

强烈推荐-A (维持)**中国国贸 600007.SH**

目标估值: 14.50 元

当前股价: 11.59 元

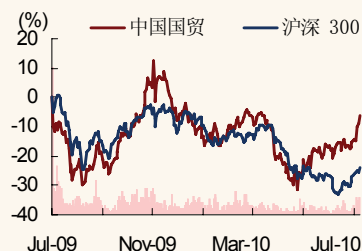
2010 年 7 月 29 日

当梦想照进现实**基础数据**

上证综指	2634
总股本(万股)	100728
已上市流通股(万股)	100728
总市值(亿元)	117
流通市值(亿元)	117
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	51.4%
主要股东	中国国际贸易中心有
主要股东持股比例	80.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-26	-13
相对表现	0	-4	-6

**相关报告**

《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

《金融街(000402)——绝对的战略筹码》2009/10/20

贾祖国

010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理**孟群**

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn

我们看好北京写字楼价格的长期空间并预期明年底后租金将快速上涨。国贸 3 期 A 在经过多年建设后终于将在 8 月份招租了, 公司梦想成真, 投资者也将获得丰厚的回报。

- **未来 10 年内, 北京写字楼价格的空间更大:** 我们从不怀疑北京住宅价格还有相当的空间。我们认为随着高端第三产业在北京城区的聚集, 未来北京写字楼价格将是住宅的两倍, 这个时间可能不超过 10 年;
- **2011 年底北京主城区写字楼租金将快速上扬, 这源于:** 一方面, 北京主城区写字楼供应在 2010 年之后将不断减少, 另一方面是需求逐步快速累加;
- **从当前看, 国贸 3 期 A8 月份即将开业:** 公司国贸 3 期 A 写字楼和商城合计 13.8 万方, 将在 8 月份开业, 公司可租面积扩大 1 倍以上。目前招租总体较为理想;
- **目标价 14.5 元, 维持股票强烈推荐 A 投资评级:** 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.17 元、0.58 元和 0.79 元。参考周边可比项目价格来算。公司 RNAV14.14 元。按现金流折现模型, 7%的资本化率对应的每股价值是 20 元。按明年 25 倍 PE 估值, 公司的目标价为 14.5 元。我们认为这一估值水平显然是偏低的。按这一估值水平, 投资者的分红收益率堪比银行存款利率。而且还可享受资产升值收益。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	897	871	1089	1815	2102
同比增长	1%	-3%	25%	67%	16%
营业利润(百万元)	435	383	232	778	1061
同比增长	-1%	-12%	-40%	236%	36%
净利润(百万元)	354	290	173	583	795
同比增长	23%	-18%	-40%	236%	36%
每股收益(元)	0.35	0.29	0.17	0.58	0.79
PE	32.9	40.3	67.4	20.0	14.7
PB	2.8	2.7	2.7	2.4	2.2

资料来源: 招商证券

正文目录

一、未来 10 年内北京写字楼价格将是住宅两倍.....	3
1、同区写字楼价格将是住宅两倍判断的依据.....	3
2、不超过 10 年的依据	3
二、中期看，2010 年底后北京写字楼租金将快速上涨	4
1、北京主城区写字楼供应在 2010 年之后将不断减少	4
2、也谈蛛网模型	4
3、国贸 CBD 新增供给高峰在 2009-2010 年继续消化，2011 年将持续下降	4
三、国贸 3 期 A 开业在即，公司梦想成真	5
1、公司战略与原因	5
2、未来十年公司战略价值将逐步显现	5
四、盈利预测与股票估值	6
1、公司业绩预测.....	6
3、风险提示	6
附录:	7
1、10 年来国贸物业租金增长和出租率情况	7
2、公司盈利预测明细	7
3、可比价格法估值	9
4、现金流折现模型	10

图表目录

图 1: 1999 年以来北京写字楼和商铺开工情况.....	4
图 2: 中国国贸净利润及增长率预测	6
图 3: 当前股价下中国国贸分红收益率预测 (20100727)	6
图 4: 中国国贸物业租金年均复合增长率情况.....	7
图 5: 中国国贸物业出租率情况	7
图 6: 中国国贸历史 PE Band	10
图 7: 中国国贸历史 PB Band	10
表 1: 三期 A 开业，中国国贸可出租面积跳跃式增长	5
表 2: 中国国贸物业租赁收入预测	8
表 3: 中国国贸盈利预测简表.....	8
表 4: 可比价格法下中国国贸每股价值	9
表 5: 参考楼盘及其价格.....	9
表 6: 收益法下中国国贸每股价值弹性分析	10
表 7: 重点公司估值表	11
附: 财务预测表	13

一、未来 10 年内北京写字楼价格将是住宅两倍

目前，北京写字楼价格约是同区住宅价格的 1/2 左右。以国贸为例，国贸写字楼的市场价格约在 2 万-3 万/平米，而同区域住宅价格约在 4 万-6 万/平米，甚至更高。

我们从不怀疑北京住宅价格还有相当的空间。

同时，我们也认为写字楼的价格会上涨得更快。换句话说，我们认为北京写字楼价格的空间更大。

我们认为在未来北京写字楼价格将是住宅的两倍，这个时间可能不超过 10 年。

1、同区写字楼价格将是住宅两倍判断的依据

北京的国贸地区和金融街地区在北京的地位相当于曼哈顿在纽约的位置。

目前曼哈顿地区的豪宅价格约 5 万美元/平米，而甲级写字楼的价格在 10 万美元/平米左右。

我们认为中国未来城市化进程、一线城市发展变化很多都可以从发达国家的历史和现状可以看得很清楚。招商证券房地产研究在这方面在国内率先作出了全面而深刻的研究。

众所周知，在城市化加速的时候，住宅市场供不应求，尤其是一线城市的住宅更是炙手可热，住宅价格上涨得更快。城市化也对应了工业化或重工业化。当城市化率到 70%，就进入了尾声。此时，第二产业占国民经济的比重也相应下降，第三产业占经济比重开始显著上升。此时对商业地产的需求才会日益旺盛。相应地，此时，商业地产价格才会明显更快增长。近期市场所谓的后工业化观点和去地产化观点，个人认为，纯属无知和胡扯。

2、不超过 10 年的依据

在城市化中期，人口流动主要表现为从二、三线城市进入一线城市。尤其是二战后取得政治独立的亚非拉国家，城市化进程往往不超过 50 年——城市化进程往往更为剧烈。

中国严格意义上的城市化只能从改革开放后开始算起。过往的 30 年里，中国的城市化进程风起云涌。中国的城市化未来 10 年仍将剧烈，13 亿人口中，更高素质、更富有财富创造力和活力的人群将不断向北京聚集。与此相应的是，金融行业等高收入第三产业也加速在北京核心地区落户。而城市的空间是有限的，按照人类目前的技术条件，一个城市很难容纳超过 3000 万的人口，这都更将促使住宅尤其是写字楼价格的上涨。

北京目前正在投入巨资打造成为“世界城市”，不久的将来，北京将完全成为世界的顶级城市。那时，中国人再次拥有了与 1000 多年前盛唐时代的长安城那样地位的城市。

10 年前北京 3 环之外还是农田，这 10 年北京飞速发展，未来 10 年北京城的发展将更加灿烂和绚丽。

二、中期看，2010 年底后北京写字楼租金将快速上涨

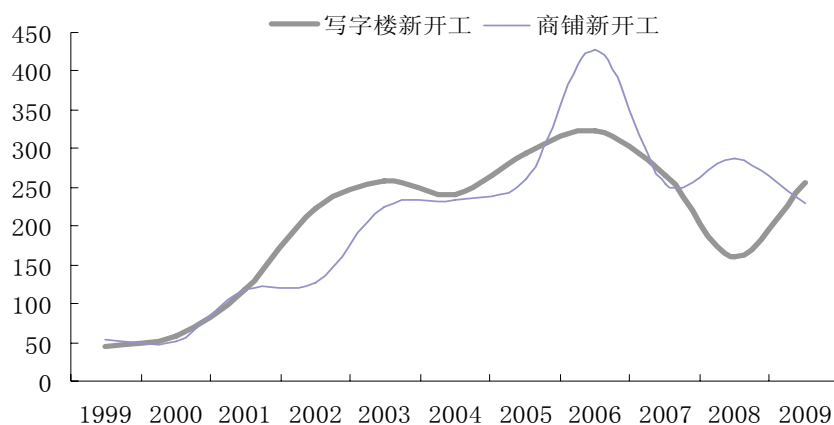
1、北京主城区写字楼供应在 2010 年之后将不断减少

写字楼从拿地到投入使用往往需要 4-5 年左右的时间，原因主要是规划时间长、资金投入大、装修耗时、招租难等。

也许是基于对奥运会过分乐观的预期等因素，2004 年到 2006 年北京写字楼开工量有了明显的上涨。这导致北京写字楼供应量在 2008 年到 2010 年都相对较高。

随着 2008 年写字楼市场供应的大规模增加，北京写字楼开工量有了明显的下降，虽然从数据来看，2009 年开工有所回升，但这些供应量更多是在近郊和远郊地区。总体上，北京 3 环内写字楼的供应量在 2010 年后基本已经很低。

图 1：1999 年以来北京写字楼和商铺开工情况



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、也谈蛛网模型

经济学上传统的蛛网模型是说，产品的需求基本是不变的，但供应受前面价格预期的影响导致未来的供应和价格发生周而复始的波动。

写字楼市场和这很想像，但不同的是，到了一定阶段，例如现在，需求是逐步快速累加的，而合适的供应是有限的，尤其是主城区的写字楼。

虽然现在，北京写字楼市场空置率还是较高，但是北京写字楼市场在 2010 年底后空置率将明显下降，租金将快速上涨，尤其是 3 环内的写字楼。就金融街区域而言，目前写字楼已经没有新供应量，租金正快速上涨。

3、国贸 CBD 新增供给高峰在 2009-2010 年继续消化，2011 年将持续下降

国贸 CBD 地区经过近 20 年的开发，已经几乎没有可供开发的土地。根据商业地产的开发周期和建设计划，国贸 CBD 供给的高峰在 2009 年，2010 年仍处于消化期。此后国贸 CBD 地区的供给将大幅下降。

今年 3 月北京公示了 CBD 东扩方案，东扩区总面积约 3 平方公里，规划总建筑面积约 700 万平米。目前住户的拆迁费已叫出 8 万/平米，CBD 东扩无异于镜中月、水中花。

三、国贸 3 期 A 开业在即，公司梦想成真

调控以来，全国重点城市商业地产价格不但没跌还略微上扬，成交量更是快速放大。

就公司的情况来看，公司国贸 3 期 A 将在 8 月份开业，公司可租面积扩大 1 倍以上。

长久以来，公司坚持国贸核心地段商业物业不动摇。当 3 期 A 经历多年的建设后，终于投入使用，公司梦想成为现实。（3 期 B 还有 20 多万方待开发。）

表 1：三期 A 开业，中国国贸可出租面积跳跃式增长

	可出租面积（平米）			权益出租面积（平米）		
	一二期	三期 A	三期 A/一二期	一二期	三期 A	三期 A/一二期
写字楼	98000	110000	112%	83900	110000	131%
商城	27000	28000	104%	23250	28000	120%
写字楼与商城合计	125000	138000	110%	107150	138000	129%
车位	1800	1300	72%	1585	1300	82%
公寓	51000			51000		

资料来源：公司公告，公司调研，招商证券研发中心

1、公司战略与原因

公司战略要点。一是只作商业地产，公寓主要是为了商业配套；二是坚持只租不售；三是高分红，过去 10 年，公司每年将 47% 的利润分配给投资者，在 A 股市场上少有；四是稳健增长模式。公司资产负债率长期维持在 40%-50% 之间，经过 20 多年的发展，业务仍然维持在国贸 CBD 附近。

原因。高分红和稳健增长模式可能与公司的股东背景有关。公司的控股股东之一是香格里拉（亚洲）有限公司，在香港和新加坡上市。而香港和新加坡的上市企业非常财务安全和稳定分红。

另外香格里拉（亚洲）旗下拥有嘉里建设，嘉里建设在国内主要城市从事商业地产开发，实力强劲；而另一控股股东中国世贸投资有限公司的主要股东旗下也拥有房地产业务。

2、未来十年公司战略价值将逐步显现

过去十年主流地产以住宅开发为主，未来将逐渐转向商业地产，商业地产价值持续提升，公司只租不售战略的好处将逐渐体现出来

万科的迅速壮大是对过去十年主流地产的最佳诠释。而近期大连万达的销售规模超过万科，可能意味着中国地产业的一个转折，意味着纯住宅开发将逐渐转向住宅与商业，持有物业的比重将不断提高。目前香港本地上市的地产企业，如新鸿基地产是以开发和持有物业为主，在香港会计准则下，每年来自物业增值的利润占比接近 50%。

我们认为未来十年，优质商业地产价值将加速上升，目前公司的投资性房地产仍然按照成本法计量，如果采取公允价值计量，这些物业升值会体现为公司的盈利，从而反映出公司的真实价值。

四、盈利预测与股票估值

1、公司业绩预测

国贸业绩的增长，一是内涵型增长，主要依靠出租率和租金提升；二是外延性增长，主要是可出租面积的增加。三期 A 开业后要开始折旧，且利息不再资本化，加之于新增的开办费用将拉低 2010 年的业绩。随着三期 A 的出租率的上升，2011 年和 2012 年收入受到出租率上升和租金上涨双重刺激而大踏步前进，2012 年之后将主要依赖于租金的上涨。

预计公司 2010-2012 年归属于净利润分别为 1.76 亿元、5.83 亿元和 7.95 亿元。相应的 EPS 分别为 0.17 元、0.58 元和 0.79 元。

2、股票估值

参考周边可比项目价格来算。公司 RNAV14.14 元。

按现金流折现模型，7%的资本化率对应的每股价值是 20 元。

按明年 25 倍 PE 估值，公司的目标价为 14.5 元。我们认为这一估值水平显然是偏低的。

对于公司股票，我们给予“强烈推荐-A”评级。

如果以 14.5 元的价格买入中国国贸的股票，而且国贸三期 A 于 2010 年开业，那么 2011 年公司税前分红收益率将达到 2.0%，税收分红收益率将达到 1.8%。到 2012 年，三期 A 出租率达到一二期水平之后，公司税前分红收益率将达到 2.7%，税收分红收益率将达到 2.4%。以后每年保持 6.5%左右的上涨率。分红收益率堪比银行存款利率。另外，投资者还可享受公司资产升值的收益。

图 2：中国国贸净利润及增长率预测

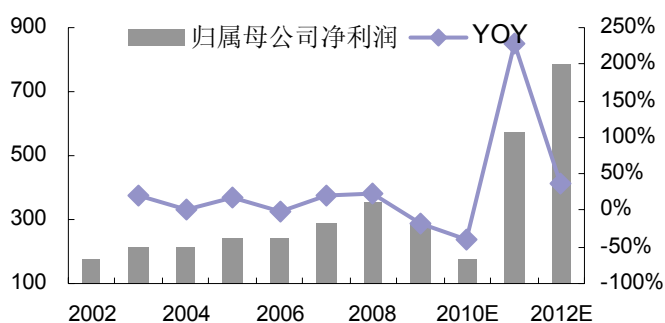
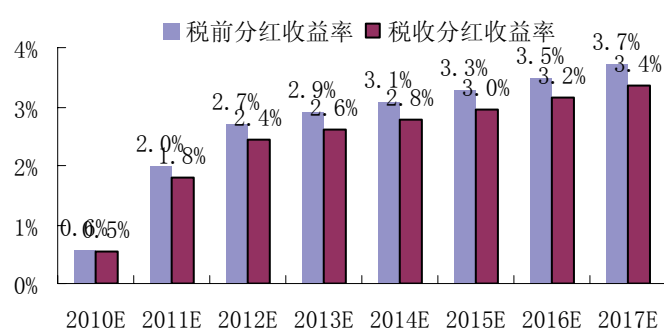


图 3：当前股价下中国国贸分红收益率预测



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、风险提示

三期 A 开业时间晚于预期，将影响公司收入和成本核算，进而影响业绩；

三期 A 开业出租情况低于预期，也将影响公司的收入，进而影响业绩；

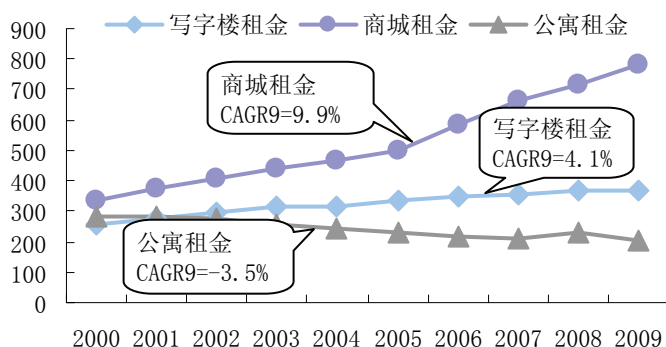
目前三期 A 周边有一些新增高端写字楼和商城竞争，可能在短期内抑制租金上涨，产生短期风险。

附录:

1、10 年来国贸物业租金增长和出租率情况

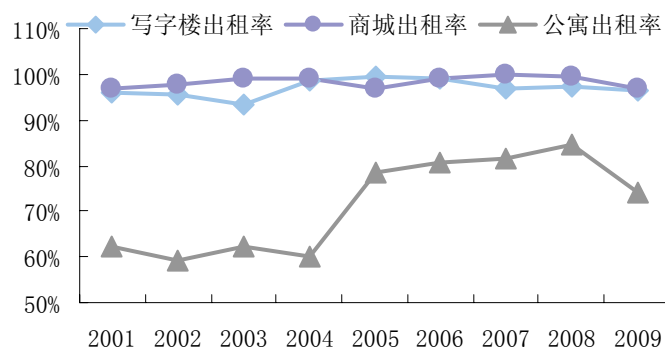
过去 10 年，虽然受到新增供给抑制，但租金仍然持续上涨：过去 10 年国贸 CBD 处于形成期，持续的新增供给抑制了租金的上涨。即便如此过去 10 年国贸写字楼租金年均复合增长率 4.1%，商铺租金复合增长率 9.9%；而公寓增加的更多，租金呈现持续下降趋势，年均下降 3.5%。

图 4：中国国贸物业租金年均复合增长率情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 5：中国国贸物业出租率情况



2、公司盈利预测明细

预计 2010-2012 年，公司租金收入分别为 10.89 亿元、18.15 亿元和 21.02 亿元。

- 假设三期 A 于 2010 年 8 月份开业；
- 2010 年期写字楼租金和公寓租金年均增长 5%，商场租金年均增长 10%，车位租金按 6.7 元/小时计算，不考虑增长；
- 2010-2012 年三期 A 写字楼出租率分别为 40%、80%和 95%；三期 A 商场出租率分别为 60%、85%和 95%；三期 A 酒店出租率 40%、60%和 80%；三期 A 车位出租率分别为 30%、40%和 50%。

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 2010-2012 年，EPS 分别为 0.17 元、0.58 元和 0.79 元，复合增长率 40%。

表 2: 中国国贸物业租赁收入预测

	可出租 面积	权益	权益可 租面积	出租率			租金 (元/月/平米)			租金收入(亿元)		
				2010 E	2011 E	2012 E	2010 E	2011 E	2012 E	2010 E	2011E	2012E
一期写字楼	51000	100%	51000	96%	96%	96%	367	386	405	216	227	239
二期写字楼	47000	70%	32900	96%	96%	96%	410	430	452	222	233	245
三期 A 写字楼	110000	100%	110000	40%	80%	95%	430	452	474	76	477	595
写字楼合计	208000		193900	66%	88%	96%	410	431	452	514	938	1078
一期商城	14500	100%	14500	97%	97%	97%	835	918	1010	141	155	170
二期商城	12500	70%	8750	97%	97%	97%	885	973	1070	129	141	155
三期 A 商城	28000	100%	28000	60%	85%	95%	973	1070	1177	65	306	376
商城合计	55000		51250	78%	91%	96%	917	1008	1109	335	602	702
一期公寓	51000	100%	51000	80%	80%	80%	210	217	223	103	106	109
公寓合计	51000		51000	80%	80%	80%	210	217	223	103	106	109
三期酒店	278	100%	278	40%	60%	80%	2000	2000	2000	27	122	162
酒店合计	278		278				2000	2000	2000	27	122	162
一期车位	1084	100%	1084	33%	33%	33%	6.7	6.7	6.7	9	9	9
二期车位	716	70%	501	33%	33%	33%	6.7	6.7	6.7	6	6	6
三期车位	1300	100%	1300	30%	40%	50%	6.7	6.7	6.7	9	13	16
车位合计	3100		2885				7	7	7	24	27	30
物业管理										66	75	85
其他收入										20	20	20
全业务收入										1089	1815	2102

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 3: 中国国贸盈利预测简表

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	871	1089	1815	2102
二、营业总成本	488	858	1037	1041
其中: 营业成本	336	514	631	649
营业税金及附加	44	57	94	109
营业费用	17	37	34	37
管理费用	92	181	112	117
财务费用	-1	69	165	130
资产减值损失	0	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	383	232	778	1061
加: 营业外收入	10	0	0	0
减: 营业外支出	6	0	0	0
五、利润总额	387	232	778	1061
减: 所得税	97	58	194	265
六、净利润	290	174	583	796
减: 少数股东损益	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	290	173	583	795
股本 (百万)	1007	1007	1007	1007
每股收益 (元)	0.29	0.17	0.58	0.79

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

3、可比价格法估值

一二期项目帐面净值 21.3 亿元，按建筑面积算（不算二期的土地成本），每平方米 3804 元；三期总投资约 65.88 亿元，按建筑面积算，每平方米 18777 元/平米。

参考周边可比项目价格来算。公司 RNAV14.14 元，当前股价折价 18%。

表 4：可比价格法下中国国贸每股价值

	建筑面积	可出租面积	权益	权益可出租面积	市场均价	市场总价值
一期写字楼	77000	51000	100%	51000	38250	29.5
二期写字楼	78000	47000	70%	32900		
三期 A 写字楼	135000	110000	100%	110000	45000	60.8
写字楼合计	290000	208000		193900		
一期商城	32000	14500	100%	14500	40500	13.0
二期商城	27000	12500	70%	8750		
三期 A 商城	63000	28000	100%	28000	60000	37.8
商城合计	122000	55000		51250		
一期公寓	70000	51000	100%	51000	35000	24.5
公寓合计		51000		51000		
三期酒店	42000	278	100%	278	33000	13.9
酒店合计		278		278		
一期车位		1084	100%	1084	150000	2
二期车位		716	70%	501	150000	1
三期车位		1300	100%	1300	150000	2
车位合计		3100		2885		
展览	10000	10000	100%	10000	33000	3.3
其他收入						
持有项目市场价值(亿元)						187
持有项目账面成本(亿元)						89
持有项目评估溢价(亿元)						98
账面净资产(亿元)						44
重估净资产(亿元)						142
总股本(亿股)						10
每股价值(元/股)						14.14

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

周边参考楼盘价格

表 5：参考楼盘及其价格

类型	名称	价格	说明
写字楼	世茂·工三	50000	甲级，国贸中心西北向约 2500 米
	嘉盛中心	43000	甲级，国贸向北约 1500 米
	百环商务楼	35000	甲级，国贸向南约 2500 米
	财源国际中心	33000	甲级，国贸以西约 500 米
商铺	世茂·工三	50000-160000	国贸中心西北向约 2500 米
	嘉盛中心	150000	国贸向北约 1500 米
	中环世贸中心	40500-50000	国贸西南向约 500 米
	博瑞大厦	45000	国贸东北向约 15000 米
公寓	银泰中心柏悦居	57038	与国贸隔长安街相望
	光华里西	28763	紧挨国贸公寓
	温莎大道	35367	距国贸中心 100 米左右

北京财富中心

32622 紧挨国贸中心

资料来源：搜房网，招商证券研发中心

4、现金流折现模型

根据土地出让协议，一二期还有 28 年的使用年限，三期使用年限还剩余 42 年的使用年限。假设 2010 年开始，写字楼租金年均增长 5%，商城租金年均增长 10%，公寓租金年均增长 3%，酒店租金和车库保持不变。

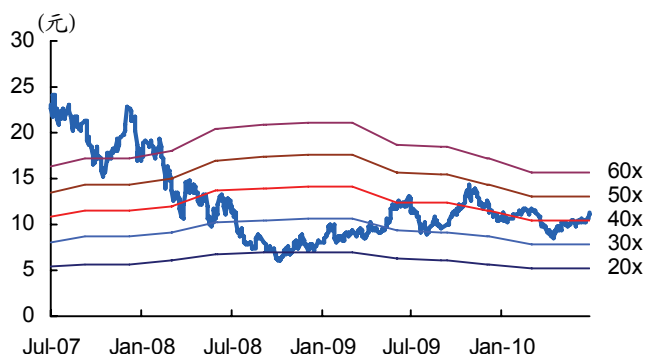
7%的资本化率对应的每股价值是 20 元。

表 6：收益法下中国国贸每股价值弹性分析

资本化率	物业价值（亿元）	每股价值（元/股）
4%	403	35.9
5%	294	29.2
6%	283	24.0
7%	242	20.0
8%	210	16.8
9%	184	14.2
10%	122	12.1

资料来源：招商证券研发中心

图 6：中国国贸历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7：中国国贸历史PB Band



表 7：重点公司估值表

	股价	每股净资产	P/B	RNA V	P/RNA V	房价下跌 30% 后 RNAV	P/调整后 RNAV	10EPS	10PE	11EPS	11PE	评级
服务业												
世联地产	29.3	4.92	6.0					1.02	28.8	1.26	23.3	强烈推荐—A
商业												
中国国贸	11.6	4.4	2.6	14.1	0.8			0.17	68.2	0.6	20.0	强烈推荐—A
开发加持有												
金融街	7.8	5.16	1.5	13.4	0.58	10.0	0.8	0.57	13.7	0.76	10.3	强烈推荐—A
世茂股份	14.5	5.33	2.7	22.9	0.63	11.4	1.3	1.11	13.0	1.40	10.3	强烈推荐—A
张江高科	10.2	3.94	2.6	14.2	0.72	13.5	0.8	0.60	17.0	0.68	15.0	审慎推荐—A
浦东金桥	11.2	4.03	2.8	13.0	0.86	12.4	0.9	0.46	24.2	0.52	21.4	审慎推荐—A
开发类												
荣盛发展	10.8	2.73	4.0	10.3	1.05	6.8	1.6	0.63	17.1	1.03	10.5	强烈推荐—A
冠城大通	10.4	2.50	4.2	8.6	1.21	4.4	2.4	1.02	10.2	1.59	6.5	强烈推荐—A
格力地产	10.0	2.98	3.4	9.5	1.05	8.0	1.3	0.90	11.1	1.20	8.3	强烈推荐—A
首开股份	17.3	8.51	2.0	18.5	0.93	11.8	1.5	1.18	14.6	1.60	10.8	强烈推荐—A
金地集团	7.1	3.56	2.0	11.0	0.65	3.9	1.8	0.47	15.1	0.65	11.0	强烈推荐—A
鲁商置业	8.8	0.65	14	7.9	1.11	4.2	2.1	0.81	10.9	1.15	7.7	强烈推荐—A
福星股份	10.5	5.54	1.9	11.9	0.88	7.3	1.4	0.70	15.0	0.89	11.8	强烈推荐—A
苏宁环球	10.5	1.79	5.9	12.0	0.87	7.0	1.5	0.96	10.9	1.21	8.7	强烈推荐—A
华业地产	7.0	3.25	2.1	10.6	0.66	9.4	0.7	0.50	13.9	0.77	9.0	强烈推荐—A
招商地产	19.0	9.70	2.0	28.4	0.67	16.3	1.2	1.60	11.9	1.60	11.9	审慎推荐—A
万科 A	8.3	3.55	2.3	8.1	1.03	5.7	1.5	0.69	12.0	0.80	10.4	审慎推荐—A
保利地产	13.0	5.53	2.4	14.9	0.87	8.2	1.6	1.02	12.7	1.29	10.1	审慎推荐—A
北京城建	14.0	6.60	2.1	20.9	0.67	16.8	0.8	1.23	11.4	1.28	10.9	审慎推荐—B
天津松江	8.1	1.20	6.8	6.1	1.33	5.3	1.5	0.75	10.8	1.29	6.3	审慎推荐—A
新湖中宝	5.4	1.24	4.4	5.1	1.07	4.7	1.2	0.37	14.8	0.86	6.3	审慎推荐—A
龙元建设	10.2	4.89	2.1					0.63	16.3	1.09	9.4	审慎推荐—A
浙江广厦	5.4	2.17	2.5	5.1	1.07	4.1	1.3	0.43	12.7	0.48	11.3	审慎推荐—A
滨江集团	11.1	2.66	4.2	12.7	0.87	9.6	1.1	0.79	14.0	0.97	11.4	审慎推荐—A
信达地产	7.9	3.45	2.3	8.0	0.98	5.4	1.5	0.60	13.1	0.82	9.6	审慎推荐—A
苏州高新	6.3	3.06	2.1	6.2	1.02	5.7	1.1	0.45	14.1	0.49	12.9	审慎推荐—A
华丽家族	10.2	2.12	4.8	7.7	1.33	4.2	2.4	0.96	10.6	1.09	9.3	审慎推荐—A
亿城股份	5.2	2.92	1.8	6.4	0.80	3.9	1.3	0.49	10.5	0.58	8.9	审慎推荐—A
建发股份	7.4	2.28	3.2	7.7	0.95	4.7	1.6	0.49	15.1	0.61	12.2	审慎推荐—A
平均	10.6	3.8	3.5	11.6	0.9	7.9	1.4	0.8	14.1	1.0	10.9	

资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

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》2009/05/05
- 《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》2010/01/25
- 《全球房地产行业 2010 年 3 月月报》2010/04/22

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	229	258	167	541	816
现金	193	184	100	457	701
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	42
应收款项	9	17	20	26	21
其它应收款	10	15	22	27	21
存货	9	13	10	12	12
其他	9	30	15	19	19
非流动资产	7901	8709	8604	8425	8266
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	37	49	87	119	153
无形资产	2299	2247	2022	1820	1638
其他	5561	6408	6490	6482	6471
资产总计	8130	8966	8771	8966	9082
流动负债	647	935	1017	1210	1305
短期借款	50	250	300	50	50
应付账款	246	21	31	38	39
预收账款	40	25	31	32	32
其他	311	640	656	1091	1184
长期负债	3260	3670	3370	2870	2370
长期借款	2260	2670	2370	1870	1370
其他	1000	1000	1000	1000	1000
负债合计	3907	4605	4387	4080	3675
股本	1007	1007	1007	1007	1007
资本公积金	1873	1873	1873	1873	1873
留存收益	1341	1480	1502	2003	2525
少数股东权益	1	1	2	2	3
母公司所有者权益	4221	4360	4382	4883	5404
负债及权益合计	8130	8966	8771	8966	9082

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	430	354	234	1197	1198
净利润			173	583	795
折旧摊销			257	234	214
财务费用			69	165	130
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(259)	226	64
其它			(7)	(11)	(5)
投资活动现金流	(897)	(630)	(147)	(44)	(50)
资本支出			4194	(44)	(50)
其他投资			(4341)	0	0
筹资活动现金流	337	268	(170)	(796)	(904)
借款变动			50	(550)	(500)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(151)	(81)	(274)
其他			(69)	(165)	(130)
现金净增加额	(130)	(9)	(84)	357	244

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	897	871	1089	1815	2102
营业成本	356	336	514	631	649
营业税金及附加	46	44	57	94	109
营业费用	11	17	37	34	37
管理费用	54	92	181	112	117
财务费用	(4)	(1)	69	165	130
资产减值损失	0	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	435	383	232	778	1061
营业外收入	44	10	0	0	0
营业外支出	5	6	0	0	0
利润总额	474	387	232	778	1061
所得税	119	97	58	194	265
净利润	355	290	174	583	796
少数股东损益	1	0	0	0	0
母公司所有者净利润	354	290	173	583	795
EPS (元)	0.35	0.29	0.17	0.58	0.79

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	1%	-3%	25%	67%	16%
营业利润	-1%	-12%	-40%	236%	36%
净利润	23%	-18%	-40%	236%	36%
获利能力					
毛利率	60.3%	61.5%	52.8%	65.2%	69.1%
净利率	39.5%	33.2%	15.9%	32.1%	37.8%
ROE	8.4%	6.6%	4.0%	11.9%	14.7%
ROIC	4.9%	3.9%	3.1%	9.7%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	51.4%	50.0%	45.5%	40.5%
净负债比率	28.4%	32.6%	33.9%	27.0%	21.1%
流动比率	0.4	0.3	0.2	0.4	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
存货周转率	113.6	81.3	97.2	166.9	173.0
应收帐款周转率	142.2	68.6	59.6	79.1	90.5
应付帐款周转率	1.8	2.5	19.9	18.4	16.9
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.29	0.17	0.58	0.79
每股经营现金	0.43	0.35	0.23	1.19	1.19
每股净资产	4.19	4.33	4.35	4.85	5.37
每股股利	0.15	0.14	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	32.9	40.3	67.4	20.0	14.7
PB	2.8	2.7	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	43.6	48.8	34.6	16.4	13.8

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。

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。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

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。