

贾祖国
010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn

2010年2月10日

世茂股份(600823.SH)/13.89元

低土地成本的快速扩张

金融·房地产

目标估值: 22.9元

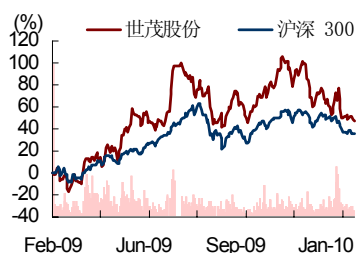
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2949
总股本(万股)	117060
已上市流通股(万股)	47836
总市值(亿元)	162
流通市值(亿元)	66
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	1.4
资产负债率	56.2%
主要股东	峰盈国际有限公司
主要股东持股比例	47.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-17	56
相对表现	-1	-6	18



相关报告

《商业地产机会显现》2010/1/8

《世茂股份(600823)——低估的商业地产龙头》2009/11/11

《世茂股份(600823)——商业地产蓝筹, 业绩保证稳固》2009/07/14

公司土地成本非常便宜, 资产重组完成后扩张加速, 还拥有非常先进的商业模式, 目前市场仅按 PE 进行估值, 我们建议投资者应参考 RNAV 进行估值。

- **09 年业绩回顾:** 报告期内, 实现营业收入 10.61 亿元, 同比增长 71.77%, 营业利润 3.03 亿元, 同比增长 170.53%, 净利润 2.06 亿元, 同比增长 394.28%, 实现合约销售约 33 亿元, 销售面积 21 万平方米。业绩基本符合我们先前预期。房地产结算收入 10.11 亿元。公允价值变动 1.61 亿元, 影响税前利润 1.21 亿元, 影响相应的 EPS 为 0.103 元;
- **低成本的土地储备:** 公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地, 卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。尤其在 09 年土地市场异常火爆之际, 公司的土地成本更是要远低于同区域地价。公司拿地便宜的最主要原因是公司的项目基本上都是综合体项目, 竞争者相对少, 而且容易卖较高的房价;
- **公司在快速扩张:** 土地储备在快速扩张, 资产重组完成后, 来公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备报告期内, 目前公司的土地储备达到了 831.4 万平, 权益土地储备为 689.3 万平。我们预期公司土地储备将很快突破 1000 万平; 与 09 年 3 季报披露的经营计划相比, 09 年年报披露的公司各项经营计划均有所上调。2010 年到 2012 年合约销售额分别从 73 亿元、98 亿元、超过 100 亿元提高到 73 亿元、102 亿元、116 亿元, 每年的竣工面积提高得更快;
- **股票估值及投资评级:** 不考虑增发摊薄及公允价值变动的影响, 我们预计 2010 年到 2012 年公司的 EPS 分别为 1.11 元、1.19 元和 1.29 元。我们计算公司的 RNAV 为 22.9 元。考虑到公司低成本的土地储备、正积极增加后续项目储备以及先进的商业模式, 我们认为公司股票的短期目标价至少应为公司的 RNAV, 也即 22.8 元, 对应公司 2010 年的动态 PE 为 20.7 倍。我们维持公司股票“强烈推荐—A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	477	1061	6491	8553	10366
同比增长	-62%	122%	512%	32%	21%
营业利润(百万元)	123	303	1931	2150	2669
同比增长	-50%	146%	537%	11%	24%
净利润(百万元)	61	206	1294	1399	1514
同比增长	-8%	238%	528%	8%	8%
每股收益(元)	0.13	0.18	1.11	1.19	1.29
PE	108.9	78.9	12.6	11.6	10.7
PB	5.7	2.6	2.2	1.8	1.6

资料来源: 招商证券

1、09 年业绩回顾

2009 年，实现营业收入 10.61 亿元，同比增长 71.77%，营业利润 3.03 亿元，同比增长 170.53%，净利润 2.06 亿元，同比增长 394.28%，实现合约销售约 33 亿元，销售面积 21 万平方米。业绩基本符合我们先前预期。

销售商品、提供劳动收到现金 27.5 亿，预收账款 18.5 亿；

公允价值变动 1.61 亿元，影响税前利润 1.21 亿元，影响相应的 EPS 为 0.103 元；

房地产结算收入 10.11 亿元，公司的结算主要来自沈阳、芜湖、南京和常熟等项目，具体情况见下表；

表 1：公司 2009 年结算情况

项目明细	结算面积 (万平)	结算物业类型	结算均价 (元/平)	结算收入 (亿元)
沈阳世茂	1.1	商业	23600	2.6
芜湖世茂	1.3	商业	16100	2.1
南京世茂	1.4	住宅	20000	2.8
常熟世茂	1.6	商业	12500	2.0
福州世茂外滩花园	0.7	住宅	10000	0.7
其他				0.9
				11.1

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司目前自持面积约为 21.2 万平，分别为：北京华平大厦 7.2 万、昆山世茂华东商城 9 万平、常熟世茂 4 万、上海市南京西路 258 号世茂商都大厦 0.75 万平和上海市贵州路 79-85 号商办楼 0.25 万平；

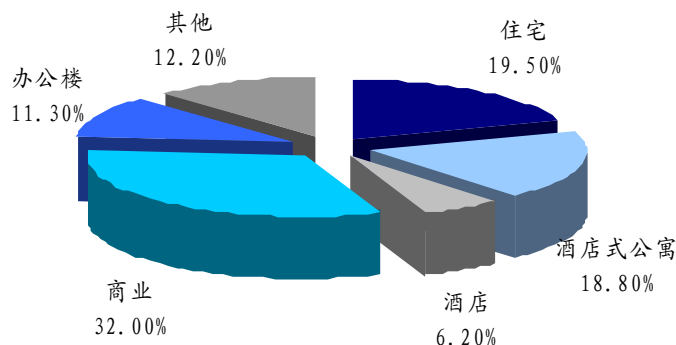
未来公司将越来越倾向于和港股公司一起拿商业、住宅、写字楼、酒店一体的综合体项目，这样拿地时既减少了竞争，又可以提高楼盘的升值空间。为避免持续的关联交易公告，公司于 2009 年 12 月 21 日公告，成立合资公司专门开发综合体项目，其中 A 股占 51%的股权，H 股占 49%的股权；

证监会对于房地产再融资的募集资金不允许再投向流动资金，因此公司于 2010 年 1 月 20 日公告将相应的募集资金总额从 20 亿元（含 3 亿投向补充流动资金）调整到 17 亿元。

2、低成本的土地储备

公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地，卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。尤其在 09 年土地市场异常火爆之际，公司的土地成本更是要远低于同区域地价。

公司拿地便宜的最主要原因是公司的项目基本上都是综合体项目，竞争者相对少，而且容易卖较高的房价。

图 1：公司产品分布


资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

表 2：公司土地储备及楼面地

序号	项目	建面（万平）	土地金额（亿元）	均价（元/平）
1	北京世茂国际中心	21.2	10.03	4732
2	青岛世奥大厦	25.3	9.11	3603
3	常熟世茂世纪中心	105.9	4.73	434
4	苏州世茂运河城	45.8	2.88	630
5	南京世茂滨江新城	144.3	36.61	2513
6	沈阳世茂商业项目	93.9	5.82	613
7	上海世茂新体验项目	37.2	3.33	896
8	常州世茂商业项目	29.0	1.69	583
9	嘉兴世茂商业项目	44.8	1.27	284
10	徐州世茂商业项目	23.3	1.65	707
11	昆山国际城	26.0	1.41	543
12	芜湖世茂商业项目	10.7	1.79	1488
13	昆山世茂华东商城	9.0	1.05	1171
14	北京世茂大厦	7.2	0.00	4732
15	无锡项目	29.0	10.26	3538
16	厦门项目	33.8	7.09	2626
17	绍兴项目	27.0	3.20	1280
18	杭州项目	32.0	6.01	2505
19	武汉项目	50.0	1.69	337
20	济南项目	35.0	-	-
合计		831.4	109.62	1395

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

3、公司在快速扩张

（1）土地储备在快速扩张

资产注入完毕后，集团对于公司和 A 股市场重视程度有了实质提升，公司的透明度在不断提高，公司土地储备在快速增长。今年以来公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备报告期内，公司新增 5 副地块，建筑面积 188.51 万平方米。目前公司的土地储备达到了 831.4 万平，权益土地储备为 689.3 万平。我们预期公司土地储备将持续、快速增长。

公司年报指出“计划于未来 1-2 年内，将公司的商业地产土地储备增加至 1,000 万平

方米以上。”我们预计这一目标有可能提前实现。有望在不久的将来突破 1000 万平。

(2) 公司经营计划有所上调

与 09 年 3 季报披露的经营计划相比, 09 年年报披露的公司各项经营计划均有所上调。其中, 2010 年到 2012 年:

- 竣工面积分别从 68 万平、75 万平、73 万平提高到 69 万平、115 万平、168 万平;
- 新增销售面积(竣工扣除自持)分别从 40 万平、60 万平、73 万平提高到 43 万平、93 万平、117 万平;
- 合约销售建筑面积分别从 46 万平、72 万平、超过 90 万平提高到 66 万平、94 万平、114 万平;
- 合约销售额分别从 73 亿元、98 亿元、超过 100 亿元提高到 73 亿元、102 亿元、116 亿元。

表 3: 09年3季报公司公告计划竣工面积(万平)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
沈阳五里河商业	6			13
芜湖世茂滨江花园商业	3	9		
常熟世茂世纪中心	8	2	11	10
昆山世茂华东商城	9			
北京世茂国际广场		4	17	
苏州世茂运河城商业		10	9	2
绍兴商业项目		27		
南京项目		10	17	18
上海新体验		6		
青岛五四广场综合开发			5	20
徐州新都会商业			16	
昆山世茂国际城				10
	26	68	75	73

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心整理

表 4: 09年年报公司公告计划竣工面积(万平)

	2010 年	2011 年	2012 年
芜湖世茂滨江花园商业		5	
常熟世茂世纪中心	6	20	30
北京世茂国际广场	7	14	
苏州世茂运河城商业	10	12	17
绍兴商业项目	27		
南京项目	10	10	7
嘉兴世茂新世纪			19
杭州置业	1	16	15
济南解放阁项目			30
上海新体验	6		
武汉世茂嘉年华		12	33
青岛五四广场综合开发			12
徐州新都会商业	2	17	4
昆山世茂国际城		9	
	69	115	168

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心整理

表 5：09年3季报公司公告自持竣工面积（万平）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
芜湖世茂滨江花园商业		5		
常熟世茂世纪中心	4			
昆山世茂华东商城	9			
北京世茂国际广场			6	
苏州世茂运河城商业		5		
绍兴商业项目		18		
徐州新都会商业			9	
	13	28	15	

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

表 6：09年年报公司公告自持竣工面积（万平）

	2010 年	2011 年	2012 年
芜湖世茂滨江花园商业		5	
常熟世茂世纪中心	3		2
北京世茂国际广场		6	
苏州世茂运河城商业	5		15
绍兴商业项目	18		
杭州置业			6
武汉世茂嘉年华		2	23
济南解放阁项目			5
徐州新都会商业		9	
	26	22	51

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

表 7：09年3季报公司公告未来经营规划目标（万平）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
目标合约销售建筑面积	21	46	72	超过 90
目标合约销售额（亿元人民币）	32	73	98	超过 100
新增经营性物业建筑面积		39	8	15
累积经营性物业建筑面积	12	51	59	74
计划新开工面积	27	92	52	68
计划当年施工面积	112	177	161	154
计划竣工面积	26	68	75	73
其中经营性物业面积	13	28	15	-

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

表 8：09年年报公司公告未来经营规划目标（万平）

	2009 年实际	2010 年	2011 年	2012 年
目标合约销售建筑面积	21	66	94	114
目标合约销售额（亿元人民币）	32	73	102	116
新增经营性物业建筑面积		26	22	51
累积经营性物业建筑面积	12	50	72	122
计划新开工面积	27	212	100	149
计划当年施工面积	112	301	332	363
计划竣工面积	26	69	115	168
其中经营性物业面积	13	26	22	51

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

4、业绩预测与股票投资评级

(1) 业绩预测

根据公司经营目标及我们调研的情况，我们预计，2010 年到 2012 年：

- 公司的主营收入分别为 64.9 亿元、85.5 亿元和 103.4 亿元；
- 归属母公司所有者净利润分别为 12.9 亿元、14.0 亿元和 15.1 亿元；
- 不考虑不超过 1.5 亿股增发摊薄的影响，公司的 EPS 分别为 1.11 元、1.19 元和 1.29 元。

具体结算情况详见表 9 和表 11。

公司盈利预测表如下：

表 9：公司盈利预测简表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	477	1061	6491	8553	10366
二、营业总成本	388	923	4575	6418	7712
其中：营业成本	265	587	2816	4692	5508
营业税金及附加	44	114	1421	1339	1788
营业费用	17	75	95	116	134
管理费用	40	105	217	248	275
财务费用	24	44	26	23	7
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
三、其他经营收益	34	165	15	15	15
公允价值变动收益	0	161	0	0	0
投资收益	34	3	15	15	15
四、营业利润	123	303	1931	2150	2669
加：营业外收入	22	14	0	0	0
减：营业外支出	1	1	0	0	0
五、利润总额	144	316	1931	2150	2669
减：所得税	43	94	483	538	667
六、净利润	102	222	1449	1613	2002
减：少数股东损益	40	16	154	214	488
七、归属母公司所有者净利润	61	206	1294	1399	1514
股本（百万）	478	1171	1171	1171	1171
每股收益（元）	0.13	0.18	1.11	1.19	1.29

资料来源：招商证券研发中心

其中若考虑到公允价值变动，公司各年业绩还会相应略有所上升。

(2) RNAV 计算

考虑到未来一段时期内房地产面临较严厉的调控，为保守起见我们对公司部分项目的预期售价进行了调整，我们计算的公司 RNAV 为 22.8 元。具体项目重估值情况详见表 11。

表 10: 公司RNAV的计算

	金额
各项目评估溢价 (亿元)	206.5
当前帐面净资产 (亿元)	62.0
重估净资产 (亿元)	268.2
总股本 (亿股)	11.706
RNAV (元)	22.94

资料来源: 招商证券研发中心

各项目详细评估溢价详见下表。

表 11: 公司各项目结算面积预计及重估值计算

项目名称	业态类型	可售面积 (万平)	权益	09 年结 算面积	10 年结 算面积	11 年结 算面积	权益评估溢 价 (亿元)
南京世茂	住宅	118.6	50%	7.0	8.0	9.0	41.24
	酒店	7.7	50%				0.68
	商业	10.0	50%				3.95
	车库	8.0	50%				1.54
昆山世茂华东 商城	持有商业	9.0	100%				6.65
上海市南京西 路	持有商业	1.0	100%				2.39
青岛市项目	住宅及酒店式公 寓	15.0	75%			8.0	10.14
	酒店	5.1	75%				3.35
	办公楼	2.6	75%				1.71
	车库	2.6	75%				0.72
上海世茂	酒店	13.5	100%				8.95
	商业	23.7	100%	2.0	2.0	2.0	15.67
北京世茂	酒店式公寓	5.3	100%	5.3			3.90
	商业	2.00	100%	1.5	0.5		2.43
	办公楼	4.00	100%		3.0	1.0	2.69
	车库	3.90	100%		2.0	1.0	1.55
	持有商业	6.00	100%				14.42
常熟世茂	酒店式公寓	43.50	100%		12.0	15.0	2.86
	商业	27.40	100%	6.4			4.78
	办公楼	19.00	100%				0.94
	车库	7.00	100%				0.19
	持有商业	9.00	100%				3.96
常州世茂新城	商业	29.00	100%				6.19
苏州世茂	酒店式公寓	9.00	100%	5.0	4.0		1.00
	酒店	6.00	100%				0.93
	商业	5.00	100%		2.0	3.0	0.77
	办公楼	18.00	100%				2.27
	车库	2.80	100%				0.18
	持有商业	5.00	100%				1.77
徐州世茂	酒店式公寓	6.40	100%	2.0	4.4		0.47
	商业	6.80	100%		2.0	3.0	0.07
	车库	1.10	100%				0.12
	持有商业	9.00	100%				0.66

项目名称	业态类型	可售面积 (万平)	权益	09 年结 算面积	10 年结 算面积	11 年结 算面积	权益评估溢 价 (亿元)		
嘉兴世茂	酒店式公寓	15.00	100%	0.0	0.0	10.0	1.38		
	酒店	6.00	100%				1.52		
	商业	16.00	100%				3.06		
	车库	7.80	100%				0.94		
昆山世茂国际 城	酒店式公寓	10.00	100%		8.0	1.0	0.98		
	商业	11.00	100%				1.42		
	车库	5.00	100%				0.61		
沈阳世茂	酒店式公寓	35.00	100%	4.0	0.9		3.69		
	商业	8.90	100%				1.82		
	办公楼	35.00	100%				0.38		
	车库	15.00	100%				0.61		
芜湖世茂	商业	5.70	100%	1.7			1.22		
	持有商业	5.00	100%				1.30		
绍兴世茂	酒店	9.00	100%		9.0		1.66		
	持有商业	18.00	100%				5.79		
华平大厦	持有商业	7.20	100%				7.80		
厦门项目	住宅及出售商业	33.80	51%				6.57		
无锡项目	住宅及出售商业	20.00	25%				1.93		
	持有商业	9.00	25%				1.35		
杭州项目	住宅及出售商业	26.00	100%		8.0	12.0	1.94		
	持有商业	6.00	100%				1.33		
武汉项目	住宅及出售商业	25.00	51%		8.0	9.0	2.30		
	持有商业	25.00	51%				4.41		
济南项目	住宅及出售商业	30.00	100%				2.38		
	持有商业	5.00	100%				0.97		
合计		831.4		34.9	73.8	86.0	206.5		

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

(3) 公司的商业模式

公司拥有先进的房地产商业模式。我们在 2009 年 9 月 16 日的《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》中认为地价涨得比房价还快，14 年后人口将形成房价的反转压力，房地产传统的追求高周转的商业模式已经受到了挑战，未来这一模式也很难再为股东和投资者创造超额回报。当前房地产最佳的商业模式以开发为主的“开发+持有”模式——在依靠开发获得短期业绩的同时逐步持有优质的物业。

目前世茂股份拥有先进的商业模式。目前公司自持的物业面积达到了 21.2 万平，按公司的经营规划 2010 年到 2012 年，公司的竣工面积分别为 69 万平、115 万平、168 万平；公司每年将自持的物业就分别达到了 26 万平、22 万平和 51 万平。这样公司一方面短期依靠开发获得了快速的周转和短期相应的高业绩，另一方面也为公司留下了优质的物业，从而逐步积累了持续的发展空间。

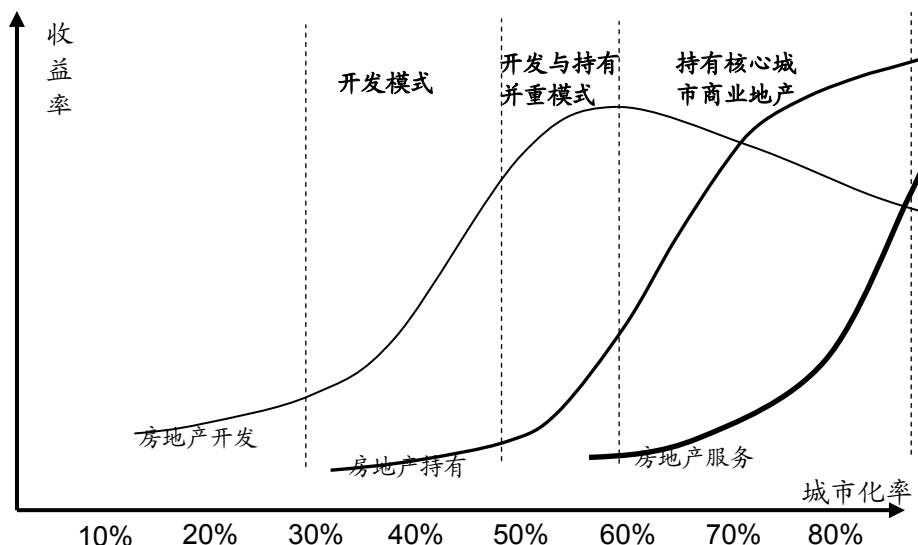
正如公司在 2009 年年报中所指出的：

“商业地产不仅仅是单纯的商业，也不仅仅是单纯的地产，更不是商业和地产的简单相加，而是以获取长期稳定商业租金回报的地产开发。一方面，其通过持有的商业地产物业获取商家的稳定租金回报，另一方面，可以坐拥物业长期持有带来的时间价值增值，更重要的是，通过城市综合体所提供的居住、办公、商务、酒店、购物、娱乐和休闲于

一体的功能，具有强大的人流集聚效应，快速形成具有旺盛人气的商圈，成为所在城市居民的时尚消费、娱乐、餐饮、休闲的地标性建筑。

近几年，商业地产和住宅地产经历了差别迥然的发展历程。正常情况下，世界范围内，商业地产的价格一般都是高于住宅的，因为，住宅更多的是消费品属性，商业地产更多的是投资品属性，商业地产所能获取的租金回报一般都远远超过住宅所能提供的租金回报，在住宅价格疯涨的现在，更是如此。在一些特大城市的顶级地段，出现了“商住倒挂”的情况，如果是住宅的价格是正常水平的话，那么商业地产价格就是低估的。“

图 2：房地产商业模式与收益率示意图

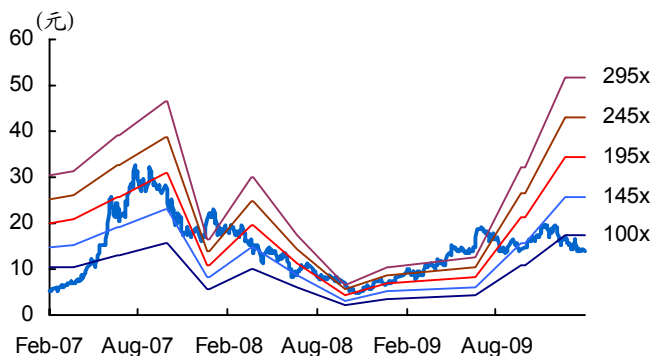


资料来源：招商证券研发中心

（4）股票投资评级

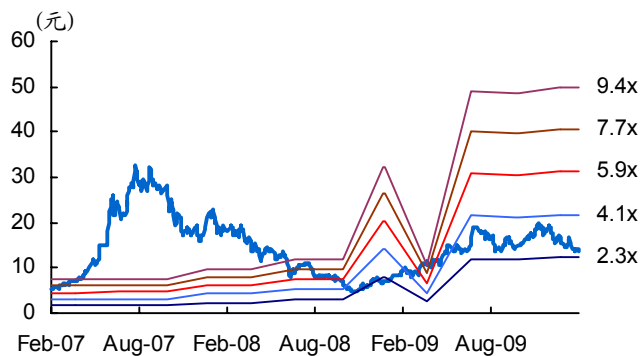
我们计算公司的 RNAV 为 22.9 元。考虑到公司低成本的土地储备、正积极增加后续项目储备以及先进的商业模式，我们认为公司股票的短期目标价至少应为公司的 RNAV，也即 22.9 元，对应公司 2010 年的动态 PE 为 20.7 倍。我们维持公司股票“强烈推荐—A”的投资评级。

图 3：世茂股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：世茂股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1791	12282	11795	14990	18210
现金	401	1908	2709	2321	4398
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	207
应收款项	7	45	130	171	203
其它应收款	111	546	130	171	207
存货	1179	9432	8447	11730	12543
其他	93	351	379	597	651
非流动资产	924	3698	3730	3977	4288
长期股权投资	0	3	3	3	3
固定资产	96	41	85	76	162
无形资产	24	19	17	15	14
其他	804	3635	3625	3883	4111
资产总计	2715	15979	15525	18967	22498
流动负债	748	5926	904	1239	2894
短期借款	100	920	500	500	1000
应付账款	339	939	282	469	1102
预收账款	10	1854	310	516	1653
其他	300	2213	(187)	(246)	(860)
长期负债	449	3058	6177	7671	7546
长期借款	385	2546	3046	3546	2546
其他	64	512	3131	4125	5000
负债合计	1198	8984	7081	8910	10440
股本	478	1171	1171	1171	1171
资本公积金	202	3846	3846	3846	3846
留存收益	488	1193	2487	3886	5400
少数股东权益	348	786	940	1154	1641
母公司所有者权益	1169	6210	7504	8903	10417
负债及权益合计	2715	15979	15525	18967	22498

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(666)	(1040)	115	(880)	2670
净利润			1294	1399	1514
折旧摊销			11	12	16
财务费用			26	23	7
投资收益			(15)	(15)	(15)
营运资金变动			(3285)	(3248)	(118)
其它			2084	949	1265
投资活动现金流	165	(780)	642	0	(100)
资本支出			(50)	0	(100)
其他投资			692	0	0
筹资活动现金流	111	3287	44	491	(492)
借款变动			55	500	(500)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(11)	(9)	8
现金净增加额	(390)	1467	801	(388)	2078

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	477	1061	6491	8553	10366
营业成本	265	587	2816	4692	5508
营业税金及附加	44	114	1421	1339	1788
营业费用	17	75	95	116	134
管理费用	40	105	217	248	275
财务费用	24	44	26	23	7
资产减值损失	(2)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	161	0	0	0
投资收益	34	3	15	15	15
营业利润	123	303	1931	2150	2669
营业外收入	22	14	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	144	316	1931	2150	2669
所得税	43	94	483	538	667
净利润	102	222	1449	1613	2002
少数股东损益	40	16	154	214	488
母公司所有者净利润	61	206	1294	1399	1514
EPS (元)	0.13	0.18	1.11	1.19	1.29

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-62%	122%	512%	32%	21%
营业利润	-50%	146%	537%	11%	24%
净利润	-8%	238%	528%	8%	8%
获利能力					
毛利率	44.4%	44.7%	56.6%	45.1%	46.9%
净利率	12.8%	19.4%	19.9%	16.4%	14.6%
ROE	5.2%	3.3%	17.2%	15.7%	14.5%
ROIC	4.9%	2.3%	12.2%	11.6%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	56.2%	45.6%	47.0%	46.4%
净负债比率	21.9%	21.8%	22.8%	21.3%	15.8%
流动比率	2.4	2.1	13.0	12.1	6.3
速动比率	0.8	0.5	3.7	2.6	2.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.1	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.4	0.2	0.7	0.8	0.9
应收帐款周转率	33.8	40.7	74.2	56.9	55.4
应付帐款周转率	0.6	0.9	4.6	12.5	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.13	0.18	1.11	1.19	1.29
每股经营现金	-1.39	-0.89	0.10	-0.75	2.28
每股净资产	2.44	5.30	6.41	7.61	8.90
每股股利	0.10	1.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	108.9	78.9	12.6	11.6	10.7
PB	5.7	2.6	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	231.2	102.1	18.5	16.7	13.5

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/08
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/11

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。