



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

业绩回顾

研究报告

2010年3月19日

房地产

研究部

白宏炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

审慎推荐

荣盛发展(002146.CH)

三线城市高成长, 业绩基本符合预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,744	2,029	3,289	5,052	7,286
(+/-)	28%	16%	62%	54%	44%
营业利润	434	498	796	1,275	1,666
(+/-)	65%	15%	60%	60%	31%
净利润	284	371	609	970	1,262
(+/-)	64%	30%	64%	59%	30%
每股盈利(元)	0.32	0.41	0.68	1.08	1.41
(+/-)	64%	30%	64%	59%	30%
市盈率	62.6	48.0	29.2	18.4	14.1
市净率	10.1	8.5	4.6	3.8	3.0
EV/EBITDA	42.1	37.8	23.4	14.3	11.2
净资产收益率	16.2%	17.8%	16.1%	20.8%	21.6%
现金分红收益率	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

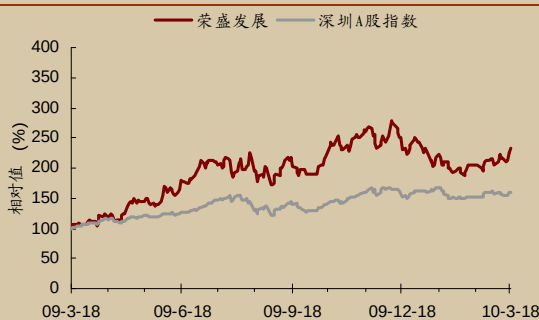
股票信息

A股	
当前股价	人民币19.87
股票代码	002146.CH
日成交量(百万股)	8.11
52周最高价/最低价	人民币24.63/8.4
发行股数(百万股)	896
其中:流通股(百万股)	156
总市值(百万元)	17,804
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]	+6.77	+14.20	+1.12	-4.06
[market index]	+0.74	n.a.	-1.33	-3.94
[sector index]	+1.91	n.a.	-7.24	-3.84

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

2009年每股收益0.68元, 基本符合预期

荣盛发展今天公布了2009年年报, 公司录得主营业务收入32.9亿元, 同比上升62.0%, 符合预期; 实现净利润6.09亿元, 同比提升64.4%, 合每股收益0.68元, 基本符合我们预期。公司宣布拟每10股送2股, 派现金红利1元(含税)。

正面:

- **2009年销售超预期, 2010年业绩高确定:** 公司2009年实现销售面积143.1万平方米, 合同金额60.6亿元, 同比分别增长163.4%和188.2%。年末已售未结面积89.4万平方米, 对应销售金额38.3亿元, 占到2010年预测房地产结算收入75.8%, 业绩确定性较强。
- **开工提升明显, 土地储备快速扩张:** 2010年公司计划新开/竣工面积为275.7万及120.2万平方米, 同比增加41.1%和79.1%, 2009年新增项目规划建面约821.8万平方米, 平均楼面成本仅约689元/平米。

负面:

- **税后毛利率同比下降3.6个百分点至27%,** 主要受2008年较低售价项目当年结算以及结转项目区域结构变化所影响。

发展趋势:

随着公司快速拿地扩张以及开工规模扩大, 公司已经进入了快速成长期, 我们认为, 公司目前开工能力、项目管控能力尚有余地, 将能有效支持近两年销售及业绩规模高速增长, 预计09-11年业绩复合增长率将达到44%。

上调2010/11年盈利预测、维持“审慎推荐”

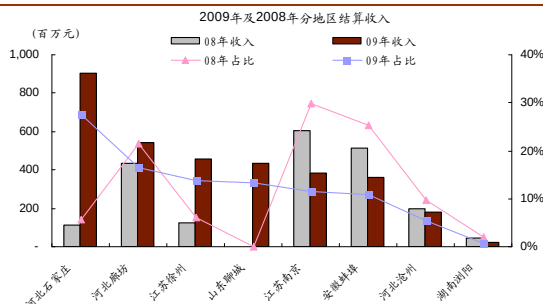
公司2009年销售进度以及新开工速度高于预期, 我们预计公司2010年依然将维持良好的销售表现, 因此我们上调对公司2010/11年的盈利预测至每股1.08及1.41元。目前公司股价分别对应2010/11年市盈率18.4倍和14.1倍, 较2010年NAV溢价25%, 我们认为目前的估值已较为充分反映其快速规模扩张及业绩高增长的市场预期, 但考虑到公司在二、三线城市较好的扩张潜力, 我们依然维持“审慎推荐”的投资评级, 建议投资者中长期关注。

2009 年每股收益 0.68 元，基本符合预期

荣盛发展今天公布了 2009 年年报，公司录得主营业务收入 32.9 亿元，同比上升 62.0%，符合预期；实现净利润 6.09 亿元，同比提升 64.4%，合每股收益 0.68 元，基本符合我们预期。公司宣布拟每 10 股送 2 股，派现金红利 1 元（含税）。

- 2009 年主营业务收入增加 62.0% 至 32.9 亿元；其中，房地产结算收入 32.4 亿元，同比上升 62.5%，主要来自于房地产结算面积同比提升 40.2% 至 77.2 万平米，期内房地产结算单价为 4,199 元/平米，同比增加 15.9%。分区域来看，随着公司规模扩张，项目分布也更为合理，2009 年河北石家庄贡献收入 9.04 亿元，占比 27.5%；河北廊坊为 5.44 亿元，占 16.5%；江苏徐州为 4.56 亿元，占 13.9%；山东聊城为 4.37 亿元，占 13.3%。

图表 1：2009 及 2008 年分地区结算收入



资料来源：公司数据、中金公司研究部

- 税后毛利率同比下降 3.6 个百分点至 27%，主要原因有二：1) 2009 年结算收入中有 7.2 亿元来自于 2008 年的已售未结收入，占比约 22%，该部分项目毛利率水平偏低拉低了 2009 年毛利率水平；2) 2008 年收入主要来自于毛利率较高的南京和蚌埠地区，2009 年项目布局变化也影响了整体毛利率。

图表 2：2009 及 2008 年分地区税前结算毛利率

分地区税前结算毛利率		
	2009年	2008年
河北石家庄	40%	37%
江苏南京	40%	44%
河北廊坊	39%	41%
河北沧州	34%	-
山东聊城	34%	29%
湖南浏阳	34%	46%
安徽蚌埠	32%	30%
江苏徐州	8%	11%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

- 低成本优势仍存，三项费用率 4.15%，同比降低 0.7 个百分点，期内公司通过有效的费用预算、跟踪和控制体系将期间费用控制在较低水平，销售费用同比增长 31.1% 至 4687 万元，管理费用同比增长 33.7% 至 8546 万元。
- 激励方案有利于明确业绩增长预期：公司于 2009 年 11 月推出了激励计划，授予管理层及核心业务人员共 3,000 万股股票期权，预计该方案推出将带来公司管理费用增加以及业绩的小幅摊薄，我们认为，该方案将促使管理层特别是新加入公司管理层与股东利益趋于一致，明确业绩增长预期，更有利公司保持长期快速增长。
- 09 年全年实现净利润 6.09 亿元，合每股收益 0.68 元，净利润率为 18.5%，同比提升 0.3 个百分点，公司宣布拟每 10 股送 2 股，派现金红利 1 元（含税）。

2009 年销售超预期，业绩高确定性

伴随着 2009 年三线城市市场快速升温，公司 2009 年实现销售面积 143.1 万平米，合同金额 60.6 亿元，同比分别增长 163.4% 和 188.2%，高于我们的预期。全年销售均价为 4,237 元/平米。年末已售未结面积 89.4 万平米，对应销售金额 38.3 亿元，已售未结均价为 4,287 元/平米，而预收账款同比增长 286.4% 至 39.0 亿元。2009 年底的已售未结收入占到 2010 年预测房地产结算收入 75.8%，业绩确定性较强。

2009 年公司实际完成开工面积 195.4 万平米，同比增长 248.6%，而 2010 年公司计划新开工面积为 275.7 万平方米，同比增加 41.1%，计划竣工达 120.2 万平方米，较 2009 年实际完成的 67.1 万平米提升 79.1%。公司较快的拿地扩张以及开竣工提升意味着未来两年销售资源将较为充沛，业绩有望持续快速增长。

在手现金 19.2 亿元，财务风险有限

期末公司净负债率 39.2%，比 2008 年大幅下降 34.4 个百分点，而资产负债率为 71.7%，同比提升 3.7 个百分点；银行贷款占负债比率降低 15.1 个百分点至 35.1%。期内公司经营活动现金净流入 2.58 亿，较 08 年全年净流出 2.21 亿改善明显，其中如果剔除支付土地款因素，2009 年经营活动现金净流入 27.5 亿元。

公司期末尚有已签合同未付的约定支出 47.7 亿元（其中土地款 28.7 亿元），结合公司 10 年 78 亿元回笼资金计划以及期末 19.2 亿在手现金来看，公司资本开支规模相对可控，未来财务风险有限。

2009 年低成本拿地扩张，土地储备超 1,200 万平方米

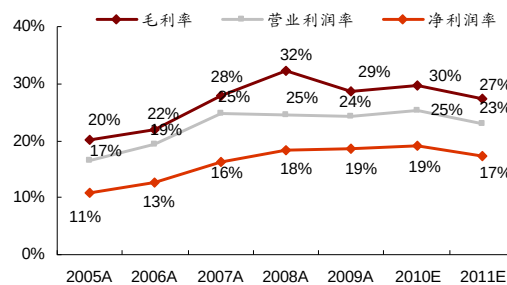
期内，公司通过招拍挂及兼并收购等方式获得项目 13 个，新进入了沈阳、湛江等地，新增项目占地面积 454.6 万平米，规划建面约 821.8 万平方米，新增项目平均楼面成本约 689 元/平米。截至报告期末，公司土地储备超过 1,200 万平方米，以 2010 年 276 万平米的新开工计划计算，可以满足公司未来三到四年的快速开发。

图表 3: 2009 年新增土地储备

项目名称	地块取得时间	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)
香河香城郦舍项目	2009.7.20.	100,000	300,000
豪邸坊项目	2009.8.26	60,000	120,000
塞纳荣府项目	2009.9.5	256,800	333,900
晓.廊坊-盛景项目	2009.12.30	90,700	226,800
阿尔卡迪亚项目	2009.7.28	203,800	611,000
龙湖半岛项目	2009.8.14	1,711,700	2,267,600
南山郦都项目	2009.12.22	261,300	572,500
香缇澜山项目	2009.10.21	132,300	291,000
阿尔卡迪亚项目	2009.12.10	385,200	991,200
	2009.12.15		
幸福大道项目	2009.12.10	166,000	331,900
	2009.12.29		
东湖地块项目	2009.12.30	776,600	1,394,300
爱家郦都	2009.12.30	153,300	230,000
南亚郦都	2009.12.30	219,000	547,500
总计		4,516,700	8,217,700

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 公司利润率指标趋势



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

上调 2010/11 年盈利预测、维持“审慎推荐”

公司 2009 年销售进度以及新开工速度高于预期, 我们预计公司 2010 年依然将维持良好的销售表现, 因此我们上调对公司 2010/11 年的盈利预测至每股 1.08 及 1.41 元。我们暂维持公司 2010 年及 2011 年 NAV 不变。

目前公司股价分别对应 2010/11 年市盈率 18.4 倍和 14.1 倍, 较 2010 年 NAV 溢价 24.5%, 我们认为目前的估值已较为充分反映其快速规模扩张及业绩高增长的市场预期, 但考虑到公司在二、三线城市较好的扩张潜力, 我们依然维持“审慎推荐”的投资评级, 建议投资者中长期关注。

主要风险:

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。

图表 5: 2009 年业绩比较

(百万元)	YoY data			2009 中金评论
	2008	2009	YoY%	
主营业务收入	2,029	3,289	62.1%	主要源于结算面积同比提升40.2%至77.2万平方米。
主营业务成本	(1,239)	(2,120)	71.1%	
税金及附加	(135)	(227)		
主营业务利润	655	941	43.8%	
毛利率	32.3%	28.6%	-3.6%	
资产减值损失	(59)	(9)		
营业费用	(36)	(47)	31.1%	
管理费用	(64)	(85)	33.7%	
财务费用	2	(4)	-325.0%	
三项费用率	4.8%	4.2%		费用控制依然较好
营业利润	498	796	59.9%	
营业利润率	24.5%	24.2%		
投资收益	0	0		
营业外收入	1	17		
营业外支出	(3)	(2)		
税前利润	496	811	63.6%	
税前利润率	24.4%	24.7%		
所得税	(125)	(201)	61.1%	
有效税率	25.2%	24.8%		
少数股东权益	(0)	(0)	203.7%	
归属母公司净利润	371	610	64.4%	
净利润率	18.3%	18.5%		
摊薄每股盈利(元)	0.41	0.68	64.4%	业绩基本符合预期

财务指标

(%)	2008	2009	Ppt	
资产负债率	68.0%	71.7%	3.7	
净负债率	73.5%	39.2%	-34.4	
银行贷款占负债比率	50.2%	35.1%	-15.1	
(%)	2008	2009	Ppt	
主营业务利润率	32.3%	28.6%	-3.6	
净利润率	18.3%	18.5%	0.3	
(百万元)	2008	2009	YoY%	
货币资金	690	1,922	178%	09年公司实现销售面积143.11万平方米，合同金额60.63亿元，高于我们预期。已售未结面积89.35万平方米，金额38.29亿元
预收房款	1,010	3,903	286%	
经营活动现金流	(221)	258	-217%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 盈利预测调整

		2010E	2011E
主营业务收入	调整前	4,668	6,979
(百万元)	调整后	5,052	7,286
	(+/-)	8.2%	4.4%
净利润	调整前	852	1,174
(百万元)	调整后	970	1,262
	(+/-)	13.8%	7.5%
摊薄每股盈利	调整前	0.95	1.31
(元)	调整后	1.08	1.41
	(+/-)	13.8%	7.5%

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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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 7: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	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	3,289	5,052	7,286
主营业务成本	494	875	977	1,149	1,239	2,120	3,138	4,570
营业税金及附加	41	81	91	110	135	227	409	722
主营业务利润	200	239	298	485	655	941	1,504	1,994
营业费用	12	14	11	12	36	47	66	92
管理费用	13	25	22	45	64	85	157	228
财务费用	(0)	(1)	(2)	(4)	(2)	4	6	9
营业利润	177	197	264	434	498	796	1,275	1,666
税前利润	177	197	264	433	496	811	1,293	1,683
净利润	122	131	173	284	371	609	970	1,262
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	104	87	129	82	903	2,137	2,881	3,725
存货	802	1,098	1,894	4,040	4,514	8,493	10,104	11,423
货币资金	52	184	160	512	690	1,922	3,062	2,363
固定资产	20	79	94	101	163	467	459	451
应付款项	384	513	921	1,691	2,207	5,869	7,949	8,602
短期借款	25	0	0	55	84	237	237	237
股东权益	317	434	594	1,757	2,087	3,784	4,664	5,837
总资产	991	1,467	2,324	4,840	6,530	13,652	17,140	18,595
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	18	(35)	(258)	(1,013)	(221)	258	746	(190)
投资活动现金流	(13)	(9)	(2)	(15)	(204)	(1,035)	(10)	(10)
筹资活动现金流	0	177	236	1,381	602	2,009	404	(499)
现金及现金等价物净增加额	6	133	(24)	353	178	1,232	1,140	(699)
期初现金及现金等价物余额	46	52	184	160	512	690	1,922	3,062
期末现金及现金等价物余额	52	184	160	512	690	1,922	3,062	2,363
财务指标								
毛利率	27.2%	20.0%	21.8%	27.8%	32.3%	28.6%	29.8%	27.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
资产收益率	12.3%	8.9%	7.5%	5.9%	5.7%	4.5%	5.7%	6.8%
净资产收益率	38.7%	30.1%	29.1%	16.2%	17.8%	16.1%	20.8%	21.6%
净现金/股东权益	75.2%	76.6%	109.2%	49.9%	73.5%	39.2%	18.4%	19.8%
每股净资产	0.35	0.49	0.66	1.96	2.33	4.31	5.30	6.60

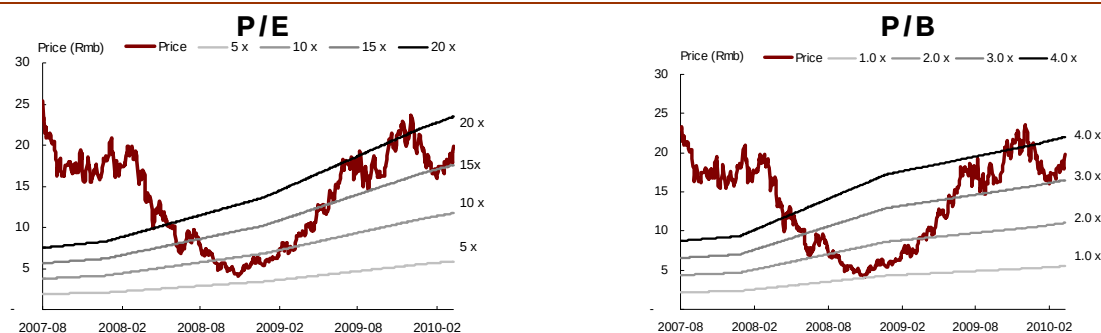
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 8：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)	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR	市盈率				市净率				每股NAV (元)				溢/折价	资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2010-3-18		2010-3-18	08A	09E	10E	11E	09-11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A			
A股																										
侧重开发:																										
万科A	000002	推荐	9.5	n.a.	102.7	0.37	0.48	0.67	0.83	31%	26.0	19.7	14.3	11.5	3.3	2.8	2.4	2.0	10.6	11.6	-10%	-17%	67%	30.6		
金地集团	600383	推荐	13.9	n.a.	34.6	0.34	0.72	0.96	1.25	32%	41.1	19.5	14.4	11.2	3.7	2.3	2.0	1.7	15.8	17.8	-12%	-22%	70%	15.5		
金融街	000402	推荐	10.9	n.a.	27.1	0.42	0.55	0.66	0.75	17%	26.1	19.8	16.6	14.5	1.9	1.7	1.5	1.4	15.4	16.2	-29%	-33%	46%	7.0		
首开股份	600376	推荐	19.9	n.a.	22.9	0.50	0.70	1.00	1.30	36%	40.2	28.3	19.9	15.4	5.7	2.4	2.2	1.9	24.0	27.3	-17%	-27%	82%	10.4		
保利地产	600048	审慎推荐	20.7	n.a.	72.8	0.64	1.00	1.25	1.40	18%	32.5	20.7	16.5	14.7	5.2	2.9	2.5	2.1	21.9	22.5	-5%	-8%	71%	29.0		
冠城大通	600067	审慎推荐	13.5	n.a.	8.3	0.28	0.46	1.09	1.41	74%	47.5	29.1	12.4	9.6	4.8	4.0	3.1	2.4	15.1	16.4	-11%	-18%	77%	2.2		
华发股份	600325	审慎推荐	15.9	n.a.	13.0	0.80	0.96	1.04	1.14	9%	20.0	16.6	15.3	13.9	2.9	2.5	2.2	1.9	21.5	23.3	-26%	-32%	64%	6.2		
北京城建	600266	审慎推荐	16.3	n.a.	12.1	0.43	0.62	0.81	0.90	21%	38.2	26.4	20.2	18.1	3.3	3.0	2.5	2.1	19.0	20.4	-14%	-20%	66%	3.8		
荣盛发展	002146	审慎推荐	19.9	n.a.	17.8	0.41	0.68	1.08	1.41	44%	48.0	29.2	18.4	14.1	8.5	4.6	3.8	3.0	12.4	16.0	60%	25%	68%	9.3		
栖霞建设	600533	审慎推荐	6.3	n.a.	6.6	0.18	0.21	0.33	0.42	41%	35.3	29.7	19.4	14.9	2.6	2.4	2.2	1.9	7.2	7.9	-12%	-20%	58%	2.2		
中华企业	600675	中性	13.8	n.a.	15.0	0.43	0.58	0.53	0.66	6%	32.3	23.6	26.0	21.0	4.6	4.1	3.5	3.0	11.9	13.1	16%	5%	64%	2.4		
阳光股份	000608	中性	12.8	n.a.	6.8	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%	241.3	25.6	22.2	28.0	3.9	3.5	3.0	2.7	10.0	10.6	27%	21%	63%	2.4		
亿城股份	000616	中性	7.3	n.a.	6.6	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	24.2	22.5	19.2	15.2	2.6	2.4	2.1	1.8	5.8	6.2	26%	17%	50%	1.4		
大龙地产	600159	中性	15.3	n.a.	6.4	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,695.7	18.8	16.0	11.6	5.2	4.1	3.2	2.5	12.9	14.7	18%	4%	61%	9.4		
平均值										27%	35.2	23.7	18.0	15.2	4.1	3.0	2.6	2.2			0%	-10%	64%			
中间值										27%	34.7	23.6	18.4	14.7	3.7	2.8	2.4	2.0			-11%	-18%	64%			
开发和持有:																										
浦东金桥	600639	推荐	12.7	n.a.	9.1	0.33	0.43	0.46	0.54	12%	38.7	29.8	27.6	23.7	3.5	3.2	2.9	2.6	15.6	17.3	-19%	-26%	43%	2.2		
陆家嘴	600663	中性	23.7	n.a.	38.3	0.47	0.55	0.56	0.65	8%	50.2	42.8	42.3	36.7	5.3	4.7	4.2	3.8	18.4	18.8	29%	26%	47%	3.6		
中国国贸	600007	中性	11.9	n.a.	12.0	0.35	0.30	0.32	0.43	20%	33.7	39.4	37.5	27.5	2.8	2.6	2.5	2.3	10.9	10.9	8%	9%	48%	0.5		
平均值										13%	40.9	37.3	35.8	29.3	3.9	3.5	3.2	2.9			6%	3%	46%			
中间值										12%	38.7	39.4	37.5	27.5	3.5	3.2	2.9	2.6			8%	9%	47%			
B股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)						
万科B	200002	推荐	9.2	16.1	119.4	0.43	0.55	0.78	1.01	35%	21.5	16.6	11.8	9.1	2.7	2.4	2.1	1.7	12.0	13.4	-24%	-32%	67%	30.6		
金桥B	900911	推荐	7.3	14.1	10.6	0.38	0.48	0.53	0.65	16%	19.1	15.1	13.7	11.2	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-59%	-64%	43%	2.2		
陆家B	900932	推荐	14.1	17.5	44.6	0.55	0.63	0.65	0.79	12%	25.8	22.5	21.7	18.0	2.7	2.5	2.3	2.1	20.9	21.8	-32%	-35%	47%	3.6		
平均值										25%	21.8	17.7	14.8	11.7	2.2	2.0	1.8	1.6			-40%	-46%	53%			
中间值										26%	21.2	16.6	12.9	10.1	2.2	2.0	1.8	1.5			-38%	-43%	52%			
H股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)						
中国海外	688	推荐	16.9	22.9	138.1	0.49	0.79	1.03	1.33	30%	34.7	21.3	16.5	12.7	4.2	3.3	2.8	2.3	17.3	19.1	-2%	-11%	62%	30.6		
华润置地	1109	推荐	16.7	24.0	83.9	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	-10%	-17%	49%	27.7		
首创置业	2868	推荐	3.2	5.0	6.5	0.22	0.30	0.39	0.55	35%	14.6	10.6	8.1	5.8	1.3	1.2	1.1	1.0	7.0	7.1	-54%	-55%	68%	10.6		
绿城中国	3900	推荐	11.0	19.1	18.0	0.52	0.63	1.00	1.73	66%	21.3	17.5	10.9	6.3	1.9	1.8	1.6	1.3	21.2	23.9	-48%	-54%	76%	28.6		
远洋地产	3377	推荐	7.2	9.6	40.7	0.27	0.31	0.45	0.63	42%	27.1	23.1	16.2	11.5	2.1	1.9	1.7	1.5	9.1	10.6	-21%	-32%	59%	12.9		
方兴地产	817	推荐	2.6	3.7	23.9	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%	28.9	19.7	15.9	20.4	2.2	1.6	1.5	1.4	4.4	4.7	-41%	-44%	60%	1.8		
深控股	604	推荐	2.9	4.8	10.2	0.20	0.25	0.35	0.51	43%	14.6	11.8	8.3	5.7	1.0	0.8	0.8	0.7	6.4	6.8	-55%	-58%	58%	22.5		
雅居乐	3383	推荐	10.2	14.7	36.7	0.42	0.66	0.94	1.23	37%	24.5	15.6	10.9	8.3	2.4	2.2	1.9	1.6	14.6	16.3	-30%	-37%	61%	28.7		
龙湖地产	960	推荐	8.3	10.3	42.6	0.04	0.30	0.51	0.71	53%	208.5	27.4	16.2	11.6	11.7	3.3	2.6	2.1	8.8	10.3	-6%	-19%	88%	23.5		
恒盛地产	845	推荐	3.1	4.3	24.0	0.09	0.19	0.36	0.45	53%	32.5	15.9	8.7	6.8	22.5	2.2	1.8	1.4	4.7	5.4	-35%	-43%	93%	16.9		
富力地产	2777	中性	12.6	16.4	40.7	0.73	0.88	1.19	1.67	38%	17.2	14.4	10.6	7.5	2.4	2.2	1.8	1.4	18.1	20.5	-30%	-38%	73%	27.1		
世茂地产	813	中性	13.8	17.3	48.9	0.36	0.92	1.16	1.49	28%	38.3	15.1	12.0	9.3	2.3	2.1	1.8	1.5	17.4	19.2	-21%	-28%	59%	30.4		
碧桂园	2007	中性	2.8	3.4	45.9	0.10	0.15	0.20	0.27	32%	28.6	18.4	14.2	10.5	2.1	2.0	1.8	1.6	3.6	4.3	-23%	-35%	61%	45.2		
瑞安地产	272	中性	4.1	4.9	20.4	0.51	0.33	0.32	0.35	4%	8.0	12.4	12.6	11.6	1.0	0.9	0.8	0.7	6.6	7.1	-39%	-42%	45%	13.7		
恒大地产	3333	无评级	3.2	3.6	47.3	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	277.4	99.4	9.8	8.3	7.6	3.5	2.5	1.9	3.0	4.0	3%	-21%	80%	50.5		
宝龙地产	1238	无评级	2.3	3.8	9.5	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	24.8	8.9	6.5	5.8	4.1	1.6	1.3	1.0	5.0	5.4	-53%	-57%	76%	7.6		
平均值										35%	38.1	17.4	12.3	9.8	4.4	2.1	1.7	1.4			-29%	-37%	67%			
中间值										37%	27.1	15.9	11.4	8.8	2.3	2.0	1.8	1.5			-30%	-38%	61%			

资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

图表 9: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。