

贾祖国 010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
洪俊骅 021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

2010年4月9日

荣盛发展(002146.SZ)/20.13元

专注于二三线城市的开发商

金融·房地产

目标估值: 20.8元

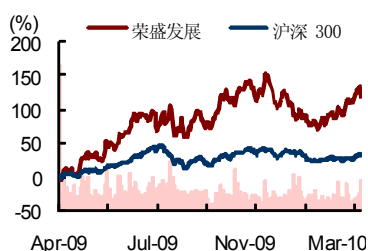
审慎推荐-A (首次)

基础数据

上证综指	3118
总股本(万股)	89600
已上市流通股(万股)	15604
总市值(亿元)	180
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	15.7
资产负债率	71.7%
主要股东	荣盛控股股份有限公司
主要股东持股比例	38.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	25	116
相对表现	13	13	84



相关报告

《首开股份(600376)——北京市场最大受益者, 业绩激励加速发展》
2010/04/07

《张江高科(600895)——创投与租赁业务蓄势待发》
2010/03/23

《浦东金桥(600639)——典型的园区收租类公司》
2010/03/22

《对当前房地产股票走势的看法》
2010/01/20

《商业地产机会显现》
2010/01/08

《房地产行业 2010 年度投资策略——市场总体难有惊喜, 商业地产机会显现》
2009/12/06

荣盛发展专注于二三线城市的普通住宅开发, 公司立足中等规模城市, 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。政策风险影响较小以及未来中国二三线城市的城镇化进程是公司未来快速发展的动力。

- **年报符合市场预期:** 公司实现主营收入 32.89 亿元, 营业利润 7.96 亿元, 归属于母公司净利润 6.1 亿元, 分别同比增长 62%、60%、64%; 实现每股收益 0.68 元, 业绩符合市场的普遍预期。2009 年公司实现销售 62.7 亿元, 销售面积 143.11 万平方米, 销售均价达到了 4236 元/平方米;
- **项目大多位于高铁沿线, 土地成本很低, 土地红利空间较大:** 公司项目大多位于京沪、京广和京沈高铁沿线, 随着高铁陆续通车, 房价有上涨空间。公司项目拓展方式多元化, 公司 2009 年拓展项目 821.77 万平方米, 项目平均楼面地价 689.04 元/平方米。公司目前所有项目的楼面价格也仅仅为 745.1 元/平方米。极低的土地成本也让公司拥有较高的土地红利空间;
- **政策风险较小:** 历史上看, 中国的城市化进程出现过三次加速, 无一例外的来自于制度的变迁。目前中国正在经历第三次城镇化加速过程, 随着政府对二三线城市城市化进程的扶持, 我们认为二三线城市的普通住宅开发业务将受到政策的支持, 受到严厉政策打压的可能性较小;
- **股权激励等待证监会备案:** 公司拟向包括公司高级管理人员、核心管理人员、核心技术骨干等在内的 76 名激励对象进行股权激励, 行权价格为 19.29 元。我们认为未来股权激励的实施将有助于公司管理层的稳定和公司未来快速稳健的发展;
- **业绩预测与投资评级:** 我们预测公司 2010 年、2011 年及 2012 年的 EPS 分别为 1.04 元、1.64 元及 2.07 元。公司 2010 年的 RNAV 为 16.94 元。我们按照 2010 年 20 倍 PE 给予公司股价 20.8 元的目标值, 首次给予公司股票“审慎推荐-A”评级。我们认为公司具备成为一线地产商的潜质, 可以中长期持有, 我们将在合适的时机上调评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2029	3289	4559	6946	8655
同比增长	16%	62%	39%	52%	25%
营业利润(百万元)	498	796	1241	1967	2489
同比增长	15%	60%	56%	59%	27%
净利润(百万元)	371	610	929	1467	1854
同比增长	30%	64%	52%	58%	26%
每股收益(元)	0.46	0.68	1.04	1.64	2.07
PE	43.4	29.6	19	12.3	9.7
PB	7.7	4.8	4.1	3.1	2.3

资料来源: 招商证券

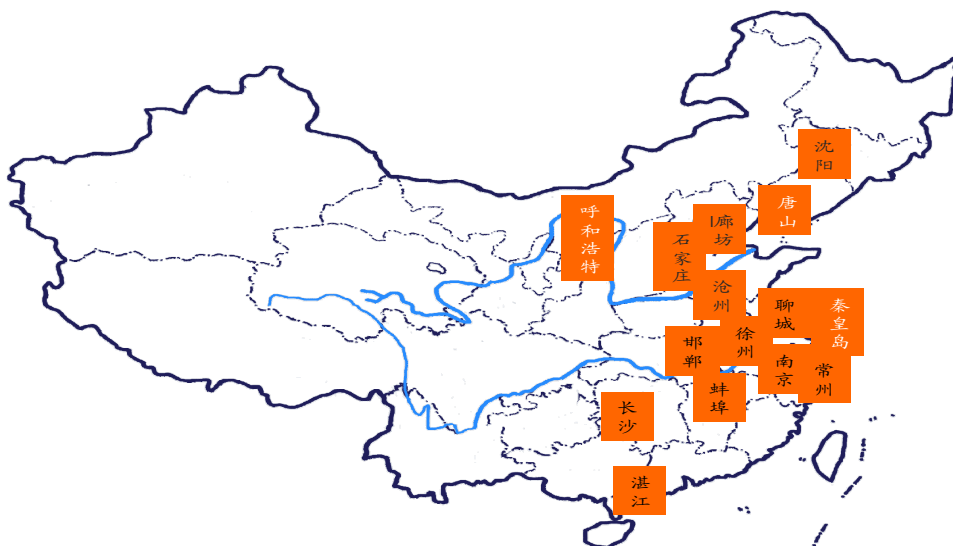
一、荣盛发展简介

荣盛房地产发展股份有限公司（简称荣盛发展）成立于 1996 年 12 月，注册资本 8.96 亿元，拥有国家一级房地产开发资质。2007 年 8 月 8 日，公司在深圳证券交易所成功上市，成为河北地区房地产行业首家上市的公司。

公司的宗旨是以开发商品住宅为主导，立足中等规模城市，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。目前公司已经进入了廊坊、石家庄、沧州、聊城、邯郸、徐州、南京、常州、蚌埠、长沙、沈阳、湛江，公司已经在呼和浩特、唐山以及秦皇岛设立了子公司，我们预计公司在今年可能将在上述三个城市拓展新的项目。

从公司的区域布局来看，均位于京沪高铁、京沈高铁和京广高铁一线。随着未来二三线城市的城市化进程的开展，我们认为这些城市的普通住宅均有上涨的空间。

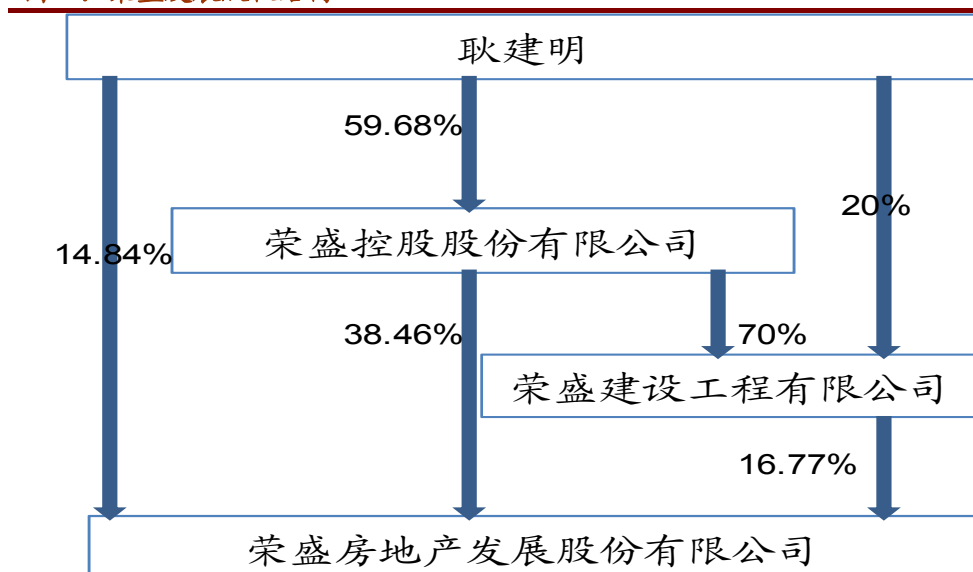
图 1：荣盛发展项目布局



资料来源：公司资料，招商证券

注：白色字体表示公司已经设立子公司，今年可能拓展项目的城市。

目前公司的实际控制人为耿建明先生，他直接持有公司 14.84% 的股权，并通过控股荣盛控股股份有限公司和控制荣盛建设工程有限公司间接持有上市公司 33% 的股权。

图 2：荣盛发展股权结构


资料来源：公司资料，招商证券

公司在 2009 年 11 月推出了股权激励计划(目前该计划正在向中国证监会备案)，拟向包括公司高级管理人员、核心管理人员、核心技术骨干等在内的 76 名激励对象进行股权激励，即满足行权条件后，激励对象可以以 19.29 元的价格购买 1 股公司股票。我们认为股权激励如果顺利获批，将有利于公司管理团队和核心人员的稳定，也有利于公司获得平稳快速的成长。

表 1：公司股权激励名单一览表

序号	姓名	职务	获授股票期 权 数量（万 份）	获授股票期 权占股票期 权总数的比例（%）	获授股票期 权占公司股 本总额的比例（%）
1	刘 山	董事、总经理	160	5.33	0.1786
2	鲍丽洁	董事、副总经 理	150	5.00	0.1674
3	耿建富	董事	148	4.93	0.1652
4	李万乐	副总经理	140	4.67	0.1563
5	冯全玉	副总经理、财 务总监	135	4.50	0.1507
6	李喜林	董事	119	3.97	0.1328
7	陈金海	副总经理、董 事会秘书	90	3.00	0.1004
8	核心管理人 员及核心 技 术（专业）骨干		2,058	68.60	2.2969
合计			3000	100	3.35

资料来源：公司资料，招商证券

二、荣盛发展业务介绍

目前荣盛发展已经成为致力于二三线城市普通住宅的开发商，另外公司在聊城、廊坊以及沧州还有三家五星级酒店。

1、房地产开发业务

目前公司的房地产开发业务还是公司未来业绩最主要的来源。公司在 12 个城市拥有 33 个项目。公司拥有未结面积 1207.7 万平方米，权益未结面积 1170.3 万平方米。

表 2：公司房地产项目一览表

名称	区域	权益	规划建筑面积 (万平)	未结可售 (万平)	权益未结 可售(万平)	楼面价 (元/方)	地价(百万)
盛远江南水郡	廊坊	100%	18.0	18.0	18.0	1433	258
阳光逸墅	廊坊	100%	13.5	13.5	13.5	2007	271
★香河香城郦舍	廊坊	100%	30.0	30.0	30.0	440	132
★豪邸坊项目	廊坊	100%	12.0	12.0	12.0	1691	203
★塞纳荣府	廊坊	100%	33.4	33.4	33.4	1737	580
★小廊坊	廊坊	100%	22.7	22.7	22.7	1808	410
阿尔卡迪亚	石家庄	100%	64.4	52.9	52.9	1003	646
锦绣花苑	邯郸	100%	26.0	26.0	26.0	1368	356
★阿尔卡迪亚	邯郸	100%	61.1	61.1	61.1	882	539
阿尔卡迪亚新儒苑/芳菲苑	沧州	100%	44.8	11.5	11.5	377	169
文景苑	沧州	100%	12.1	12.1	12.1	681	82
兰亭苑	沧州	100%	12.0	12.0	12.0	681	82
阿尔卡迪亚三期	南京	100%	34.7	24.8	24.8	145	50
盛棠苑	南京	100%	18.7	4.9	4.9	43	8
仙林地块	南京	100%	12.8	12.8	12.8	5564	710
★龙湖半岛项目	南京	100%	226.8	226.8	226.8	235	532
★NO2009G76 号地块	南京	100%	16.3	16.3	16.3	1840	300
恐龙园	常州	100%	11.3	11.3	11.3	1909	215
阿尔卡迪亚	徐州	100%	24.6	16.0	16.0	946	232
九里峰景	徐州	100%	26.2	26.2	26.2	1124	294
邳州文景苑二期	徐州	100%	8.7	8.7	8.7	450	39
阿尔卡迪亚三期	蚌埠	100%	34.5	7.8	7.8	580	200
香城荣府	蚌埠	100%	20.4	20.4	20.4	1618	330
★南山郦都项目	蚌埠	100%	57.3	57.3	57.3	1026	588
★香缇澜山	沈阳	100%	29.1	29.1	29.1	410	119
★阿尔卡迪亚	沈阳	100%	99.1	99.1	99.1	369	366
★沈阳幸福大道项目	沈阳	100%	42.5	42.5	42.5	591	251
★东湖地块	沈阳	75%	139.4	139.4	104.6	911	1270
★爱家郦都	沈阳	100%	23.0	23.0	23.0	1648	379
★南亚郦都	湛江	100%	54.8	54.8	54.8	474	260
阿尔卡迪亚	聊城	100%	75.6	21.5	21.5	228	173
西湖馨苑	聊城	100%	34.6	34.6	34.6	370	128
财智广场	浏阳	90%	29.8	25.4	22.8	121	36

合计	1370.0	1207.7	1170.3	745.1	10207.8
----	--------	--------	--------	-------	---------

资料来源：公司资料，招商证券

注：★号项目为公司在 2009 年以及 2010 年获取的项目。另外我们将公司在今年出获取的沈阳市经济技术开发区 JK2009-158 号地块项目合并入 2009 年获取的幸福大道项目。

我们认为荣盛发展的房地产开发业务主要有如下 4 个看点。

1) 公司项目拓展能力强，土地成本很低，可以享受土地红利。

根据表 2，在 2009 年公司通过股权收购、协议谈判、底价摘牌、公开拍卖等方式，新取得土地储备建筑面积 821.77 万平方米，新增项目平均楼面地价 689.04 元/平方米。根据我们的统计，公司目前所有项目的楼面价格也仅仅为 745.1 元/平方米。公司计划 2010 年项目拓展 600 万平方米的项目。

2) 公司房地产业务毛利率不低，三费控制较好。

虽然公司的项目大多在二线城市的近郊以及三线城市，但是公司的项目毛利率并不低。公司 2008 年、2009 年两年的毛利率为 38.9% 和 35.5%，而由于三费比率控制较好，公司 2008 年、2009 年的净利率为 18.3% 与 18.5%，2009 年公司在毛利率降低的情况下实现了净利率的增长。

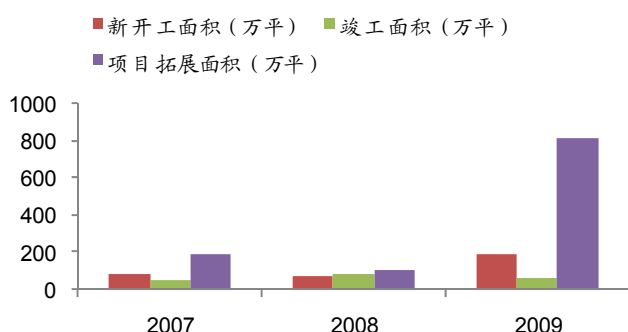
3) 公司销售金额快速增长，未来业绩爆发力度强。

公司 2009 年销售额达到 60.63 亿元，我们预计公司今年的销售额可能将冲击 90-100 亿元的大关。随着公司销售的跨越式增长，未来业绩爆发能力较强。

4) 响应政府城市化的号召，受到政策打压可能性较小。

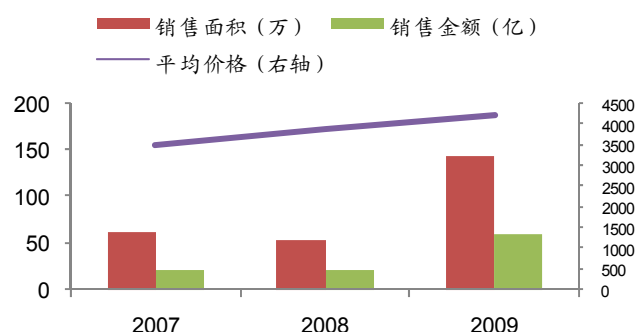
政府未来的发展一定是集中在二三线城市的城市化进程上。历史上看，中国的城市化进程出现过三次加速，无一例外的来自于制度的变迁。第一次源于 1978 年农村包产到户，农业生产率突飞猛进，为城市化起步提供了过剩人口。第二次出现在 1998 年亚洲金融危机期间，我们启动了住房的货币化改革，城市化进入加速发展期。第三次为加入 WTO 引发的出口浪潮，直接为加速期插上了腾飞的翅膀，也巩固了 98 年制度景气的延续。我们认为随着二三线城市的城市化进程加快，未来这些城市的房价仍然具备稳步上涨的空间，而且从事普通住宅开发业务的公司受政策打压的可能性较小。

图 3：荣盛发展近年新开工、竣工和拓展面积



资料来源：招商证券研发中心

图 4：荣盛发展近年销售面积、金额和均价



资料来源：招商证券研发中心

2、商业地产业务

公司的商业物业目前来看还没有形成较大的规模。公司在聊城、廊坊以及沧州拥有三家五星级阿尔卡迪亚酒店。公司目前的酒店全部是自己的物业负责经营管理，其中廊坊的阿尔卡迪亚酒店预计 2010 年可以投入使用，装修标准为 5 星级，它也是目前廊坊唯一的 5 星级酒店。我们认为短期内公司的商业地产还难以贡献明显的业绩。

表 3：公司商业地产项目一览表

酒店	级别	计划开业时间	建筑面积（万平）	投资额（亿）
聊城阿尔卡迪亚国际酒店	五星级	2010 年	7	3.5
沧州阿尔卡迪亚国际酒店	五星级	2010 年	4	5
廊坊阿尔卡迪亚国际酒店	五星级	2010 年	4.7	5

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、其他业务

公司目前还拥有物业管理、园林设计、装饰及园林工程等，除了公司没有自己的建筑公司外，基本上公司在房地产行业的上下游均拥有自己的业务，但目前公司这些业务每年贡献的利润很有限。

三、盈利预测与估值

1、公司 10-12 年房地产结算面积和收入假设

10 年预计结算面积 107.95 万平方米，结算收入 45.59 亿元；

11 年预计结算面积 146.14 万平方米，结算收入 69.46 亿元；

12 年预计结算面积 176.32 万平方米，结算收入 86.55 亿元。

表 4：10-12 年公司结算项目，结算面积和收入预测

项目	位置	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
盛远江南水郡	廊坊	18.00			9.90		
阳光逸墅	廊坊		5.00	8.50		3.25	5.53
香河香城郦舍	廊坊		6.00	10.00		2.28	3.80
豪邸坊项目	廊坊		6.00	6.00		3.30	3.30
塞纳荣府	廊坊		5.00	7.00		3.00	4.20
小廊坊	廊坊		5.00	4.10		3.00	2.46
阿尔卡迪亚	石家庄		7.20	8.00		4.32	4.80
锦绣花苑	邯郸	18.26	7.74		8.22	3.48	
阿尔卡迪亚	邯郸		7.20	8.00		2.88	3.20
阿尔卡迪亚新儒苑/芳菲苑	沧州	8.00	6.00	4.00	3.36	2.52	1.68
文景苑	沧州	3.23			1.29		
兰亭苑	沧州		7.00	5.00		2.80	2.00
阿尔卡迪亚三期	南京	10.00	8.00	6.80	4.00	3.20	2.72
盛棠苑	南京	4.60	1.20		2.21	0.58	
仙林地块	南京		4.80	6.00		4.80	6.00
龙湖半岛项目	南京		7.00	10.00		2.94	4.20
NO2009G76 号地块	南京			7.00			4.55
恐龙园	常州		4.80	6.46		2.88	3.88
阿尔卡迪亚	徐州	0.66	0.20	2.00	0.36	0.11	1.10
九里峰景	徐州	8.00	8.00	10.16	3.60	3.60	4.57
邳州文景苑二期	徐州	8.70			3.05		
阿尔卡迪亚三期	蚌埠	7.80			3.12		
香城荣府	蚌埠		5.20	7.00		2.86	3.85
南山郦都项目	蚌埠		3.00	5.00		1.50	2.50
香缇澜山	沈阳		3.00	5.00		1.20	2.00
阿尔卡迪亚	沈阳		3.00	5.00		1.20	2.00
沈阳幸福大道项目	沈阳		3.00	5.00		1.20	2.00
东湖地块	沈阳		3.00	5.00		1.50	2.50
爱家郦都	沈阳		3.00	5.00		1.95	3.25
南亚郦都	湛江		7.00	10.00		2.80	4.00
阿尔卡迪亚	聊城	7.00	7.00	7.50	2.31	2.31	2.48
西湖馨苑	聊城	8.00	9.00	9.00	2.64	2.97	2.97
财智广场	浏阳	5.70	3.80	3.80	1.54	1.03	1.03
合计		107.95	146.14	176.32	45.59	69.46	86.55

资料来源：招商证券研发中心

2、10-12 年 EPS 分别为 1.04 元，1.64 元和 2.07 元

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 10 年到 12 年，EPS 分别为 1.04 元，1.64 元和 2.07 元。

表 5：公司盈利预测简表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3289	4559	6946	8655
二、营业总成本	2493	3319	4979	6166
其中：营业成本	2120	2801	4213	5181
营业税金及附加	227	296	451	563
营业费用	47	43	46	77
管理费用	85	160	243	303
财务费用	4	19	25	43
资产减值损失	9	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
四、营业利润	796	1241	1967	2489
加：营业外收入	17	0	0	0
减：营业外支出	2	0	0	0
五、利润总额	811	1241	1967	2489
减：所得税	201	310	492	622
六、净利润	609	931	1475	1867
减：少数股东损益	0	2	8	13
七、归属母公司所有者净利润	610	929	1467	1854
股本（百万）	896	896	896	896
每股收益（元）	0.68	1.04	1.64	2.07

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、10 年 RNAV 为 16.94 元，当前股价溢价 18.8%

公司 10 年的 RNAV 是 16.94 元，当前股价相对 RNAV 溢价 18.8%。

表 6：公司 RNAV 计算表

开发项目评估溢价（亿元）	111.92
物业项目评估溢价（亿元）	2.00
帐面净资产（亿元）	37.84
重估净资产（亿元）	151.77
总股本	8.96
RNAV	16.94

资料来源：招商证券研发中心

4、首次给予“审慎推荐-A”评级

建议首次给予“审慎推荐—A”评级：我们认为公司股价目前基本反映了公司的价值，我们给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值，目标股价 20.8 元，给予公司股票“审慎推荐—A”的投资评级。我们认为公司具备成为一线地产商的潜质，可以中长期持有。

公司股价的催化剂在于公司股权激励的获批以及公司全年销售数据的超预期。

5、风险提示

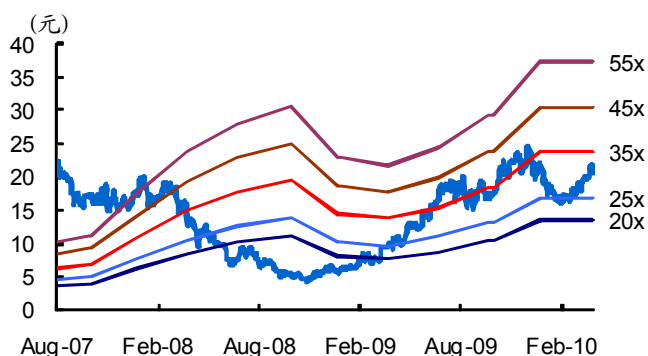
公司的风险主要在于全国房价加速上涨后带来的政策面的严厉打压。

表 7: 重点公司估值表

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	10EPS	10PE	评级
招商地产	22.73	9.12	2.49	30.00	0.76	1.60	14.21	强烈推荐—A
金融街	10.92	6.25	1.75	16.40	0.67	0.70	15.60	强烈推荐—A
世茂股份	15.13	5.30	2.85	22.90	0.66	1.11	13.63	强烈推荐—A
ST 鲁置业	11.15	0.64	17.44	7.93	1.41	0.81	13.77	强烈推荐—A
苏宁环球	13.08	1.69	7.75	12.00	1.09	0.96	13.63	强烈推荐—A
格力地产	13.04	2.87	4.54	9.49	1.37	0.90	14.49	强烈推荐—A
ST 松江	11.38	3.48	3.27	6.11	1.86	0.75	15.17	强烈推荐—A
华业地产	8.39	3.40	2.47	10.60	0.79	0.50	16.78	强烈推荐—A
万科 A	9.34	3.40	2.75	8.10	1.15	0.69	13.54	强烈推荐—A
保利地产	19.53	7.13	2.74	14.90	1.31	1.33	14.68	审慎推荐—A
金地集团	13.47	6.04	2.23	11.00	1.22	0.85	15.85	审慎推荐—A
华发股份	15.99	6.23	2.56	22.40	0.71	1.00	15.99	审慎推荐—A
新湖中宝	6.52	1.20	5.42	5.07	1.29	0.37	17.78	审慎推荐—A
浙江广厦	7.66	2.20	3.48	5.10	1.50	0.43	17.81	审慎推荐—A
张江高科	11.84	3.74	3.16	14.16	0.84	0.60	19.73	审慎推荐—A
浦东金桥	12.92	3.97	3.25	13.02	0.99	0.46	28.09	审慎推荐—A
信达地产	10.09	3.43	2.94	14.02	0.72	0.60	16.82	审慎推荐—A
滨江集团	14.87	2.52	5.91	12.68	1.17	0.79	18.82	审慎推荐—A
首开股份	20.17	8.12	2.48	18.50	1.09	1.18	17.09	审慎推荐—A
龙元建设	15.60	4.80	3.30			0.63	24.10	审慎推荐—A
北京城建	17.45	6.48	2.69	19.40	0.90	1.21	14.42	审慎推荐—B
平均	13.39	4.38	4.07	13.69	1.08	0.83	16.76	

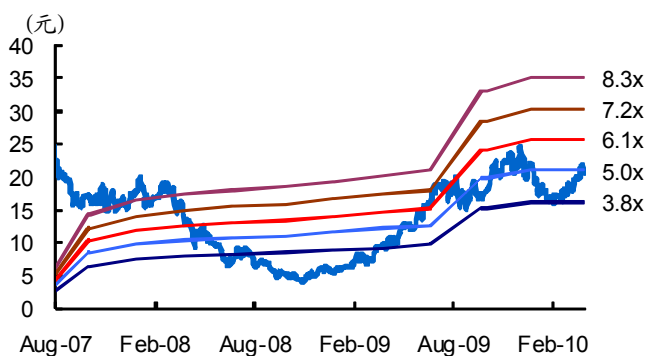
资料来源：招商证券研发中心

图 5: 荣盛发展历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6: 荣盛发展历史 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	6211	12949	15022	20797	25658
现金	690	1922	1780	870	1135
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	16	21	45	68	85
其它应收款	67	252	365	556	692
存货	4514	8493	11204	16850	20723
其他	923	2261	1629	2454	3023
非流动资产	319	703	646	605	568
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	114	229	205	181	161
无形资产	109	162	146	131	118
其他	96	312	295	292	289
资产总计	6530	13652	15668	21402	26227
流动负债	3119	6776	8382	12591	15499
短期借款	84	237	30	30	30
应付账款	711	1028	1401	2106	2590
预收账款	1010	3903	5602	8425	10361
其他	1314	1607	1350	2030	2517
长期负债	1320	3011	2759	2809	2859
长期借款	1316	2529	2579	2629	2679
其他	4	482	180	180	180
负债合计	4439	9787	11141	15400	18358
股本	800	896	896	896	896
资本公积金	608	1680	1680	1680	1680
留存收益	679	1209	1869	3336	5190
少数股东权益	4	81	82	90	103
归属于母公司所有者权益	2087	3784	4444	5911	7766
负债及权益合计	6530	13652	15668	21402	26227

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(221)	258	1196	(935)	258
净利润	371	610	929	1467	1854
折旧摊销	0	0	47	41	36
财务费用	0	0	19	25	43
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	221	(2477)	(1688)
其它	(592)	(352)	(19)	9	13
投资活动现金流	(204)	(1035)	6	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(204)	(1035)	6	0	0
筹资活动现金流	602	2009	(1344)	25	7
借款变动	0	0	(777)	50	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(269)	0	0
其他	602	2009	(299)	(25)	(43)
现金净增加额	178	1232	(142)	(910)	265

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	2029	3289	4559	6946	8655
营业成本	1239	2120	2801	4213	5181
营业税金及附加	135	227	296	451	563
营业费用	36	47	43	46	77
管理费用	64	85	160	243	303
财务费用	(2)	4	19	25	43
资产减值损失	59	9	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	498	796	1241	1967	2489
营业外收入	1	17	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	496	811	1241	1967	2489
所得税	125	201	310	492	622
净利润	371	609	931	1475	1867
少数股东损益	(0)	(0)	2	8	13
归属于母公司净	371	610	929	1467	1854
EPS (元)	0.46	0.68	1.04	1.64	2.07

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	16%	62%	39%	52%	25%
营业利润	15%	60%	56%	59%	27%
净利润	30%	64%	52%	58%	26%
获利能力					
毛利率	38.9%	35.5%	38.6%	39.3%	40.1%
净利率	18.3%	18.5%	20.4%	21.1%	21.4%
ROE	17.8%	16.1%	20.9%	24.8%	23.9%
ROIC	8.6%	8.2%	13.1%	17.2%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	71.7%	71.1%	72.0%	70.0%
净负债比率	34.1%	25.2%	17.0%	12.7%	10.5%
流动比率	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率	0.5	0.7	0.5	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	142.8	177.6	139.5	123.2	113.2
应付帐款周转率	2.1	2.4	2.3	2.4	2.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.46	0.68	1.04	1.64	2.07
每股经营现金	-0.28	0.29	1.33	-1.04	0.29
每股净资产	2.61	4.22	4.96	6.60	8.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	43.4	29.6	19.4	12.3	9.7
PB	7.7	4.8	4.1	3.1	2.3
EV/EBITDA	29.8	18.5	11.5	7.4	5.8

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——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》2009/05/05
- 《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》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/2

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。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，2009 年 3 月至 2010 年 1 月任湘财证券房地产行业研究员，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

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±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。