

上市公司动态报告

房地产开发

股权融资又有空间

伴随减免购房税费、调低房地产开发项目资本金比例、适度放宽二套房贷等中央和各地方政府一系列房地产调控政策的出台，2009 年的房地产开发和销售市场逐步回暖。国房景气指数止跌回升，商品房销售量价齐升，行业回暖带动公司房地产开发业务的业绩增长。尽管 2008 年北京写字楼市场受经济危机的影响，出现租售价格下滑、成交量下降、空置率持续攀升的态势，但公司出租和经营物业优越的地理位置为公司提供了稳定和优质的客户资源，使公司租赁和经营业务受经济危机的影响甚小。

截至 2009 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 49.1%，有息负债率为 45%，速动比率为 1.46。公司的较低负债率为公司创造了更多的债权融资机会。公司持有现金 84.64 亿元，每股经营现金净流量为 0.06 元，每股现金净流量 0.47 元，与万科、保利等市值前 15 位的其他公司比较，公司的资金较为充沛。公司发行不超过 56 亿元公司债券的申请已于 2008 年 11 月获得证监会发审委的有条件通过，目前正在办理之中，公司债权融资的成功将增强公司的资金实力。如此次债权融资成功，资产负债率的提高使公司的股权融资又有空间。资金短缺是目前困扰房地产上市公司的普遍问题，行业整合过程中，行业的机会将更多青睐于有能力融资的公司。公司充裕的资金增强了公司扩张能力，在房地产行业逐步走出低谷之时给公司的快速发展创造了有利条件。

截至 2009 年 6 月 15 日，公司有在建、拟建房地产开发项目规划建筑面积 589.76 万平方米，出租物业合计建筑面积约 19 万平方米，经营物业合计建筑面积约为 14.14 万平方米。不考虑公司西缘胡同项目、光电设备厂地块项目（因两项目无具体规划）和可出售金融性资产，公司每股 RNAV 为 15.73 元。我们预测公司 2009—2011 年全面摊薄每股收益分别为 0.49 元、0.66 元、0.76 元。以 25 倍的动态 PE 对公司进行定价，并综合净利润贴现法和市盈率法，我们维持对公司买入评级，6 个月内目标价为 15.73 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	5,595	6,367.08	8,735.76	9,845.20
主营收入增长率	32.76%	13.80%	37.20%	12.70%
净利润（百万）	1,039	1223	1,642.00	1,892.00
净利润增长率	42.34%	17.67%	34.26%	15.23%
EPS（元）	0.42	0.49	0.66	0.76
P/E	25.83	22	16	15

金融街（000402）

维持

买入

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

分析日期：2009 年 06 月 15 日

当前股价：10.82 元

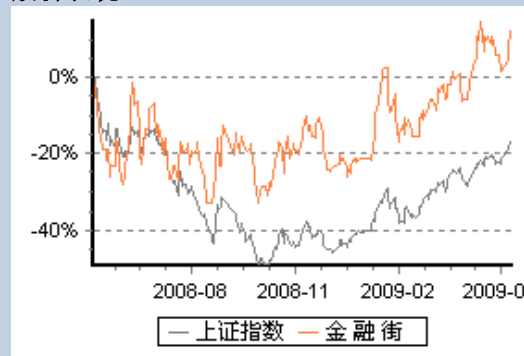
目标价格 6 个月：15.73 元

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
1.9/-3.3	27.3/-1.8	28.4/35.3
12 月最高/最低价（元）		11.60/6.43
总股本（万股）		248,121
流通 A 股（万股）		239,756
总市值（亿元）		268
流通市值（亿元）		259
近 3 月日均成交量（万）		4,722
主要股东		
博时价值增长证券投资基金		3.10%

股价表现

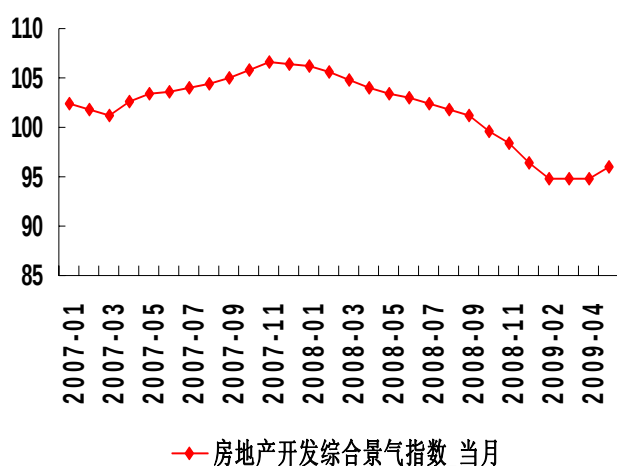


行业回暖带动公司房地产开发业务的业绩增长

国房景气指数止跌回升

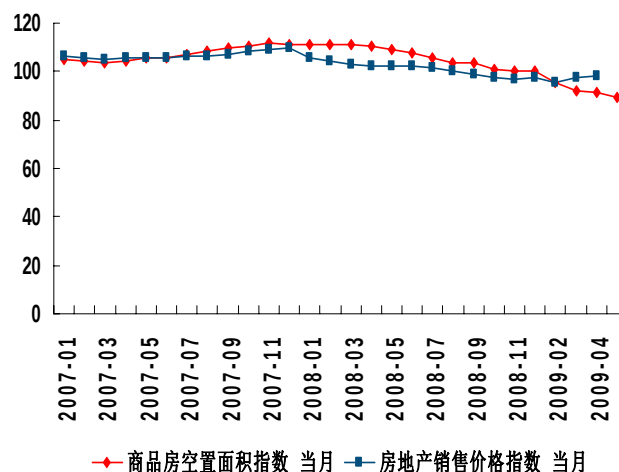
伴随减免购房税费、调低房地产开发项目资本金比例、适度放宽二套房贷等中央和各地方政府一系列房地产调控政策的出台，房地产开发和销售市场逐步回暖。2009年4月，全国国房景气指数结束了自2007年11月以来持续下跌的趋势，首次上涨了0.02个点，5月份更是延续了4月份的上涨，且环比涨幅加大，比4月份的94.76上涨了1.18个百分点，达到95.94。与之对应，商品房空置面积指数从2007年11月的111.97陆续下跌至89.05，而商品房销售价格指数从2007年11月的109.07持续下跌到2009年2月的95.76后，于2009年3月回升到97.43，4月份继续上升到98.3。这就说明，开发商的降价行为促进了商品房的销售，降低了商品房的空置面积，随着行业的回暖，商品房销售价格也随之上涨。

图 1：2007 年以来全国国房景气指数



资料来源：中经数据 中信建投证券研发部

图 2：2007 年以来全国商品房空置面积和销售价格指数



资料来源：中经数据 中信建投证券研发部

商品房销售量价齐升

中经数据统计，2009年1—5月，全国商品房销售面积和销售价格已由2008年全年的同比负增长转为正增长。其中2—5月的商品房销售面积（累计）同比增速分别为-0.3%、8.2%、17.5%、25.5%，商品房销售额（累计）同比增速分别为11.2%、23.1%、35.4%、45.3%，销售额的同比增速大于销售面积的同比增速说明2009年商品房的销售价格在逐步上涨。而且，2009年前5个月全国实现商品房销售面积2.46亿平方米，销售额11389亿元，远远高于房地产销售最为火爆的2007年前5个月的销售面积（2.11亿平方米）和销售额（8060亿元）。2009年上半年商品房销售量价齐升，房地产行业逐渐走出低谷。

图 3：2007 年以来全国商品房销售情况（累计） 亿元，万 m²

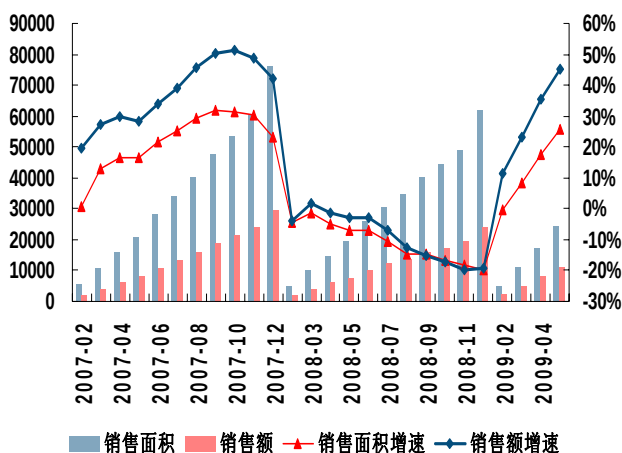


图 4：2007 年以来北京商品房销售情况（累计） 亿元， 万 m²

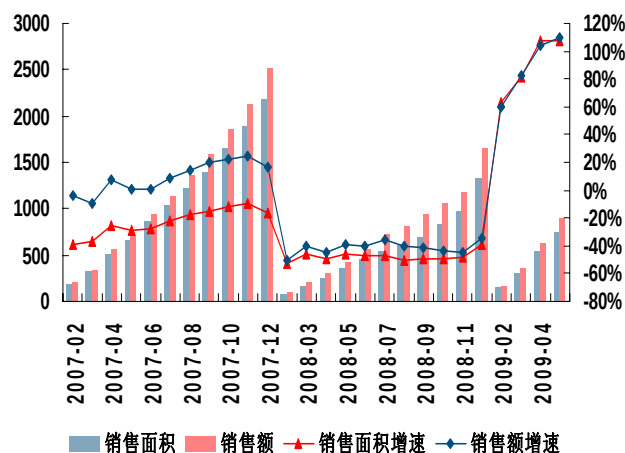


图 5：2007 年以来天津商品房销售情况（累计） 亿元，万 m²

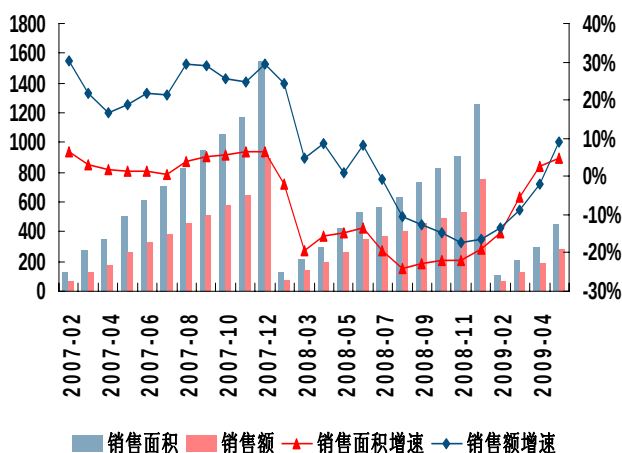


图 6：2007 年以来重庆商品房销售情况（累计） 亿元，万 m²

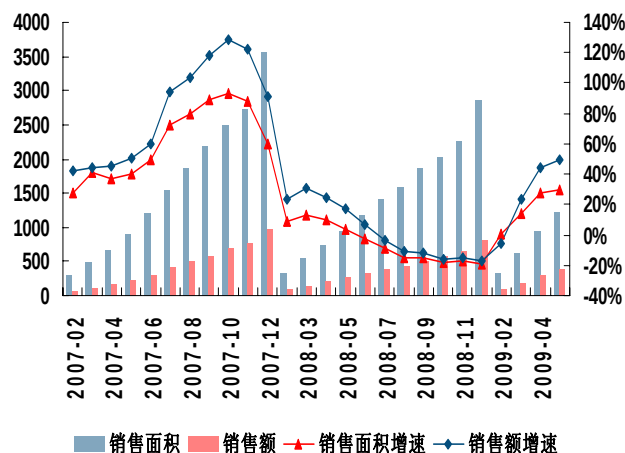


图 7：2007 年以来江西商品房销售情况（累计） 亿元，万 m²

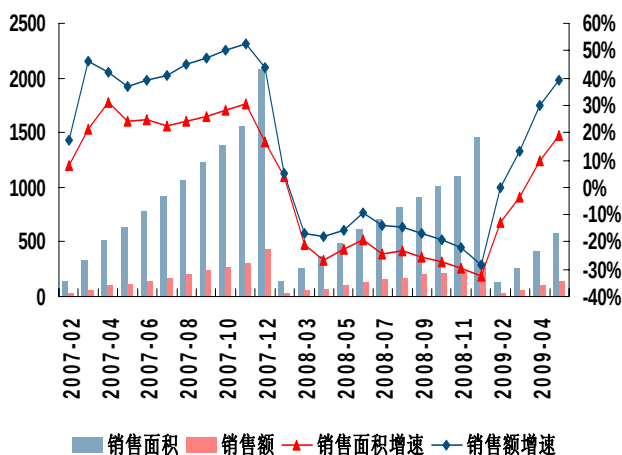
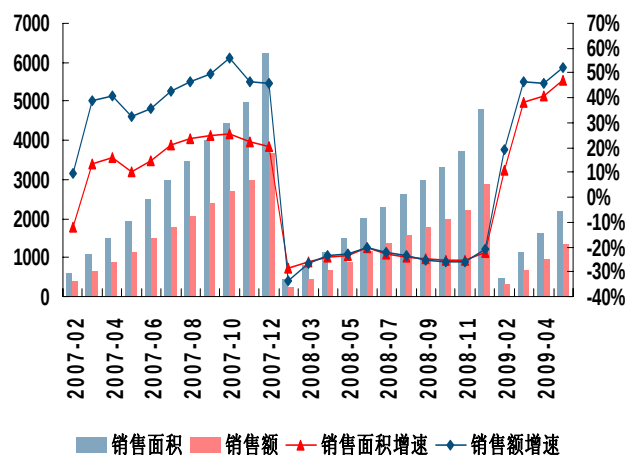


图 8：2007 年以来广东商品房销售情况（累计） 亿元，万 m²



资料来源：中经数据 中信建投证券研发部

资料来源：中经数据 中信建投证券研发部

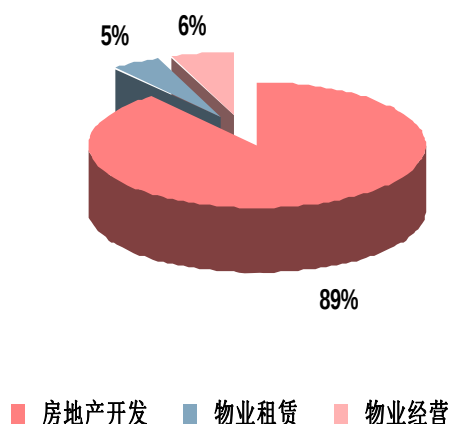
行业回暖助力公司开发业务

公司营业收入主要来自房地产开发、物业租赁和物业经营三大块，其中房地产开发业务是主要收入来源。2008 年，公司实现房地产开发营业收入 46.83 亿元，占主营收入的 89.19%；实现房地产开发营业利润 22.94 亿元，占营业利润的 87.92%。

公司的房地产开发业务主要集中北京、天津、南昌、重庆、惠州五地，截至 2008 年 12 月 31 日，公司拥有总建筑面积约为 622 万平方米的项目资源中，北京占 25%，天津占 9%，南昌占 12%，重庆占 13%，惠州占 41%。根据公司项目开发进度，公司 2009 年业绩的增长主要在于北京德胜凯旋大厦、德胜国际中心 C 栋、大屯项目、后沙峪项目、天津津门公寓、南昌紫金园和重庆马房湾项目、大学城项目、惠州项目的销售和结算情况。

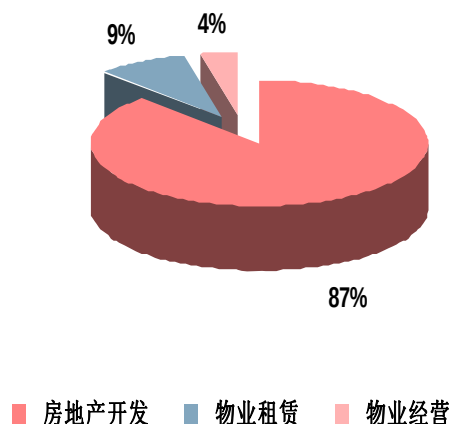
据中经数据统计，2009 年前 5 个月，北京商品房销售面积和销售额（累计）同比增幅分别高达 107.4%和 109.7%，广东省分别高达 47.1%和 52.5%，而重庆和江西的房价涨幅较大，二者商品房销售额同比分别增长 49.5%和 39.1%，远远高于商品房销售面积 29.6%和 18.8%的同比增幅。公司项目所在城市房地产市场的迅速回暖推动了公司商品房的销售，为公司 2009 年的业绩增长提供基础。

图 9：2008 年公司房地产开发业务占主营收入的比重



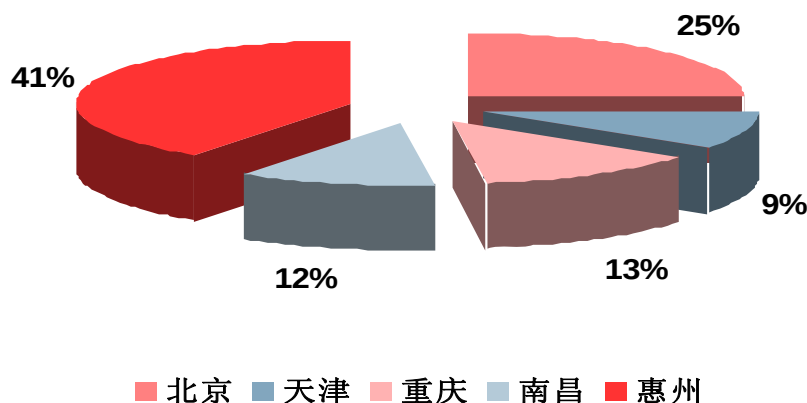
资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

图 10：2008 年公司房地产开发业务占营业利润的比重



资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

图 11：2008 年公司项目建筑面积城市分布情况



资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

公司物业租赁和经营业务受经济危机影响甚小

根据北京写字楼信息网的统计，2008 年北京写字楼市场出现租售价格下滑、成交量下降、空置率持续攀升的态势，其中外企集中的 CBD 地段四季度的写字楼空置率甚至达到了 35%，创五年内历史新高。除 2008 年写字楼同比增量供应的原因外，国际经济危机导致企业特别是出口型企业或外资企业利润下滑也降低了对写字楼市场的需求。尽管如此，公司的物业租赁和经营业务仍实现了收入和利润的双增长，其中物业租赁实现收入约 2.53 亿元，为公司贡献营业利润 2.22 亿元，物业经营实现收入约 3.14 亿元，为公司贡献营业利润 0.93 亿元，且物业租赁和经营业务的营业利润率同比也分别增长了 8.39 个和 1.02 个百分点。究其原因，主要是公司的投资性房地产（如金融街购物中心、金融街 C3 四合院、金树街餐饮及金融街区域部分写字楼等）和经营物业（金融街丽思卡尔顿酒店、金融街公寓和金融家俱乐部等）基本都处于北京金融街区域。金融街作为国家金融管理中心和北京的标志性区域，已有人民银行、证监会、保监会、银监会、工商银行、建设银行等 30 多家金融机构和 600 余家国内外企业在此落户，优越的地理位置为公司提供了稳定和优质的客户资源，使公司的物业租赁和经营业务受经济危机的影响甚小。

低负债率创造融资机会 充沛资金增强扩张能力

公司 2003—2007 年期间的资产负债率基本保持在 60%—70%之间，扣除预收账款后的有息负债率在 53%左右，略高于房地产上市公司的平均水平。2008 年 1 月，公司以 27.61 的价格公开增发 3 亿股成功，为公司补充 80 多亿元的现金，并使 2008 年期末的公司资产负债率下降至 46.1%，有息负债率下降至 44.8%。截至 2009 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 49.1%，有息负债率为 45%，速动比率为 1.46。公司的较低负债率为公司创造了更多的债权融资机会。

截至 2009 年 3 月 31 日，公司持有现金 84.64 亿元，每股经营现金净流量为 0.06 元，每股现金净流量 0.47 元，与万科、保利等市值前 15 位的（以 2009 年 6 月 12 日收盘价计算）其他公司比较，公司的资金较为充沛。2008 年 8 月 15 日，公司 2008 年第三次临时股东大会通过了公司发行不超过 56 亿元的公司债和 10 亿元的短期融资债的决议，2008 年 11 月 21 日，公司发行不超过 56 亿元公司债券的申请获得证监会发审委的有条件通过，目前公司发行公司债和短期融资债券事宜正在办理之中，公司债权融资的成功将增强公司的资金实力。而且，债权融资的成功不可避免提高了公司的资产负债率，拓宽了公司股权融资的空间。行业整合过程中，行业的机会将更多青睐于有能力融资的公司，即有融资需求和有能力融到资的公司。资金短缺是目前困扰房地产上市公司的普遍问题，而公司充裕的资金增强了公司扩张能力，在房地产行业逐步走出低谷之时给公司的快速发展创造了有利条件。

表 2：公司主要财务数据

指标名称	2005	2006	2007	2008	2008 一季度	2009 一季度
流动比率	1.86	1.44	1.61	3.05	2.51	2.89
速动比率	0.47	0.46	0.50	1.47	1.58	1.46
资产负债率	66.1%	64.4%	64.6%	46.1%	43.6%	49.1%
有息负债率	53.2%	52.4%	54.3%	44.8%	35.9%	45.0%
每股净资产(元)	3.28	3.71	5.59	5.87	10.30	5.93
每股息税前利润(元)	0.93	0.77	1.17	0.58	0.07	0.11
每股经营活动现金流量(元)	-0.02	0.15	-0.75	-2.07	-0.26	0.06
每股净现金流量(元)	-1.29	0.96	0.35	2.02	6.50	0.47
每股经营活动现金流量增长率	97.28%	936.81%	-600.00%	-176.00%	60.00%	123.08%
销售现金比率	-0.63%	4.72%	-19.30%	-91.63%	-46.99%	49.80%
净资产收益率(摊薄)	18.10%	13.38%	33.22%	7.14%	0.49%	1.08%
销售毛利率	39.33%	36.83%	44.10%	49.96%	34.35%	56.74%
销售净利率	21.09%	14.78%	17.38%	18.57%	8.73%	54.29%
成本费用利润率	46.49%	33.01%	38.93%	43.54%	12.00%	92.24%
资产净利率	6.47%	5.55%	5.78%	4.82%	0.33%	0.56%
有形净值债务率	217.26%	190.29%	219.65%	92.51%	82.30%	104.17%
营业收入增长率	14.63%	73.88%	21.04%	32.76%	-61.45%	-62.31%
营业利润增长率	17.86%	39.19%	45.54%	-51.32%	-91.15%	158.60%
净利润增长率	31.51%	28.52%	36.33%	-48.10%	-88.00%	126.60%
存货周转率(次)	0.32	0.42	0.39	0.32	0.07	0.01
总资产周转率(次)	0.31	0.38	0.33	0.26	0.04	0.01

资料来源：聚源数据 中信建投证券研发部

表 3: 市值前 15 位房地产上市公司 2009 年一季度偿债能力和现金能力比较

元, 亿元

No.	股票代码	股票名称	流动 比率	速动 比率	资产 负债率	有息 负债率	销售 现金比率	每股经营活 动现金流	每股 净现金流	货币 资金
1	000002	万科 A	1.80	0.53	68.17%	46.23%	45.13%	0.34	0.63	269.22
2	600048	保利地产	2.62	0.64	71.90%	49.03%	57.17%	0.50	0.26	61.05
3	000024	招商地产	2.00	0.49	57.39%	47.52%	11.49%	0.06	-0.10	72.14
4	000046	泛海建设	2.76	0.62	57.06%	56.82%	-173.08%	-0.13	0.11	18.03
5	600663	陆家嘴	1.46	0.30	46.98%	22.24%	-267.11%	-0.19	-0.19	20.63
6	600383	金地集团	2.33	0.46	70.82%	51.67%	39.50%	0.34	0.27	53.74
7	600208	新湖中宝	1.79	0.60	66.17%	57.60%	4.17%	0.01	0.25	29.91
8	000402	金融街	2.89	1.46	49.06%	44.96%	49.80%	0.06	0.47	84.64
9	000718	苏宁环球	1.51	0.44	71.23%	40.43%	58.73%	0.16	0.33	15.80
10	600895	张江高科	1.11	0.60	51.13%	50.44%	-73.75%	-0.16	0.32	24.40
11	000031	中粮地产	1.65	0.49	63.62%	61.78%	46.46%	0.03	-0.04	12.16
12	600376	首开股份	1.54	0.43	82.50%	65.05%	-9.60%	-0.05	0.67	33.36
13	600748	上实发展	1.28	0.34	75.02%	73.85%	-35.59%	-0.13	-0.06	14.57
14	601588	北辰实业	2.27	0.71	65.16%	48.76%	13.93%	0.05	0.21	57.01
15	600657	信达地产	1.91	0.55	57.00%	42.65%	-52.62%	-0.07	-0.08	10.06

资料来源: 聚源数据 中信建投证券研发部

公司项目估值

截至 2009 年 6 月 15 日, 公司有在建、拟建房地产开发项目规划建筑面积 589.76 万平方米, 出租物业合计建筑面积约 19 万平方米, 经营物业合计建筑面积约为 14.14 万平方米。预计公司现有在建、拟建房地产开发项目为公司带来净利润 215.36 亿元, 公司出租和经营物业按目前盈利状况, 以 30 倍 PE 计算, 公司出租和经营物业贴现后估值为 39.46 亿元和 26.56 亿元。

表 4: 公司在建、拟建项目

万平方米 亿元

	项目名称	区域	权益	用途	开工	竣工	占地 面积	规划 建面	租售 单价	2009E 结算	2010E 结算	2011E 结算	毛 利率	总权益 净利润
1	金融街中心 (A5)	西城区	100%	办公	2008	2010	1.38	9.00	8 元	-	-	-	70%	22.92
2	金融街 E1 地块 (租)	西城区	100%	商业	未定	未定	1.40	1.90	8 元	-	-	-	70%	4.84
3	金融街 E2 地块 (租)	西城区	100%	商业	未定	未定	0.90	2.42	8 元	-	-	-	70%	6.16
4	金融街 E6 地块 (租)	西城区	100%	办公	未定	未定	0.75	6.24	8 元	-	-	-	70%	15.90
5	金融街 E6A 地块 (租)	西城区	100%	办公	未定	未定	0.71	5.93	8 元	-	-	-	70%	15.10
6	金融街 F7 二期 (租)	西城区	100%	商业	未定	未定	0.74	1.61	8 元	-	-	-	70%	4.11
7	大屯项目 (售)	朝阳区	100%	住宅	2008	2010	2.60	7.98	2.20	2.87	2.87	1.44	17%	0.28
8	德胜凯旋 (售)	西城区	100%	办公	2007	2009	1.20	8.33	2.10	6.75	0.75	0.00	67%	4.13
9	德胜国际中心 (C 售)	西城区	100%	办公	2005	2009	0.00	5.00	2.50	4.50	0.00	0.00	31%	1.50

上市公司动态报告

	德胜国际中心 (B/E 栋租)	西城区	200%	办公	-	2009	0.00	5.00	6 元	-	-	-	70%	19.09
10	北京后沙峪项目 (售)	顺义区	100%	别墅	未定	未定	16.32	6.53	1.50	0.00	2.94	2.94	36%	1.20
11	复兴门内 4-2#项目 (售)	西城区	100%	办公	2009	2012	1.98	16.00	2.80	0.00	2.88	4.32	31%	3.63
12	衙门口项目 (售)	石景山	75%	住宅	未定	未定	26.34	43.06	1.00	0.00	0.00	11.63	38%	4.23
13	西单美晟广场	西城区	100%	商办	未定	未定	1.23	11.12	2.80	0.00	5.00	5.00	28%	2.67
14	西缘胡同项目	西城区	100%	办公	未定	未定	0.00	0.50	-	0.00	0.00	0.00	-	0.00
15	光电设备厂地块	西城区	100%	商办	未定	未定	0.00	0.85	2.60	0.00	0.00	0.00	33%	0.24
16	天津津门项目 (售)	天津	100%	商住	2007	2009	2.03	15.63	2.00	5.13	6.41	1.28	46%	4.28
	天津津门项目 (租)	和平区	100%	酒商	2007	2010	1.07	8.84	4.5 元	-	-	-	70%	10.11
17	天津津塔项目 (售)	和平区	100%	商住	2007	2011	0.42	6.83	2.00	0.00	2.89	2.89	40%	1.53
	天津津塔项目 (租)	和平区	100%	商办	2007	2011	1.80	27.59	4.5 元	-	-	-	70%	39.65
18	重庆融城华府	沙坪坝	100%	住宅	2008	2011	14.57	24.49	0.40	4.41	7.71	9.92	36%	1.21
19	重庆马房湾彩立方	沙坪坝	100%	住宅	2008	2010	4.20	22.61	0.50	6.11	10.18	4.07	36%	1.40
20	重庆世纪中心 (售)	江北区	100%	公寓	2008	2011	0.75	4.00	0.80	0.00	2.52	1.08	79%	1.00
	重庆江北城 (租)	江北区	100%	酒办	2008	2011	2.37	29.61	3 元	-	-	-	70%	28.28
21	南昌紫金园一、二期	南昌	67%	住宅	2007	2008	5.20	7.15	0.47	6.44	0.00	0.00	36%	0.28
	南昌紫金园三期	南昌	67%	住宅	2009	2012	7.56	18.00	0.50	0.00	4.86	4.86	40%	0.82
	南昌紫金园四期	南昌	85%	住宅	2009	2011	11.47	21.60	0.55	0.00	5.83	11.66	44%	1.56
22	南昌金融大街	南昌	85%	商办	2009	2012	5.85	25.00	1.20	0.00	0.00	9.00	25%	1.60
23	惠州巽寮项目	惠东	70%	商住	2006	2015	359.66	246.95	0.70	8.22	11.11	11.11	45%	17.66
总计							589.76							215.36

资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

表 5：公司出租、经营物业情况

	项目	区域	权益	用途	建筑面积 (万平方米)	比重
1	金融大厦	阜城门内	100%	办公	1.28	6.75%
2	G1 金阳大厦	金融街	100%	办公	1.06	5.59%
3	C6 通泰大厦	金融街	100%	办公	0.12	0.62%
4	B5 富凯大厦	金融街	100%	办公	1.93	10.14%
5	C7 国企大厦	金融街	100%		0.04	0.20%
6	C3 四合院	金融街	100%	商业	0.21	1.10%
7	金融街购物中心	金融街	100%	商业	8.90	46.84%
8	金树街项目	金融街	100%	商业	0.90	4.72%
9	嘉年华项目	重庆	100%	商业	1.44	7.58%
10	紫金园	南昌	67%		0.54	2.83%

11	其他（车位及配套）	金融街	100%	车位及配套	2.59	13.63%
出租物业合计					19.00	
1	丽思卡尔顿酒店	金融街	100%	酒店	4.11	29.09%
2	金融街公寓	金融街	100%	公寓	5.07	35.88%
3	金融家俱乐部	金融街	100%	商业	0.60	4.24%
4	惠州喜来登酒店	惠东县	70%		4.35	30.79%
经营物业合计			100%		14.14	

资料来源：公司公告 中信建投证券研发部

投资评价和建议

截至 2009 年 6 月 15 日，不考虑公司西缘胡同项目和光电设备厂地块项目（因两项目无具体规划），预计公司在建、拟建项目给公司带来权益内净利润分别为 215.26 亿元（设在建拟建项目部分出租部分出售），综合公司现有出租物业和自持物业，以现有 24.81 亿股股本计算，不考虑公司可出售金融性资产，公司每股 RNAV 为 15.73 元。

根据我们对公司在建、拟建项目的结算预测（见表 4），公司 2009 年、2010 年、2011 年全面摊薄每股收益分别为 0.49 元、0.66 元、0.76 元，同比增长率分别为 17.67%、34.26%、15.23%。聚源数据统计，目前房地产上市公司的平均 PE 为 40 倍，根据我们对房地产行业 2009 年净利润同比增长 15—20% 的预测，考虑目前的投资环境，以 25 倍的动态 PE 对公司的定价为 12.25 元。

如前所述，未来房地产行业的竞争中，有融资能力的公司将获得更多的发展机会。公司较好的融资条件和融资能力将有助于公司在房地产行业整合中脱颖而出，因此我们维持对公司的买入评级，6 个月内目标价为 15.73 元。

表 6：公司利润表预测

百万元

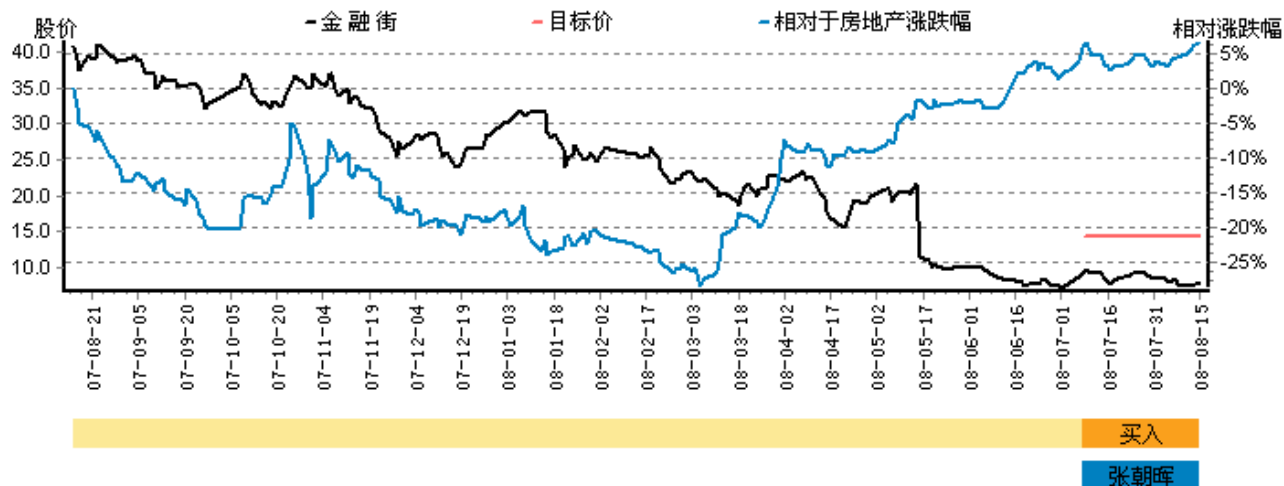
	2008	2009E	增长率	2010E	增长率	2011E	增长率
营业收入	5,595.08	6,367.08	13.80%	8,735.76	37.20%	9,845.20	12.70%
营业成本	2,799.69	3,420.29	22.17%	4,725.75	38.17%	5,344.82	13.10%
销售费用	132.32	98.43	-25.61%	135.05	37.20%	152.34	12.80%
管理费用	300.04	368.41	22.79%	505.46	37.20%	570.16	12.80%
财务费用	22.52	146.48	550.45%	200.98	37.21%	226.71	12.80%
营业利润	1,371.00	1,918.47	39.93%	2,599.13	35.48%	2,908.43	11.90%
利润总额	1,417.10	1,947.26	37.41%	2,638.64	35.50%	2,952.90	11.91%
归属于母公司所有者的净利润	1,039.38	1223	17.67%	1,642.00	34.26%	1,892.00	15.23%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.49		0.66		0.76	

风险分析

随着金融街的规模开发逐渐步入尾声，公司的房地产开发业务开始向金融街以外的区域和省市发展，但相对金融街的地理位置和功能定位而言，公司在南昌、重庆、惠州等地开发的项目远远不及金融街。

金融街的西扩给公司提供了新的发展机会，但目前西城区国资委控股了两家房地产上市公司，而且，在现行的土地出让等政策下，公司能否获取金融街区域拓展业务尚存在一定不确定性。

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 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 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

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	浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-2288
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-1551