



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

首次关注

2009 年 11 月 10 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

审慎推荐

荣盛发展(002146.CH)

三线城市发展，低成本快速扩张

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,366	1,744	2,029	3,272	4,668	6,979
(+/-)	14%	28%	16%	61%	43%	50%
营业利润	264	434	498	775	1,176	1,577
(+/-)	34%	65%	15%	56%	52%	34%
净利润	173	284	371	587	883	1,184
(+/-)	33%	64%	30%	58%	51%	34%
每股盈利(元)	0.19	0.32	0.41	0.65	0.99	1.32
(+/-)	33%	64%	30%	58%	51%	34%
市盈率	110.1	67.0	51.4	32.5	21.6	16.1
市净率	32.1	10.8	9.1	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA	73.2	45.0	40.3	24.5	17.0	13.3
净资产收益率	29.1%	16.2%	17.8%	15.7%	19.9%	22.1%
现金分红收益率	0.0%	28.1%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%

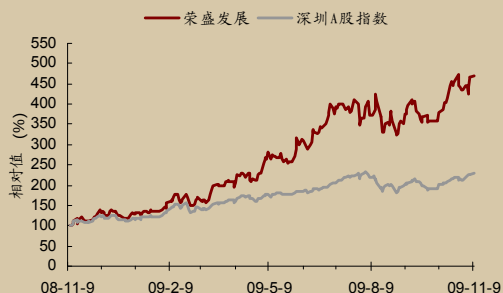
股票信息

A股	
当前股价	人民币21.28
股票代码	002146.CH
日成交量(百万股)	4.15
52周最高价/最低价	人民币21.6/4.28
发行股数(百万股)	896
其中:流通股(百万股)	156
总市值(百万元)	19,067
主要股东(持股比例)	荣盛控股股份有限公司(42.95%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[002146.CH]	+5.14	+23.86	+26.07	+291.90
[market index]	+6.75	+12.70	+1.53	+99.05
[sector index]	+6.87	+15.57	+2.80	+136.13

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

估值与建议: 首次关注, 给予“审慎推荐”的投资评级: 公司目前股价对应其 2010 年 NAV 溢价 33%, 10 年 P/E 21.6 倍, 已较为充分反映其快速周转和成本控制下的业绩高增长, 考虑到公司具有长期增长潜力, 我们给予“审慎推荐”的投资评级, 建议中长期持有。

投资亮点:

- 布局经济发展较好的三线城市:** 公司专注于环渤海及长三角三线城市, 03 年以来已成功在 6 省 13 市开发 27 个地产项目, 所进入的城市人口规模一般为 40-100 万, 人均 GDP 在 10000 元~20000 元、城市化率在 40%左右。这些区域具有很强的需求增长潜力, 公司发展空间大。
- 区域拓展能力强, 低成本快速扩张:** 公司的盈利模式是“高周转、快速规模扩张”, 其高周转依托的是公司突出的流程管理能力, 产品方面则秉持“单体大盘、产品复制”, 以成熟的阿尔卡迪亚项目推广到全国, 较低的土地成本和较好的成本及费用控制是公司扩张的优势。
- 土地储备规模大、成本低, 可满足 4 年快速发展:** 公司现有土地储备达到 925 万平方米 (其中权益土地面积达 922 万平方米), 平均土地成本 880 元/平米, 以每年 150 万方的开发速度估计, 现有土地储备将可满足公司 4 年左右的开发需要。

财务预测:

未来三年高增长, 年均复合增长率预计达 42%: 我们预计公司今年的销售收入将超过 50 亿元, 而将于今年结算 33 亿元, 因此预计将有约 20 亿留给 10、11 年, 公司 2009-2011 年间将会进入快速成长期, 预计 09-11 年每股盈利分别为 0.65 元、0.99 元及 1.32 元, 年均复合增长率预计将达 42%。

风险提示: 伴随着企业的快速扩张, 公司的管理、人才储备及成本控制能力将面临挑战。

目录

投资综述：三线城市发展，低成本快速扩张	4
概要	4
投资亮点	4
主要风险	4
公司简介：建筑起家，三线城市跨区域发展的民营地产商	5
投资亮点：6 省 13 市，深耕三线城市市场	6
投资三线城市/中等城市的逻辑	6
定位三线城市，成本控制、高周转是特色	6
跨区域拓展能力较强，但存在瓶颈隐忧	8
现有土地储备 925 万平米，成本低，规模扩张速度快	10
财务预测：09 年开始驶入高成长的快车道	13
09-11 年三年高速增长，年均复合增长率 42%	13
估值与建议	15
09 年、10 年 NAV 为 12.38 元/股及 15.96 元/股	15
首次关注给予“审慎推荐”投资评级	17
附录 1：主要进入城市分析	19
廊坊市场分析	19
蚌埠市场分析	21
石家庄市场分析	23
附录 2：主要项目一览	24

图表目录

图表 1：荣盛发展控股结构	5
图表 2：荣盛发展大事记	5
图表 3：公司布局的主要城市经济指标一览	6
图表 4：荣盛发展历史结算及销售均价	7
图表 5：2008 年中金公司覆盖地产上市公司 ROE 水平比较	7
图表 6：房地产上市公司 2008 年销售、管理、财务综合费用率比较	8
图表 7：阿尔卡迪亚项目一览	8
图表 8：公司项目单方结算成本控制相对较好	9
图表 9：荣盛发展项目资源分布	10
图表 10：荣盛发展土地储备占比	10
图表 11：荣盛发展 2009 年拿地与历史比较	11
图表 12：上市地产公司平均土地成本占售价比	11
图表 13：公司各地区土地成本及占售价比	12
图表 14：主营业务收入和净利润预测	14
图表 15：房地产结算面积和房地产销售收入预测	14
图表 16：项目收入分解	14
图表 17：资产值（Gross Asset Value）占比分解	15
图表 18：NAV 敏感性分析	15
图表 19：NAV 折现率计算	16
图表 20：NAV 拆分	16
图表 21：廊坊市人口分布及产业空间布局	19
图表 22：廊坊地区经济发展状况	19
图表 23：廊坊市房地产市场情况	20
图表 24：廊坊市住宅销售情况	20
图表 25：蚌埠市楼盘地图	21
图表 26：蚌埠人均 GDP 及增速	21
图表 27：石家庄人均 GDP 及增速	23
图表 28：君兰苑项目位置示意图	24
图表 29：塞纳河谷项目位置示意图	25

图表 30: 恒盛·塞纳河谷项目原规划图	25
图表 31: 蚌埠·阿尔卡迪亚、D09-1 地块交通及实景图	26
图表 32: 蚌埠·阿尔卡迪亚规划图	26
图表 33: 蚌埠·阿尔卡迪亚三期碧水湾销售情况	27
图表 34: 石家庄阿尔卡迪亚交通及实景图	27
图表 35: 石家庄·阿尔卡迪亚规划图	27
图表 36: 徐州·阿尔卡迪亚交通及规划图	28
图表 37: 徐州·阿尔卡迪亚三期碧水湾销售情况	28
图表 38: 阿尔卡迪亚九里峰景规划图	29
图表 39: 聊城·阿尔卡迪亚交通及规划图	29
图表 40: 聊城·西湖馨苑交通及规划图	30
图表 41: 南京·阿尔卡迪亚交通、规划图	30
图表 42: 南京·阿尔卡迪亚销售情况	30
图表 43: 南京·阿尔卡迪亚规划图	31
图表 44: 南京·阿尔卡迪亚销售情况	31
图表 45: 历史和预测的财务指标	32
图表 46: 可比公司估值	33
图表 47: 历史P/E和P/B	33

投资综述：三线城市发展，低成本快速扩张

概要

公司是一家布局三线/中等城市，以低成本快速跨区域扩张为特色的民营地产企业。公司布局在 6 省 13 市，主要为 40-100 万，人均 GDP 在 1 万元-2 万元左右的三线城市，售价基本保持与全国市场平均水平同步，目前项目资源达 925 万平米，平均地价仅 880 元/平米，处于我们覆盖的上市公司低端。公司区域化拓展能力强，大盘产品复制、成本控制能力强，流程管理能力突出是其主要特色，依托资本市场，于二/三线城市拿地，高周转快去化，获得规模业绩增长，提升 ROE 之后二级市场融资是其主要成长路径；往后看，公司大盘产品开始进入成熟产出期，预计 09 年全年的销售收入将超过 50 亿元，09-11 年净利润将保持高增长，年均复合增长率将达 42%。中长期公司发展潜力较大，但面临着管理及人才储备的压力，短期来看估值较为充分将压制股价上行的空间。

投资亮点

我们首次关注了荣盛发展，并给与“审慎推荐”的投资评级，原因主要有：

- ▶ **布局经济发展较好的三线城市，预期售价将稳步增长：**公司专注于环渤海及长三角的三线城市市场，03 年至今以来已经成功在 6 省 13 市开展房地产项目，所进入的城市人口规模一般为 40-100 万，人均 GDP 在 10000 元~20000 元左右，人均可支配收入在 12000 元~20000 元，城市化率在 40% 左右。这些区域具有很强的需求增长潜力，公司发展空间大，我们预期公司未来销售均价基本保持在全国市场平均水平，且将实现稳步增长。
- ▶ **“大盘产品复制+成本控制能力+高周转理念”保证了公司目前具备较强的区域化拓展能力：**公司的盈利模式概括起来就是“高周转、快速规模扩张”，其高周转依托的是公司突出的流程管理能力，产品方面则秉持“单体大盘、产品复制”，以成熟的阿尔卡迪亚项目推广到全国，较低的土地成本和较好的成本及费用控制是公司扩张的优势。
- ▶ **土地成本低，拿地成本锁定较好，足够 4 年开发所需：**公司现有土地储备达到 925 万平米（其中权益土地面积达 922 万平米），平均土地成本仅 880 元/平米。公司 09 年频繁动作拿地，但获取土地的价格相对便宜，为 1014 元/平米。以每年 150 万方的开发速度估计，现有土地储备将可满足公司 4 年左右的开发需要。
- ▶ **未来三年高增长，年均复合增长率预计达 42%：**我们预计公司今年的销售收入将超过 50 亿元，而将于今年结算 33 亿元，因此预计将有约 20 亿留给 10、11 年，公司 09-11 年间将会进入快速成长期，我们预计公司 09、10 和 11 年将实现每股盈利 0.65 元、0.99 元及 1.32 元，09-11 年年均复合增长率为 42%。
- ▶ **估值已不便宜，10 年 P/E 为 21.6 倍，较 10 年底 NAV 溢价 33%：**根据我们的计算，公司 09、10 年 NAV 值分别为每股 12.38 元及每股 15.96 元，10 年 NAV 值较目前股价溢价 33%；对应市盈率 32.5 倍及 21.6 倍。公司估值在我们覆盖的上市公司中处于中高端。

主要风险

- ▶ **土地增值税计提比例较低，未来清算可能面临较大支付压力：**07 年、08 年公司年报中预提的土地增值税仅 1272 万元和 2172 万元，占当年房地产开发收入比例仅为 0.8% 和 1.3%，相对其他地产企业偏少，公司可能未来面临土地增值税清算带来的现金流支出增加的风险。
- ▶ **作为民企，融资渠道偏少，抗风险能力不强：**公司对于财务杠杆的利用较为充分，拿地扩张的速度较快，对比国有企业来说，其发展更依赖于资本市场融资，在周期向好时，将拥有比其他国企龙头更快的成长能力，然而，在行业向下时，公司如若没有较好的销售回款，将面临比国企地产公司更大的现金流压力，抗风险能力偏弱。

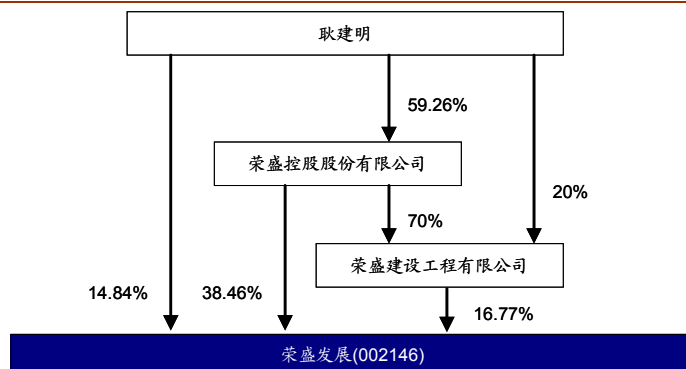
公司简介：建筑起家，三线城市跨区域发展的民营地产商

荣盛发展是一家致力于中等城市商品住宅规模开发、专业化经营、稳步成长的跨地区大型房地产开发企业。公司具有国家房地产开发一级资质。公司以商品住宅开发为主导，以建筑设计、物业服务为支撑，专业化程度较高，具有跨地区经营优势。公司跨地区业务在紧紧围绕京津冀和长江三角洲两大经济圈的基础上，立足中等城市，稳步涉足风险较小的大城市，有选择地兼顾发展较快的小城市进行商品住宅的规模开发。目前公司已在河北、江苏、安徽等省的多个中等城市开展了房地产开发业务，并且在石家庄、廊坊、沧州、南京、徐州、蚌埠、邯郸、聊城、霸州、长沙等地拥有土地储备规划建筑面积 925 万平方米。

公司秉承“建筑有形，生活无限”的开发理念，旨在为崇尚新生活和需改善居住环境与居住条件、提高生活质量和生活品位的消费者营造“自然的园、健康的家”。公司以房地产开发为主业，以专业化、规范化经营为手段，以打造全国性大型房地产企业为目标，最近三年累计竣工商品房建筑面积 200.5 万平方米，销售商品房建筑面积 173.9 万平方米。公司于 2002 年通过 ISO9001-2000 质量管理体系认证，所开发项目先后获得“国家康居示范工程示范项目”、“省级园林式住宅小区”、“中国水景名盘”、“中国优秀健康生态楼盘”、“绿色人居环境社区”等称号，公司产品品牌——“阿尔卡迪亚”荣获 2006 年中国房地产总评榜“连锁品牌企业十强”称号，并荣获“2007 中国房地产百强企业突出贡献项目”奖。2006 年，公司被河北省建设厅评为“省先进民营企业”。公司先后于 2006 年、2007 年成为河北省独家进入国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所等单位评比的“中国房地产百强企业”，2006 年位列第 73 位，2007 年位列第 59 位。

公司实际控制人为耿建明先生。耿建明先生除了直接持有本公司 14.84% 的股份外，通过控制荣盛建设持有本公司 10.31% 的股权，通过控制荣盛控股持有本公司 22.79% 的股权，合计直接持有和间接控制本公司 47.94% 的股份

图表 1：荣盛发展控股结构



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 2：荣盛发展大事记



资料来源：公司资料、中金公司研究部

投资亮点：6 省 13 市，深耕三线城市市场

投资三线城市/中等城市的逻辑

我们觉得三线城市的典型特征是

- 1) 人均居住面积较高，工资收入水平不高，造成消费者对于价格敏感，因此，作为开发商来说，在三线城市做大做强只能依靠成本优势或者品牌溢价获得超额回报。我们认为，只有在当地市场深耕时间较长、市场占有率稳固、消费者认知程度较高之后，品牌溢价才会被消费者接受；因此，对于多数开发商来说，在三线市场上，“走量+拼成本”是其主要的市场状况。
- 2) 需求主要来自于城镇化以及换房，简单来说，三线城市的吸纳能力不如二线城市，县城人口向地级市迁移、农村人口城镇化是三、四线城市的主要特征，而本地的需求，则主要来自于产品的更新换代，三线城市住房改革相对于大城市执行较晚，因此在 98 年之后的两三年，商品房发展较为缓慢。随着经济增长的提速，当地人均收入步入上升通道期时（这点来看与商业地产类似，总体说来滞后于经济的发展），本地居民对于换房的需求开始出现，主要是遵循从小户型换成大户型，无社区房换成新式社区房的思路。
- 3) 三线城市土地供给相对充足：我们注意到在较多三线城市，随着人口的涌入，老城区已经逐渐难以负荷伴随而来的配套压力，而与一线城市辐射范围内资源过于集中、人口密度过大相比，三线城市市区的可扩展性较一线城市要强，郊区地广人稀，适合于“造新城”的思路，通过行政中心的搬迁或者开发区的建立，扩展城区的覆盖面，同时带来丰富的土地供给。

因此，我们对三线城市市场整体的一个判断是，对于三线城市的房地产市场而言，虽然近几年收入增长较为迅速，但居民的承受能力是有限的，住宅销售的总价限制将会非常明显；新城区将相对于老城区有溢价，而该部分溢价体现于政府市政配套、新型社区的建立上；较高的人均居住面积水平，以及较低的收入水平，将使得消费者在选择产品时更加挑剔，对价格更加敏感，需求波动性更大，造成在该部分市场上耕耘的地产公司业绩也存在较大的波动性。

而对于三线城市布局的股票来说，市场容量小、消费者价格敏感意味着“快去化+成本控制较好”的公司容易受到资本市场青睐；而区域市场的波动性更大也使这些公司在周期向好时，业绩爆发性更强，收入、利润、规模都可能获得更快速的增长，跑赢行业的机会也更大。

定位三线城市，成本控制、高周转是特色

- 定位于三线城市地产开发商：公司专注于环渤海及长三角的三线城市市场，03 年至今以来已经成功在 6 省 13 市开展房地产项目，所进入的城市人口规模一般为 40-100 万，人均 GDP 在 10000 元~20000 元左右，人均可支配收入在 12000 元~20000 元，城市化率在 40%左右。公司预计未来将拓展到济南、唐山、秦皇岛等地，相对原有城市来说，经济基础更好，需求更为旺盛，当然竞争也更加激烈。我们认为，相对一、二线城市来说，三线城市市场的成熟度差距明显，成长空间更大，但需求的可持续性差，获利空间小，对于龙头地产公司的吸引力弱，公司进入这部分市场，具有明显的品牌优势，有望获得较多的市场份额和更快的去化速度。

图表 3：公司布局的主要城市经济指标一览

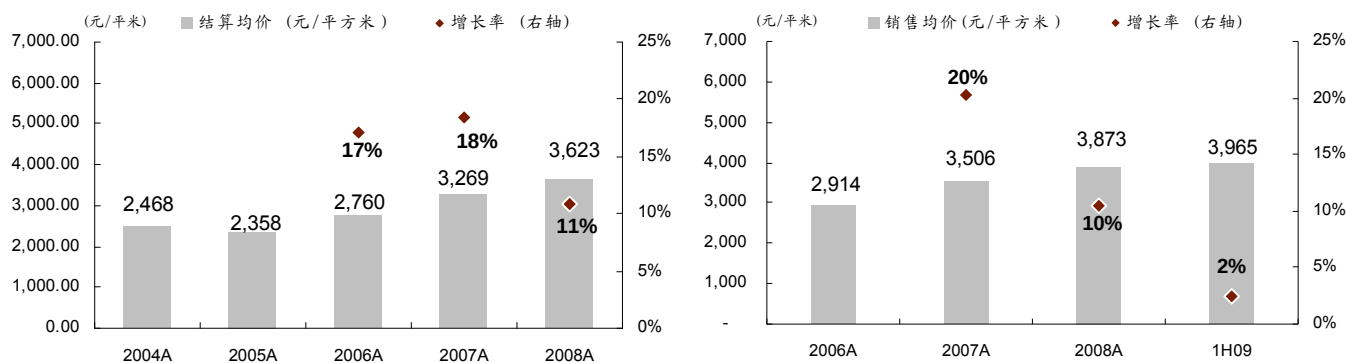
	已进入的主要城市									潜在拓展城市		
	南京	常州	石家庄	徐州	廊坊	蚌埠	邯郸	沧州	聊城	济南	唐山	秦皇岛
人均GDP (元)	44852	43674	24243	19221	21903	11645	18406	21361	18531	42171	37765	23591
人均可支配收入 (元)	20317	19089	13205	16366	13975	11440	12583	11383	12401	18005	14235	12078
城市化率 (%)	76.8	60.9	45.1	45.8	44.6	40.8	40.7	39.0	36.9	52.2	49.7	44.8
城市人口占比	86.6	62.9	24.3	19.4	11.5	25.9	16.3	7.1	8.4	58.2	41.9	28.5
人口自然增长率 (‰)	2.8	1.0	9.1	7.0	8.9	7.6	7.0	6.9	6.9	3.1	5.7	5.2
市区人口密度 (人/km ²)	1131	1205	5211	3736	850	1531	3152	2152	832	4270	784	2221

资料来源：CEIC，中金公司研究部 注：由于部分城市 08 年数据未公布，此处全部为 2007 年度数据。

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。

- **销售均价基本保持全国市场平均水平, 预期未来稳步增长:** 2006-2008 年公司结算均价分别为 2760 元/平米, 3268 元/平米, 及 3623 元/平米, 呈现稳步提升趋势, 年均复合增长率达 15%。公司 08 年销售均价分别为 3873 元/平米, 较当期全国住宅平均售价高 6%, 然而 09 年上半年公司由于依然处于去库存化过程中, 平均售价仅为 3965 元/平米, 比全国住宅平均售价低 11%。08 年底已售未结均价达 4300 元/平米, 未结算预收款 10.03 亿元, 已经锁定约 1/3 的 09 年结算收入, 随着市场逐步回暖及公司去库存化的结束, 我们认为未来公司结算、销售均价依然能保持稳定的增长态势。

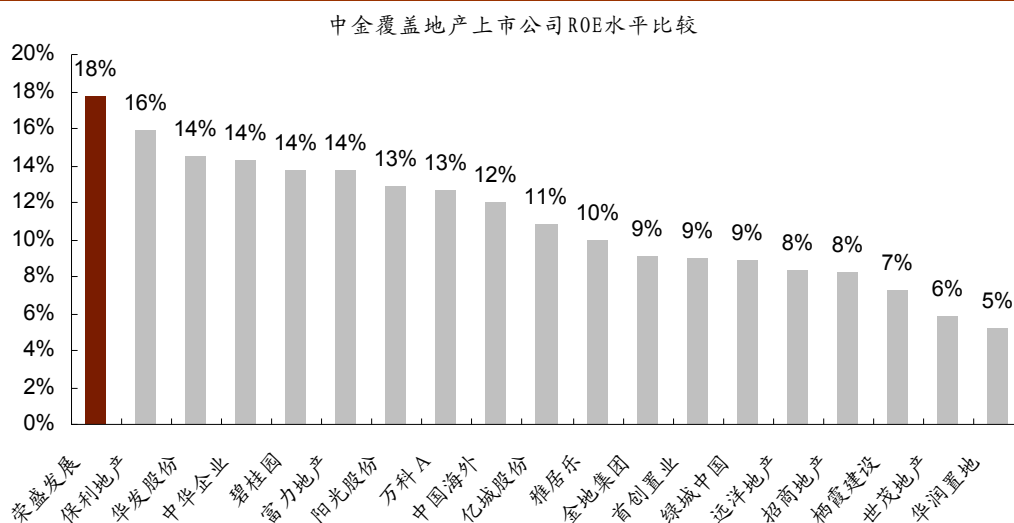
图表 4: 荣盛发展历史结算及销售均价



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

- **高周转、高杠杆带来较好的股东回报:** 对于小型的区域性地产公司来说, 发展模式主要有“高周转+规模扩张”及“高利润+优质资源”两种。前一类企业, 我们看的是增长, 管理能力、开发能力能否支持其拿地扩张速度是考量的关键, 高毛利率则是额外的加分; 后一类, 利润率高低、业绩的可释放性是重点。而荣盛发展走的是前一种“高周转、快速规模扩张”的盈利模式, 其高周转依托的是公司突出的流程管理能力, 公司在每一块土地投标前都做了详细的规划, 大大缩短了取得土地后的前期规划时间, 公司项目从拿地到开工一般就 3 个月, 从开工到销售一般 4 个月左右, 开工到单体封顶大概只需 10 个月左右时间 (但公司交房标准比较高, 一般需要主体封顶竣工验收, 道路、园林绿化完成才交付结算, 封顶到交房的时间大约半年到一年左右)。除了高周转这一特点外, 公司对于财务杠杆的使用也较为充分, 2006 年-2008 年资产负债率分别保持在 74%, 64% 及 68%。高周转、高财务杠杆也使得公司在近三年的 ROE 水平维持在 16% 以上, 处于 A 股地产上市公司高端。

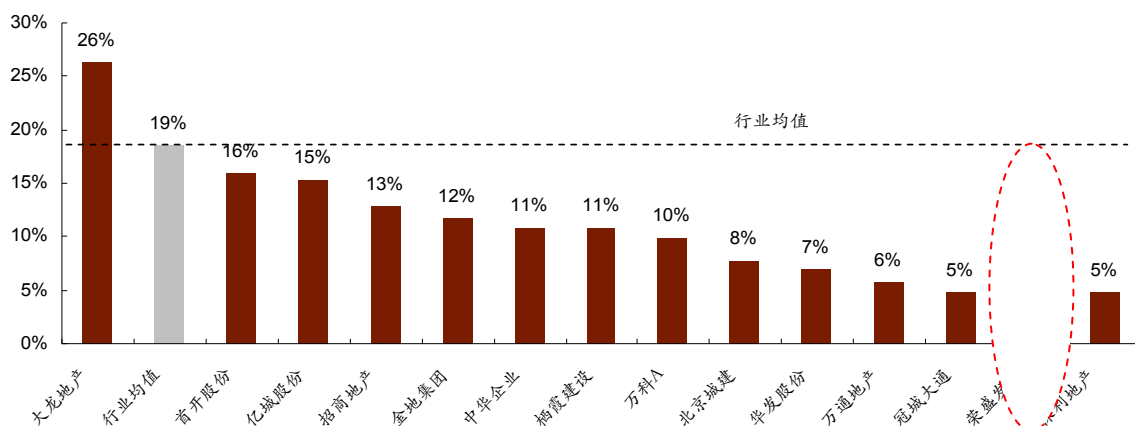
图表 5: 2008 年中金公司覆盖地产上市公司 ROE 水平比较



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

- **公司的流程中成本控制能力是另一亮点：**公司原本是承揽建筑工程起家，因此在建安成本方面，公司更是实施精细化管理，成本控制落实到细致，一是对于电梯、重要的外墙饰面材料等品种较繁杂的原材料，由公司直接从生产企业采购（约占总采购份额的 20%），二是对钢筋、水泥等渠道较集中的材料委托其他公司代理采购（占比约 20%），三是由施工单位按建造合同经公司核定后采购（占比约 60%）。期间费用方面，公司全部采用自主销售方式，不允许分公司按照比例提交销售费用的预算，同时公司所在中等城市规模较小，公司主要依靠所建项目样板房和售楼处，辅之少量的针对性广告宣传进行项目推广，依赖产品口碑提升企业品牌的知名度和吸引力，广告费用低，因而销售费用率长期以来一直保持在 1.5% 以下的水平。

图表 6：房地产上市公司 2008 年销售、管理、财务综合费用率比较



资料来源：公司数据，Wind，中金公司研究部

跨区域拓展能力较强，但存在瓶颈隐忧

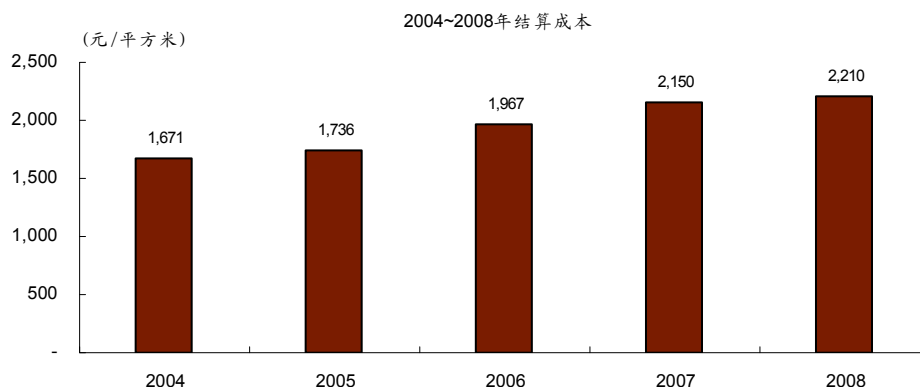
- **“大盘产品复制+成本控制能力+高周转理念”=较强的区域化拓展能力：**在区域化扩张方面，公司走的是“单体大盘、产品复制”路线，高周转及良好的成本控制是主要特征，公司的第一个房地产项目是 1999 年开发的南京六合方州花园，体量 10 万方，基本上是当年开工，当年竣工，当年卖完。而 2003 年开始公司开始引入大盘产品，其廊坊·阿尔卡迪亚项目占地 530 亩，总建筑面积达到 65 万平方米，以“户户见水、步步有景”为特色，获得了市场广泛认可，随后 2003 年-2008 年五年期间，公司将阿尔卡迪亚项目作为旗舰产品复制到了蚌埠、南京、霸州、徐州、沧州、石家庄等地，进入了快速成长期。

图表 7：阿尔卡迪亚项目一览

时间	项目
2003年3月	“廊坊·阿尔卡迪亚”小区开工
2004年2月	“蚌埠·阿尔卡迪亚”小区一期开工建设
2005年3月27日	“霸州·阿尔卡迪亚”项目启动
2005年6月6日	“南京·阿尔卡迪亚”项目启动
2006年3月17日	“徐州·阿尔卡迪亚”项目启动
2006年8月	“沧州·阿尔卡迪亚”项目开工
2007年12月	“石家庄·阿尔卡迪亚”项目开工
2008年4月	“聊城·阿尔卡迪亚”项目开工

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 8: 公司项目单方结算成本控制相对较好



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

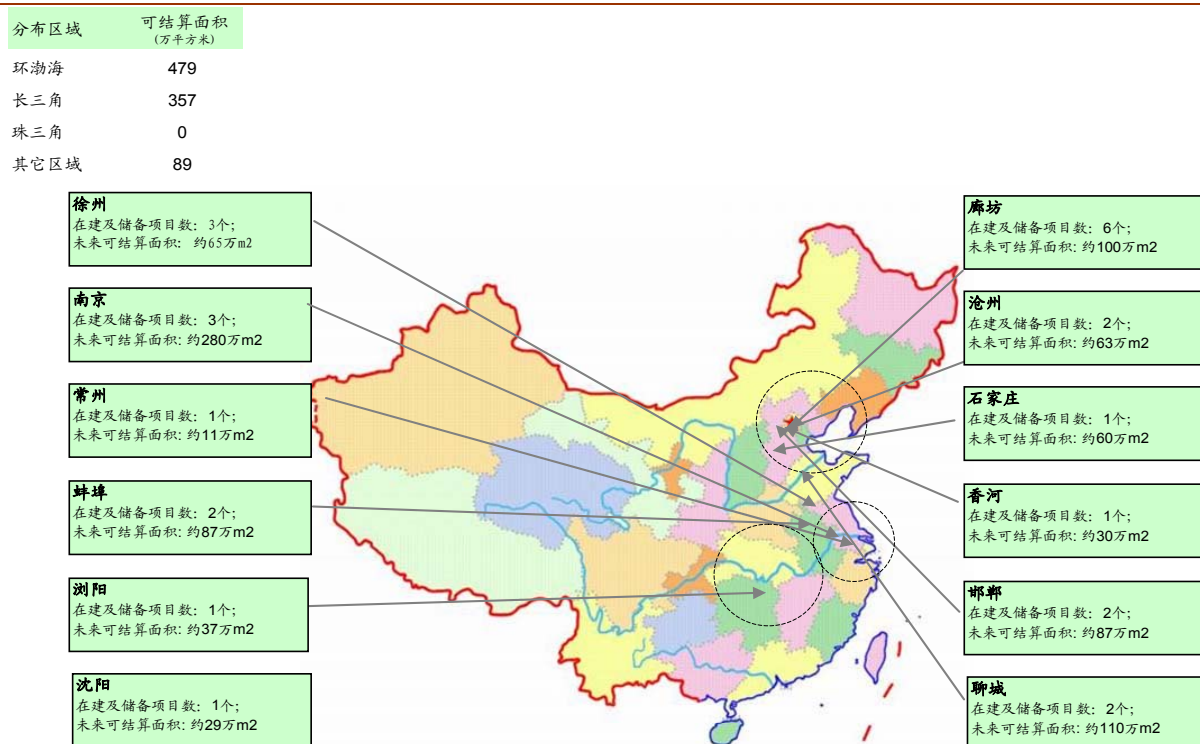
整体来看, 公司这种以特色产品打头, 成本控制为辅的推进模式, 保证了公司快速扩张进入各地市场, 但我们的担心主要来自于:

- ▶ **公司高成长性能否在 3 年后持续:** 公司扎根于三线城市, 公司现在成熟的“单体大盘、产品复制”路线意味着项目占地面积要超过 200 亩, 开发体量基本在 40 万方以上, 年去化量 5 到 10 万方, 然而这些城市市区人口一般在 40-100 万之间, 整个城市的主要在售项目一般保持在 50-100 个左右, 正常情况下, 该等城市市区的年均吸纳量在 50 万方~150 万方 (人均建筑面积大约年均提升 1~1.5 平米)。这就对公司提出两个方面的要求, 第一, 在当地需要较为稳定且较高的市场份额, 第二, 单个三线城市的吸纳量是有限的, 项目总体量 100 万方的大盘, 四到五年左右去化已经是比较快的水平, 如果要求持续扩大规模, 公司需要拓展更多的三线城市维持高增长。我们认为, 这两点都会在三年中对公司提出更高的要求。
- ▶ **本地化人才策略是否能够支撑管理半径持续扩张:** 对于跨区域扩张的地产公司来说, 进入新市场的门槛在于, 1) 对于当地市场的理解和本地资源的积累; 2) 管理半径是否能够覆盖。因此, 公司在进入新市场前一般需要对当地市场有较长时间的摸索和把握, 然后在一个较为合适的时间点拿地进入; 而进入之后, 公司采取的是本地化策略, 设立项目公司时仅派驻总经理、财务经理和人力资源经理各一名, 其余人才从本地市场吸收, 用“五个人活三个人干, 发四个人工资”及统一总部培训的模式保证公司对人才的吸引力。我们认为, 对于地产企业来说, 相对较高的工资招揽人才只是一个方面, 培养自己的人才、树立企业文化、保证企业的凝聚力, 特别是对于民营地产公司来说, 更为重要。伴随着企业的快速扩张, 公司是否能够自身培养出足够多的项目经理或者在本地市场上吸收到足够多优秀人才将是公司未来需要解决的重要问题。

现有土地储备 925 万平米，成本低，规模扩张速度快

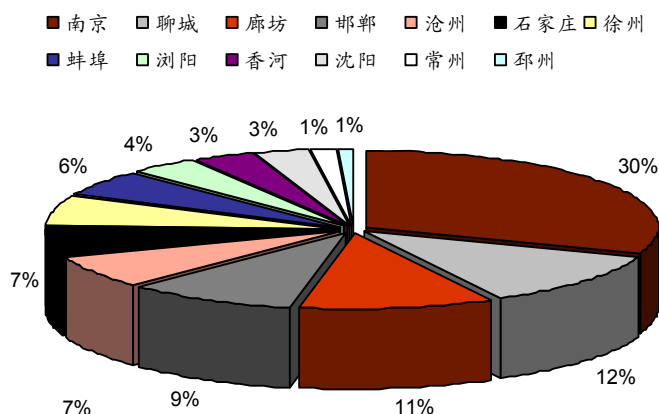
公司现有土地储备 925 万平米，可供公司未来 4 年以上发展：公司现有的 27 个项目储备主要分布在 13 个城市，建筑面积共计 925 万平方米，权益建面为 922 万平方米，以 09 年上调过后 145 万方的开工量计算，现有土地资源依旧能够维持公司 4 年以上的快速开发。而区域分布来看，公司在南京地区拥有的土地储备最多，达 280 万平米，占比 32%，主要来自于今年新并购的葫芦套地块；其次为聊城地区，达 110 万平米，占比 12%，分布在聊城阿尔卡迪亚，聊城西湖馨苑两个项目；廊坊约 100 万平米，占比 11%，主要为 38 万方的塞纳河谷项目；邯郸地区达 87 万平米，主要贡献来自于今年 8 月公司以 5.38 亿拿下的五仓区地块（建面约 61 万平米）；其余地区储备基本在 30 万~60 万平米之间。

图表 9：荣盛发展项目资源分布



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10：荣盛发展土地储备占比



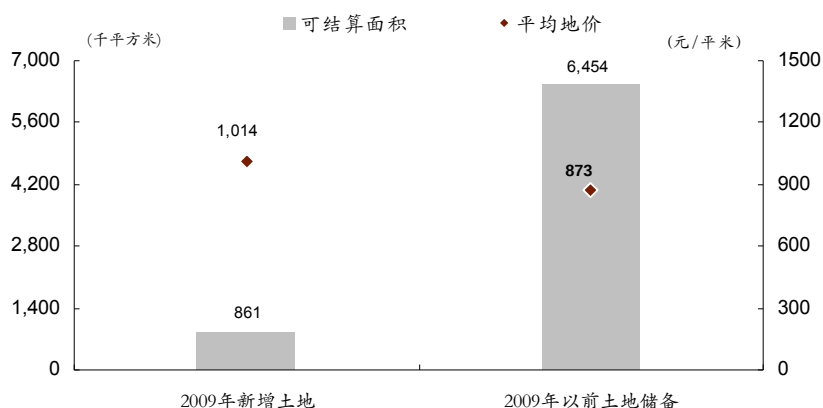
资料来源：公司数据，中金公司研究部

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。

平均土地成本仅为 880 元/平米, A 股上市公司低端:公司平均的土地成本仅为 880 元/平米(所有地块中仅蚌埠 D09-1 地块, 南京仙林 C 地块及常州恐龙园地块地价成本较高), 基本都已经锁定, 毛地项目较少, 而今年新拿的 86 万平米项目, 多数在上半年就已经开始操作, 楼面地价也都不超过 2000 元/平米; 以我们预期的公司售价情况来看, 土地成本占比仅为 16%, 为 A 股上市公司低端。公司拿地定位较为明确, 与碧桂园“三线城市郊区大盘、协议拿地”的模式不同, 公司拿地主要集中在三线城市的市区或者市区拓展方向的城市边缘, 以相应降低风险同时分享城市中心转移带来的收益, 比如廊坊·阿尔卡迪亚项目, 地块就坐落在廊坊市与北部开发区之间, 据老城区约 10 分钟车程, 随着廊坊市向北拓展, 目前已经成为廊坊北部的高档次社区, 均价也从 04 年的 2500 元/平米提升到 08 年 5000 元/平米以上。

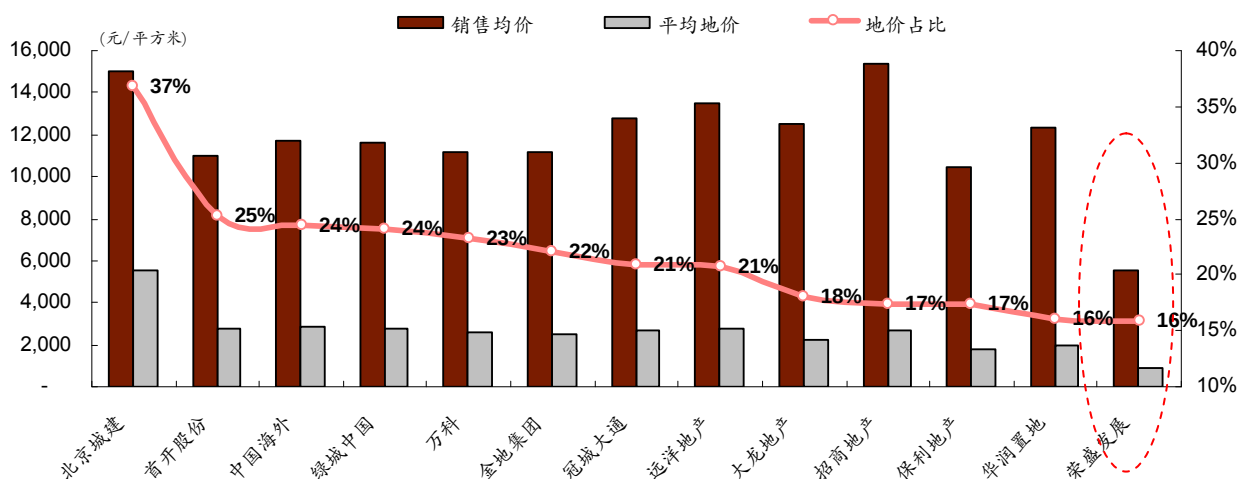
集中、批量拿地, 土地储备规模扩张速度快是拿地特色:公司作为民营企业, 更多依赖于资本市场融资, 拿地爆发期多在其资金宽裕期, 以批量、集中拿地为特点, 07 年中上市初, 公司土地储备仅为 283.2 万平米, 而 07 年底扩充到 467.6 万平米, 09 年则由年初 472.3 万平米增加到目前 925 万平米。

图表 11: 荣盛发展 2009 年拿地与历史比较



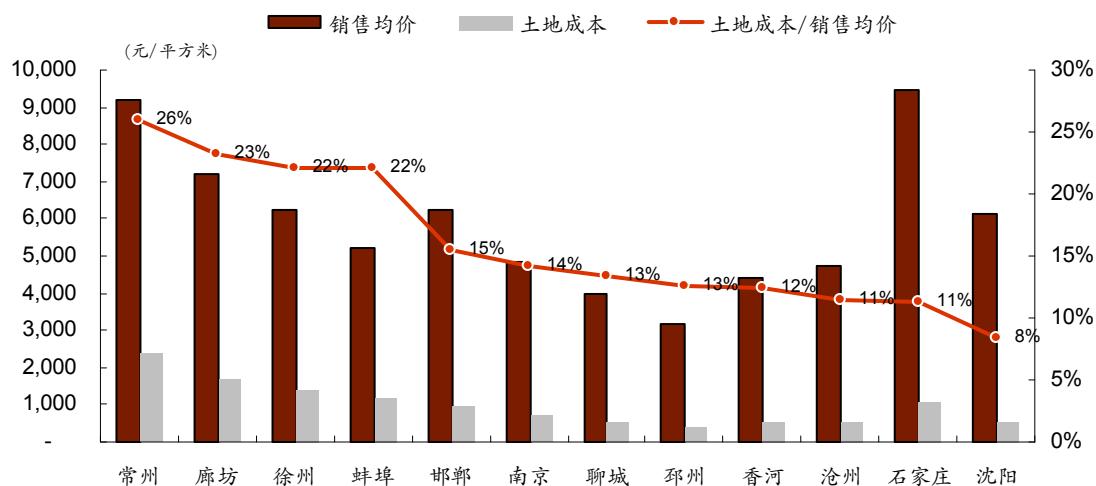
资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 12: 上市地产公司平均土地成本占售价比



资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 13：公司各地区土地成本及占售价比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

财务预测：09 年开始驶入高成长的快车道

09-11 年三年高速增长，年均复合增长率 42%

自上市以来，公司的主营业务收入一直保持稳定增长，从 2006 年的 14 个亿提升至 2008 年的 20 个亿，复合增长率达 22%，净利润则由 2006 年的 1.73 亿元提升至 2008 年的 3.71 亿元。

往后看，我们预计公司今年的销售收入将超过 50 亿元，而将于今年结算 32 亿元，因此预计将有约 20 亿留给 10、11 年，公司 2009-2011 年间将会进入快速成长期。我们预计公司 2009 年主营业务收入和净利润将分别达到 32.7 亿元和 5.87 亿元，同比分别增加 61%和 58%，2010 年公司主营业务收入和净利润将分别达到 46.7 亿元和 8.83 亿元，同比分别增加 43%和 51%，11 年分别为 69.8 亿元和 11.84 亿元，09-11 年业绩年均复合增长率为 42%。

2009 年盈利增速 58%，全年业绩每股 0.65 元

我们预计公司 2009 年结算面积将达 74.6 万平方米，但整体毛利率将受 08 年预售价格偏低、09 年上半年存货项目调价去化以及建筑设计毛利率下滑等方面因素影响，较 08 年下滑 4.5 个百分点至 27.7%。我们预计，公司良好的成本控制能力及流程管理能力依然维持，费用率保持较好水平，为 4.0%。净利润率预计为 17.9%。预计 2009 年全年实现净利润 5.87 亿元，合每股收益 0.65 元，同比增加 58%。

公司 09 年参与结算的主要项目将是廊坊君兰苑、文安锦绣家园、沧州阿尔卡迪亚、石家庄阿尔卡迪亚、蚌埠阿尔卡迪亚、徐州阿尔卡迪亚、南京阿尔卡迪亚等。

2010 年每股业绩 0.99 元，同比增速 51%

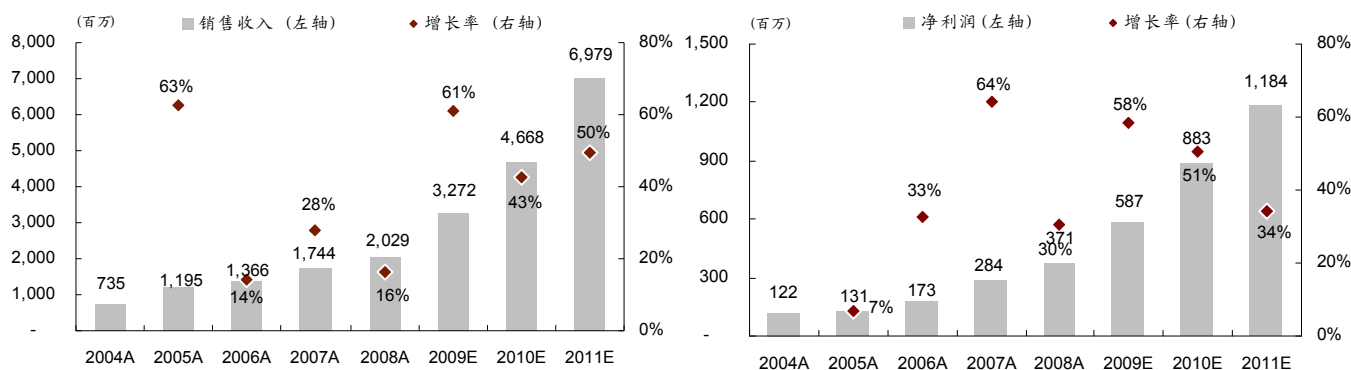
我们预计公司 2010 年结算面积 96.2 万平方米，实现房地产开发销售收入 46.3 亿元，整体毛利率预计为 28.9%，毛利率恢复的主要原因是 1) 高毛利率的项目结算；2) 销售价格开始恢复。预计公司将实现净利润 8.83 亿元，合每股收益 0.99 元，同比增加 51%。

我们预计，公司 2010 年参与结算的项目主要来自于石家庄阿尔卡迪亚、沧州阿尔卡迪亚、徐州阿尔卡迪亚 II 期、聊城阿尔卡迪亚、廊坊·江南水郡、廊坊·塞纳河谷项目等。

2011 年盈利 34%同比增长至 1.32 元

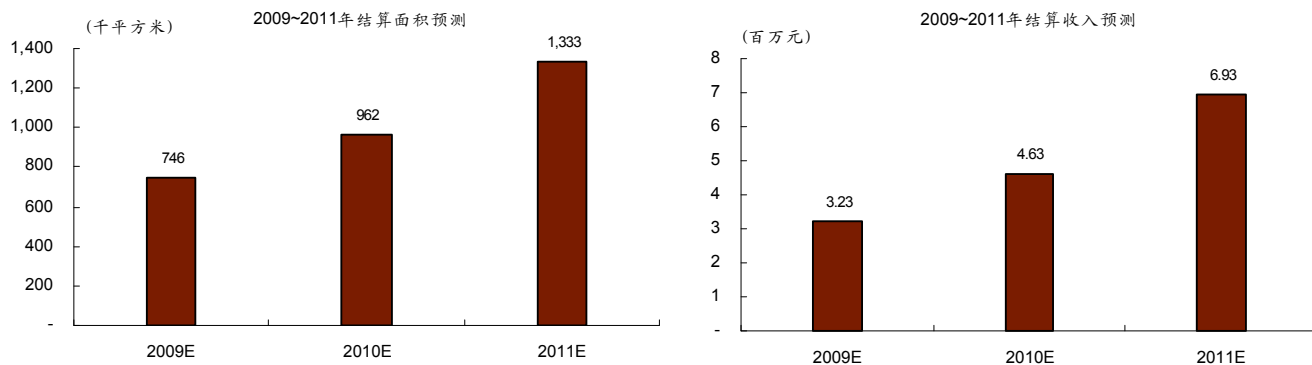
2011 年，我们预计公司将维持较好的增长，原因在于，公司 09 年拿了约 86 万平米地块且成本相对不高，11 年左右将开始陆续结算。预计公司将实现收入 69.7 亿元，净利润 11.84 亿元。11 年结算的项目较 10 年将新增：廊坊·阳光逸墅，廊坊 2009-19 地块，沧州 0704 地块，香河 2009-20，邯郸 2009-09-1 地块，及徐州九里峰景项目。

图表 14：主营业务收入和净利润预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 15：房地产结算面积和房地产销售收入预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 16：项目收入分解

城市	区域	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
廊坊	环渤海	君兰苑	100%	83,800	100,060	85,051	3,900	365	284	2008-12	85,051	-	-	365	-	-
廊坊	环渤海	文安锦绣家园	100%	36,600	72,910	61,974	4,500	307	236	2009-09	61,974	-	-	307	-	-
廊坊	环渤海	江南水郡	100%	100,000	180,000	153,000	5,000	982	366	2012-12	-	30,600	76,500	-	185	486
廊坊	环渤海	阳光逸墅	100%	75,000	134,900	114,665	4,200	674	218	2012-12	-	-	17,200	-	-	92
廊坊	环渤海	恒盛塞纳河谷项目	100%	83,800	380,500	323,425	6,500	2,874	913	2010-12	-	32,343	58,217	-	254	481
廊坊	环渤海	廊坊市2009-19 号地块	100%	60,009	120,018	102,015	6,000	836	304	2014-12	-	-	15,302	-	-	117
沧州	环渤海	沧州0704地块	100%	106,700	240,000	192,000	3,500	948	206	2013-12	-	-	28,800	-	-	128
沧州	环渤海	沧州阿尔卡迪亚	100%	175,400	390,200	331,670	3,800	1,533	553	2010-12	82,918	116,085	82,918	347	534	400
石家庄	环渤海	石家庄阿尔卡迪亚	100%	152,400	607,900	486,320	5,800	4,611	1,585	2011-12	48,632	72,948	97,264	388	640	896
香河	环渤海	香河县2009-20 号地块	100%	100,000	300,000	240,000	2,500	1,057	225	2014-12	-	-	24,000	-	-	95
邯郸	环渤海	锦绣花园	100%	118,600	259,800	220,830	3,500	1,177	359	2012-12	-	55,208	77,291	-	275	404
邯郸	环渤海	邯郸市五仓区[2009] 09-1 号地块	100%	203,718	611,154	519,481	4,000	3,445	815	2014-12	-	-	51,948	-	-	311
蚌埠	其它区域	蚌埠阿尔卡迪亚	100%	175,400	314,600	254,826	3,800	1,181	483	2009-12	63,707	63,707	101,930	266	293	492
蚌埠	其它区域	蚌埠D9-1地块	100%	127,400	203,800	163,040	4,200	1,004	301	2013-12	-	-	-	-	-	-
徐州	长三角	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	75,200	210,600	189,540	5,000	1,132	523	2011-12	47,385	104,247	37,908	261	631	241
徐州	长三角	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	48,100	90,460	81,414	4,500	409	297	2011-12	69,202	12,212	-	343	66	-
徐州	长三角	徐州九里峰景项目	100%	132,800	261,600	209,280	5,000	1,464	379	2012-12	-	-	31,392	-	-	199
邳州	长三角	邳州文景苑	100%	110,300	84,600	67,680	2,700	216	97	2010-12	27,072	27,072	6,768	80	88	23
南京	长三角	盛棠苑	100%	70,800	152,300	121,840	4,000	624	154	2008-12	-	24,368	67,012	-	118	341
南京	长三角	南京阿尔卡迪亚	100%	156,400	309,580	247,664	3,800	1,128	465	2011-12	74,299	86,682	86,682	311	399	418
南京	长三角	南京六合C葫芦套地块	100%	1,712,523	2,225,200	1,780,160	3,000	7,870	1,339	2012-12	35,603	71,206	106,810	117	258	407
南京	长三角	仙林湖C2地块	100%	70,700	127,600	102,080	9,000	1,301	508	2011-12	-	-	-	-	-	-
常州	长三角	常州恐龙园B地块	100%	62,500	112,600	90,080	6,500	829	259	2011-12	-	-	-	-	-	-
聊城	环渤海	山东聊城阿尔卡迪亚	100%	326,400	755,900	604,720	3,200	2,459	822	2014-12	90,708	120,944	133,038	319	468	541
聊城	环渤海	聊城西湖餐饮及酒店	100%	297,300	345,800	276,640	3,000	1,068	229	2014-12	-	55,328	96,824	-	201	369
沈阳	环渤海	沈北2009-055 号地块	100%	132,287	291,031	232,825	4,500	1,427	272	2014-12	-	-	46,565	-	-	266
浏阳	其它区域	浏阳财富广场	90%	218,800	370,573	296,458	2,000	730	140	2014-12	59,292	88,937	88,937	130	215	226
开发类项目合计				5,012,937	9,253,686	7,548,678	5,518	41,651	12,335		745,841	961,886	1,333,306	3,234	4,626	6,934
非开发类项目合计				5,012,937	9,253,686	7,548,678	5,518	41,651	12,335		745,841	961,886	1,333,306	3,234	4,626	6,934

资料来源：公司资料、中金公司研究部

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人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

估值与建议

09 年、10 年 NAV 为 12.38 元/股及 15.96 元/股

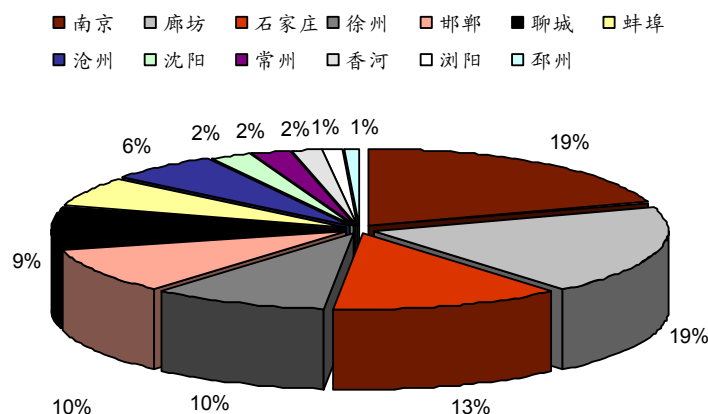
我们的股权净资产值计算主要由以下几方面构成：1、开发物业的净资产值。我们通过对现有开发项目以及土地储备项目的未来开发形成的净现金流折现得到；2、投资物业的净资产值。我们主要通过目前形成的投资物业收入按设定的资本化率资本化计算得到；3、净债务的扣除。我们通过折现和资本化得到企业的净资产值，扣除净债务得到公司的股权净资产值。荣盛的净资产值的计算主要基于以下重要假设：

折现率：房地产开发物业的折现率取 10%。折现率的计算通过加权资金成本（WACC）得到，其中股权资本回报率的估算采取资本定价模型（CAPM），公式为： $Re = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ ，其中 β 系数用来衡量个股相对市场平均的风险系数，此处根据彭博资讯系统的历史回归统计分析参考同行业其它公司的 β 系数，我们取 1.39。无风险回报率 R_f 按中国 10 年期国债收益率 3.68% 计算，市场风险溢价取 10%；

房价上涨幅度：我们的净资产值计算中假设了房价未来 2 年中每年上升 10%，而后面几年年均上涨 5%。

根据我们的测算，在折现率为 10% 和房价上涨 5% 的假设下，荣盛 2009 年底和 2010 年底的净资产值分别为 12.38 元/股和 15.96 元/股。分区域看，南京占比 19%，廊坊占比 19%，石家庄占 13%。

图表 17：资产值（Gross Asset Value）占比分解



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 18：NAV 敏感性分析

折现率					
折现率变动	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%
折现率	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
2010E净资产值	17.20	16.56	15.96	15.39	14.84
净资产值变动	7.8%	3.8%	0.0%	-3.6%	-7.0%
项目平均价格					
价格年变动	-5%	0%	5%	10%	15%
价格	4,966	5,242	5,518	5,794	6,069
2010E净资产值	11.15	13.41	15.96	18.83	22.05
净资产值变动	-30.1%	-16.0%	0.0%	18.0%	38.2%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 19: NAV 折现率计算

加权资本成本即折现率	
税前债务成本	8.00%
股权资本成本	17.61%
负债率	67.98%
加权资本成本即折现率	9.71%
股权资本成本	
Rf	3.68%
β	1.39
市场风险溢价	10.00%
股权资本成本	17.61%

资料来源：公司资料、中金公司研究部 注 $a: Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$, Rf 为中国 10 年期国债收益率

图表 20: NAV 拆分

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
廊坊	君兰苑	100%	100,060	100,060	85,051	85,051	1.1%	284	2.3%
廊坊	文安锦绣家园	100%	72,910	72,910	61,974	61,974	0.8%	236	1.9%
廊坊	江南水郡	100%	180,000	180,000	153,000	153,000	2.0%	366	2.9%
廊坊	阳光逸墅	100%	134,900	134,900	114,665	114,665	1.5%	218	1.7%
廊坊	恒盛塞纳河谷项目	100%	380,500	380,500	323,425	323,425	4.3%	913	7.2%
廊坊	廊坊市2009-19 号地块	100%	120,018	120,018	102,015	102,015	1.4%	304	2.4%
沧州	沧州0704地块	100%	240,000	240,000	192,000	192,000	2.5%	206	1.6%
沧州	沧州阿尔卡迪亚	100%	390,200	390,200	331,670	331,670	4.4%	553	4.4%
石家庄	石家庄阿尔卡迪亚	100%	607,900	607,900	486,320	486,320	6.4%	1,585	12.6%
香河	香河县2009-20 号地块	100%	300,000	300,000	240,000	240,000	3.2%	225	1.8%
邯郸	锦绣花园	100%	259,800	259,800	220,830	220,830	2.9%	359	2.8%
邯郸	邯郸市五仓区[2009]09-1 号地块	100%	611,154	611,154	519,481	519,481	6.9%	815	6.5%
蚌埠	蚌埠阿尔卡迪亚	100%	314,600	314,600	254,826	254,826	3.4%	483	3.8%
蚌埠	蚌埠D9-1地块	100%	203,800	203,800	163,040	163,040	2.2%	301	2.4%
徐州	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	210,600	210,600	189,540	189,540	2.5%	523	4.1%
徐州	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	90,460	90,460	81,414	81,414	1.1%	297	2.4%
徐州	徐州九里峰景项目	100%	261,600	261,600	209,280	209,280	2.8%	379	3.0%
邳州	邳州文景苑	100%	84,600	84,600	67,680	67,680	0.9%	97	0.8%
南京	盛棠苑	100%	152,300	152,300	121,840	121,840	1.6%	154	1.2%
南京	南京阿尔卡迪亚	100%	309,580	309,580	247,664	247,664	3.3%	465	3.7%
南京	南京六合C葫芦套地块	100%	2,225,200	2,225,200	1,780,160	1,780,160	23.6%	1,339	10.6%
南京	仙林湖C2地块	100%	127,600	127,600	102,080	102,080	1.4%	508	4.0%
常州	常州恐龙园B地块	100%	112,600	112,600	90,080	90,080	1.2%	259	2.1%
聊城	山东聊城阿尔卡迪亚	100%	755,900	755,900	604,720	604,720	8.0%	822	6.5%
聊城	聊城西湖馨苑及酒店	100%	345,800	345,800	276,640	276,640	3.7%	229	1.8%
沈阳	沈北2009-055 号地块	100%	291,031	291,031	232,825	232,825	3.1%	272	2.2%
浏阳	浏阳财智广场	90%	370,573	333,515	296,458	266,812	3.9%	126	1.0%
总计			9,253,686	9,216,629	7,548,678	7,519,032	100%	12,321	97.7%

2. 投资物业净资产值(NAV)

3. 存货变现价值

城市	项目	权益	存货账面值 (百万元)	毛利率	权益净资产值 (百万元)	比例
廊坊	廊坊阿尔卡迪亚项目	100%	133	35%	205	1.6%
	存货合计账面值		133	35%	205	1.6%
总计					12,617	
	09年底未付土地款(百万元)				1,243	
	净负债(净现金)(百万元)				284	
	净资产值(百万元)				11,090	
	摊薄股本(百万)				896	
	2009E年每股净资产值(人民币)				12.38	
	2010E年每股净资产值(人民币)				15.96	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

首次关注给予“审慎推荐”投资评级

基于我们的盈利预测，我们预计公司 09、10 和 11 年将分别录得每股盈利 0.65 元、0.99 元和 1.32 元。目前公司股价对应的 09、10 和 11 年市盈率分别为 32.5 倍、21.6 倍和 16.1 倍，对 10 年底的 NAV 值估计溢价约 33%。

我们首次关注给予荣盛“审慎推荐”的投资评级，原因主要有：

- ▶ **布局经济发展较好的三线城市，预期售价将稳步增长：**公司专注于环渤海及长三角的三线城市市场，03 年以来已经成功在 6 省 13 市开展房地产项目，所进入的城市人口规模一般为 40-100 万，人均 GDP 在 10000 元~20000 元左右，人均可支配收入在 12000 元~20000 元，城市化率在 40% 左右。这些区域具有很强的需求增长潜力，公司发展空间大，我们预期公司未来销售均价基本保持在全国市场平均水平，且将实现稳步增长。
- ▶ **“大盘产品复制+成本控制能力+高周转理念”保证了公司目前具备较强的区域化拓展能力：**公司的盈利模式概括起来就是“高周转、快速规模扩张”，其高周转依托的是公司突出的流程管理能力，产品方面则秉持“单体大盘、产品复制”，以成熟的阿尔卡迪亚项目推广到全国，较低的土地成本和较好的成本及费用控制是公司扩张的优势。
- ▶ **土地成本低，拿地成本锁定较好，足够 4 年开发所需：**公司现有土地储备达到 925 万平米（其中权益土地面积 922 万平米），平均土地成本仅 880 元/平米。公司 09 年频繁动作拿地，但获取土地的价格相对便宜，为 1014 元/平米。以每年 150 万方的开发速度估计，现有土地储备将可满足公司 4 年左右的开发需要。
- ▶ **未来三年高增长，年均复合增长率预计达 42%：**我们预计公司今年的销售收入将超过 50 亿元，而将于今年结算 33 亿元，因此预计将有约 20 亿留给 10、11 年，公司 09-11 年间将会进入快速成长期，我们预计公司 09、10 和 11 年将实现每股盈利 0.65 元、0.99 元及 1.32 元，09-11 年年均复合增长率为 42%。
- ▶ **估值已不便宜，10 年 P/E 为 21.6 倍，较 10 年底 NAV 溢价 33%：**根据我们的计算，公司 09、10 年 NAV 值分别为每股 12.38 元及每股 15.96 元，10 年 NAV 值较目前股价溢价 33%；对应市盈率 32.5 倍及 21.6 倍。公司估值在我们覆盖的上市公司中处于中高端。

► 风险

土地增值税计提比例较低，未来清算可能面临较大支付压力

07 年、08 年公司年报中预提的土地增值税仅 1272 万元和 2172 万元，占当年房地产开发收入比例仅为 0.8% 和 1.3%，相对其他地产企业偏少，公司可能未来面临土地增值税清算带来的现金流支出增加的风险。

南京仙林湖 C2 地块及蚌埠 D9-1 地块成本偏高，未来依然存在减值可能

公司在上市后拿下多幅地块，其中主要的高价地是南京仙林湖 C2 地块及蚌埠 D09-1 地块，仙林湖 C2 地块规划建面 12.7 万平米，成交总价约 7.1 亿元，楼面地价约 5566 元/平米，目前已经计提了减值准备 5655 万元，截止到 08 年底，尚有 4.26 亿元地价款尚未支付；蚌埠 D9-1 地块规划建面 20 万平米，位于公司在蚌埠阿尔卡迪亚项目东北方向，总地价款 3.3 亿元，楼面地价约 2000 元/平米，还剩 1.65 亿元未支付。从目前的售价情况来看，公司短期内从此两幅地块获益的可能性较小，未来存在继续计提减值准备的可能。

作为民企，融资渠道偏少，抗风险能力不强

公司对于财务杠杆的利用较为充分，拿地扩张的速度较快，对比国有企业来说，其发展更依赖于资本市场融资，在周期向好时，将拥有比其他国企龙头更快的成长能力，然而，在行业向下时，由于融资渠道缺乏，负债率偏高，公司如若没有较好的销售回款，将面临比国企地产公司更大的现金流压力，抗风险能力偏弱。

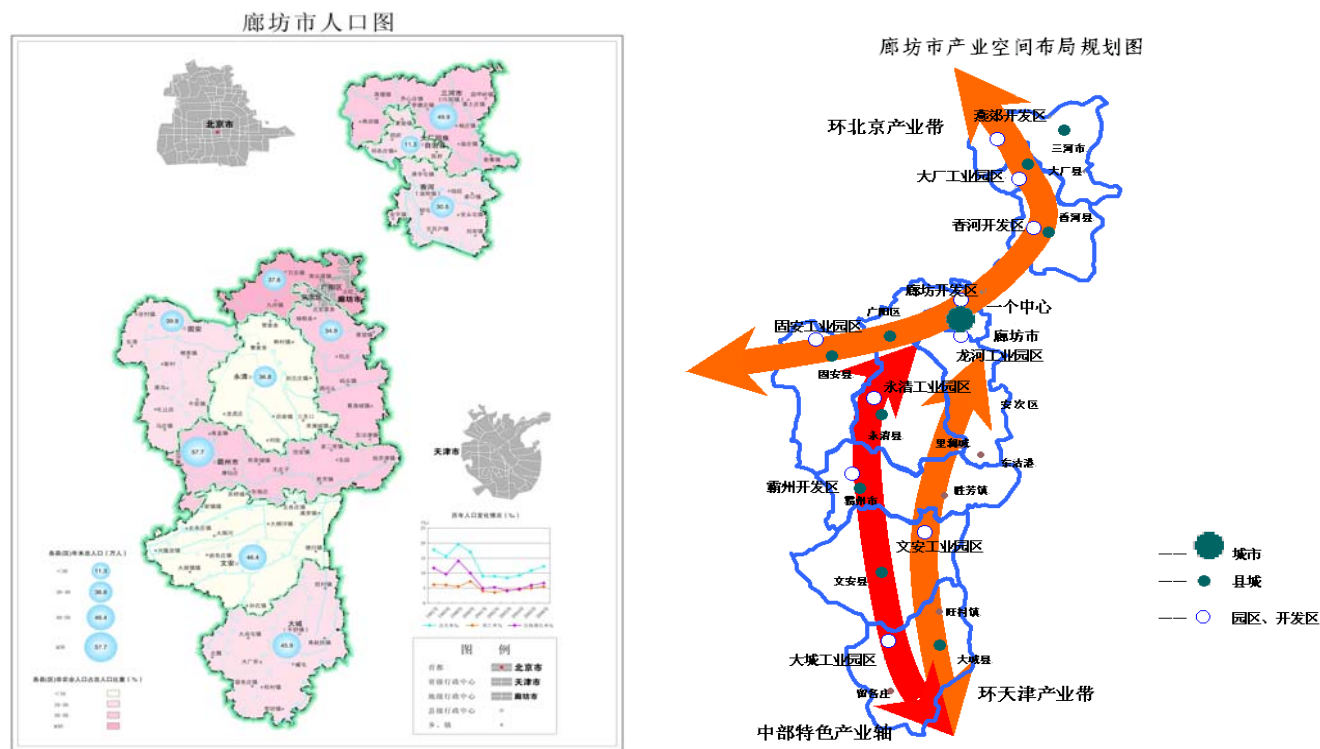
附录 1：主要进入城市分析

廊坊市场分析

城市概况

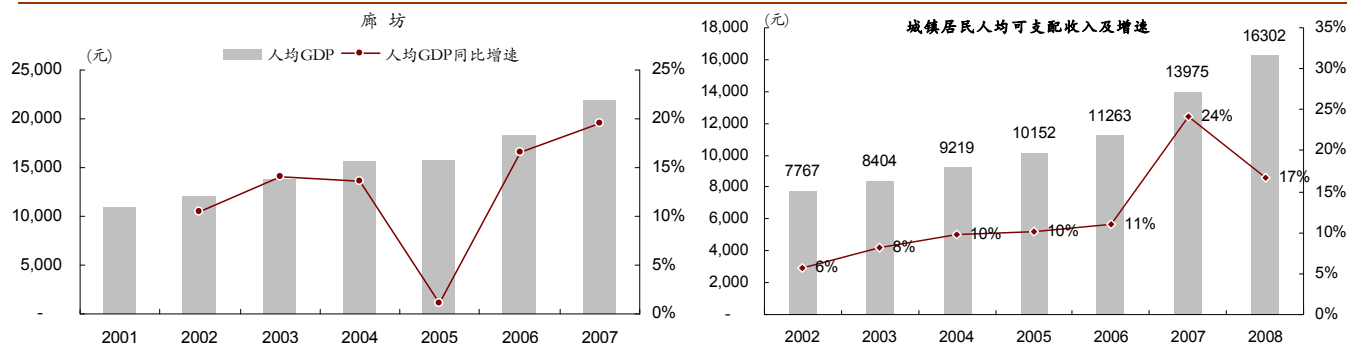
廊坊市位于河北省中部偏东，北临首都北京，东与天津交界。市区规划面积 70 平方公里，已建成面积 54 平方公里，2007 年末全市总人口为 402 万，市区人口 45 万，下属各区县人口约在 40 万人左右。廊坊布局呈三点组团形势，“一个中心”（中心城市）、“两个次中心”（三河、霸州）、“三大板块”（以三河为核心的北部地区、以中心市区为核心的中部地区，以霸州为核心的南部地区）、“两个环带”（环北京城镇带、环天津城镇带）。2008 年，廊坊实现地区生产总值 1050 亿元，同比增长 12%，人均可支配收入达到 16302 元，同比增长 17%。

图表 21：廊坊市人口分布及产业空间布局



资料来源：廊坊国土资源局网站、中金公司研究部

图表 22：廊坊地区经济发展状况



资料来源：CEIC、中金公司研究部

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。

廊坊市区市场预计将呈“价平量增”态势

廊坊房地产市场 2007 年是近年来高峰，销售均价上涨了 29% 至 3336 元/平米，主要原因在于供给的短缺，住宅竣工仅 150 万平米，商品房供销比达 0.43 为历史最低；而随着供应的逐步增加，从 2007 年 10 月以来至 2008 年底，廊坊房地产市场住房价格一直呈环比回落趋势。

图表 23：廊坊市房地产市场情况

(万平米、元/平米)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
商品住宅竣工	91.7	106.9	203.9	165.5	195	150.1
商品住宅销售	87.7	102.6	191.5	218.7	247.8	350.7
商品房供销比	1.05	1.04	1.06	0.76	0.79	0.43
商品房售价	1305	1410	1742	2057	2583	3336

资料来源：廊坊房地产、中金公司研究部

我们认为占本地 1/3 成交量的廊坊市区市场将维持“价稳量增”态势：我们认为廊坊市场回暖的主要原因在于开发商价格的折让，以 09 年一季度数据来看，市区房屋均价 4357 元/平米，同比下滑了 21.04%，降价依然是激发购房者意愿的主要原因。从供给面的角度来看，市区目前已批准预售未售出的住宅在 100 万平方米左右，约 10000 套，消化现有库存将是当地开发商面临的主要任务。而存量土地方面，市区现在存量土地约 1100 亩（2006-2007 年末开发土地 300 亩，2008 年成交房地产开发用地 700 亩，2009 年上半年成交 5 宗地共 102 亩），但都是在地价较高时成交的，在去库存化结束前，供应不会大幅增加，整体市场将趋于稳定。

图表 24：廊坊市住宅销售情况

销售面积（万平米）	2008.1-3	2009.1-3	YoY
全市	54.11	73.81	36.4%
市区	8.07	12.88	59.6%
住宅均价（元/平米）	2008.1-3	2009.1-3	YoY
全市	3765	3560	-5.4%
市区	5518	4357	-21.0%

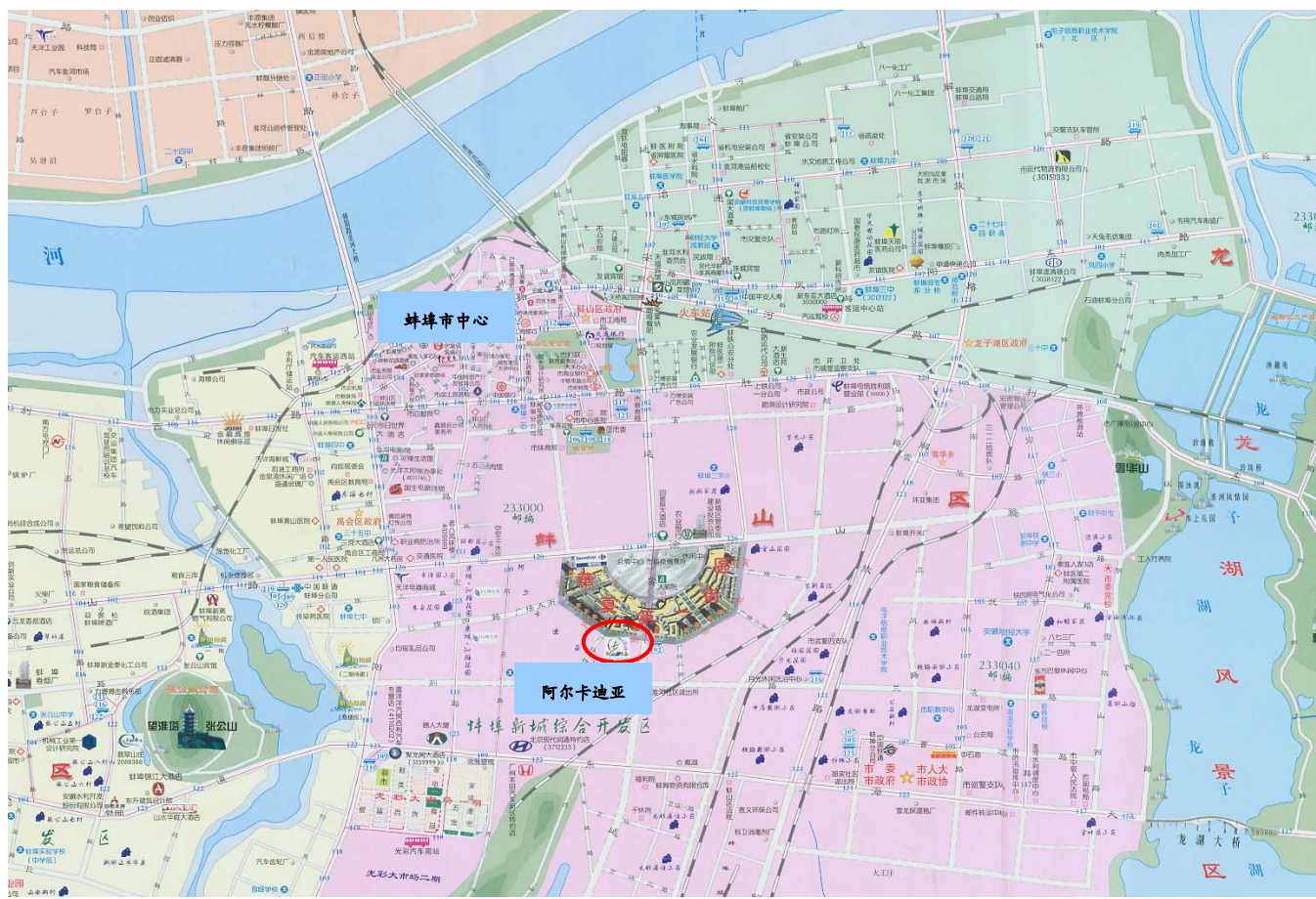
资料来源：廊坊房地产、中金公司研究部

蚌埠市场分析

城市概况

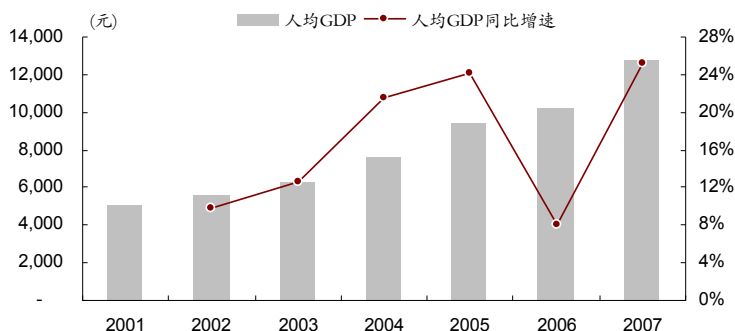
蚌埠位于安徽省东北部，淮河中游，是安徽省重要的组合交通枢纽城市，是皖北乃至中原地区重要的加工、商贸、科技中心。全市总面积 5952 平方公里，人口 350 万，市区常住人口超百万人。现辖龙子湖蚌山、禹会、淮上四个区和怀远、固镇、五河三个县，设有 6 个省级开发区。2008 年，蚌埠市全年实现地区生产总值 486.39 亿元，同比增长 11.0%。2008 年人均 GDP 为 13632 元，按现行汇率计算，达 2034 美元，开始迈入 2000-10000 美元的加速发展阶段。

图表 25：蚌埠市楼盘地图



资料来源：蚌埠房产网、中金公司研究部

图表 26：蚌埠人均 GDP 及增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

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。

房地产市场：供需基本平衡

供求基本平衡，房价温和上涨：1-9 月份蚌埠房地产开发投资额 22.67 亿元，同比下降 5.18%；然而土地购置面积为 95.31 万平方米，同比增长 211.06%，开发土地面积 96.06 万平方米，同比增长 179.2%；房屋施工和竣工面积分别为 264 万和 45 万平方米，同比分别增长 22%左右。而前三季度，蚌埠市市辖区新建商品房批准预售面积为 87.06 万平方米，其中商品住宅为 63.06 万平方米，同比分别下降 2.69%和 20.97%，商品房销售面积 82.17 万平方米，其中住宅 79.91 万平方米，同比分别增长 45.6%和 45.8%；商品房成交价格为 3490 元/平方米，其中住宅 3442 元/平方米，基本保持稳定，同比分别增长 4.56%和 2.88%。

整体市场以中大户型为主，90 平米以下批准预售面积仅占总量的 48%：成交套数方面，前三季度，80-90 平方米成交套数占总成交套数的 19.4%；90-100 平方米的占总量的 28.6%；100-120 平方米的占总量的 21.5%。

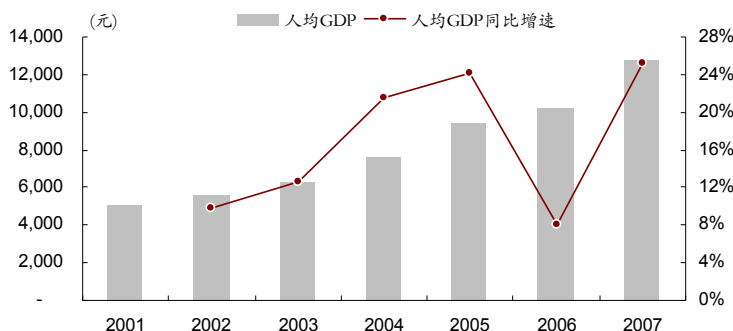
外地来蚌埠购房比例约占 20%：前三季度，以新建商品房购买套数计算，外地来蚌埠购房套数为 2131 套，占总套数的 22.8%，其中安徽省其他地区来蚌埠购房的比例为 16.9%。

石家庄市场分析

城市概况

石家庄地处河北省中南部，东与衡水接壤，南与邢台毗邻，西与山西为邻，北与保定为界。辖区总面积 15848 平方公里。2009 年全市常住人口 980 万人，其中市区 250 万人。2008 年，石家庄实现地区生产总值 2838.4 亿元，比 2007 年增长 11%，分别高于全国、河北省 2 个和 0.9 个百分点。

图表 27：石家庄人均 GDP 及增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

房地产市场：房价上涨动力不足

供过于求，房价上涨动力不足：2009 年 1-9 月，市区商品房当期上市面积 401.04 万平方米，商品住房 315.29 万平方米，同比分别增长 95.81%、75.25%；市区商品房成交面积 295.01 万平方米，商品住房 252.21 万平方米，同比分别增长 126.56%、155.56%。商品住房供求增量比为 1.25:1，商品住房供过于求，上涨动力不足。价格方面，2009 年 9 月份，商品住房均价为 4133 元/平方米，同比增长 4.21%、环比下跌 1.36%。

成交结构以普通住宅为主，本市居民购房比例达 91%：从 2009 年 1-9 月份登记销售商品住房成交单套面积来看，普通商品住宅（即 144 平方米及以下）成交占 78.27%，普通商品住宅仍占主流。成交价格大部分集中在单价为 3000 元/平方米~6000 元/平方米之间，交易量占总量的 63.51%。本市购买比例为 91.39%，本省以内购买比例为 5.3%，本省以外购买比例为 3.31%，购买对象仍以本市居民为主。

三年大变样意味着未来几年将保持较高的土地供应：2008 年初，石家庄市政府下发《省会城市建设三年大变样和 2008 年迈大步实施方案(征求意见稿)》。根据该方案，2008-2010 年，石家庄市计划旧城改造拆除建筑 230 万平方米，城中村改造拆除 334 万平方米。其中 2008 年的目标是旧城改造拆除 68.5 万平方米，城中村改造拆除 334 万平方米。07、08 年全市土地供应总面积 1054.66 及 892.24 公顷，往后看，我们认为石家庄的高土地供应应该是常态，而以石家庄市场年均 300 万-400 万的商品房去化速度来看，未来去化压力较大。

附录 2：主要项目一览

廊坊·君兰苑

君兰苑位于廊坊市的西部，爱民西道与西外环交口往西，地处廊坊高校聚集之地，整个小区占地 125 余亩，建筑面积约 13 万平米，绿化率 35% 以上，容积率 1.55，计划开发住宅 16 栋，住宅销售面积在 76—136 平米之间，其中以 80—90 平米为主力户型。

我们预计该项目今年将全部结算，结算面积 8.5 万平米，贡献收入约 3.65 亿元。

图表 28：君兰苑项目位置示意图



资料来源：ditu.google.com，中金公司研究部

廊坊·塞纳河谷项目

塞纳河谷项目原为恒盛地产开发的一个纯法式五星级花园洋房小镇,项目总占地面积 930 亩,总建面 75 万平米,分两期开发,位于廊坊经济开发区,会展中心以东 300 米,与新奥高尔夫一路之隔。项目一期荣获两项大奖,分别是亚洲最佳生态景观楼盘和全国住宅小区规划设计奖。一期住宅总建筑面积 11 万平米,由 51 栋法式花园洋房和一栋 22 层高星级酒店—阳光大酒店组成,社区容积率为 0.7,户型设计有双拼别墅,叠拼别墅,复式,跃式和平层。该项目一期目前在售均价约 6000 元/平方米,已经开始竣工入住。

公司 09 年 9 月以初步定价 5.8 亿元人民币(含公司提供给恒盛集团用于全部解除或清偿涉及资产设定或发生的抵押、担保、权利负担或负债所需的 4.15 亿及 3000 万元定金)收购恒盛昌顺 100% 股权,包括恒盛塞纳河谷项目尚未开发的剩余 385 亩土地、恒盛阳光大酒店 44.5 亩土地和恒盛阳光大酒店建筑物及设备资产。项目规划建筑面积 33.35 万平米(扣除 5.5 万平米回迁安置房),项目用地基本完整,已达到“七通一平”状态,住宅部分已完成规划报建并通过。恒盛阳光大酒店紧邻塞纳河谷项目,占地面积 44.5 亩,建筑面积 4.7 万平米,按五星级标准建造。酒店主体现已完工,外部装修已经完成,内装(强电、暖通、给排水、专项安装)已完成约 80% 的工程量,弱电部分已完成约 30% 的工程量,精装修部分已完成约 20% 的工程量。

我们预计该项目将在未来几年贡献稳定回报,预计 10 年去化 3 万平米,实现收入 2.5 亿元。

图表 29: 塞纳河谷项目位置示意图



资料来源: ditu.google.com, 中金公司研究部

图表 30: 恒盛·塞纳河谷项目原规划图



资料来源: www.zhulong.com, 中金公司研究部

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。

蚌埠·阿尔卡迪亚及蚌埠D09-1 地块

蚌埠阿尔卡迪亚项目位于蚌埠市经济开发区红旗五路与延安路交叉口，总占地面积 35.78 万平米，为公司 03 年 8 月公开挂牌地块，(CBD 东南方向 A2,A4,A5 地块)，平均楼面地价约 600 元/平米。住宅形态以小高层为主，小区实行滚动式开发，共分三期，一期为阳光苑，二期蓝天城，三期碧水湾。一期工程共 11 栋，2003 年 11 月开工，2006 年 3 月完工；二期于 2006 年 1 月开工，2008 年全部竣工。三期碧水湾共 20 幢，8 幢可售，10 幢仅剩尾房，2 幢已经售完；目前三期销售额已达约 6 亿元，平均售价，住宅为 3887.9 元/平米，商业为 9031.7 元/平米（销售情况见图表 33）。我们预计该项目将在未来两年逐步结算、贡献稳定回报，预计 09 年去化 6.4 万平米，实现收入 2.7 亿元；10 年去化 6.4 万平米，贡献收入 2.9 亿元。

D09-1 地块（(2007)20 号宗地）位于阿尔卡迪亚项目附近航华路，出让的土地面积 127,371.42 平方米，容积率 ≤ 1.6 , 建筑密度 $\leq 27\%$ ，土地总价款为人民币 33,000 万元，折合楼面地价约 2600 元/平米左右。按目前周边楼盘售价约 4000 元/平米来看，公司短期内进行操作尚面临较大难度。

图表 31：蚌埠·阿尔卡迪亚、D09-1 地块交通及实景图



资料来源：安徽房地产交易网，公司资料，中金公司研究部

图表 32：蚌埠·阿尔卡迪亚规划图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

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。

图表 33: 蚌埠·阿尔卡迪亚三期碧水湾销售情况

蚌埠	总面积	住宅面积	商业面积
可售资源	188,399	174,209	14,191
	已售总面积	已售住宅面积	已售商业面积
销售情况	142,924	142,106	818
	总体	住宅	商业
去化率	76%	82%	6%

资料来源：蚌埠房产网，中金公司研究部

石家庄·阿尔卡迪亚

石家庄阿尔卡迪亚项目位于和平路与平安大街交汇处，毗邻和平路、平安大街、胜利大街、建设大街等多条城市主干道，项目占地 228 亩，规划总建面 86 万平米，由 21 栋高层住宅、2 栋精装公寓（1、2 号楼）、2 栋写字楼及 1 栋星级酒店组成，目前售价约 5800 元/平米。我们预计该项目 09、10 年分别实现结算收入 3.9 亿元及 6.4 亿元。

图表 34: 石家庄阿尔卡迪亚交通及实景图



资料来源：新浪房产，公司资料，中金公司研究部

图表 35: 石家庄·阿尔卡迪亚规划图



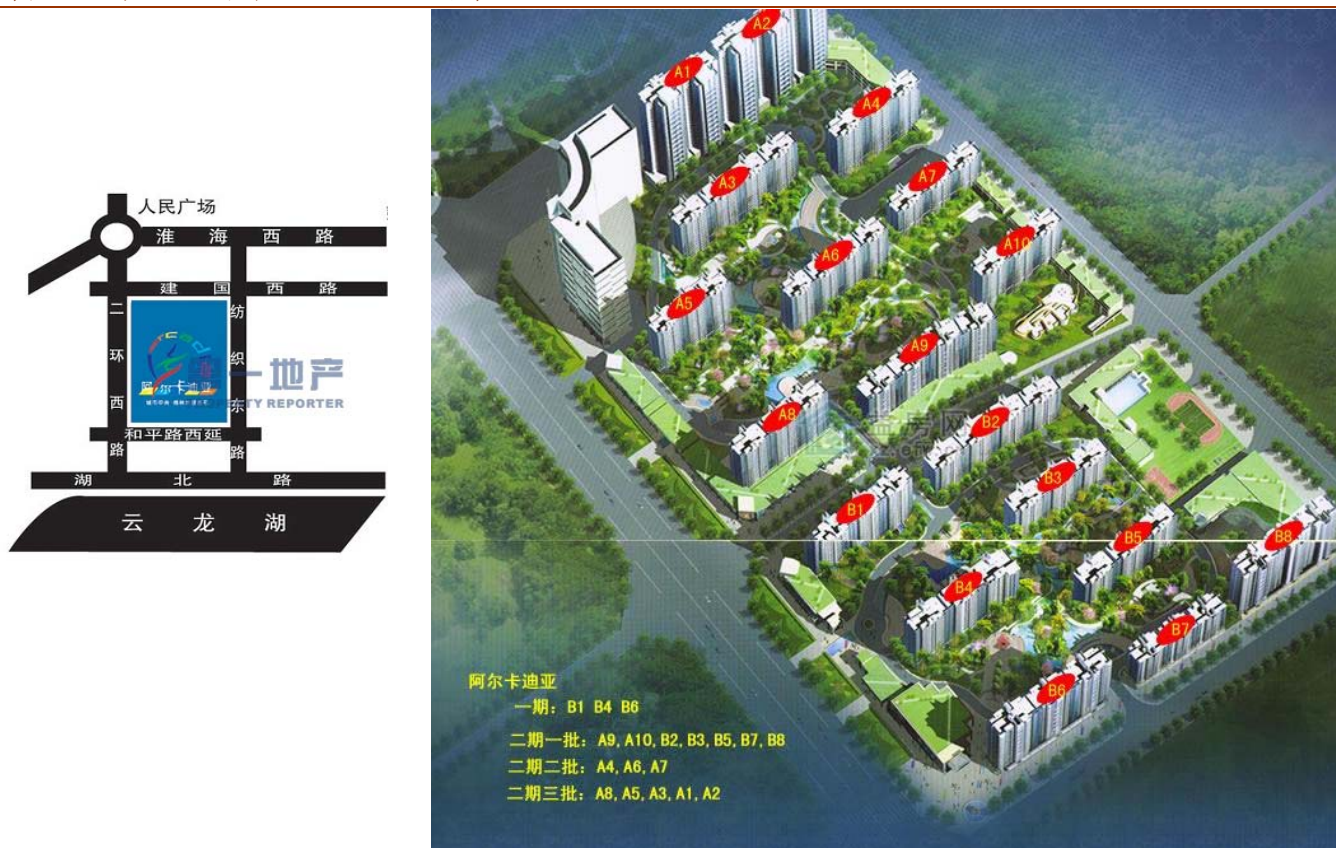
资料来源：新浪房产，公司资料，中金公司研究部

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或大并进行交易，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。本报告的版权仅仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

徐州·阿尔卡迪亚荣景盛苑

阿尔卡迪亚位于原徐州市三联纺织厂地块。项目占地 13.087 公顷，东至纺织东路，南至纺织南路，西至二环西路，北至建国西路。邻近人民广场和云龙湖，步行 5 分钟左右即可到淮海西路。是以高层为主的居住社区，辅以部分小高层。项目共分两期开发，一期为 B1, B4, B6 楼座，目前已经竣工结算，销售率 100%。二期一批为 A9, A10 及 B2, B3, B5, B7, B9 楼座，销售率整体在 93% 以上；二期二、三批主要为 A1-A8 楼座，目前 A3-A8 楼座销售率在 81% 左右，整栋的可售房源只剩 A1, A2 及 S1 楼座。我们预计将于 09 年、10 年实现结算收入 6 亿元及 7 亿元。

图表 36：徐州·阿尔卡迪亚交通及规划图



资料来源：第一地产网，益房网，公司资料，中金公司研究部

图表 37：徐州·阿尔卡迪亚三期碧水湾销售情况

	徐州·荣景盛苑 1期B1,B4,B6	徐州·荣景盛苑 2期 B2,B3,B5,B7, B8	徐州·荣景盛苑 2期 A3,A4,A5,A7, A8及S7	徐州·荣景盛苑 2期 A9,A10
单位（平方米）				
可售面积	可售面积	可售面积	可售面积	可售面积
可售资源	49,593	63,985	97,617	32,754
已售总面积	已售总面积	已售总面积	已售总面积	已售总面积
销售情况	49,593	61,161	78,870	28,031
总体	总体	总体	总体	总体
去化率	100%	96%	81%	86%
预计竣工时间	已竣工	2010-06	2010-12	2010-12

资料来源：徐州房产信息网，中金公司研究部

徐州·阿尔卡迪亚九里峰景

九里峰景是公司在徐州开发的第三个项目,该项目位于徐州市二环西路和二环北路交叉口东,西安北路延长段西,周边交通便捷通畅。北望风景秀丽的九里山,西接徐州苗厂,向东 1500 米即可到达鼓楼区重点项目九龙湖公园,自然环境十分优美。该占地面积近 200 亩,总建筑面积约 27 万平方米。目前该项目开始预售登记,周边售价约 4000 元/平方米左右。我们预计项目将于 11 年开始结算。

图表 38: 阿尔卡迪亚九里峰景规划图



资料来源: soufun.com, 中金公司研究部

聊城·阿尔卡迪亚

该项目为阿尔卡迪亚的第九个项目,座落于建设路与花园路交界处(原双力集团厂址)。小区南临建设路,北接聊城市职业技术学院,东靠双力家属院,西依花园路,占地共计 490 亩,规划总建筑面积 78 万平方米,入住人口约 3 万人,绿化率达到 40% 以上,是聊城市最具规模的高品质生活社区。2009 年 6 月,聊城·阿尔卡迪亚一期全面入住。我们预计未来三年将分别实现结算收入 3.2 亿元、4.7 亿元及 5.4 亿元。

图表 39: 聊城·阿尔卡迪亚交通及规划图



聊城阿尔卡迪亚

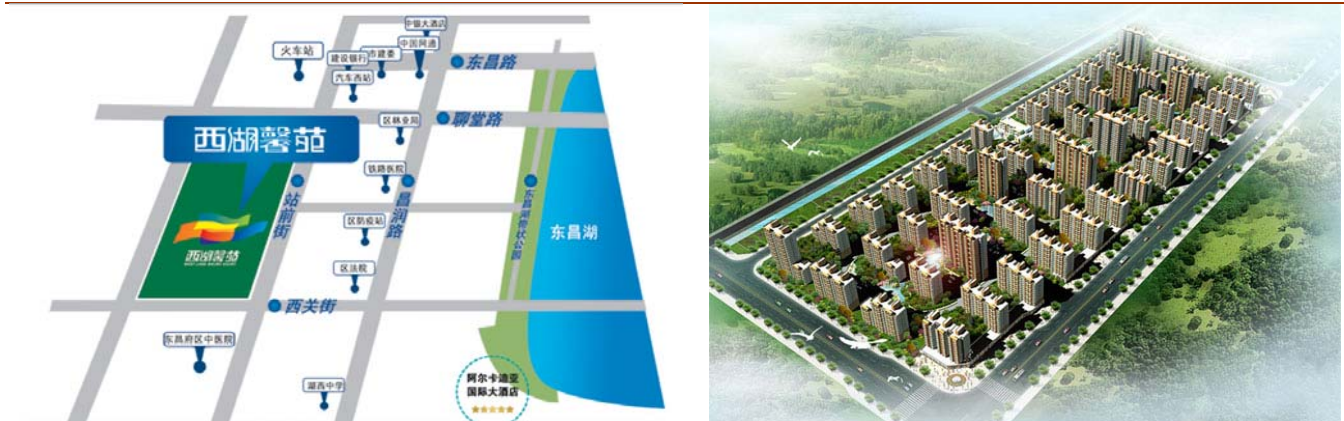


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

聊城·西湖馨苑

西湖馨苑，占地 245 亩，总规划面积 30 万平米。一期规划兴建 10 幢九层至 18 层高的住宅楼，总建筑面积为 62,781 平方米。目前已经开始认筹登记，预计 10 年部分竣工结算。

图表 40：聊城·西湖馨苑交通及规划图

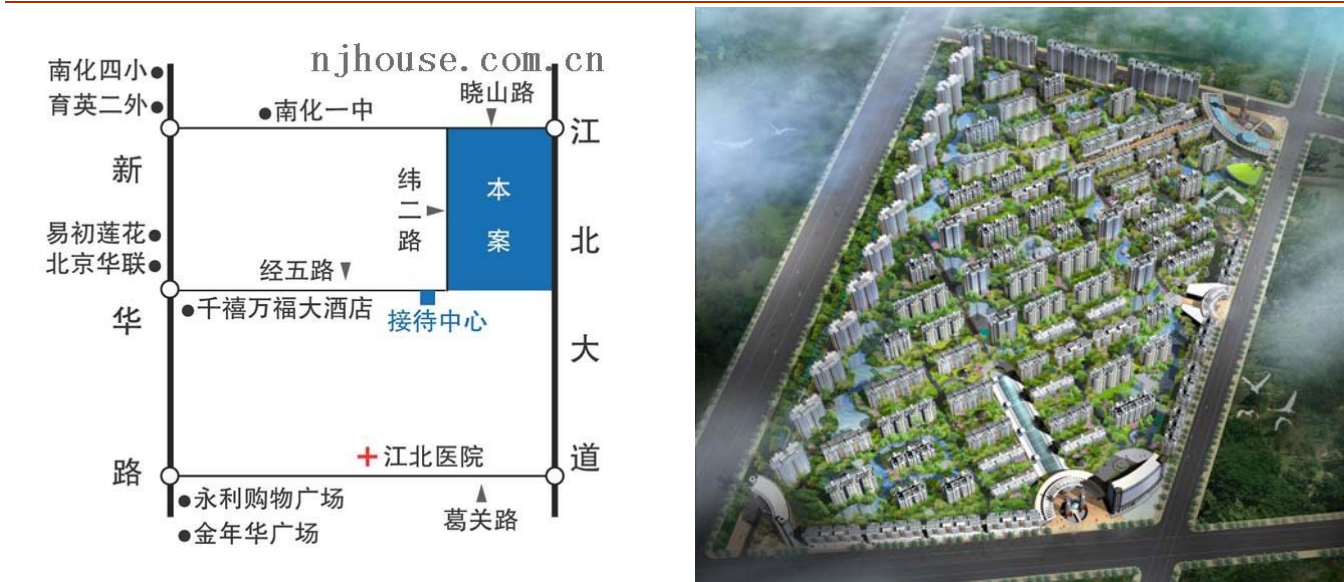


资料来源：公司资料，中金公司研究部

南京·阿尔卡迪亚

南京阿尔卡迪亚项目占地 564 亩，总投资约 14 亿元。总建筑面积约 71 万 m^2 ，是六合规模最大、档次最高、最具文化品位的高档社区，社区建筑结构以小高层为主，高层、多层为辅。整个小区分三期开发，项目已经销售 48 万方，总体成交均价约 3412 元/平米。我们预计未来三年每年将贡献结算收入 3-4 亿元左右。

图表 41：南京·阿尔卡迪亚交通、规划图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 42：南京·阿尔卡迪亚销售情况

待售套数	认购套数	成交套数	认购,成交面积	均价
1368 套	73 套	4969 套	484722 平米	3241 元/平米

资料来源：南京房地产交易网，中金公司研究部

南京·华欧国际友好城（葫芦套C地块）

南京·华欧国际友好城为收购济南铭翰房地产开发有限责任公司 100% 股权所获项目，即葫芦套 C 地块，收购后的南京华欧未开发建设的土地不低于 2567.5 亩，存量房屋价值不低于 1.2 亿元，总体收购的成本预计不会超过 6 亿元。

项目总建筑面积约 230 万平方米，为目前南京第一大盘。一期开发面积约 53 公顷，总建筑面积约 60 万平方米，现在售楼盘：香林水筑，别墅，均价每平方米 4000 元，4 月 7 号开盘，年底交付，一期销售均价约 3100 元/平米。

图表 43：南京·阿尔卡迪亚规划图



资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：红色标注为目前开始销售部分

图表 44：南京·阿尔卡迪亚销售情况

待售套数	认购套数	成交套数	认购,成交面积	均价
358套	25套	1486套	154125平米	3112元/平米

资料来源：南京房地产交易网，中金公司研究部

图表 45：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	735	1,195	1,366	1,744	2,029	3,272	4,668	6,979
主营业务成本	494	875	977	1,149	1,239	2,119	2,939	4,468
营业税金及附加	41	81	91	110	135	245	378	565
主营业务利润	200	239	298	485	655	907	1,351	1,946
营业费用	12	14	11	12	36	52	70	140
管理费用	13	25	22	45	64	82	107	209
财务费用	-0	-1	-2	-4	-2	-2	-2	20
营业利润	177	197	264	434	498	775	1,176	1,577
税前利润	177	197	264	433	496	782	1,178	1,579
净利润	122	131	173	284	371	587	883	1,184
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	104	87	129	82	903	1,720	2,544	3,287
存货	802	1,098	1,894	4,040	4,514	6,817	8,180	9,816
货币资金	52	184	160	512	690	3,074	2,744	1,665
固定资产	20	79	94	101	163	254	254	254
应付款项	384	513	921	1,691	2,207	5,218	5,882	6,653
短期借款	25	0	0	55	84	114	114	114
股东权益	317	434	594	1,757	2,087	3,747	4,440	5,369
总资产	991	1,467	2,324	4,840	6,530	12,331	14,188	15,487
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	18	-35	-258	-1,013	-221	277	-634	-395
投资活动现金流	-13	-9	-2	-15	-204	-98	-8	-8
筹资活动现金流	0	177	236	1,381	602	2,205	312	-676
现金及现金等价物净增加额	6	133	-24	353	178	2,384	-330	-1,079
期初现金及现金等价物余额	46	52	184	160	512	690	3,074	2,744
期末现金及现金等价物余额	52	184	160	512	690	3,074	2,744	1,665
财务指标								
毛利率	27.2%	20.0%	21.8%	27.8%	32.3%	27.7%	28.9%	27.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	21.6%	21.6%	21.6%	0.0%
资产收益率	12.3%	8.9%	7.5%	5.9%	5.7%	4.8%	6.2%	7.6%
净资产收益率	38.7%	30.1%	29.1%	16.2%	17.8%	15.7%	19.9%	0.0%
净现金/股东权益	75.2%	76.6%	109.2%	49.9%	73.5%	7.6%	25.1%	33.4%
每股净资产	0.35	0.49	0.66	1.96	2.33	4.19	4.96	6.00

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 46: 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 (百万平米)	权益储备 (百万平米)
			09-11-9				09-11-9	08A	09E	10E	08-10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	09A	10E	09A	10E	08A	08A	2008-12	2008-12		
A股																											
侧重开发:																											
万科A	000002	推荐	12.0	n.a.	n.a.	128.4	0.37	0.50	0.65	33%	32.8	23.9	18.7	4.2	3.6	3.0	9.3	10.1	29%	19%	67%	33%	33.1	26.3			
金地集团	600383	推荐	16.0	n.a.	n.a.	39.7	0.34	0.55	0.75	48%	47.3	29.1	21.5	4.3	3.5	3.1	13.8	15.2	16%	5%	70%	81%	11.4	10.1			
招商地产	000024	推荐	29.8	n.a.	n.a.	30.5	0.71	0.92	1.20	30%	41.7	32.2	24.8	3.4	3.1	2.8	27.3	30.7	9%	-3%	57%	30%	10.9	8.5			
金融街	000402	推荐	13.4	n.a.	n.a.	33.3	0.42	0.54	0.62	22%	32.1	24.9	21.5	2.3	2.1	1.9	14.7	15.4	-8%	-12%	46%	10%	6.3	5.5			
首开股份	600376	推荐	22.6	n.a.	n.a.	26.0	0.50	0.70	1.00	42%	45.5	32.0	22.5	6.5	2.7	2.4	23.6	26.8	-4%	-16%	82%	180%	9.4	7.5			
保利地产	600048	审慎推荐	26.3	n.a.	n.a.	92.4	0.64	1.00	1.25	40%	41.3	26.4	21.0	6.6	5.0	4.0	19.5	22.0	35%	20%	71%	109%	21.4	16.0			
华发股份	600325	审慎推荐	20.0	n.a.	n.a.	16.3	0.80	0.96	0.99	12%	25.1	20.8	20.2	3.6	3.2	2.8	19.0	21.0	5%	-5%	64%	56%	5.3	4.5			
北京城建	600266	审慎推荐	19.4	n.a.	n.a.	14.4	0.43	0.62	0.81	38%	45.5	31.5	24.1	4.0	3.5	3.0	18.9	20.2	3%	-4%	66%	66%	3.4	2.9			
荣盛发展	002146	审慎推荐	21.3	n.a.	n.a.	19.1	0.41	0.65	0.99	54%	51.4	32.5	21.6	9.1	5.1	4.3	12.4	16.0	72%	33%	68%	74%	9.3	9.2			
栖霞建设	600533	中性	7.1	n.a.	n.a.	7.5	0.18	0.21	0.28	25%	39.8	34.5	25.6	2.9	2.7	2.4	5.8	6.4	22%	11%	58%	78%	2.7	2.2			
中华企业	600675	中性	17.7	n.a.	n.a.	19.2	0.43	0.59	0.63	22%	41.5	30.1	28.1	5.9	5.0	4.2	11.1	12.1	59%	46%	64%	79%	2.3	2.0			
阳光股份	000608	中性	11.4	n.a.	n.a.	6.1	0.05	0.47	0.45	192%	215.6	24.1	25.2	3.5	3.0	2.7	8.4	9.0	36%	27%	63%	47%	2.4	2.0			
亿城股份	000616	中性	7.6	n.a.	n.a.	6.9	0.30	0.32	0.35	8%	25.4	23.5	21.8	2.8	2.5	2.2	5.3	5.6	45%	36%	50%	24%	1.1	0.9			
大龙地产	600159	中性	19.8	n.a.	n.a.	8.2	0.01	0.72	0.96	1201%	3,494.8	27.5	20.7	6.7	5.4	4.3	13.4	15.2	47%	30%	61%	80%	9.4	1.6			
冠城大通	600067	中性	15.7	n.a.	n.a.	9.6	0.28	0.40	0.83	71%	55.5	39.4	18.9	5.6	4.9	4.0	15.0	15.7	5%	0%	77%	210%	2.4	2.1			
平均值								34%				40.4	28.8	22.4	4.8	3.7	3.1	25%		12%	64%	77%					
中间值								33%				41.5	29.1	21.6	4.2	3.5	3.0	22%		11%	64%	74%					
开发和持有:																											
浦东金桥	600639	审慎推荐	15.0	n.a.	n.a.	10.5	0.33	0.30	0.45	18%	45.6	50.7	32.9	4.1	3.8	3.4	14.4	15.9	4%	-6%	43%	43%	2.2	2.1			
陆家嘴	600663	中性	28.9	n.a.	n.a.	45.9	0.47	0.55	0.56	9%	61.3	52.3	51.7	6.4	5.7	5.2	17.8	18.2	62%	59%	47%	-26%	3.6	3.1			
中国国贸	600007	中性	11.6	n.a.	n.a.	11.7	0.35	0.28	0.33	-2%	33.0	41.3	34.8	2.8	2.6	2.4	10.8	10.8	8%	8%	48%	74%	0.5	0.5			
平均值								8%				46.7	48.1	39.8	4.4	4.0	3.7	25%		20%	46%	30%					
中间值								9%				45.6	50.7	34.8	4.1	3.8	3.4	8%		8%	47%	43%					
B股			(HKS)	(HKS)		(HKS bn)	(HKS)	(HKS)	(HKS)		(HKS)	(HKS)	(HKS)				(HKS)	(HKS)									
万科B	200002	推荐	10.2	14.1	38%	145.9	0.43	0.57	0.75	10%	23.9	17.8	13.6	3.0	2.7	2.4	10.6	11.8	-4%	-13%	67%	33%	33.1	26.3			
招商局B	200024	推荐	19.0	25.0	32%	34.7	0.83	1.05	1.40	21%	22.8	18.1	13.6	1.9	1.7	1.6	31.0	35.7	-39%	-47%	57%	30%	10.9	8.5			
金桥B	900911	推荐	7.2	13.0	80%	11.9	0.38	0.34	0.53	13%	18.9	21.5	13.7	1.7	1.6	1.5	16.3	18.5	-56%	-61%	43%	43%	2.2	2.1			
陆家B	900932	推荐	14.8	16.9	14%	52.2	0.55	0.63	0.65	21%	27.1	23.6	22.8	2.8	2.6	2.4	20.2	21.2	-27%	-30%	47%	-26%	3.6	3.1			
平均值								16%				23.2	20.3	15.9	2.4	2.2	2.0	-31%		-38%	53%	20%					
中间值								17%				23.4	19.8	13.6	2.4	2.2	2.0	-33%		-38%	52%	31%					
H股			(HKS)	(HKS)		(HKS bn)	(HKS)	(HKS)	(HKS)		(HKS)	(HKS)	(HKS)				(HKS)	(HKS)									
中国海外	688	推荐	17.4	22.8	32%	141.8	0.49	0.75	0.95	39%	35.6	23.0	18.3	4.3	3.4	3.1	13.0	16.3	34%	6%	62%	47%	24.2	21.6			
华润置地	1109	推荐	18.9	20.1	6%	95.0	0.35	0.57	0.72	43%	54.0	33.1	26.3	2.8	2.6	2.4	17.0	18.2	11%	4%	49%	43%	24.8	23.5			
首创置业	2868	推荐	3.4	4.8	44%	6.8	0.22	0.23	0.30	16%	15.3	14.3	11.4	1.4	1.3	1.3	5.9	6.5	-43%	-48%	68%	71%	8.7	4.9			
绿城中国	3900	推荐	11.5	14.9	29%	17.7	0.55	0.66	0.90	28%	20.9	17.4	12.8	1.9	1.8	1.7	16.9	18.6	-32%	-38%	76%	140%	25.0	15.4			
远洋地产	3377	推荐	8.1	11.0	37%	37.9	0.32	0.38	0.53	29%	25.2	21.4	15.1	2.0	1.8	1.7	10.5	12.3	-23%	-34%	59%	33%	12.6	12.0			
方兴地产	817	推荐	2.3	3.6	60%	19.7	0.09	0.14	0.16	31%	23.9	15.7	13.9	1.8	1.4	1.3	4.4	4.5	-48%	-50%	60%	40%	1.8	1.5			
深控股	604	推荐	3.4	4.5	31%	12.1	0.20	0.25	0.30	24%	17.3	13.8	11.3	1.0	1.0	0.9	6.0	6.4	-43%	-47%	58%	66%	22.5	13.6			
雅居乐	3383	审慎推荐	10.8	12.2	13%	39.1	0.41	0.69	0.87	45%	26.2	15.7	12.4	2.6	2.4	2.2	13.0	14.4	-17%	-25%	61%	35%	28.7	26.8			
富力地产	2777	中性	15.0	16.6	11%	48.4	0.73	0.86	1.02	18%	20.5	17.4	14.7	2.8	2.6	2.3	16.3	18.5	-8%	-19%	73%	123%	26.2	25.8			
世茂地产	813	中性	14.8	14.9	0%	52.4	0.36	0.84	0.95	62%	41.0	17.6	15.6	2.4	2.2	2.1	15.1	16.5	-2%	-10%	59%	66%	25.8	24.2			
碧桂园	2007	中性	3.1	3.8	23%	50.6	0.10	0.16	0.20	42%	31.6	19.1	15.6	2.3	2.2	2.1	4.0	4.7	-23%	-35%	61%	32%	46.1	45.9			
瑞安地产	272	中性	5.0	5.0	1%	25.1	0.51	0.27	0.34	-18%	9.8	18.2	14.6	1.2	1.1	1.1	5.7	6.3	-13%	-21%	45%	36%	13.8	10.6			
平均值								30%				26.8	18.9	15.2	2.2	2.0	1.8	-17%		-26%	61%	61%					
中间值								30%				24.6	17.5	14.7	2.1	2.0	1.9	-20%		-29%	60%	45%					

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。