



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22日

房地产

研究部

白宏伟

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

推荐

首开股份(600376.CH)

高额投资收益带来超预期业绩

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7,255	5,840	5,194	8,166	10,007
(+/-)	57%	-20%	-11%	57%	23%
营业利润	550	731	510	1,817	1,752
(+/-)	100%	33%	-30%	256%	-4%
净利润	317	571	932	1,511	1,491
(+/-)	90%	80%	63%	62%	-1%
每股盈利(元)	0.28	0.50	0.81	1.31	1.30
(+/-)	90%	80%	63%	62%	-1%
市盈率	72.3	40.2	24.6	15.2	15.4
市净率	5.8	5.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	61.7	46.4	30.0	12.5	12.4
净资产收益率	8.8%	15.5%	10.0%	14.1%	12.3%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%

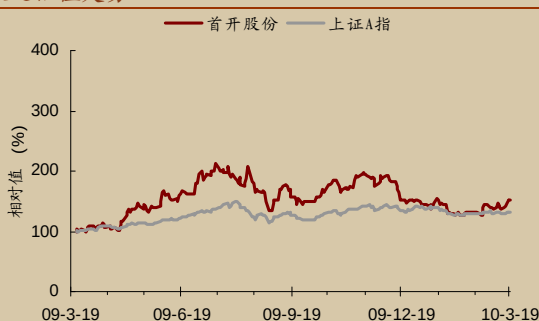
股票信息

A股	
当前股价	人民币19.93
股票代码	600376.CH
日成交量(百万股)	6.47
52周最高价/最低价	人民币28.2/11.95
发行股数(百万股)	1,150
其中:流通股(百万股)	180
总市值(百万元)	22,915
主要股东(持股比例)	北京首都开发控股(集团)有限公司(47.84%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600376.CH]	+11.22	+16.48	+0.86	+1.27
[market index]	+0.74	n.a.	+2.51	-3.15
[sector index]	+1.91	n.a.	+0.17	-3.09

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0.81元, 超出预期

首开股份今天公布了2009年年报, 公司实现主营业务收入51.94亿元, 同比下滑11.1%, 基本符合我们的预期; 实现净利润9.32亿元, 同比上升63.3%, 合每股收益0.81元, 超出我们预期16%, 主要源于期内公司转让持有的62%耀辉股权确认5.11亿元投资收益。期末, 公司宣布拟每10股派现金红利1元(含税)。

正面:

- **2010年业绩高确定:** 期末公司预收账款达52.3亿元, 主要为望京项目28亿元, 单店首开常青藤项目8.3亿元, 常营畅馨园项目5.7亿元以及方庄项目3.3亿元。粗略估算, 公司期末预收账款占2010年房地产结算收入达78%, 2010年业绩锁定性强。

研究报告

负面:

- **税后毛利率同比下降3.3个百分点至26.7%, 低于预期,** 而2009年公司计提的土地增值税为1.59亿元, 占房地产结算收入比例为3.9%。

发展趋势:

公司在手现金丰富, 后续土地款支付压力较小, 财务风险有限, 未来两年在京外拿地扩张将加速, 资产负债表具有较大扩张空间。随着公司土地储备京外扩张, 我们认为, 公司京外项目销售/结算占比都将在未来两年逐步提升, 公司未来盈利结构将逐步转向“京外项目得周转, 北京项目获利润”模式。

维持2010/11年盈利预测、维持“推荐”

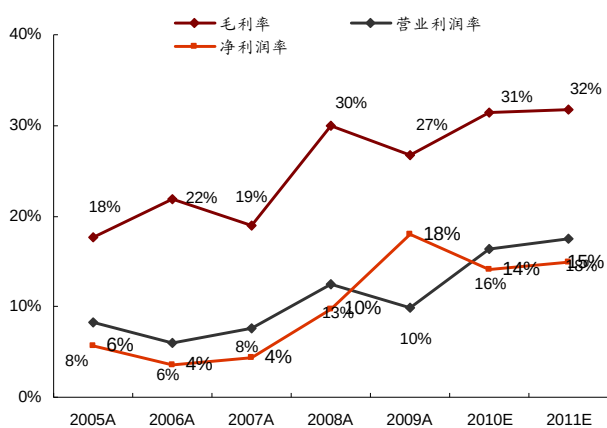
公司2009年超预期业绩主要来自于公司处置带来的一次性投资收益, 因此我们暂维持对公司2010/11年的盈利预测每股1.00及1.30元不变。目前公司股价分别对应2010/11年市盈率19.9倍和15.4倍, 较2010年NAV折让27%, 公司北京地区储备丰富, 重估价值高, 而公司激励计划以2009/10两年复合增长率40%、合计净利润19亿元为激励底线, 业绩释放动力较足, 我们看好公司在中长期受益于北京市场向好, 依然维持“推荐”评级。

2009 年每股收益 0.81 元，超出预期

首开股份今天公布了 2009 年年报，公司实现主营业务收入 51.94 亿元，同比下滑 11.1%，基本符合我们的预期；实现净利润 9.32 亿元，同比上升 63.3%，合每股收益 0.81 元，超出我们预期 16%，主要源于期内公司转让持有的 62% 耀辉股权确认较多投资收益。期末，公司宣布拟每 10 股派现金红利 1 元（含税）。

- 2009 年营业收入 51.94 亿元，同比下滑 11.1%：**分业务结构来看，房地产结算收入 40.8 亿元，同比上升 5.3%，主要来自于首开国风、知语城，一线国际，幸福二村及回龙观经适房等项目结算贡献；土地转让实现收入 8.67 亿元，同比下滑 48.3%，而酒店、物业及出租经营收入仅录得收入 2.45 亿元，同比下滑 14.4%。
- 税后毛利率同比下降 3.3 个百分点至 26.7%，低于预期，**而 2009 年公司计提的土地增值税为 1.59 亿元，占房地产结算收入比例为 3.9%。
- 6.71 亿元投资收益带来超预期业绩：**期内公司录得投资收益 6.71 亿元，同比增长 1158%，主要来自于 1) 处置持有的 62% 耀辉国际股权获得处置损益 5.11 亿元（处置对价 4.59 亿元）；2) 持股 46% 的国奥投资发展公司贡献投资收益 1.54 亿元（国奥投资当年收入 42.3 亿元，盈利 3.35 亿元）。
- 2009 年全年实现净利润 6.09 亿元，合每股收益 0.81 元，**超出我们预期。净利率为 17.9%，同比提升 8.2 个百分点，主要来自于当期录得 6.71 亿元投资收益带来的业绩增厚效应。期末，公司宣告每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

图表 1：公司利润率指标趋势



资料来源：公司数据、中金公司研究部

2010 年业绩高锁定

2009 年，公司共实现新开工面积 97.9 万平方米，竣工 125 万平方米。销售方面，2009 年全年签约面积达 73.6 万平方米，其中主要为，首城国际 13.9 万平方米，望京国风上观 9.2 万平方米，首开常青藤 8.0 万平方米，国奥村 5.3 万平方米以及望京知语城 4.3 万平方米。

期末公司预收账款达 52.3 亿元，主要为望京项目 28 亿元，单店首开常青藤项目 8.3 亿元，常营畅馨园项目 5.7 亿元以及方庄项目 3.3 亿元。粗略估算，公司期末预收账款占 2010 年房地产结算收入达 78%，2010 年业绩锁定性强。

2010 年，公司预计实现新开工 223 万平方米，较 2009 年实际完成数上调 127%，计划竣工 115 万平方米，较 2010 年实际完成数下滑 8%（如果剔除 2009 年国奥村项目 53 万平方米竣工来看，2010 年增长约 61%），从开竣工计划来看，未来两年，公司将进入高速成长期，可结算和可售资源将大幅提升，业绩增长瓶颈小。

公司预计 2010 年将实现销售 95 万平方米左右，其中，主力销售项目为广渠路 36# 地首城国际项目（计划销售 13.1 万平方米）、单店首开常青藤项目（6.7 万平方米）以及小屯馨城项目（10.5 万平方米），而分区域来看，京外项目预计销售面积占比预计将达到 30%。随着公司土地储备京外扩张，我们认为，公司京外项目销售/结算占比都将在未来两年逐步提升，公司未来盈利结构将逐步转向“京外项目得周转，北京项目获利润”模式。

净负债率低，财务风险有限

经历 2009 年增发以及良好销售之后，期末公司净负债率为 18.7%，比 2008 年大幅下降 161.8 个百分点，而资产负债率为 70.7%，同比大幅下降 11.3 个百分点；银行贷款占负债比率为 58.9%。期内公司经营活动现金净流入 14.99 亿，较 08 年全年净流入 10.88 亿增长 38%。

公司期末尚有 20.23 亿土地款待支付，而公司期末账面现金达 119.7 亿元，公司后续土地款支付压力相对较小，未来财务风险有限。

2009 年末土地储备超 1,200 万平方米

期内，公司新增了北京、扬州、厦门、太原及沈阳等地共 7 个项目，占地面积 169.5 万平方米，规划建面约 290 万平方米。截至报告期末，公司土地储备超过 1,200 万平方米，以 2010 年 223 万平方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。

公司预计 2010 年将新增建面 200 万平方米的土地储备，包括在北京新增 1 至 2 个保障房住房项目，往后看，我们认为，公司有望利用其资金优势，加快拿地扩张，资产负债表将具有较大扩张空间。

图表 2: 2009 年新增土地储备

地块名称	占地面积 (万平方米)	权益比例	规划建筑面积 (万 平方米)
北京市昌平区回龙观F01	2.2	100%	4.4
北京市昌平区回龙观 F03东-1、东-2	2.6	100%	4.99
北京市大兴区康庄限价 商品房住房(三期)项目	12.5	100%	27.58
扬州D地块	18.2	100%	38.2
厦门翔安项目	16.5	100%	39
太原龙城大道项目	55.2	85%	104.5
沈阳沈北新区项目	62.3	95%	71.3
合计	169.5		290

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

维持 2010/11 年盈利预测、维持“推荐”评级

公司 2009 年超预期业绩主要来自于公司处置带来的一次性投资收益, 因此我们暂维持对公司 2010/11 年的盈利预测每股 1.00 及 1.30 元不变。

目前公司股价分别对应 2010/11 年市盈率 19.9 倍和 15.4 倍, 较 2010 年 NAV 折让 27%, 公司北京地区储备丰富, 重估价值高, 而公司激励计划以 2009/10 两年复合增长率 40%、合计净利润 19 亿元为激励底线, 业绩释放动力较足, 我们看好公司在中长期受益于北京市场向好, 依然维持“推荐”评级。

主要风险:

由于北京市场资源获取的难度正在逐步加大, 公司能否获得更多项目资源, 保持较快的区域扩张速度是未来需要解决的主要问题。

图表 3：2009 年业绩比较

(百万元)	YoY data			2009 中金评论
	2008	2009	YoY%	
主营业务收入	5,840	5,194	-11.1%	房地产结算收入40.8亿元 当期土地增值税1.59亿元，冲回0.94亿元08年计提的土地增值税
主营业务成本	(3,874)	(3,363)	-13.2%	
税金及附加	(214)	(443)		
主营业务利润	1,752	1,387	-20.8%	冲回苏州34#及69#地减值准备 销售费用支出减少
毛利率	30.0%	26.7%	-3.3%	
资产减值损失	(89)	66		
营业费用	(225)	(170)	-24.5%	投资收益主要来自于1) 5.11亿元的耀辉股权转让收益；2) 1.54亿元的国奥公司投资收益
管理费用	(373)	(407)	9.3%	
财务费用	(335)	(365)	9.0%	
三项费用率	16.0%	18.1%		业绩超预期主要来自于较高的投资收益
营业利润	731	510	-30.2%	
营业利润率	12.5%	9.8%		
投资收益	53	671		净负债率大幅降低源于1) 2009年增发获得资金46亿元；2) 2009年销售良好
营业外收入	44	2		
营业外支出	(7)	(11)		
税前利润	821	1,173	42.8%	主要为望京项目28亿元
税前利润率	14.1%	22.6%		
所得税	(248)	(267)	7.8%	
有效税率	30.2%	22.8%		
少数股东权益	(3)	26	-1011.7%	
归属母公司净利润	571	932	63.2%	
净利润率	9.8%	17.9%		
摊薄每股盈利(元)	0.50	0.81	63.2%	

财务指标				
(%)	2008	2009	Ppt	
资产负债率	82.0%	70.7%	-11.3	净负债率大幅降低源于1) 2009年增发获得资金46亿元；2) 2009年销售良好
净负债率	180.4%	18.7%	-161.8	
银行贷款占负债比率	55.1%	58.9%	3.8	
(%)	2008	2009	Ppt	
主营业务利润率	30.0%	26.7%	-3.3	
净利润率	9.8%	17.9%	8.2	
(百万元)	2008	2009	YoY%	主要为望京项目28亿元
货币资金	2,801	11,969	327%	
预收房款	3,632	5,227	44%	
经营活动现金流	1,088	1,499	38%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

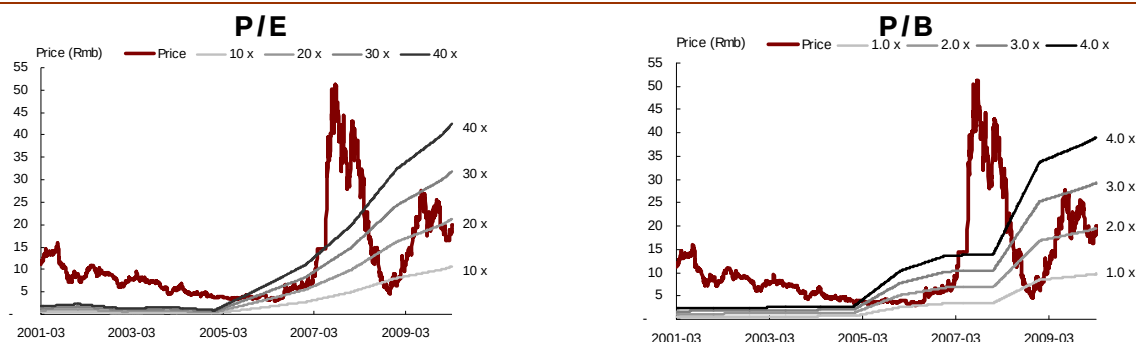
截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	824	458	4,629	7,255	5,840	5,194	8,166	10,007
主营业务成本	604	349	3,171	5,166	3,874	3,363	4,591	6,043
营业税金及附加	48	28	447	717	214	443	653	781
主营业务利润	172	81	1,012	1,371	1,752	1,387	2,921	3,183
营业费用	80	14	245	210	225	170	320	402
管理费用	18	30	276	374	373	407	545	685
财务费用	(4)	(1)	200	210	335	365	209	263
营业利润	77	38	274	550	731	510	1,817	1,752
税前利润	76	36	285	625	821	1,173	2,054	2,044
净利润	47	26	167	317	571	932	1,511	1,491
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	278	633	3,867	2,864	1,964	721	793	872
存货	964	1,565	11,912	13,104	13,948	15,861	16,649	26,712
货币资金	617	302	2,342	3,118	2,801	11,969	10,976	2,344
固定资产	7	10	973	988	987	959	925	890
应付款项	468	585	6,832	7,388	6,976	7,738	7,971	8,210
短期借款	380	580	4,939	3,392	1,230	610	1,110	1,610
股东权益	740	747	2,698	3,612	3,689	9,335	10,730	12,107
总资产	1,991	2,803	21,672	22,806	22,154	33,103	33,033	34,609
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	(221)	(849)	(2,076)	1,594	1,088	1,499	1,283	(7,930)
投资活动现金流	(1)	(159)	324	85	(180)	(237)	123	176
筹资活动现金流	549	693	1,546	(836)	(1,304)	7,979	(2,400)	(877)
现金及现金等价物净增加额	328	(315)	(208)	839	(397)	9,242	(993)	(8,632)
期初现金及现金等价物余额	290	617	2,475	2,267	3,106	2,710	11,951	10,958
期末现金及现金等价物余额	617	302	2,267	3,106	2,710	11,951	10,958	2,326
财务指标								
毛利率	20.9%	17.7%	21.9%	18.9%	30.0%	26.7%	35.8%	31.8%
股息收益率	37.0%	33.5%	7.8%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
资产收益率	2.4%	0.9%	0.8%	1.4%	2.6%	2.8%	4.6%	4.3%
净资产收益率	6.3%	3.5%	6.2%	8.8%	15.5%	10.0%	14.1%	12.3%
净现金/股东权益	-4.9%	130.5%	295.9%	189.0%	180.4%	18.7%	7.2%	-0.3%
每股净资产	0.66	0.68	2.59	3.42	3.47	8.44	9.68	10.91

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 5：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 (百万美元)
			10-3-19			10-3-19	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	9.6	n.a.	103.6	0.37	0.48	0.67	0.83	31%		26.2	19.8	14.4	11.6	3.3	2.8	2.4	2.0	10.6	11.6	-9%	-17%	67%	30.6			
金地集团	600383	推荐	14.0	n.a.	34.7	0.34	0.72	0.96	1.25	32%		41.2	19.5	14.5	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	11.0	n.a.	27.3	0.42	0.55	0.66	0.75	17%		26.3	20.0	16.7	14.6	1.9	1.7	1.6	1.4	15.4	16.2	-29%	-32%	46%	7.0			
首开股份	600376	推荐	19.9	n.a.	22.9	0.50	0.81	1.00	1.30	27%		40.2	24.6	19.9	15.4	5.7	2.4	2.1	1.8	24.0	27.3	-17%	-27%	82%	12.0			
保利地产	600048	审慎推荐	20.9	n.a.	73.5	0.64	1.00	1.25	1.40	18%		32.8	20.9	16.7	14.9	5.2	2.9	2.5	2.1	21.9	22.5	-4%	-7%	71%	29.0			
冠城大通	600067	审慎推荐	13.6	n.a.	8.3	0.28	0.46	1.09	1.41	74%		47.9	29.3	12.5	9.6	4.9	4.1	3.1	2.4	15.1	16.4	-10%	-17%	77%	2.2			
华发股份	600325	审慎推荐	15.9	n.a.	13.0	0.80	0.83	1.04	1.14	17%		20.0	19.1	15.3	13.9	2.9	2.6	2.2	2.0	21.5	23.3	-26%	-32%	64%	7.0			
北京城建	600266	审慎推荐	16.6	n.a.	12.3	0.43	1.05	1.12	1.05	0%		38.9	15.8	14.8	15.8	3.4	2.8	2.3	1.9	19.0	20.4	-13%	-19%	66%	3.8			
荣盛发展	002146	审慎推荐	19.7	n.a.	17.7	0.41	0.68	1.08	1.41	44%		47.6	29.0	18.2	14.0	8.4	4.6	3.7	3.0	12.4	16.0	59%	23%	68%	9.3			
栖霞建设	600533	审慎推荐	6.4	n.a.	6.7	0.18	0.21	0.33	0.42	41%		35.5	29.9	19.5	15.0	2.6	2.5	2.2	1.9	7.2	7.9	-12%	-19%	58%	2.2			
中华企业	600675	中性	13.9	n.a.	15.1	0.43	0.58	0.53	0.66	6%		32.6	23.8	26.2	21.1	4.7	4.1	3.5	3.0	11.9	13.1	17%	6%	64%	2.4			
阳光股份	000608	中性	12.9	n.a.	6.9	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%		243.2	25.8	22.4	28.2	3.9	3.5	3.0	2.7	10.0	10.6	28%	22%	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%		24.3	22.6	19.2	15.2	2.6	2.4	2.1	1.9	5.8	6.2	27%	18%	50%	1.4			
大龙地产	600159	中性	15.4	n.a.	6.4	0.01	0.82	0.96	1.32	27%		2,709.7	18.9	16.0	11.7	5.2	4.1	3.3	2.5	12.9	14.7	19%	5%	61%	9.4			
平均值												35.4	23.0	17.7	15.1	4.1	3.0	2.6	2.2			1%	-9%	64%				
中间值												34.9	22.6	16.7	14.9	3.7	2.8	2.3	2.0			-10%	-17%	64%				
开发和持有:																												
浦东金桥	600639	推荐	12.8	n.a.	9.2	0.33	0.43	0.46	0.54	12%		39.0	30.1	27.9	24.0	3.5	3.2	2.9	2.6	15.6	17.3	-18%	-26%	43%	2.2			
陆家嘴	600663	中性	23.8	n.a.	38.6	0.47	0.55	0.56	0.65	8%		50.5	43.0	42.5	36.9	5.3	4.7	4.2	3.8	18.4	18.8	29%	27%	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%		33.8	39.5	37.5	27.6	2.8	2.6	2.5	2.3	10.9	10.9	9%	9%	48%	0.5			
平均值												41.1	37.5	36.0	29.5	3.9	3.5	3.2	2.9			7%	3%	46%				
中间值												39.0	39.5	37.5	27.6	3.5	3.2	2.9	2.6			9%	9%	47%				
B股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)											(HK\$)	(HK\$)							
万科B	200002	推荐	9.3	16.1	120.4	0.43	0.55	0.78	1.01	35%		21.7	16.8	11.9	9.2	2.7	2.4	2.1	1.8	12.0	13.4	-23%	-31%	67%	30.6			
金桥B	900911	推荐	7.4	14.1	10.7	0.38	0.48	0.53	0.65	16%		19.3	15.2	13.8	11.3	1.7	1.6	1.5	1.4	17.7	20.1	-58%	-63%	43%	2.2			
陆家B	900932	推荐	14.3	17.5	44.9	0.55	0.63	0.65	0.79	12%		26.2	22.8	22.0	18.2	2.7	2.5	2.3	2.1	20.9	21.8	-31%	-34%	47%	3.6			
平均值												22.0	17.8	15.0	11.9	2.2	2.0	1.9	1.6			-39%	-45%	53%				
中间值												21.4	16.7	13.0	10.2	2.2	2.0	1.8	1.6			-38%	-43%	52%				
H股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)											(HK\$)	(HK\$)							
中国海外	688	推荐	17.0	22.9	138.5	0.49	0.79	1.03	1.33	30%		34.8	21.4	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	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%	27.7			
首创置业	2868	推荐	3.0	5.0	6.2	0.22	0.30	0.39	0.55	35%		13.8	10.1	7.7	5.5	1.2	1.2	1.1	0.9	7.0	7.1	-56%	-57%	68%	10.6			
绿城中国	3900	推荐	10.9	19.1	17.8	0.52	0.63	1.00	1.73	66%		21.1	17.4	10.8	6.3	1.9	1.8	1.6	1.3	21.2	23.9	-49%	-54%	76%	28.6			
远洋地产	3377	推荐	7.0	9.6	39.6	0.27	0.31	0.45	0.63	42%		26.4	22.4	15.7	11.2	2.0	1.8	1.7	1.5	9.1	10.6	-23%	-34%	59%	12.9			
方兴地产	817	推荐	2.6	3.7	23.8	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%		28.8	19.7	15.8	20.3	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%		14.5	11.7	8.2	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	10.4	14.7	37.3	0.42	0.66	0.94	1.23	37%		25.0	15.9	11.1	8.4	2.5	2.3	2.0	1.6	14.6	16.3	-29%	-36%	61%	28.7			
龙湖地产	960	推荐	8.2	10.3	42.4	0.04	0.30	0.51	0.71	53%		207.5	27.3	16.2	11.6	11.7	3.2	2.6	2.1	8.8	10.3	-6%	-20%	88%	23.5			
恒盛地产	845	推荐	3.1	4.3	24.2	0.09	0.19	0.36	0.45	53%		32.7	16.0	8.7	6.9	22.6	2.3	1.8	1.4	4.7	5.4	-35%	-43%	93%	16.9			
富力地产	2777	中性	12.4	16.4	40.0	0.73	0.88	1.19	1.67	38%		16.9	14.1	10.4	7.4	2.3	2.1	1.8	1.4	18.1	20.5	-31%	-39%	73%	27.1			
世茂地产	813	中性	14.0	17.3	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%	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	20.3	0.51	0.33	0.32	0.35	4%		8.0	12.4	12.6	11.5	1.0	0.9	0.8	0.7	6.6	7.1	-39%	-43%	45%	13.7			
恒大地产	3333	无评级	3.1	3.6	47.1	0.01	0.03	0.32	0.38	246%		276.6	99.1	9.8	8.3	7.6	3.5	2.5	1.8	3.0	4.0	3%	-22%	80%	50.5			
宝龙地产	1238	无评级	2.3	3.8	9.6	0.09	0.26	0.36	0.40	23%		24.9	8.9	6.5	5.9	4.1	1.7	1.3	1.0	5.0	5.4	-53%	-57%	76%	7.6			
平均值												38.0	17.3	12.3	9.8	4.4	2.1	1.7	1.4			-29%	-37%	67%				
中间值												26.4	16.0	11.6	8.9	2.3	2.0	1.8	1.4			-30%	-38%	61%				

图表 6: 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。