



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010年1月13日

房地产

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

上调至审慎推荐

冠城大通(600067.CH)

业绩进入快速增长长期

投资提示:

我们上调冠城大通评级至“审慎推荐”，主要基于：1) 公司09年超预期的销售表现，未来将继续受益于北京市场向好；2) 长期增长潜力有望提升；3) 目前估值具有一定吸引力，而近期的股价下调已经消化了较多的09年业绩可能低于市场预期的风险。

理由:

1) **09年全年销售超出我们预期约25%**：我们预计公司全年将实现销售将超过73亿元，高于我们之前57~60亿元的销售预测。超预期的销售表现主要来自于公司的主力项目太阳星城·火星园约18.4亿元的销售收入。

2) **受益于北京市场向好**：我们认为，一线城市核心地段的土地供应依然是呈长期偏紧趋势，随着北京四环以内核心地段的住宅用地去化，公司太阳星城项目作为北京四环以内唯一整体开发的大盘，其销售表现未来有望继续超预期。

3) **公司长期增长潜力有望提升**：随着公司回归福州拿地，我们认为，在北京市场土地获取难度日益加大的情况下，公司未来可能依托丰富的现金资源，转向当地人脉资源丰富、市场理解深刻的福州及北方其他城市市场化拿地从而提升公司持续经营的能力，消除市场对其土地储备不足的担忧。

4) **估值有吸引力，对10年NAV折让17%**：盈利预测上调及NAV值估计更新之后，公司股价对应10年市盈率为14.3倍，较10年底NAV折让17%，在我们覆盖的A股公司中处于相对低位，已经具备一定估值吸引力。

估值:

我们基于最新的项目信息更新了公司09及10年底NAV值至每股15.04元及每股16.01元。由于公司未来两年的主力结算项目太阳星城销售好于我们预期，我们上调10年及11年公司盈利至每股0.93元及每股1.40元。考虑到公司良好的预售表现、长期增长潜力的提升以及较为合理的估值水平，我们上调公司的评级至“审慎推荐”。

风险:

09年业绩可能低于市场预期；北京市场系统性风险。

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	4,625	4,486	4,275	8,572	6,861
(+/-)	19%	-3%	-5%	101%	-20%
营业利润	315	309	377	838	1,229
(+/-)	11%	-2%	22%	122%	47%
净利润	207	174	245	571	859
(+/-)	14%	-16%	41%	133%	51%
每股盈利(元)	0.34	0.28	0.40	0.93	1.40
(+/-)	14%	-16%	41%	133%	51%
市盈率	39.4	46.9	33.3	14.3	9.5
市净率	6.9	4.8	4.1	3.3	2.5
EV/EBITDA	37.8	41.6	28.1	14.0	9.2
净资产收益率	21.9%	12.0%	14.8%	26.9%	30.4%
现金分红收益率	23.2%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%

股票信息

	A股
当前股价	人民币13.29
股票代码	600067.CH
日成交量(百万股)	18.17
52周最高价/最低价	人民币18.2/4.26
发行股数(百万股)	613
其中:流通股(百万股)	515
总市值(百万元)	8,147
主要股东(持股比例)	福建丰裕投资有限公司(22.87%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600067.CH]	+2.23	-24.06	+0.53	-5.00
[market index]	-1.49	+0.01	+14.98	+0.48
[sector index]	-2.67	-9.21	-1.43	-3.20

最近估值走势



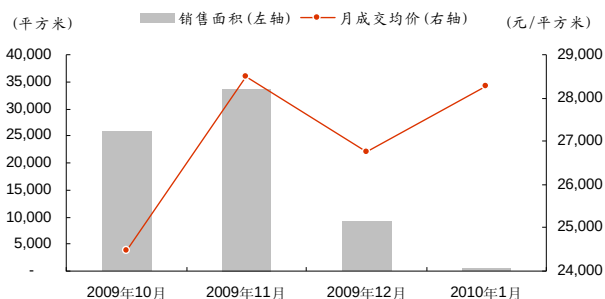
资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

预计 09 年销售额将超 73 亿元，好于预期

我们预计公司全年销售将超过 73 亿元，高于我们之前 57~60 亿元的销售预测。超预期的销售表现主要来自于公司的主力销售项目太阳星城·火星园及名敦道 A2 写字楼项目的整售。考虑到太阳星城·火星园及名敦道项目多数楼宇已经竣工封顶，良好的销售表现将有望直接增厚公司 10 年业绩。

- 火星园后续销售达 18.4 亿元，超出预期：**受益于北京市场持续旺销，公司于 9 月、10 月主推的北京太阳星城·火星园（B 区）9、11、12 号楼年末获得超预期的销售表现，根据易居数据库及北京房地产交易管理网的成交信息，火星园 10-12 月份录得成交额约 18.4 亿元，平均成交均价约 2.67 万元/平米。

图表 1：太阳星城·火星园月度销售数据



资料来源：CRIC 数据库、北京房地产交易管理网、中金公司研究部

图表 2：火星园 9-12 号楼至今销售情况

楼盘	已备案面积 (平米)	预售证面积 (平米)	销售率	销售均价 (元/平米)
B 区 9、12 号楼	39,411	45,150	87%	25,799
B 区 11 号楼	22,855	29,974	76%	30,904

资料来源：北京房地产交易管理网、中金公司研究部

- 整售名敦道 A2 写字楼带来 4.88 亿元回报，平均售价约 1.7 万元/平米：**公司于 11 月 12 日公告其控股子公司北京鑫阳房地产开发公司将冠城·名敦道项目 A2 楼以及部分位于 A 区 1 号楼和 3 号楼下的车库作价 4.88 亿元出售给山西银源煤焦开发公司，其中 A2 号写字楼平均售价约 1.68 万元，合同约定 A2 写字楼将于 2010 年 12 月底前交付。

图表 3：预计 09 年实现销售收入 73~76 亿元

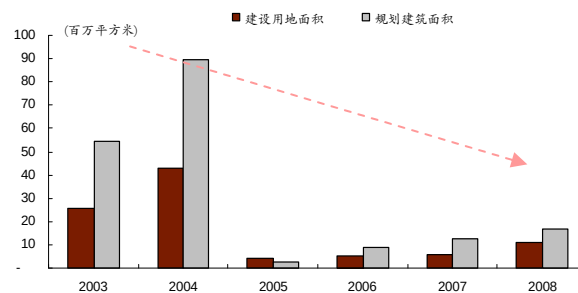
项目	销售金额 (亿元)	备注
冠城·名敦道 A 区 A1 写字楼及车位	3.76	2.55 万平米+200 车位
冠城·名敦道 A 区 A2 写字楼及车位	4.88	2.7 万平米+190 车位
冠城·名敦道 A 区 A3/A6/A8	8.73	共计销售 7.4 万平米
名敦道项目小计	17.4	
冠城·太阳星城 B 区火星园 1-8 号楼及写字楼	20.6	住宅 16.59 万平米+写字楼 5.15 万平米
冠城·太阳星城 B 区火星园 9、12 号楼	18.4	预计销售 6.87 万平米，均价 2.67 万/平米
冠城·太阳星城 C 区凯德项目	12.1	预计 09 年达到预售条件
太阳星城项目小计	51.1	
其他	5~8 亿元	其中，预计江苏项目贡献 4~5 亿元左右
合计	73~76 亿元	

资料来源：CRIC 数据库、公司公告、中金公司研究部

继续看好北京房地产市场

我们继续看好北京市场：我们认为，一线城市核心地段的土地供应依然是呈长期偏紧趋势，以北京 2010 年的供地计划为例，全年 3000 万平米规划建面的用地供应，约一半的计划土地供应为位置相对偏远的保障性住房用地，仅有 26 公顷的经营性用地集中在城四区，核心区域的有效供应依然不足。

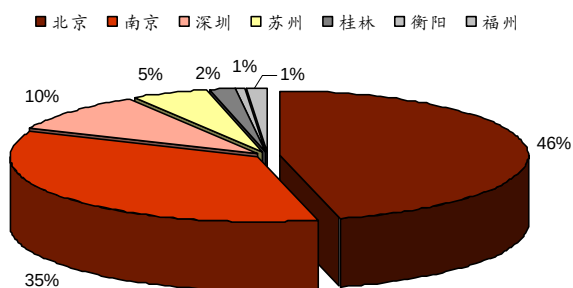
图表 4：北京市土地供应长期依然偏紧



资料来源：北京统计局、北京土地交易管理中心、中金公司研究部

公司将持续受益于北京市场向好：随着北京四环以内核心地段的住宅用地去化，公司近两年的主要盈利贡献项目——太阳星城作为北京四环以内唯一整体开发的大盘（B、C 两区合计未结算面积约 70 万平米，占公司北京地区储备的 65%），在太阳宫区域具有较大的稀缺性及较好的区域定价权，因此，我们认为其销售表现未来有望继续超预期。

图表 5: 240 万平方米土地储备中, 46%集中在北京



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

长期增长潜力有望提升

公司近日公告以 4.03 亿元的价格竞得福州市 2009-33 号地块的土地使用权, 建筑面积约 2.68 万平米, 楼面地价约 1.5 万元/平米。目前周边住宅项目销售均价在 1.6~1.8 万元/平米, 预计公司在该项目实现盈利难度应该不大。

我们同时注意到此次的招拍挂是公司在福州继 06 年 4 月以 2 亿元收购华事达股权获得鼓楼庭院项目之后的又一动作, 且为公司第一次以市场化行为单独拿地 (之前月亮湾地块为关联方合作拿地), 在北京市场土地获取难度日益加大的情况下, 我们认为, 公司未来有望依托其充足的现金资源, 在人脉资源丰富、市场理解深刻的福州或北方城市招拍挂拿地, 从而提升公司长期增长潜力。

图表 6: 福州 2009-33 号地详细情况

项目主要规划指标	
项目地址	鼓楼区, 井大路以西, 实验小学以北
用地面积	5,359 m ²
容积率	5.00
总建筑面积	26,795 m ²
土地属性	住宅、商业
成交信息	
成交总价	40,300 万元
楼板价	15,040 元/m ²
备注	商业建筑面积不超过 4000 平米

资料来源: CRIC 数据库, 公司公告, 中金公司研究部

图表 7: 地块周边楼盘销售情况

项目名	项目位置	预售日期	销售状态	销售均价 (元/平米)
恒力城	鼓楼区, 二环内, 距离 33 号地约 500m	2009-10-18	正在预售	16,000 - 18,000
基里阁	鼓楼区, 二环内, 距离 33 号地约 500m	2008-5-17	已售罄	15,000 - 16,000

资料来源: CRIC 数据库, 中金公司研究部

上调公司 09、10 年每股 NAV 值至 15.04 元及 16.01 元

我们对于公司项目情况进行了更新, 在折现率为 10%, 年均房价上涨 5% 的假设前提下, 我们计算得到的公司 09、10 年底每股净资产值分别为 15.04 元、16.01 元, 其中, 我们预计新购入的福州 2009-33 号地块将增厚 NAV 约 1%。

上调公司 10、11 年盈利预测; 上调评级至“审慎推荐”

公司 10、11 年的主力结算项目, 太阳星城 B 区火星园销售超出我们预期, 因此我们对调整了对于公司 B 区火星园结算进度的预测, 预计该项目 10 年、11 年将分别贡献收入 12.6 亿元及 16.5 亿元。同时, 我们相应上调公司 10 年、11 年盈利预测 12% 及 11% 至 5.7 亿元及 8.6 亿元, 对应每股盈利 0.93 元及 1.40 元。

图表 8: 盈利预测调整

		2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	调整前	4,275	7,944	6,531
	调整后	4,275	8,572	6,861
	(+/-)	0.0%	7.9%	5.0%
净利润 (百万元)	调整前	245	510	772
	调整后	245	571	859
	(+/-)	0.0%	12.0%	11.3%
摊薄每股盈利 (元)	调整前	0.40	0.83	1.26
	调整后	0.40	0.93	1.40
	(+/-)	0.0%	12.0%	11.3%

资料来源: 中金公司研究部

基于调整后的盈利预测, 公司当前股价对应的 09、10 年市盈率分别为 14.3 倍及 9.5 倍, 对 10 年净资产值有 17% 的折让, 估值水平处于板块相对低端。我们认为公司主要项目太阳星城及冠城·名敦道项目地处北京核心地段, 具有较大稀缺性, 重估价值较高, 且长期有望受益于北京市场向好, 同时考虑到经历前期股价调整后, 公司估值已经具备一定吸引力, 因此, 上调公司的投资评级至“审慎推荐”。

主要风险:

09 年业绩可能低于市场预期; 公司项目进展低于预期, 从而导致业绩难以充分释放; 北京房地产市场系统性风险。

图表 9：项目收入分解

城市	开发类-所有项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	太阳星城F区	95%	107,500	29,111	26,200	16,000	477	302	2008-03	17,030	9,170	-	300	178	-
北京	太阳星城B区（1-8#及写字楼）	100%	94,500	241,556	217,400	7,799	2,052	666	2010-09	-	217,400	-	-	2,052	-
北京	太阳星城B区（剩余六栋）	100%	94,500	221,778	199,600	26,000	6,764	2,722	2011-09	-	39,920	49,900	-	1,256	1,648
北京	太阳星城C区-凯德	100%	56,900	79,800	79,800	12,529	1,210	534	2009-06	-	79,800	-	-	1,210	-
北京	太阳星城C区-太阳广场	100%	56,900	268,000	202,100	25,000	6,863	2,729	2011-10	-	-	40,420	-	-	1,284
北京	太阳星城E区	100%	45,900	9,176	7,800	16,000	139	97	2008-12	7,020	780	-	124	15	-
北京	冠城·名敦道	80%	50,500	256,222	230,600	11,000	3,303	1,857	2010-12	115,300	57,650	50,732	1,550	853	788
桂林	桂林清秀花园	75%	34,100	1,000	1,000	4,500	6	1	2008-12	-	100	150	-	1	1
桂林	桂林清秀庭院	75%	39,400	40,500	40,500	4,500	227	63	1900-01	4,050	8,100	16,200	20	44	93
福州	冠城鼓楼庭院	100%	58,700	5,600	5,600	4,500	32	9	2009-12	560	1,120	2,240	3	6	13
福州	2009-33号地块	100%	5,359	26,795	24,116	22,000	747	346	2009-12	-	-	-	-	-	-
衡阳	冠城江景	51%	6,100	7,400	7,400	2,800	27	6	2010-12	-	1,480	2,960	-	5	11
衡阳	朱陵阁	51%	2,300	7,800	7,300	2,800	26	5	2010-12	-	1,460	2,920	-	5	10
苏州	苏州宏业项目	100%	66,900	120,000	102,000	4,700	562	239	2008-12	40,800	51,000	10,200	211	290	61
南京	万盛世纪新城	80%	600,000	850,000	834,200	3,500	4,185	1,180	2013-09	-	41,710	58,394	-	177	260
深圳	深圳月亮湾项目	70%	49,600	240,000	205,700	12,000	3,376	1,180	2009-12	-	-	-	-	-	-
开发类项目合计			1,369,159	2,404,738	2,191,316	13,689	29,996	11,934		184,760	509,690	234,116	2,207	6,090	4,168

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 10：NAV 计算

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建 筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	太阳星城F区	95%	29,111	27,656	26,200	24,890	1.2%	287	2.4%
北京	太阳星城B区（1-8#及写字楼）	100%	241,556	241,556	217,400	217,400	9.9%	666	5.6%
北京	太阳星城B区（剩余六栋）	100%	221,778	221,778	199,600	199,600	9.1%	2,722	22.8%
北京	太阳星城C区-凯德	100%	79,800	79,800	79,800	79,800	3.6%	534	4.5%
北京	太阳星城C区-太阳广场	100%	268,000	268,000	202,100	202,100	9.2%	2,729	22.9%
北京	太阳星城E区	100%	9,176	9,176	7,800	7,800	0.4%	97	0.8%
北京	冠城·名敦道	80%	256,222	204,978	230,600	184,480	10.5%	1,485	12.5%
桂林	桂林清秀花园	75%	1,000	750	1,000	750	0.0%	1	0.0%
桂林	桂林清秀庭院	75%	40,500	30,375	40,500	30,375	1.8%	47	0.4%
福州	冠城鼓楼庭院	100%	5,600	5,600	5,600	5,600	0.3%	9	0.1%
福州	2009-33号地块	100%	26,795	26,795	24,116	24,116	1.1%	346	2.9%
衡阳	冠城江景	51%	7,400	3,774	7,400	3,774	0.3%	3	0.0%
衡阳	朱陵阁	51%	7,800	3,978	7,300	3,723	0.3%	3	0.0%
苏州	苏州宏业项目	100%	120,000	120,000	102,000	102,000	4.7%	239	2.0%
南京	万盛世纪新城	80%	850,000	680,000	834,200	667,360	38.1%	944	7.9%
深圳	深圳月亮湾项目	70%	240,000	168,000	205,700	143,990	9.4%	826	6.9%
总计			2,404,738	2,092,215	2,191,316	1,897,758	100%	10,936	92%

2. 土地一级开发

太阳星城D区	95%	201,700	191,615	201,700	191,615	100.0%	117	1.0%
		201,700	191,615	201,700	191,615	100.0%	117	1.0%

3. 漆包线业务

4. 长期投资(北京海淀科技园建设股份有限公司)								600	5.0%
--------------------------	--	--	--	--	--	--	--	-----	------

总计								11,920	
----	--	--	--	--	--	--	--	--------	--

09年底未付土地款(百万元)								403	
----------------	--	--	--	--	--	--	--	-----	--

净负债(净现金)(百万元)								2,295	
---------------	--	--	--	--	--	--	--	-------	--

净资产值(百万元)								9,222	
-----------	--	--	--	--	--	--	--	-------	--

摊薄股本(百万)								613	
----------	--	--	--	--	--	--	--	-----	--

2009E年每股净资产值(人民币)								15.04	
-------------------	--	--	--	--	--	--	--	-------	--

2010E年每股净资产值(人民币)								16.01	
-------------------	--	--	--	--	--	--	--	-------	--

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 11: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	1,618	2,211	3,897	4,625	4,486	4,275	8,572	6,861
主营业务成本	1,389	1,886	3,362	4,026	3,689	3,437	6,938	4,770
营业税金及附加	24	42	74	87	240	256	514	583
主营业务利润	205	282	462	511	557	581	1,119	1,507
营业费用	34	45	56	57	61	64	103	96
管理费用	41	51	69	66	79	77	129	117
财务费用	18	20	52	66	79	63	50	66
营业利润	112	166	283	315	309	377	838	1,229
税前利润	114	169	282	335	329	412	833	1,229
净利润	63	95	181	207	174	245	571	859
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	949	789	734	855	1,132	1,245	1,369	1,506
存货	1,104	1,170	3,090	3,932	4,627	5,553	6,108	6,719
货币资金	221	527	863	1,122	748	840	1,627	3,460
固定资产	287	420	436	439	446	428	410	391
应付款项	552	680	1,268	1,198	1,292	3,369	2,724	3,055
短期借款	489	540	1,648	2,851	2,670	1,670	2,170	2,670
股东权益	437	522	791	945	1,447	1,649	2,119	2,827
总资产	2,657	2,977	5,404	6,791	7,377	8,508	9,976	12,560
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-467	455	-601	-457	-334	1,391	-637	578
投资活动现金流	-118	-142	-357	-381	-109	16	-25	-27
筹资活动现金流	194	-7	916	1,144	70	-1,316	1,449	1,283
现金及现金等价物净增加额	-391	306	-42	306	-374	92	787	1,833
期初现金及现金等价物余额	612	221	527	485	791	417	509	1,296
期末现金及现金等价物余额	221	527	485	791	417	509	1,296	3,130
财务指标								
毛利率	12.7%	12.8%	11.8%	11.1%	12.4%	13.6%	13.1%	22.0%
股息收益率	0.0%	67.9%	10.3%	23.2%	17.6%	17.6%	17.6%	0.0%
资产收益率	2.4%	3.2%	3.3%	3.0%	2.4%	2.9%	5.7%	6.8%
净资产收益率	14.4%	18.2%	22.9%	21.9%	12.0%	14.8%	26.9%	0.0%
净现金/股东权益	248.1%	152.2%	230.2%	278.2%	210.1%	116.8%	125.7%	86.2%
每股净资产	0.88	1.14	1.61	1.91	2.79	3.21	4.03	5.25

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 12：可比公司估值

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 (百万美元)	权益储备 (百万美元)
			2010-1-12			2010-1-12	08A	09E	10E	11E	09-11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A	08A				
A股																													
侧重开发:																													
万科A	000002	推荐	10.3	n.a.	n.a.	110.2	0.37	0.50	0.67	0.83	28%	28.1	20.4	15.4	12.4	3.5	3.1	2.6	2.2	10.6	11.6	-3%	-11%	67%	33%	42.3	32.9		
金地集团	600383	推荐	13.4	n.a.	n.a.	33.2	0.34	0.55	0.80	1.10	41%	39.5	24.3	16.6	12.2	3.6	2.1	1.9	1.7	15.8	17.7	-15%	-24%	70%	81%	11.9	10.6		
金融街	000402	推荐	11.5	n.a.	n.a.	28.5	0.42	0.55	0.66	0.75	17%	27.5	20.8	17.4	15.3	2.0	1.8	1.6	1.5	15.4	16.2	-25%	-29%	46%	10%	7.0	6.3		
首开股份	600376	推荐	18.7	n.a.	n.a.	21.5	0.50	0.70	1.00	1.30	36%	37.7	26.6	18.7	14.4	5.4	2.3	2.0	1.8	24.0	27.3	-22%	-31%	82%	180%	10.4	8.3		
保利地产	600048	审慎推荐	21.3	n.a.	n.a.	75.0	0.64	1.00	1.20	1.35	16%	33.5	21.3	17.7	15.8	5.3	4.0	3.3	2.7	21.0	23.8	1%	-11%	71%	109%	29.0	22.1		
华发股份	600325	审慎推荐	17.1	n.a.	n.a.	14.0	0.80	0.96	1.04	1.14	9%	21.4	17.8	16.4	15.0	3.1	2.7	2.4	2.1	21.5	23.3	-20%	-27%	64%	56%	6.2	5.3		
北京城建	600266	审慎推荐	17.0	n.a.	n.a.	12.6	0.43	0.62	0.81	0.90	21%	39.8	27.5	21.0	18.8	3.5	3.1	2.6	2.2	19.0	20.4	-11%	-17%	66%	66%	3.8	3.3		
荣盛发展	002146	审慎推荐	18.1	n.a.	n.a.	16.2	0.41	0.65	0.95	1.31	41%	43.7	27.6	19.0	13.8	7.8	4.3	3.7	3.0	12.4	16.0	46%	13%	68%	74%	9.3	9.2		
栖霞建设	600533	审慎推荐	6.4	n.a.	n.a.	6.7	0.18	0.22	0.33	0.42	40%	35.5	29.3	19.5	15.0	2.6	2.4	2.1	1.9	6.4	7.2	-1%	-12%	58%	78%	2.8	2.3		
中华企业	600675	中性	14.1	n.a.	n.a.	15.3	0.43	0.59	0.68	0.73	12%	33.0	24.0	20.7	19.2	4.7	3.9	3.3	2.8	11.9	13.1	19%	8%	64%	79%	2.5	2.2		
阳光股份	000608	中性	12.2	n.a.	n.a.	6.5	0.05	0.47	0.49	0.44	-3%	230.7	26.0	25.1	27.6	3.7	3.2	2.9	2.6	9.8	10.6	25%	15%	63%	47%	2.4	2.1		
亿城股份	000616	中性	6.7	n.a.	n.a.	6.0	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	22.2	20.6	17.5	13.9	2.4	2.2	1.9	1.7	5.8	6.2	15%	7%	50%	24%	1.4	1.3		
大龙地产	600159	中性	19.0	n.a.	n.a.	7.9	0.01	0.72	0.96	1.32	35%	3,355.3	26.4	19.8	14.4	6.4	5.2	4.1	3.2	12.9	14.7	47%	29%	61%	80%	9.4	1.8		
冠城大通	600067	审慎推荐	13.3	n.a.	n.a.	8.1	0.28	0.40	0.93	1.40	87%	46.9	33.3	14.3	9.5	4.8	4.1	3.3	2.5	15.0	16.0	-12%	-17%	77%	210%	2.4	2.1		
平均值							29%	34.1				24.8	18.6	15.5	4.1	3.1	2.7	2.3	2%				-8%	64%	77%				
中位值							28%	34.6				26.0	18.7	15.0	3.6	3.1	2.6	2.2	-3%				-12%	64%	74%				
开发和持有:																													
浦东金桥	600639	推荐	13.4	n.a.	n.a.	9.5	0.33	0.40	0.46	0.54	16%	40.8	33.8	29.1	25.0	3.7	3.3	3.0	2.7	15.6	17.3	-14%	-23%	43%	43%	2.2	2.1		
陆家嘴	600663	中性	24.8	n.a.	n.a.	40.1	0.47	0.55	0.56	0.65	8%	52.6	44.9	44.3	38.4	5.5	4.9	4.4	4.0	18.4	18.8	35%	32%	47%	-26%	3.6	3.1		
中国国贸	600007	中性	11.3	n.a.	n.a.	11.4	0.35	0.30	0.32	0.43	20%	32.2	37.6	35.8	26.3	2.7	2.5	2.4	2.2	10.9	10.9	4%	4%	48%	74%	0.5	0.5		
平均值							15%	41.9				38.7	36.4	29.9	4.0	3.6	3.3	2.9	8%				5%	46%	30%				
中位值							16%	40.8				37.6	35.8	26.3	3.7	3.3	3.0	2.7	4%				4%	47%	43%				
B股																													
万科B	200002	推荐	9.3	16.1	73%	128.1	0.43	0.57	0.78	1.01	33%	21.9	16.3	12.0	9.3	2.8	2.4	2.1	1.8	12.1	13.4	-22%	-31%	67%	33%	42.3	32.9		
金桥B	900911	推荐	7.1	14.1	98%	11.1	0.38	0.45	0.53	0.65	20%	18.6	15.7	13.3	10.9	1.7	1.5	1.4	1.3	17.7	20.1	-60%	-65%	43%	43%	2.2	2.1		
陆家B	900932	推荐	14.7	17.5	19%	46.7	0.55	0.63	0.65	0.79	12%	26.8	23.4	22.6	18.7	2.8	2.6	2.4	2.1	20.9	21.8	-30%	-33%	47%	-26%	3.6	3.1		
平均值							26%	21.9				17.9	14.9	11.8	2.2	2.0	1.8	1.6	-39%				-45%	53%	20%				
中位值							26%	21.1				16.2	12.6	10.1	2.2	2.0	1.8	1.5	-38%				-43%	52%	31%				
H股																													
中国海外	688	推荐	16.5	22.9	39%	134.6	0.49	0.70	0.95	1.19	31%	33.8	23.7	17.3	13.9	4.1	3.3	3.0	2.5	14.4	17.6	14%	-6%	62%	47%	33.5	30.0		
华润置地	1109	推荐	16.7	24.0	44%	84.0	0.35	0.57	0.83	1.11	40%	47.7	29.3	20.1	15.0	2.5	2.3	2.1	1.8	18.4	20.0	-9%	-16%	49%	43%	27.7	26.4		
首创置业	2868	推荐	3.2	4.9	52%	6.6	0.22	0.25	0.31	0.44	33%	14.8	13.2	10.5	7.4	1.3	1.3	1.2	1.0	6.0	6.5	-46%	-51%	68%	71%	8.5	4.9		
绿城中国	3900	推荐	11.3	19.1	69%	18.5	0.52	0.63	1.00	1.73	66%	21.9	18.0	11.2	6.5	1.9	1.8	1.6	1.3	21.2	23.9	-47%	-53%	76%	140%	28.6	18.4		
远洋地产	3377	推荐	7.2	9.6	34%	40.3	0.27	0.31	0.45	0.63	42%	26.8	22.8	16.0	11.4	2.1	1.9	1.7	1.5	9.1	10.6	-22%	-33%	59%	33%	12.9	12.3		
方兴地产	817	推荐	2.8	3.7	34%	25.6	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%	30.9	21.1	17.0	21.8	2.3	1.7	1.6	1.5	4.4	4.7	-37%	-40%	60%	40%	1.8	1.5		
深控股	604	推荐	3.3	4.8	45%	11.6	0.20	0.25	0.35	0.51	43%	16.6	13.4	9.4	6.5	1.1	1.0	0.9	0.8	6.4	6.8	-49%	-52%	58%	66%	22.5	13.6		
雅居乐	3383	推荐	11.4	14.7	29%	40.8	0.42	0.66	0.94	1.23	37%	27.3	17.4	12.1	9.2	2.7	2.5	2.1	1.8	14.6	16.3	-22%	-30%	61%	35%	28.7	29.0		
富力地产	2777	中性	13.4	16.4	23%	43.1	0.73	0.88	1.19	1.67	38%	18.2	15.2	11.2	8.0	2.5	2.3	1.9	1.5	18.1	20.5	-26%	-35%	73%	123%	27.1	26.7		
世茂地产	813	中性	14.0	17.3	24%	49.5	0.36	0.92	1.16	1.49	28%	38.7	15.3	12.1	9.4	2.3	2.1	1.8	1.5	17.4	19.2	-20%	-27%	59%	66%	30.4	27.9		
碧桂园	2007	中性	3.0	3.4	14%	49.5	0.10	0.15	0.20	0.27	32%	30.9	19.8	15.3	11.4	2.2	2.1	1.9	1.7	3.6	4.3	-17%	-30%	61%	32%	45.2	45.0		
瑞安地产	272	中性	4.5	4.9	11%	22.4	0.51	0.33	0.32	0.35	4%	8.8	13.6	13.8	12.7	1.1	1.0	0.9	0.8	6.6	7.1	-33%	-37%	45%	36%	13.7	10.5		
龙湖地产	960	无评级	8.1	8.2	1%	40.6	0.04	0.22	0.50	0.76	84%	198.5	36.1	16.1	10.6	11.2	3.3	2.7	2.1	7.7	9.1	5%	-11%	88%	231%	18.3	15.3		
恒大地产	3333	无评级	4.0	3.6	-10%	60.2	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	353.2	126.5	12.5	10.6	9.7	4.4	3.2	2.4	3.0	4.0	32%	0%	80%	223%	50.5	47.1		
宝龙地产	1238	无评级	2.5	3.8	52%	10.2	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	26.5	9.5	7.0	6.2	4.4	1.8	1.4	1.1	5.0	5.4	-50%	-54%	76%	84%	7.6	7.5		
恒盛地产	845	无评级	3.3	4.5	36%	25.8	0.09	0.20	0.31	0.36	35%	35.8	16.5	10.8	9.1	24.1	2.1	1.7	1.4	4.6	5.3	-28%	-38%	93%	671%	13.5	13.5		
平均值							36%	27.1				19.0	13.3	10.6	3.4	2.2	1.9	1.5	-22%				-32%	67%	85%				
中位值							35%	27.1				17.4	12.3	10.0	2.3	2.1	1.7	1.5	-24%				-34%	61%	66%				

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。