.17	0.18	38%	22.0	12.8	11.6	11.0	1.4	1.1	0.9	0.7	3.3	3.5	-38%	-42%	50%	60%	0.8	0.7	
平均值											5%	17.5	13.6	12.8	11.8	1.8	1.4	1.3	1.2			-11%	-14%	59%	47%			
中间值											-6%	9.0	10.7	11.6	11.0	1.6	1.4	1.3	1.2			-16%	-15%	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。