

上市公司动态报告

房地产开发

新的全国性房地产龙头

扩张速度惊人

2008 年公司实现了销售业绩逆市上涨。全年房地产销售面积 258.49 万平方米，销售金额 205.11 亿元，比去年同期分别增长 29.48% 和 20.36%。实现营业收入 155.2 亿元，同比增长 91.24%；归属于上市公司股东的净利润 22.39 亿元，同比增长 50.35%，实现每股收益 0.91 元；实现利润总额 40.23 亿元，比去年同期增长 67.42%。截至 2009 年 03 月 31 日，公司净资产 140.85 亿元，总资产 557.71 亿元。

全国扩张布局导致毛利率增长趋缓

造成公司毛利率增长趋缓的原因，除了行业本身的周期调整外，还与公司区域分布的变化有关。随着全国化战略的扩大，高利润率的中心城市资源占比在下降。从结算收入来看，广州、北京、上海三个城市占比，在 06-08 年三年分别为 60%、57% 和 50%；

大股东保证战略扩张 增发稳健财务状况

保利 2008 年新增项目 12 个，均以出让底价获得，土地成本 1031 元/平方米，比 2007 年下降 55.56%。由于大股东保利集团大力支持，保利地产拿地的方式多种多样，除了参加“招拍挂”等公开转让方式，还经常通过合作开发、协议转让方式获得不少优质开发项目。公司经常能在中心城市的核心地段以非常合理的价格拿到优质地块，使公司具备良好的成本优势，这种资源优势是其他房地产公司无法比拟也不可复制的。

公司拟非公开发行股份，发行数量合计不超过发行前该公司总股本的 20%，不超过 63760 万股发行价格不低于 15.89 元/股，拟募集资金不超过 80 亿元，用于旗下在建的 8 个地产项目。此举将大大缓解公司的财务压力。

盈利预测及投资建议

根据我们的测算，公司在未来三年结算面积分别达到 218 万平方米、276 万平方米和 326 万平方米，对应每年净利润分别为 33.85 亿元、43.05 亿元和 50.85 亿元，如果按照增发 17% 的股本计算，则 09 年到 11 年 EPS 分别为 0.92 元，1.15 元和 1.36 元。公司目前 RNAV 为 15 元左右；考虑到公司是目前全国范围内的龙头公司，因此享受一定的龙头溢价，按照 25 倍市盈率计算，则公司合理价位在 23 元-28.75 元之间，维持对公司的增持评级。

保利地产（600048）

维持

增持

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

王康

wangkang@csc.com.cn

010-85130229

分析日期：2009 年 06 月 14 日

当前股价：23.58 元

目标价格 6 个月：28.75 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.8/4.4	22.1/-7.3	75.6/79.6
12 月最高/最低价 (元)		25.40/0
总股本 (万股)		318,805
流通 A 股 (万股)		162,685
总市值 (亿元)		783
流通市值 (亿元)		399
近 3 月日均成交量 (万)		2,631
主要股东		
广东华美国际投资集团有限公司		5.53%

股价表现



新的全国性地产龙头

万科 08 年新增按权益计算的项目建筑面积 465 万平方米，其中 84.5% 是通过收购公司或合作方式取得。全年新增项目土地价款合计 136.1 亿元，土地的平均成本约 2003 元/平方米。截至 2008 年末，公司规划中项目按权益计算的建筑面积为 1793 万平方米。保利 2008 年新增项目 12 个，建筑面积 594 万平方米，均以出让底价获得，土地成本 1031 元/平方米，到 08 年末保利按权益计算的土地建筑面积 2157 万平方米，其储备要高于万科。在新增土地储备超于万科的情况下，我们预计保利地产的开工面积和竣工面积将于 2009 年末或 2010 年超越万科，保利地产将成为新的全国性地产龙头。

上市融资布局全国

截至 2009 年 5 月，公司（600048）总股本已由 1993 年的 5.5 亿股增至为 31.88 亿股，公司（600048）大股东中国保利南方集团有限公司直接持有公司 48.97% 的股份。公司（600048）实际控制人中国保利集团公司（持有保利南方集团有限公司 100% 股权）是经国务院批准，于 1993 年 2 月在保利科技有限公司（1983 年，解放军总参谋部、中国国际信托投资公司联合组建的一家对外贸易公司）基础上组建起来的大型企业集团，公司隶属于解放军总参谋部，现为国务院国有资产监督管理委员会监管的 155 家大型中央企业之一。“保利”为“保卫胜利”之意。经过 20 多年的发展，保利集团已经形成了军民品国际贸易和房地产开发两大主业，培育和发展文化产业的业务格局。经过 17 年的发展，形成了广州、北京、上海、天津、重庆、武汉、沈阳、长春、杭州、长沙、南昌、青岛、包头、佛山等十八个城市的全国战略布局，拥有 78 家控股子公司。截至 2008 年 12 月 31 日，公司总资产已达 536.32 亿元，比上年末增长 31%。截至 2008 年 12 月 31 日，保利地产共有在建拟建项目 68 个，总建筑面积为 2595 万平方米，权益可结转面积为 1828 万平方米。名列中国房地产上市企业前三甲，中国房地产企业综合实力十强。

图 1：保利集团主要企业和项目分布图

主要企业和项目地区分布图
Regional distribution of
major enterprises and projects

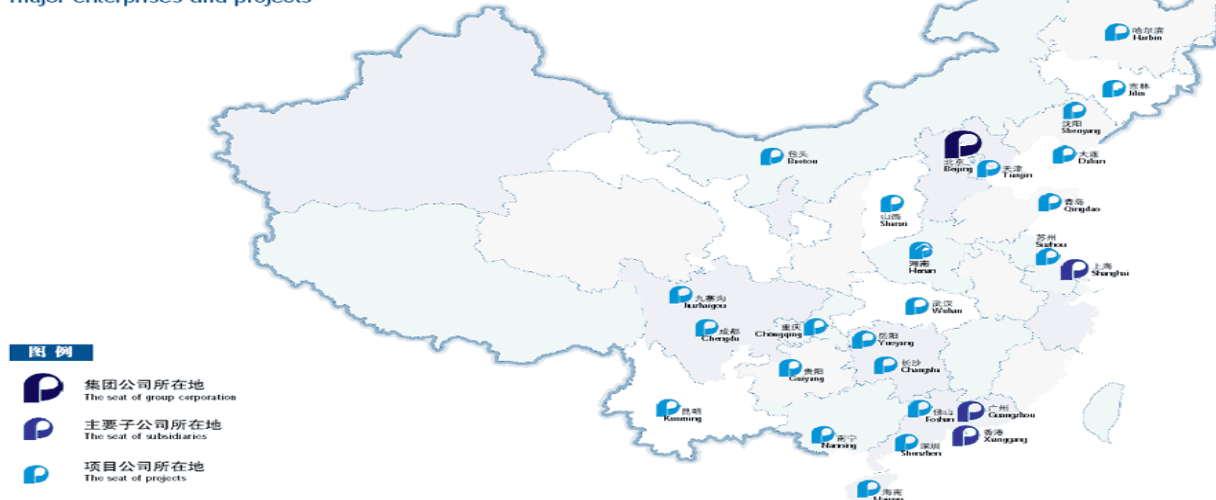
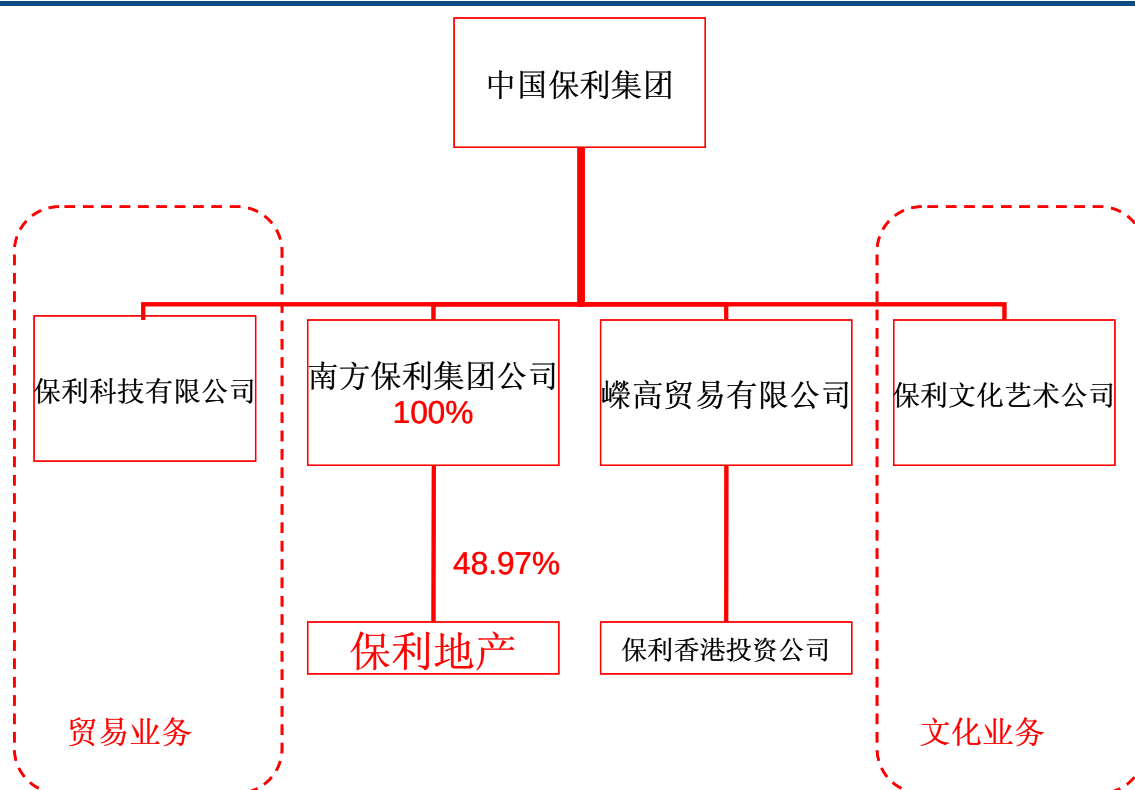


图 2：保利集团股东情况



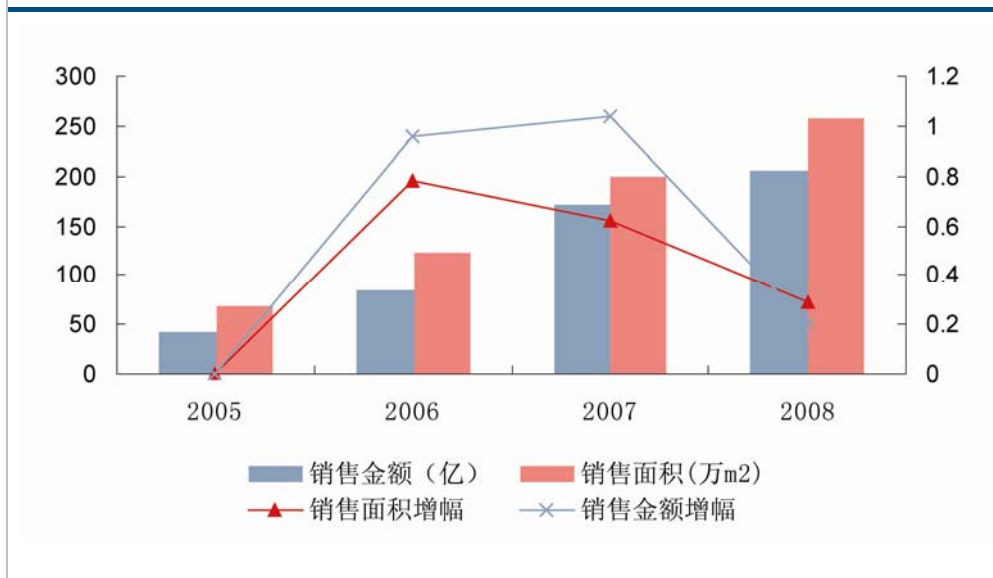
土地制度考验股东实力

我国人多地少，土地资源稀缺，市政设施完备的建设用地更加稀缺。我国实行土地全民所有制和集体所有制，土地作为房地产开发企业最关键的生产资料，完全受制于政府。房地产开发企业与政府各部门的关系以及企业的自由竞争力，是企业发展的核心竞争力，而大股东就是驱动这种核心竞争力的源泉。2006年，国资委确定了17家主营房地产开发的中央企业，这17家企业肩负着整合央企1800亿元开发类房地产资产的重任。这些央企因集团产业的多元化，对产业政策和区域发展战略的把握有先天优势，对产业和区域发展的阶段更加清晰，在未来的行业整合中将处于优势地位。17家企业中在房地产开发领域有丰富经验和巨大商誉的是：中国保利集团公司、招商局集团有限公司、华侨城集团公司、华润（集团）有限公司，我们认为，在未来的央企整合中，这4家公司是最有可能继续存在的房地产开发类公司。

公司近年业务经营情况

2005-2008 年主营业务收入

图 3：公司 2005—2008 年销售毛利率，净利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2008 年公司实现了业绩逆市上涨。全年房地产销售面积 258.49 万平方米，销售金额 205.11 亿元，分别同比增长 29.48% 和 20.36%。

2008 年公司全年实现营业收入 155.2 亿元，同比增长 91.24%；归属于上市公司股东的净利润 22.39 亿元，同比增长 50.35%，实现每股收益 0.91 元；每股经营活动产生的现金流量净额为 -3.1 元，比 2007 年有所好转。

2008 年公司结算面积 192.63 万平方米，结算房屋销售收入 151.14 亿元，已售未结转面积达 173.99 万平方米，金额计 138.85 亿元。实现利润总额 40.23 亿元，同比增长 67.42%。截至 2009 年 03 月 31 日，公司净资产 140.85 亿元，总资产 557.71 亿元。

表 1：公司近三年结算均价及每平方米净利润

年份	结算面积（万平方米）	净利润（亿元）	每平方米均价（元）	每平方米净利润（元）
2006	73.2	32.1%	5030	1366
2007	110	16.28	6727	1454
2008	192.63	30.43	7864	1560

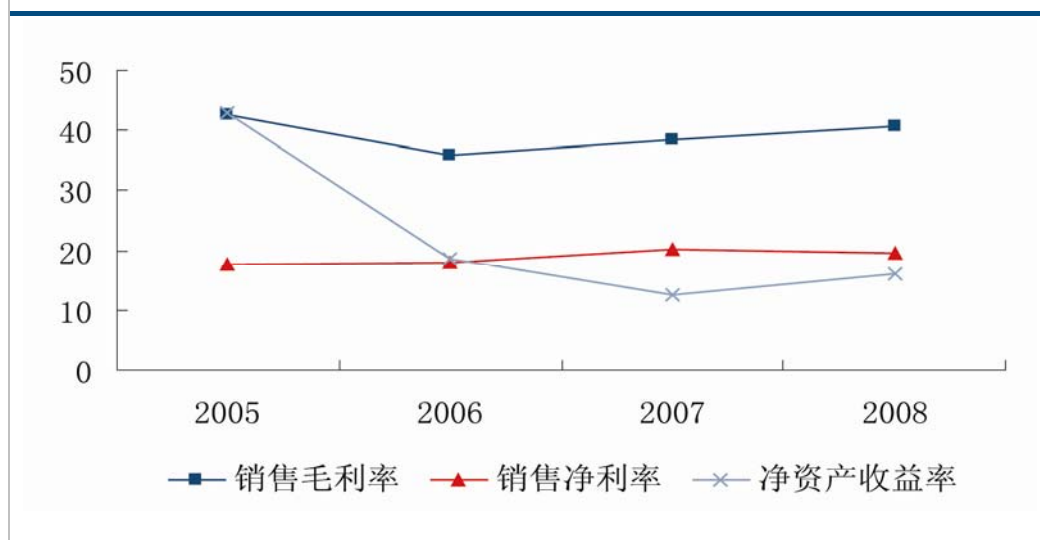
2005-2008 年毛利率、净利率变化

从下图中可以看出保利地产近年来毛利率仍处于增长状态，这主要受益于部分高毛利项目结转。但由于行业的调整和自身结构原因，毛利率最高时刻已经过去。2008 年公司的毛利率达到 40.80%，远高于 2007 年 38.5

%的毛利率水平，但低于 2008 年中期的 46.9%。我们认为，随着未来 2 年公司在 2007 年、2008 年高价获取的土地进入结算期，对公司利率水平会有一定影响，但考虑到房价自然上涨的因素，这部分影响会被对冲掉，因此未来几年公司的毛利率和销售净利率水平将会趋于平稳。

公司净利率为 14.4%，也低于前三年的水平。造成公司利润率下滑的原因，除了行业本身的周期调整外，还与公司区域分布的变化有关。随着全国化战略的扩大，高利润率的中心城市资源占比在下降。

图 4：公司 2005—2008 年销售毛利率，净利率情况



从结算收入来看，广州、北京、上海三个城市占比，在 06-08 年三年分别为 60%、57%和 50%；从结算面积的角度看则更明显，三个一线城市结算面积的占比在过去三年分别为 44%、38%和 32%。

表 2：公司 2008 年营业收入地区构成

地区	结算收入(万元)	比例	结算面积(万平米)	比例
广州	48.50	32.1%	40.47	21.0%
佛山	20.75	13.7%	23.98	12.5%
重庆	20.35	13.5%	26.11	13.6%
上海	17.98	11.9%	15.29	7.9%
沈阳	15.79	10.5%	40.81	21.2%
北京	8.75	5.8%	6.35	3.3%
包头	6.04	4.0%	19.39	10.1%
武汉	4.52	3.0%	7.16	3.7%
长春	3.54	2.4%	6.34	3.3%
南昌	2.56	1.7%	3.32	1.7%
长沙	2.35	1.6%	3.42	1.8%
合计	151	100%	193	100%

2009 年公司计划房地产直接投资总额 215 亿元，比 2008 年 228 亿元的投资额略少。这也显示公司对于 09

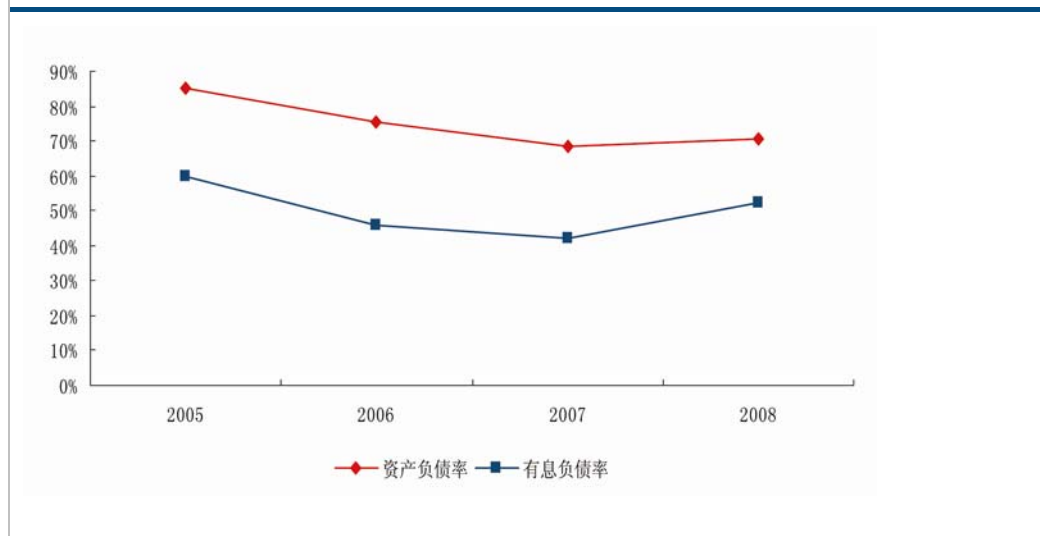
年的谨慎态度，但我们认为随着房地产市场的逐渐回暖，以及行业内同档次其他公司的扩张态势，公司房地产实际直接投资额将会比 08 年有所增长。2008 年，保利地产完成投资 228 亿元，销售回笼 164 亿元，净增银行贷款 64 亿元，发行公司债券 43 亿元，全年收支平衡，并有盈余。

2005-2008 年公司财务状况

2008 年年末的整体资产负债率为 70.8%，比 2007 年提高 2.2 个百分点；有息负债率 52.51%，比 2007 年增加了 11.3 个百分点。公司在负债结构上进行调整，长期借款占借款比重越来越高，到 08 年已经达到了 99%，此举充分缓解了公司短期还款压力。

2008 年的流动比率为 2.73，远高于 2007 年的 2.15；速动比率为 1.34，稍低于 2007 年。这显示公司短期流动性在 2008 年仍然良好。

图 5：公司 2005—2008 年资产负债率和有息负债率情况



2008 年公司的经营性现金净流量表现为净流出 76 亿元，连续三年保持净流出，这主要是因为公司连续的大规模增加土地储备和增加新开工项目规模所致。公司 2008 年投资支出为 228 亿元，销售现金回笼 164 亿元，银行贷款净增 64 亿元，发行公司债券融资 43 亿，公司的债务规模继续扩大。

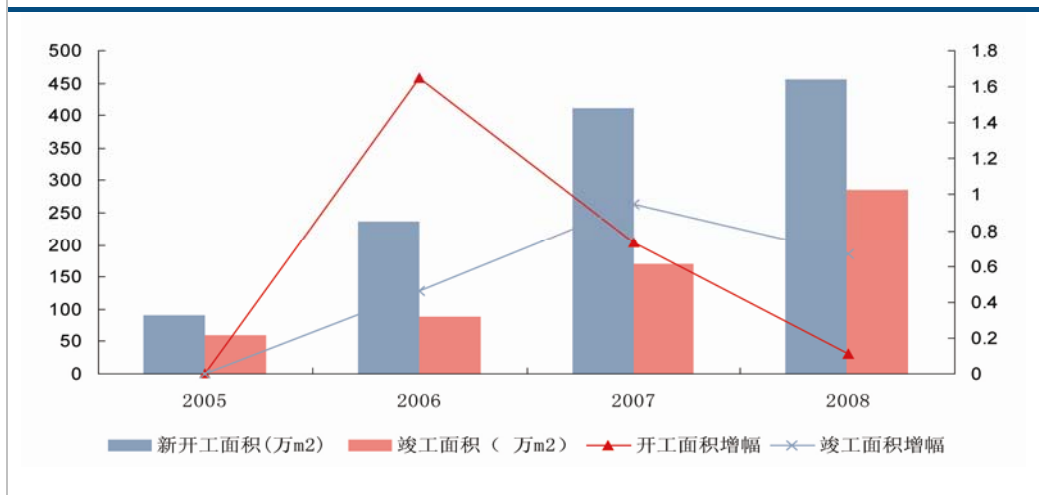
2005—2008 年公司新开工面积和竣工面积

2008 年，保利地产的新开工面积较上年增长了 11%，大幅低于 2007 年 73% 的增幅，一方面显示出公司对未来 2 年的房地产市场判断趋于谨慎，另一方面，也显示出受房地产销售不畅的影响及相应带来的资金来源的限制，也不允许公司再大幅增加新开工楼盘数量和面积。作为公司业绩增长的先行指标，预计未来 2 年公司的销售业绩将难以继续维持前几年高速增长的态势。

2008 年，保利地产继续保持了较高的新增土地规模和水平，当期新增土地储备项目 12 个，新增可建建筑面积 594 万平方米。统计显示，公司近 2 年新增土地储备主要集中在 2007 年下半年以及 2008 年上半年，在此 1 年时间里合计新增规划建筑面积 970 万平方米的土地储备，是 2006 年全年 311 万平方米新增储备的 3 倍多。截止 2008 年底，公司拥有土地储备的规划建筑面积高达 2500 万平方米，按 2008 年的结算面积 192 万平方米静态计算，足够公司未来 5-8 年的开发需求。这一方面体现了公司较强的融资能力，另一方面也体现出公

司对房地产行业长期看好的信心。

图 6：公司 2005—2008 年新开工面积和竣工面积情况

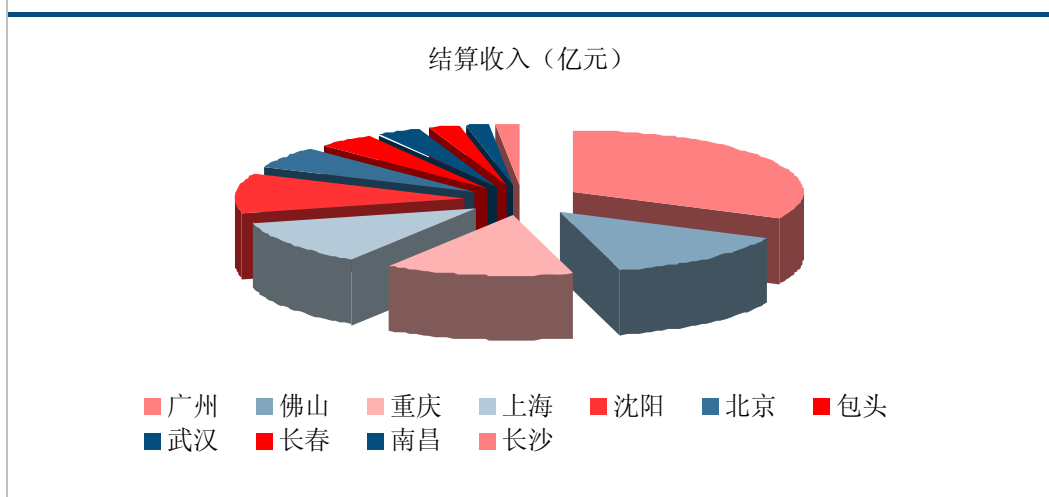


大股东保障战略扩张，防御区域风险

表 3：保利地产近 3 年新增项目情况

年份	新项目数量(个)	新项目可建面积(万 m²)
2006	11	311
2007	21	639.6
2008	12	594
2009-05	1	31.55

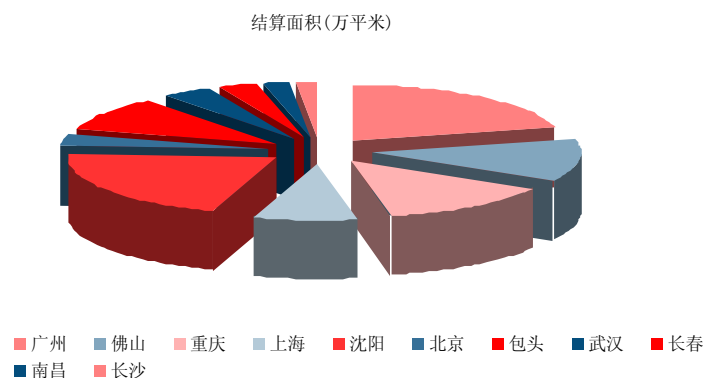
图 7：公司 2008 年结算收入按地区分布



保利 2008 年新增项目 12 个，均以出让底价获得，土地成本 1031 元/平方米，比 2007 年下降 55.56%。由于大股东保利集团大力支持，保利地产拿地的方式多种多样，除了参加“招拍挂”等公开转让方式，还经常通过合作开发、协议转让方式获得不少优质开发项目。公司经常能在中心城市的核心地段以非常合理的价格拿到优质地块，使公司具备良好的成本优势，这种资源优势是其他房地产公司无法比拟也不可复制的。

图 9：公司结算面积按地区分布

单位：万平方米



非公开增发股份，加速项目建设；丰富土地储备增加公司成长性

证监会已批准公司非公开发行股份，发行数量合计不超过发行前该公司总股本的 20%，即 63760 万股，发行价格不低于 15.89 元/股，募集资金不超过 80 亿元，用于旗下在建的 8 个地产项目。

自公司登陆 A 股市场以来，股票融资 88.33 亿元，发行公司债 43 亿元，加上此次不超过 80 亿元的融资，公司累计融资额将高达 211 亿元，远远超越同行业上市公司。持续的融资能力加强了公司成长性，大大加速了公司的全国性扩张。

截至 2009 年 5 月，公司（600048）规划建筑面积土地储备（含在建）2500 万平方米。按照目前的开发能力，这些土地储备能满足公司约 5 年的开发。

盈利预测及估值

表 4：公司土地储备及结算情况

项目名称	类别	状态	公司权益	计划总投资	规划总建筑面积	竣工时间	09 年结算	10 年结算	11 年结算
广州保利中心	写字楼	在建	100%	66688	197482	2009	52227	43576.5	43576.5
广州林海山庄	住宅	在建	100%	72117	222895	2009	109714	25913.5	10365.4
广州保利心语花园	住宅	在建	51%	106783	246138	2009	125668	18431.91	18431.91
广州保利康桥	住宅	在建	26%	39018	107535	2008	12443.418		
广州紫薇花园	住宅	在建	50%	52294	143408	2009	11784.3	23568.6	3928.1

上市公司动态报告

广州保利 V 座	写字楼	在建	51%	102345	204960	2011		31358.88	
广州中环广场	商住	在建	100%	164548	286700	2010		76330.8	76330.8
广州林语山庄	住宅	在建	60%	141617	297760	2008	57373	13686.96	17108.7
南海保利水城	商业	在建	100%	254379	575782	2010		191815	138228.12
广州天利广场	商住	拟建	51%	57866	78563				
广州世贸中心	写字楼	在建	51%	390549	537099	2010		111041.06	76962.06
南海保利花园	住宅	在建	100%	278632	591250	2009	207927	114996.9	114996.9
广州 A4 项目	写字楼	拟建	51%	78049	72420	2012			
广州保利香雪山	住宅	在建	100%	203000	312366	2009	131880.1	77351.1	77351.1
广州西子湾	住宅	在建	100%	96416	200010	2009	146173	21534.8	26918.5
广州天河科贸园项目	住宅	拟建	100%	46306	73071				
广州番禺石楼项目	住宅	拟建	100%	78315	166526				
佛山顺德保利合园	住宅	在建	100%	80767	273440	2011			82032
广州西海岸	住宅	拟建	100%	739600	573891				
佛山保利星座	住宅	拟建	100%	56696	117089				
广州好望角	住宅	拟建	100%	22671	37368				
广州保利增城荔城项目	住宅	在建	51%	36979	113332	2010		17339.796	17339.796
广州昌岗中路项目	住宅	拟建	51%	37600	33495				
北京垄上别墅	住宅	在建	80%	183175	335000	2009	30055.2	30055.2	30055.2
北京百合花园	住宅	在建	100%	172661	173897	2009	77779	38447.2	48059
北京西山林语	住宅	在建	100%	848005	888370	2011			331728.6
北京保利蔷薇苑	住宅	在建	100%	41500	74667	2007	15459.3	1717.7	
北京香槟花园	住宅	在建	100%	45182	51069	2009	46503	4109.4	456.6
北京保利嘉园	住宅	在建	100%	183298	401433	2010		215606	55748.1
上海十二橡树庄园	住宅	在建	90%	57400	110128	2008	25438	9955.44	9955.44
上海香槟苑	住宅	在建	77%	110521	111789	2010		41106.206	21089.206

上市公司动态报告

上海海上五月花	住宅	在建	100%	201491	341942	2010		131019	63276.9
上海保利叶上海	住宅	在建	100%	582778	704113	2014			
上海西子湾	住宅	在建	85%	221703	371907	2010		128743	62006.82
上海保利林语溪*	住宅	在建	100%	158911	193388	2011			58016.4
上海陈富路项目*	住宅	拟建	50%	321193	403913				
武汉保利花园	住宅	在建	100%	102000	498194	2007	38794	38794	
武汉十二橡树庄园	住宅	在建	100%	98245	370000	2009	56541.6	84812.4	113083.2
武汉心语花园	住宅	在建	100%	282217	738251	2010		178992	167777.7
武汉保利圆梦花园	住宅	在建	70%	488777	1706849	2012			
重庆高尔夫花园	住宅	在建	100%	306003	651900	2009	137496	113072.4	113072.4
重庆香槟花园	住宅	在建	100%	150299	589500	2009	176653.6	59146.4	73933
重庆国宾上院	住宅	在建	100%	28756	71766	2008	55216	13240	3310
重庆金岛花园	住宅	拟建	100%	18055	77330	2011			23199
重庆艺校项目*	住宅	拟建	100%	70661	219811				
重庆二棉项目*	住宅	拟建	100%	55884	197956				
沈阳百合花园	住宅	在建	50%	89156	309938	2009	91050	16462.6	20578.25
沈阳保利花园	住宅	在建	60%	262250	901918	2010		249104.5	96890.16
沈阳上林湾	住宅	在建	92%	193647	420000	2009	112682	84819.768	84819.768
沈阳十二橡树庄园	住宅	拟建	100%	55425	117000				
沈阳心语花园	住宅	在建	100%	221019	585624	2009	179208.9	174177.9	174177.9
丹东宾馆沟项目*	住宅	拟建	47%	141375	525868				
湖南洞庭东岸	商住	在建	80%	39759	111323	2009	74562	17645.28	11763.52
湖南保利花园一期	住宅	在建	80%	26451	99603	2009	71227	9080.32	13620.48
闽峰云墅	住宅	在建	100%	79729	143580	2009	38554.8	28315.8	28315.8
长沙保利花园二期*	商住	拟建	56%	84306	259876				
长沙麓谷林语*	住宅	在建	80%	427732	1380545	2015			
包头百合花园	住宅	在建	55%	47937	220000	2008	104885.62	28455.24	42682.86
包头保利	住宅	在建	55%	267591	1029032	2010		172998.49	117854.39

花园									
包头香槟花园	住宅	拟建	55%	171386	497636				
长春保利净月项目*	住宅	拟建	100%	43473	250906				
长春保利罗兰香谷	住宅	在建	80%	205137	619328	2011			245179.64
成都保利公园198*	住宅	在建	85%	200458	671002	2011			185810.56
杭州保利东湾	商住	在建	100%	465400	848063	2011			185196.6
南昌铭雅欧洲城	住宅	在建	60%	204478	424061	2010	90497		79600.5
南昌湾里项目*	住宅	拟建	75%	336666	674000				
天津上河雅颂*	住宅	在建	100%	365846	895756	2013			
青岛百合花园*	住宅	在建	100%	111470	229000	2010	68700		68700
合计				11972641	25959812		2187295	2764660	3264886

根据我们的测算，公司在未来三年结算面积分别达到 218 万平方米、276 万平方米和 326 万平方米，对应每年净利润分别为 33.85 亿元、43.05 亿元和 50.85 亿元，如果按照增发 17% 的股本计算，则 09 年到 11 年 EPS 分别为 0.92 元，1.15 元和 1.36 元。公司目前 RNAV 为 15 元左右；考虑到公司是目前全国范围内的龙头公司，因此享受一定的龙头溢价，按照 25 倍市盈率计算，则公司合理价位在 23 元-28.75 元之间，维持对公司的增持评级。

表 5：公司利润表预测

百万元

	2008	2009E	增长率	2010E	增长率	2011E	增长率
营业收入	15520	17143	10.45%	21804	27.18%	25428	16.62%
营业成本	9188	14150	54%	16500	16.6%	18900	14.5%
销售费用	462	620	34.19%	943	52.09%	956	1.37%
管理费用	311	550	76.84%	645	17.20%	741	15.51%
财务费用	-33	-20	-39%	-70	250%	-40	-42.8%
营业利润	3836	4752	23.88%	6407	34.82%	7303	14.15%
利润总额	4023	4943	37.41%	6705	35.50%	7442	11.12%
归属于母公司所有者的净利润	2239	3385	51.18%	4305	27.17%	5085	18.11%
摊薄每股收益(元)	0.91	0.92		1.15		1.36	

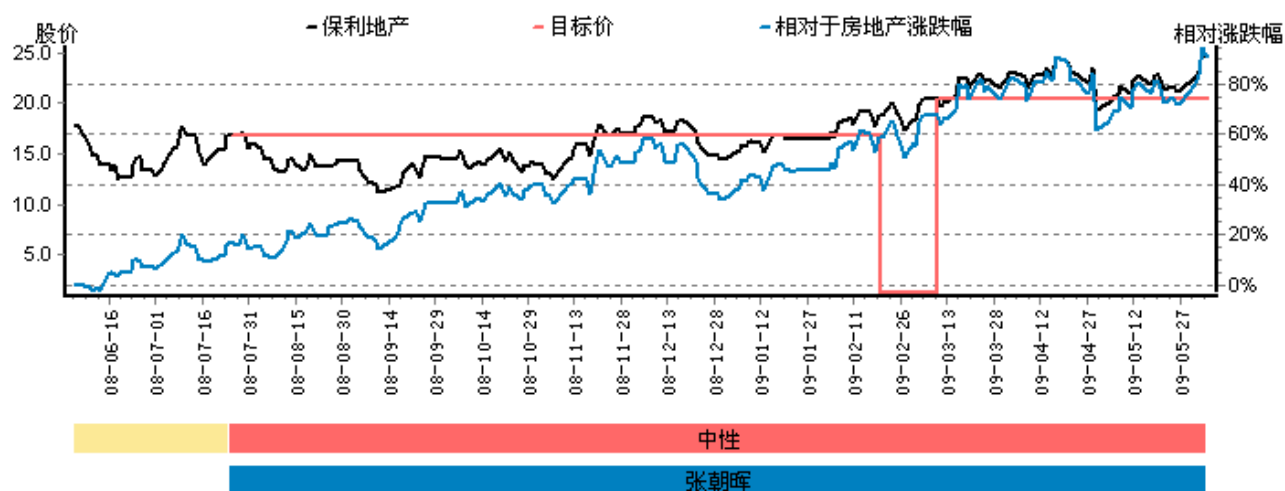
风险分析

1: 2007 年 8 月 23 日至 2009 年 3 月 18 日, 公司第一大流通股东华美集团及其董事长张克强通过上海证券交易所竞价交易系统共减持 122,617,159 股保利地产股份, 所减持股份占公司总股本的 5.000%, 其中: 华美集团合计减持 104,399,661 股, 所减持股份占公司总股本的 4.257%, 张克强合计减持 18,217,498 股, 所减持股份占公司总股本的 0.743%。

本次减持后, 华美集团仍持有本公司股票 138,682,251 股, 占公司总股本的 5.655%, 张克强仍持有本公司股票 53,793,402 股, 占公司总股本的 2.193%。如果华美集团和张克强继续在二级市场上减持公司股票, 会在短期内对公司股价造成一定影响。

2: 广州保利西子湾项目目前涉及仲裁及诉讼, 虽然涉案金额不大, 但会对公司声誉造成一定影响, 从而影响保利其他楼盘的销售。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

张朝晖 房地产行业高级分析师 陈莹 房地产行业分析师 王康 房地产行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010