



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4月26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

中性

亿城股份(000616.CH)

西山华府大量结算, 业绩超预期

2009 年每股收益 0.47 元, 高于预期

公司 2009 年录得主营业务收入 34.2 亿元, 同比上升 226.8%; 实现净利润 4.2 亿元, 同比增长 55.1%, 合每股收益 0.47 元, 大幅高于预期, 差异主要是期内公司主力项目 2009 年结算 28.8 亿元, 结算进度好于预期。公司宣布拟每 10 股派红利 1 元 (含税), 转增 1 股。

正面:

- **2009 年房地产业务结算 33.9 亿元, 同比增长 230.5%。** 期内主要结算项目是亿城西山华府 (结算 28.8 亿元), 苏州亿城新天地一期 (2.90 亿元) 及万城华府尾盘 (1.27 亿元)。
- **销售情况良好、2010 年业绩锁定性强:** 公司 2009 年实现签约销售收入 45.34 亿元。其中西山华府项目实现 37.44 亿元签约销售。2009 年底已售未结收入占到 2010 年预测房地产结算收入约 74%。

负面:

- **税后毛利率同比下降 9.4 个百分点至 21.9%, 主要是**当年结算项目结构变化以及土地增值税同比增长较多所致。净利润率同比下降 13.6 个百分点至 12.3%, 主要源于当期未录得晨枫项目投资收益以及期内项目赔偿及捐赠支出大幅增加。

发展趋势:

往后看, 公司 2010 年的主力销售项目是北京西山华府尾盘以及中关村项目, 销售资源依然较为丰富。期末公司拥有在建及储备面积约 180 万平方米, 可以满足公司未来 3 年开发需要, 往后看, 随着北京土地市场热度持续升温, 核心城市土地获取难度日益加大, 公司拿地将逐步转向环渤海地区。

上调 2010/11 年盈利预测、暂维持“中性”

公司 2009 年销售情况超预期, 我们上调对公司 2010 及 2011 年的盈利预测, 调整后 2010 年及 2011 年每股收益分别为 0.48、0.50 元。目前公司股价分别对应 2010/11 年市盈率 12.4 倍和 12.0 倍, 较 2010 年 NAV 折价 4%。公司估值吸引力相对一般, 且其核心市场北京地区资源获取的难度日益加大, 未来项目销售重心将逐步向环渤海地区转移, 我们暂维持“中性”投资评级。

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	2,074	1,047	3,422	2,467	2,593
(+/-%)	47%	-50%	227%	-28%	5%
主营业务利润	621	328	750	798	830
(+/-%)	56%	-47%	129%	6%	4%
净利润	298	271	420	433	449
(+/-%)	116%	-9%	55%	3%	4%
摊薄每股收益 (元)	0.33	0.30	0.47	0.48	0.50
(+/-%)	116%	-9%	55%	3%	4%
市盈率	18.0	19.8	12.8	12.4	12.0
市净率	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.9	18.4	8.9	7.7	7.0
净资产收益率 (%)	13.1%	10.9%	14.6%	13.0%	11.9%

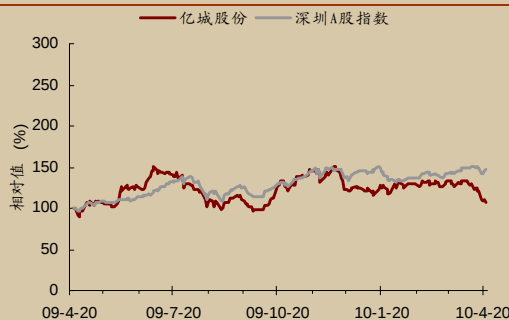
股票信息

	A股
当前股价	人民币 5.94
股票代码	000616.CH
日成交量 (百万股)	10.85
52周最高价/最低价	人民币 8.66/4.86
发行股数 (百万股)	903
其中: 流通股 (百万股)	795
总市值 (百万元)	5,363
主要股东 (持股比例)	乾通科技实业有限公司 (20.52%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
000616.CH	-10.94	-17.04	-14.90	-13.79
[market index]	-0.72	-0.82	-0.75	-4.04
[sector index]	-5.16	-13.83	-12.53	-17.55

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

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。

2009 年每股收益 0.47 元，大幅高于预期

亿城股份今天公布了 2009 年年报，公司录得主营业务收入 34.2 亿元，同比上升 226.8%；实现净利润 4.2 亿元，同比增长 55.1%，合每股收益 0.47 元，大幅高于预期，差异主要是期内公司主力项目 2009 年结算 28.8 亿元，结算进度好于预期。公司宣布拟每 10 股派现金红利 1 元（含税），同时以资本公积每 10 股转增 1 股。

- **2009 年主营业务收入增加 226.8% 至 34.2 亿元**，其中房地产业务结算 33.9 亿元，同比增长 230.5%。期内主要结算项目是亿城西山华府（结算 28.8 亿元），苏州亿城新天地一期（2.90 亿元）及万城华府尾盘（1.27 亿元）。

图表 1：2009 年主要结算项目

主要项目	结算金额 (亿元)	结算成本 (亿元)	税前毛利率
亿城西山华府	28.78	18.17	37%
亿城新天地一期(6#地块)	2.91	2.14	27%
万城华府尾盘	1.27	0.49	62%
房地产业务合计	33.89	21.60	36%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

- **税后毛利率同比下降 9.4 个百分点至 21.9%**，主要是当年结算项目结构变化（2009 年主要为西山华府项目，2008 年主要是万城华府）以及土地增值税同比增长较多所致。当期计提土地增值税 3.14 亿元，占房地产开发结算收入的 9.26%。
- **三项费用率 3.2%，同比减少 12 个百分点**，主要源于财务费用大幅减少。营业费用、管理费用分别为 4,051 万元及 1.09 亿元，同比分别增长 12.4% 及 5.1%；财务费用方面，2009 年实现利息收入 4,072 万元，主要源于期内按协议计提北京天行九州投资有限公司、北京晨枫房地产开发有限公司资金占用费，利息收入大幅增加。
- 期内录得投资损失 898 万元，同比下降 106.7%，主要是当期未录得晨枫项目投资收益（2008 年：1.42 亿元）；2009 年营业外支出达 2555 万元，其中主要为项目赔偿支出以及捐赠支出。
- **09 年全年实现净利润 4.2 亿元，合每股收益 0.47 元**，净利润率为 12.3%，同比下降 13.6 个百分点，当期未录得晨枫项目投资收益以及期内项目赔偿及捐赠支出大幅增加是净利润率大幅下降的主要原因。

销售情况良好、财务状况明显改善

得益于北京市场 2009 年回暖，特别是下半年房价快速上涨，公司 2009 年实现签约销售收入 45.34 亿元。其中西山华府项目实现 37.44 亿元签约销售，在 2009 年北京单个楼盘中排名第 4。年末预售房款达 18.6 亿元，同比大幅上升 145%（主要是西山华府南区 10.8 亿元，苏州亿城新天地 6.95 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约 74%，业绩确定性较强。

得益于公司 2009 年良好的销售表现，公司现金流、财务状况大幅改善，09 年底公司在手现金比年初增加 197% 至 19.9 亿元；净负债率下降 42 个百分点至 -17.8%，处于行业较低水平；银行贷款占负债比例下降 18 个百分点至 31.9%。

往后看，公司 2010 年的主力销售项目是北京西山华府尾盘以及中关村项目，销售资源依然较为丰富，公司预计 2010 年回款额将达到 50 亿元。

期末土地储备约 180 万平方米

公司 2009 年在北京、天津、三亚新增土地储备共计 78 万平方米，期末公司拥有在建及储备面积约 180 万平方米，可以满足公司未来 3 年的开发需要。往后看，随着北京土地市场热度持续升温，核心城市土地获取难度日益加大，公司拿地将逐步转向环渤海地区，公司预计 2010 年将新增土地储备 200 万平米左右。

上调 2010/11 年盈利预测、暂维持“中性”评级

公司 2009 年销售情况超预期，我们上调对公司 2010 及 2011 年的盈利预测，调整后 2010 年及 2011 年每股收益分别为 0.48、0.50 元。暂维持公司 2010 年及 2011 年 NAV 值不变。

目前公司股价分别对应 2010/11 年市盈率 12.4 倍和 12.0 倍，较 2010 年 NAV 折价 4%。公司估值吸引力相对一般，且其核心市场北京地区资源获取的难度日益加大，未来项目销售重心将逐步向环渤海地区转移，我们暂维持“中性”投资评级。

主要风险：

公司项目较少，且目前在售项目集中在一线城市，未来受一线城市房地产政策影响可能较大。

图表 8：2009 年业绩比较

	Yearly data			2009 中金评论
(百万元)	2008	2009	YoY%	
主营业务收入	1,047	3,422	226.8%	收入大幅增长主要是结算西山华府所致
主营业务成本	607	2,166	257.2%	
主营业务税金及附加	112	506	349.7%	
主营业务利润	328	750	128.5%	土地增值税3.14亿元
毛利率	31.3%	21.9%		下降源于亿城新天地及西山华府受去年市场低迷及公司调价影响毛利率偏低，以及土地增值税较去年大幅上升影响
其他业务利润	3	(16)		本期按协议计提北京天行九州投资有限公司、北京晨枫房地产开发有限公司资金占用费，利息收入大幅增加
营业费用	36	41	12.4%	
管理费用	104	109	5.1%	
财务费用	19	(41)	-310.3%	
费用率	15.2%	3.2%		
营业利润	172	624	263.3%	
营业利润率	16.4%	18.2%		
投资收益	134	(9)	106.7%	未录得晨枫项目投资收益
营业外收入	11	2		
营业外支出	8	26		主要为项目赔偿及捐赠支出
税前利润	308	592	91.9%	
税前利润率	29.5%	17.3%		
所得税	41	172	323.3%	
少数股东权益	(3)	(1)		
净利润	271	420	55.1%	
净利润率	25.9%	12.3%		
摊薄每股盈利 (元)	0.30	0.47	55.1%	
主要财务指标				
(%)	2008	2009	Ppt	
资产负债率	50.3%	61.1%	10.9	财务状况继续改善，为净现金
净负债率	24.1%	-17.8%	(41.9)	
银行贷款占负债比率	50.0%	31.9%	(18.1)	
(%)	2008	2009	Ppt	
主营业务利润率	31.3%	21.9%	(9.4)	
净利润率	25.9%	12.3%	(13.6)	
(人民币百万元)	2008	2009	YoY%	
货币资金	670	1,995	197.6%	良好销售使得现金大幅增加
预收帐款	759	1,863	145.5%	预售账款主要来自于西山华府南区10.8亿元，苏州亿城新天地6.95亿元)
经营活动现金流	(446)	1,663	473.1%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9：盈利预测调整

		2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	调整前	2,149	2,565
	调整后	2,467	2,593
	(+-%)	14.8%	1.1%
净利润 (百万元)	调整前	292	343
	调整后	433	449
	(+-%)	48.3%	30.9%
摊薄每股盈利 (元) (人民币元)	调整前	0.32	0.38
	调整后	0.48	0.50
	(+-%)	48.3%	30.9%

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 10: 历史和预测的财务指标

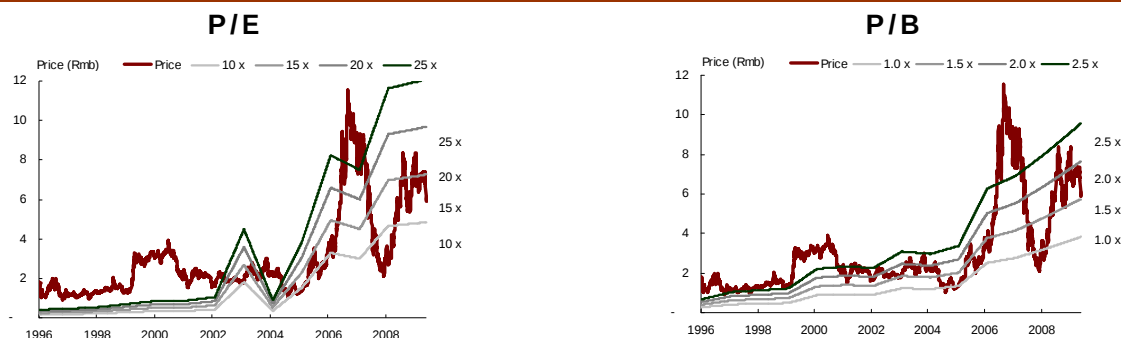
截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	560	2,398	681	1,407	2,074	1,047	3,422	2,467	2,593
主营业务利润	104	281	144	398	621	328	750	798	830
减: 营业费用	27	39	41	47	38	36	41	57	60
管理费用	39	57	65	61	91	104	109	116	122
财务费用	8	13	9	24	56	19	(41)	35	37
营业利润	31	172	29	255	429	172	624	590	611
税前利润	35	189	45	248	464	308	592	585	606
减: 所得税	7	33	20	103	169	41	172	152	158
减: 少数股东损益	(9)	(6)	(2)	7	(3)	(3)	(1)	0	0
净利润	38	162	32	138	298	271	420	433	449
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	382	239	519	569	706	211	538	740	942
存货	1,748	1,340	1,443	2,332	2,549	3,602	4,650	5,067	5,973
货币资金	198	196	130	238	1,383	670	1,995	2,490	2,781
流动资产合计	2,328	1,775	2,153	3,140	4,638	4,484	7,183	8,297	9,695
固定资产	173	171	178	256	306	259	247	260	273
应付款项	1,524	745	1,121	1,787	1,383	1,285	3,142	3,454	4,437
短期借款	240	210	211	355	75	0	0	100	100
流动负债合计	1,766	1,030	1,375	2,277	1,981	1,885	3,142	3,754	4,537
长期借款	342	291	369	628	1,060	683	1,471	1,571	1,771
负债合计	2,108	1,321	1,745	2,905	3,041	2,568	4,614	5,326	6,309
股东权益	518	676	690	811	2,266	2,495	2,885	3,318	3,766
总资产	2,653	2,064	2,459	3,731	5,349	5,110	7,549	8,689	10,115
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	31	133	(5)	(315)	(237)	(446)	1,663	213	416
投资活动现金流	(75)	(52)	(61)	(320)	7	244	(407)	(26)	(29)
筹资活动现金流	31	(83)	0	743	1,375	(511)	69	307	(96)
现金及现金等价物净增加额	(13)	(2)	(65)	108	1,145	(712)	1,325	494	291
期初现金及现金等价物余额	211	198	196	130	238	1,383	671	1,995	2,490
期末现金及现金等价物余额	198	196	130	238	1,383	671	1,995	2,490	2,780
财务指标									
毛利率	19%	12%	21%	28%	30%	31%	22%	32%	32%
经营利润率	6%	7%	4%	18%	21%	16%	18%	24%	24%
净利率	7%	7%	5%	10%	14%	26%	12%	18%	17%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.6%	1.7%	1.7%	1.8%
资产收益率	1.4%	7.8%	1.3%	3.7%	5.6%	5.3%	5.6%	5.0%	4.4%
净资产收益率	7.3%	24.0%	4.7%	17.0%	13.1%	10.9%	14.6%	13.0%	11.9%
资产负债率	79%	64%	71%	78%	57%	50%	61%	61%	62%
净现金/股东权益	71%	51%	69%	106%	12%	24%	-18%	-18%	-24%
每股盈利	0.04	0.18	0.04	0.15	0.33	0.30	0.47	0.48	0.50
每股分红	-	0.00	0.02	0.00	0.01	0.03	0.10	0.10	0.11
每股净资产	0.6	0.7	0.8	0.9	2.5	2.8	3.20	3.67	4.17

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 11：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)
						08A	09A	10E	11E	09-11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	10E	09A	10E	08A							
A股																														
侧重开发:																														
万科A	000002	推荐	7.9	n.a.	85.6	0.37	0.48	0.67	0.83	31%	21.6	16.4	11.9	9.6	2.7	2.3	2.0	1.7	10.6	11.6	-25%	-31%	67%		30.6					
金地集团	600383	推荐	11.7	n.a.	29.0	0.34	0.72	0.96	1.25	32%	34.5	16.3	12.1	9.3	3.1	1.9	1.7	1.4	15.8	17.8	-26%	-34%	70%		15.5					
金融街	000402	推荐	9.1	n.a.	22.5	0.42	0.55	0.66	0.79	20%	21.6	16.5	13.7	11.5	1.5	1.4	1.3	1.2	15.4	16.2	-41%	-44%	46%		6.9					
首开股份	600376	推荐	16.2	n.a.	18.7	0.50	0.81	1.00	1.30	27%	32.7	20.0	16.2	12.5	4.7	1.9	1.7	1.5	24.0	27.3	-32%	-41%	82%		12.0					
保利地产	600048	审慎推荐	16.9	n.a.	59.3	0.64	1.00	1.25	1.40	18%	26.5	16.9	13.5	12.0	4.2	2.4	2.0	1.7	21.9	22.5	-23%	-25%	71%		29.0					
冠城大通	600067	审慎推荐	9.1	n.a.	5.6	0.28	0.46	1.09	1.41	74%	32.1	19.7	8.4	6.5	3.3	2.7	2.1	1.6	15.1	16.4	-40%	-45%	77%		2.2					
华发股份	600325	审慎推荐	12.8	n.a.	10.4	0.80	0.83	1.04	1.14	17%	16.0	15.4	12.3	11.2	2.3	2.0	1.8	1.6	21.5	23.3	-40%	-45%	64%		7.0					
北京城建	600266	审慎推荐	14.1	n.a.	10.4	0.44	1.15	1.12	1.05	-4%	32.0	12.3	12.5	13.5	2.9	2.1	1.8	1.5	19.0	20.4	-26%	-31%	66%		3.4					
荣盛发展	002146	审慎推荐	15.8	n.a.	14.2	0.41	0.68	1.08	1.41	44%	38.2	23.2	14.6	11.2	6.8	3.7	3.0	2.4	12.4	16.0	28%	-1%	68%		9.3					
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.8	n.a.	6.1	0.18	0.21	0.33	0.42	41%	32.4	27.2	17.8	13.7	2.3	2.2	2.0	1.7	7.2	7.9	-19%	-27%	58%		2.2					
中华企业	600675	中性	8.7	n.a.	9.5	0.43	0.58	0.53	0.66	6%	20.4	14.9	16.4	13.2	2.9	2.6	2.2	1.9	11.9	13.1	-27%	-34%	64%		2.4					
阳光股份	000608	中性	7.8	n.a.	4.2	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%	146.9	15.6	13.5	17.1	2.4	2.1	1.8	1.7	10.0	10.6	-22%	-26%	63%		2.4					
亿城股份	000616	中性	5.9	n.a.	5.4	0.30	0.47	0.48	0.50	3%	19.8	12.8	12.4	12.0	2.1	1.9	1.6	1.4	5.8	6.2	3%	-4%	50%		1.9					
大龙地产	600159	中性	11.8	n.a.	4.9	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,068.3	14.4	12.2	8.9	4.0	3.1	2.5	1.9	12.9	14.7	-9%	-20%	61%		9.4					
平均值											24%	27.5	17.4	13.5	11.5	3.2	2.3	1.9	1.6			-22%	-30%	64%						
中间值											27%	29.3	16.4	13.5	11.5	2.9	2.1	1.8	1.6			-26%	-31%	64%						
开发和持有:																														
浦东金桥	600639	推荐	11.5	n.a.	8.4	0.33	0.43	0.46	0.54	12%	35.0	26.9	25.0	21.5	3.2	2.9	2.6	2.3	15.6	17.3	-26%	-34%	43%		2.2					
陆家嘴	600663	中性	20.2	n.a.	33.1	0.47	0.61	0.62	0.65	3%	42.7	33.2	32.6	31.2	4.5	4.0	3.5	3.2	18.4	18.8	10%	7%	47%		3.6					
中国国贸	600007	中性	10.0	n.a.	10.0	0.35	0.29	0.16	0.36	12%	28.3	34.7	62.8	27.8	2.4	2.3	2.2	2.1	10.9	10.9	-9%	-9%	48%		0.5					
平均值											9%	35.3	31.6	40.1	26.8	3.3	3.1	2.8	2.5			-9%	-12%	46%						
中间值											12%	35.0	33.2	32.6	27.8	3.2	2.9	2.6	2.3			-9%	-9%	47%						
B股						(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)					(HK\$)	(HK\$)										
万科B	200002	推荐	7.8	16.1	99.5	0.43	0.55	0.78	1.01	35%	18.3	14.2	10.0	7.7	2.3	2.0	1.8	1.5	12.0	13.4	-35%	-42%	67%		30.6					
金桥B	900911	推荐	7.1	14.1	9.7	0.38	0.48	0.53	0.65	16%	18.6	14.7	13.3	10.9	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-60%	-65%	43%		2.2					
陆家B	900932	推荐	13.1	17.5	38.5	0.55	0.69	0.72	0.79	7%	24.0	19.1	18.3	16.7	2.5	2.3	2.1	1.9	20.9	21.8	-37%	-40%	47%		3.6					
平均值											24%	19.6	15.4	12.9	10.7	2.0	1.8	1.6	1.4			-46%	-51%	53%						
中间值											26%	18.5	14.4	11.7	9.3	2.0	1.8	1.6	1.4			-45%	-51%	52%						
H股						(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)					(HK\$)	(HK\$)										
中国海外	688	推荐	14.7	22.8	120.1	0.49	0.79	1.03	1.33	30%	30.2	18.6	14.3	11.0	3.6	2.9	2.4	2.1	17.3	19.0	-15%	-23%	62%		30.6					
华润置地	1109	推荐	14.2	22.0	71.4	0.33	0.53	0.78	1.16	48%	43.3	26.6	18.3	12.2	2.4	1.9	1.7	1.4	18.4	20.0	-23%	-29%	55%		22.2					
首创置业	2868	推荐	2.4	5.0	4.9	0.22	0.30	0.39	0.55	35%	11.0	8.0	6.1	4.4	1.0	0.9	0.8	0.7	6.9	7.1	-65%	-66%	68%		8.6					
绿城中国	3900	中性	8.2	9.5	13.5	0.51	0.54	0.66	0.88	28%	15.9	15.2	12.4	9.3	1.4	1.2	1.1	1.0	21.2	23.9	-61%	-66%	76%		28.6					
远洋地产	3377	审慎推荐	6.0	7.7	33.8	0.27	0.21	0.29	0.42	41%	22.5	28.3	20.8	14.3	1.7	1.3	1.2	1.1	9.6	10.4	-37%	-42%	59%		14.0					
方兴地产	817	推荐	2.2	3.1	20.3	0.09	0.11	0.13	0.16	19%	24.6	19.4	16.5	13.7	1.8	1.2	1.2	1.1	3.9	4.2	-43%	-47%	60%		2.2					
深控股	604	中性	2.5	3.9	8.7	0.19	0.22	0.28	0.38	33%	13.1	11.4	8.8	6.5	0.8	0.7	0.7	0.6	5.6	6.5	-56%	-62%	58%		22.5					
雅居乐	3383	推荐	8.5	14.7	30.1	0.42	0.60	0.86	1.18	41%	20.1	14.2	9.9	7.2	2.0	1.9	1.6	1.3	14.6	16.3	-42%	-48%	61%		28.7					
龙湖地产	960	推荐	7.3	10.3	37.3	0.05	0.34	0.51	0.78	53%	135.1	21.6	14.3	9.3	10.3	2.7	2.2	1.8	8.8	10.3	-17%	-29%	88%		26.1					
恒盛地产	845	推荐	2.8	4.3	21.4	0.09	0.21	0.33	0.45	46%	29.7	13.0	8.4	6.1	20.1	1.7	1.3	1.1	4.7	5.4	-42%	-49%	93%		16.9					
富力地产	2777	中性	10.9	15.2	35.2	0.73	0.79	1.19	1.67	46%	15.0	13.9	9.2	6.5	2.0	1.8	1.6	1.3	18.1	19.0	-40%	-42%	73%		31.8					
世茂地产	813	中性	11.8	17.3	42.0	0.36	0.77	1.00	1.34	32%	32.8	15.3	11.8	8.8	1.9	1.6	1.4	1.2	17.4	19.2	-32%	-38%	59%		30.4					
碧桂园	2007	中性	2.4	3.2	39.5	0.10	0.14	0.16	0.22	23%	24.6	16.7	15.2	11.0	1.8	1.7	1.5	1.3	3.6	4.3	-34%	-44%	61%		45.2					
瑞安地产	272	中性	3.5	4.9	17.7	0.35	0.51	0.31	0.40	-12%	10.1	6.9	11.2	8.8	0.9	0.7	0.7	0.6	6.6	7.1	-47%	-50%	49%		13.1					
恒大地产	3333	无评级	3.1	3.6	46.7	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	273.9	98.1	9.7	8.2	7.5	3.5	2.5	1.8	3.0	4.0	2%	-22%	80%		50.5					
宝龙地产	1238	无评级	2.4	3.8	9.7	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	25.2	9.0	6.6	5.9	4.1	1.7	1.3	1.0	5.0	5.4	-52%	-56%	76%		7.6					
平均值											32%	30.2	15.9	12.1	9.0	4.0	1.7	1.5	1.2			-34%	-42%	67%						
中间值											33%	24.6	15.2	11.5	8.8	2.0	1.7	1.4	1.1			-37%	-43%	61%						

图表 12: 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。