

湘财证券研究所

行业研究部

刘飞烨 分析师

执业编号: S0500511010006

联系人:

张化东

Tel: 021-68634518-8051

E-mail: zhd3063@xcsc.com

近一年来房地产行业走势



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

相关报告:

房地产行业快评: 恒大地产降价, 短期内行业存在风险
2011.1.6

房地产行业快评: 山雨欲来风满楼
2011.1.10

房地产行业点评: 土地使用年限系虚惊, 波段性行情持续演绎
2011.1.17

房地产行业点评: 我们回到了三个季度前? 2011.1.19

事件:

金隅股份发行 4.1 亿股 A 股股票, 以 1.2: 1 的比例全部用于对公司所持股份之外的太行水泥全部股份进行换股吸收合并, 发行价为 9 元/股。吸收换股合并完成后, 金隅股份总股本扩大到 42.84 亿股, 金隅集团仍作为控股股东持有公司 43.07% 的股份, H 股公众投资者持有 27.30% 的股份, A 股公众投资者持有 7.45% 计 3.19 亿股股份。

投资要点:

- 公司的主要股东所从事的行业覆盖建筑建材、房地产、资产管理等, 大部分主要股东都是以财务投资者的身份出现, 公司战略制定与执行的责任主要由金隅集团来进行主导, 控制权的集中对于公司执行能力有很好的帮助。同时由于金隅集团隶属于北京市国资委, 因此金隅集团在北京市具有更多的政府资源, 有利于公司在包括建材业务、商品住宅业务、保障房业务等方面的扩展。
- 公司的水泥业务主要分布于北京和河北等地。其中北京平谷工厂可渗透至河北唐山等沿海城市市场、张家口工厂可向陕西市场渗透、邯郸涉县工厂可向山西市场渗透、石家庄市水泥厂可向山西市场渗透、邯郸市峰峰矿区工厂可向河南市场渗透。公司产能形成以京津冀区域为核心, 向周边山西山东河南等地市场渗透的生产能力。
- 随着公司产能逐步增长并稳定下来, 公司未来在水泥和混凝土方面的销售量将会有稳步提升。而国家在水泥行业产能控制和产业结构的升级推动都将有利于公司在产品价格上的定价权利。
- 以房屋新开工面积为例, 河北2010年全年累计房屋新开工面积为9636万平方米, 较2009年的6804万平方米大幅度增加2832万平方米, 这一数字几乎相当于2010年北京房屋新开工面积(2974万平方米)或天津房屋新开工面积(2911万平方米)。随着河北城市群建设展开, 周边城市城市化率逐步提升, 未来金隅股份的水泥和混凝土业务将有较大提升。
- 公司在北京的项目开发最多, 这同公司原属于北京国资委具有地缘优势有强烈关联。公司在北京可以持续获得土地储备有关系。在建筑面积方面, 公司北京的项目储备建筑面积占全部项目的比例达到 57.6%, 而北京项目的 GAV 占全部项目的 60.0%。
- 公司的项目分布于北京、天津、杭州、重庆、呼和浩特等城市。从项目区位上看, 公司的项目大都位于城市新兴板块。城市新兴板块具有很大的发展潜力。而且这些一二线城市的新兴板块也大多处于稳步发展的时期, 在政策压力下可能会存在优于城市传统区域的特征, 有利于公司的抗风险能力。

投资风险:

房地产政策风险以及水泥行业的政策风险。

目录

一、公司基本情况	4
二、水泥业务规模增长在即	6
三、新型建材业务稳定增长	8
1、耐火材料技术领先	8
2、加气混凝土凸现价值	9
3、家具稳定增长	9
4、商贸物流有效联动	10
四、保障房商品房双轮发力	10
1、北京是核心区域	10
2、项目大都位于城市新兴区域	11
4、保障房是重要看点	11
5、房地产是估值主力军	12
五、持有物业稳定发展	13

表目录

表 1: 2010 年中期公司部分实现的熟料产能.....	6
表 2: 耐火材料业务主要运行情况.....	9
表 3: 耐火材料业务主要运行情况（万立方米）.....	9
表 4: 家具业务主要销售情况.....	10
表 5: 公司项目所处城市区位.....	11
表 6: 公司保障房开发项目预测表.....	12
表 7: 房地产开发项目预测表.....	12
表 8: 房地产开发项目预测表.....	14

图目录

图 1: 2006 年重组股东情况.....	4
图 2: 2008 年重组股东情况.....	4
图 3: 2010 年 6 月金隅股份（2009HK）股份情况.....	5
图 4: 2010 年 6 月太行水泥（600553.SH）股份情况.....	5
图 5: 吸收合并完成后股权结构情况.....	5
图 6: 金隅股份水泥与混凝土销售情况.....	6
图 7: 相关区域复合水泥（42.5 级散装）价格情况.....	7
图 8: 相关区域复合水泥（32.5 级散装）价格情况.....	7
图 9: 京津冀新开工面积情况.....	8
图 10: 京津冀施工面积情况.....	8
图 11: 公司项目储备建筑面积区域分布比例.....	10
图 12: 公司项目 GAV 区域分布比例.....	10

一、公司基本情况

北京金隅集团有限责任公司的前身可追溯至原北京市建材工业局。北京建材工业局于1992年成立北京建材集团公司，1996年重组为北京金隅集团。金隅集团为一家由北京市国资委控制的国有独资企业，于1996年12月6日在中国成立为一家有限责任公司，其主营业务包括国有资产管理、建筑材料生产、建筑材料销售及房地产开发等。

2005年12月6日，北京金隅集团有限责任公司向北京市国资委提交母公司重组集团架构并成立本公司的申请。于2005年12月22日，公司成立为一家股份公司。于2006年4月5日，公司转型成一家中外合资股份公司（外资控股少于25.0%）。成立时，共有发起人五名——北京金隅和香港合生集团、北方开发集团、中国材料科工集团以及天津建材集团。其中，北京金隅集团以资产出资，占据60.84%的股份，香港合生等4家战略投资者以现金出资，持有39.16%的股份。

2008年9月28日，公司注册资本增至人民币28亿元，分为28亿股。中材股份、合生集团、北方房地产及天津建材放弃其认购增资部份的权利。公司向五名新投资者——新天域投资、中国信达、华熙昕宇、润丰投资及北京泰鸿投资发行额外10亿股。这次重组也成为公司2009年在香港上市奠定了治理基础。公司的主要股东所从事的行业覆盖建筑建材、房地产、资产管理等，大部分主要股东都是以财务投资者的身份出现，公司战略制定与执行的责任主要由金隅集团来进行主导，控制权的集中对于公司执行能力有很好的帮助。同时由于金隅集团隶属于北京市国资委，因此金隅集团在北京市具有更多的政府资源，有利于公司在包括建材业务、商品住宅业务、保障房业务等方面的扩展。

图 1：2006 年重组股东情况

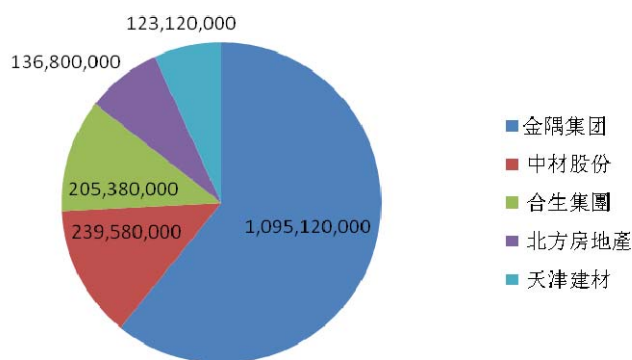
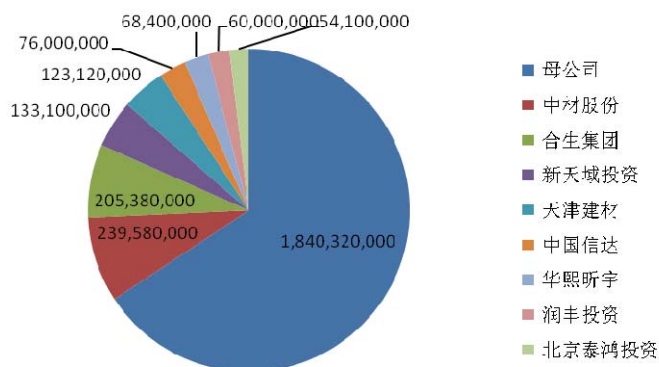
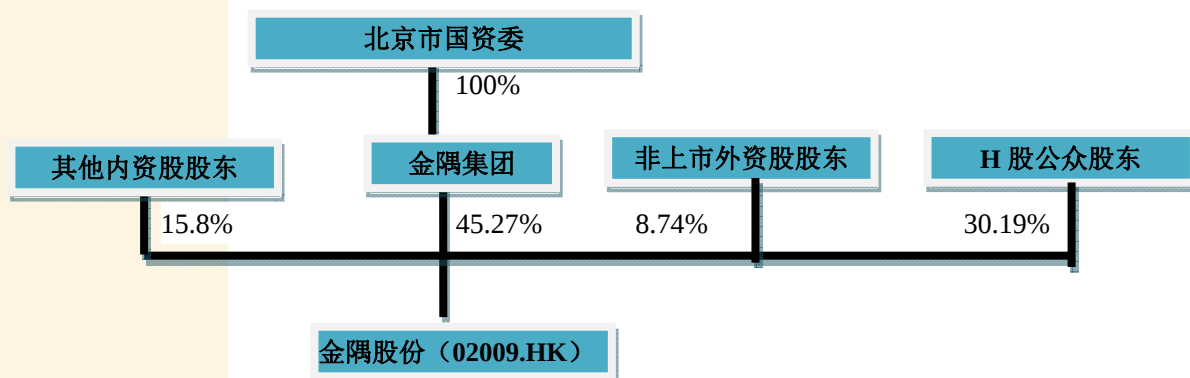


图 2：2008 年重组股东情况



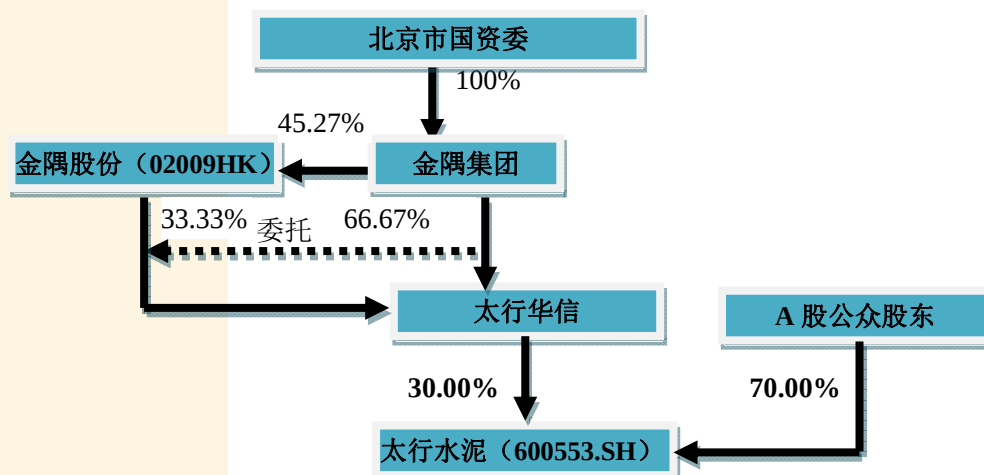
资料来源：WIND；湘财证券研究所

图 3：2010 年 6 月金隅股份（2009HK）股份情况



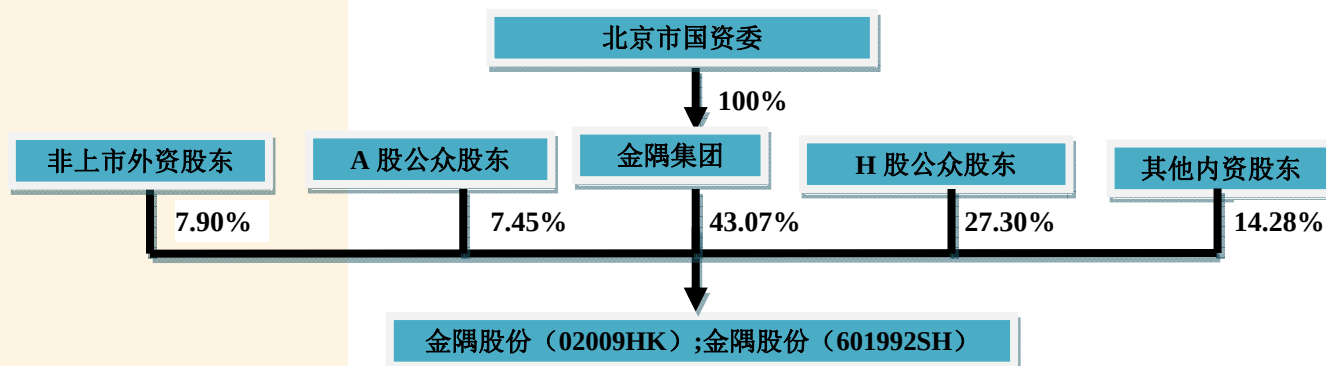
资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

图 4：2010 年 6 月太行水泥（600553.SH）股份情况



资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

图 5：吸收合并完成后股权结构情况



资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

二、水泥业务规模增长在即

公司的水泥业务主要分布于北京和河北等地。其中北京平谷工厂可渗透至河北唐山等沿海城市市场、张家口工厂可向陕西市场渗透、邯郸涉县工厂可向山西市场渗透、石家庄市水泥厂可向山西市场渗透、邯郸市峰峰矿区工厂可向河南市场渗透。公司产能形成以京津冀区域为核心，向周边山西山东河南等地市场渗透的生产能力。

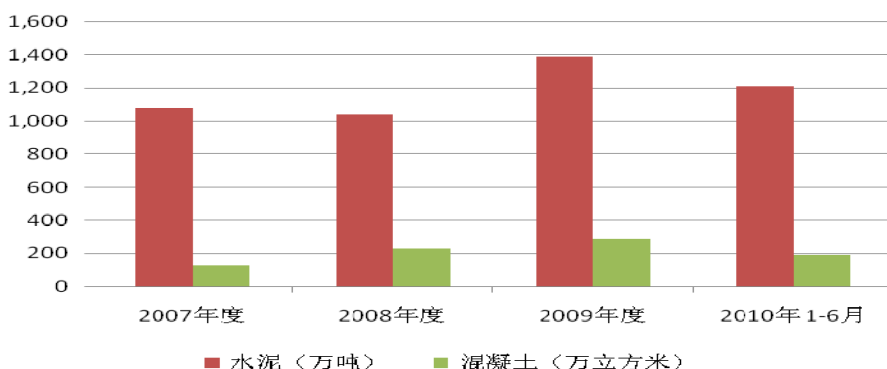
表 1：2010 年中期公司部分实现的熟料产能

			日产熟料（吨）
1	北京太行前景水泥有限公司	北京市房山区	2000
2	北京强联水泥有限公司	北京市房山区	1200
3	北京市琉璃河水泥有限公司	北京市房山区	4000
4	北京新北水水泥有限责任公司	北京市昌平区	2000
5	北京平谷水泥二厂有限公司	北京市平谷区	1000
6	张家口金隅水泥有限公司	张家口市宣化区	1200
7	鹿泉东方鼎鑫水泥有限公司	石家庄市鹿泉市	16000
8	赞皇金隅水泥有限公司	石家庄市赞皇县	6000
9	河北太行水泥股份有限公司	邯郸市峰峰矿区	9000
10	涉县金隅水泥有限公司	邯郸市涉县	4500
11	保定太行和益水泥有限公司	保定市易县	2000
12	哈尔滨太行兴隆水泥有限公司	哈尔滨市巴彦县	1200
13	天津振兴水泥有限公司	天津市北辰经济开发区	4000

资料来源：公司公告；湘财证券研究所

随着公司与太行水泥重组完毕，金隅股份的水泥产能也再上一个台阶。公司在重组报告书中披露，截至2010年6月30日，公司产能提升至3153万吨。预计公司至2010年底公司水泥产能将提升至4000万吨产能。从公司产能利用情况看，目前公司生产能力并未得到全面释放，随着重组工作落定，内部运营管控和销售加强，公司产能将得到进一步释放。

图 6：金隅股份水泥与混凝土销售情况



资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

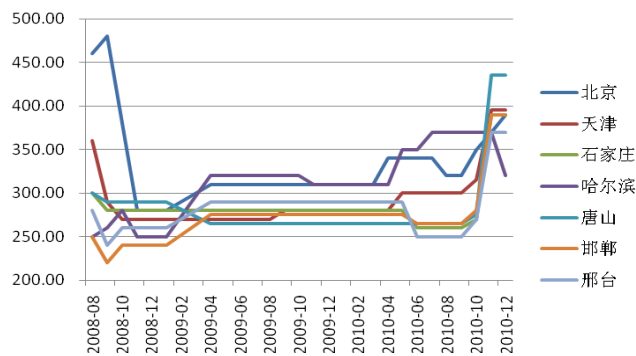
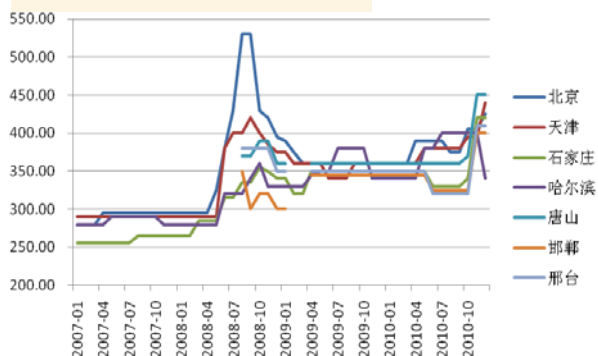
公司在2010年上半年水泥销售1212万吨（290200万元），混凝土销售189万立方米（50500万元）。这一数字已经很接近于2009年全年水泥销售1388万吨（363000万元）和混凝土销售290万立方米（85000万元）。公司在水泥和混凝土业务方面的销量大幅度增长。

公司在吸收合并招股书中预测：公司水泥板块营业收入2010年比2009年增长119.08%，主要原因是公司通过新建和收购重组水泥及商品混凝土生产线，使得产销量大幅增加，其中预计水泥销量增加1,300万吨；商品混凝土销量增加690万立方米。2011年比2010年增长63.49%，主要原因是水泥及商品混凝土产销量大幅增加，其中水泥销量增加1,150万吨，商品混凝土销量增加1,160万立方米。

随着公司产能逐步增长并稳定下来，公司未来在水泥和混凝土方面的销售量将会有稳步提升。而国家在水泥行业产能控制和产业结构的升级推动都将有利于公司在产品价格上的定价权利。

图 7：相关区域复合水泥（42.5 级散装）价格情况

图 8：相关区域复合水泥（32.5 级散装）价格情况



资料来源：WIND；湘财证券研究所

从公司水泥和混凝土业务的发展看，在北京和天津市场需求相对成熟的背景

下，河北市场的发展非常之迅速。以房屋新开工面积为例，河北2010年全年累计房屋新开工面积为9636万平方米，较2009年的6804万平方米大幅度增加2832万平方米，这一数字几乎相当于2010年北京房屋新开工面积（2974万平方米）或天津房屋新开工面积（2911万平方米）。随着河北城市群建设展开，周边城市城市化率逐步提升，未来金隅股份的水泥和混凝土业务将有较大提升。

图 9：京津冀新开工面积情况

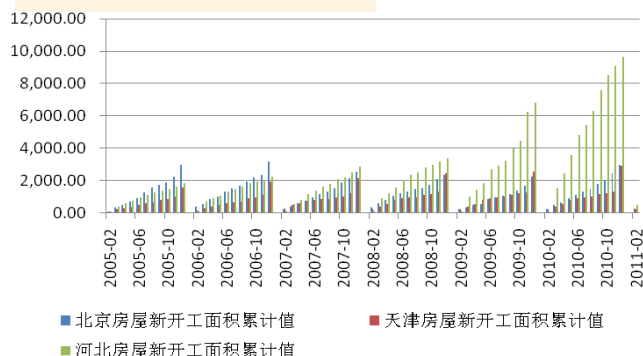
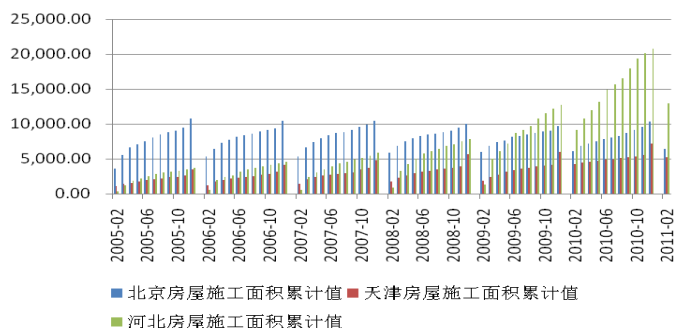


图 10：京津冀施工面积情况



资料来源：WIND；湘财证券研究所

2010年底公司已投产的水泥、商混产能已达3383万吨、1200万立方米。按重估净资产法估算，以每吨年产能重置价值1000元来测算，公司的水泥业务的GAV在338亿元。混凝土业务以每万立方米年产能重置价值200000元，公司混凝土业务的GAV在2.4亿元。公司在水泥和商业混凝土业务的GAV在340.4亿元。

三、新型建材业务稳定增长

公司生产超过20种新型建筑材料，产品和服务可划分为四大类别：装饰及装修材料（包括家具、矿棉吸声板等）、节能墙体及保温材料（包括加气混凝土、外墙内外保温系统等）、耐火材料（包括220种不定型、20种定型耐火材料）、建材贸易和物流（包括国际知名品牌如Kohler, TOTO等的代理业务）。

1、耐火材料技术领先

耐火材料是指使用温度在1,580摄氏度以上的无机非金属材料，广泛的应用于钢铁、有色、石化、建材、电力、环保等工业，其中主要应用于钢铁行业。公司生产耐火材料的主体企业是北京通达耐火技术股份有限公司。公司是中国产能最大的不定型耐火材料供应商，也是中国最大的不定型耐火材料设计、研发、制造和服务提供商之一，耐火材料现被用于约75%的中国大型水泥生产线及80%的日产能达5,000吨以上的水泥生产线，并为世界上目前11条已建和在建的日产10,000吨大型水泥窑中的8条提供产品和服务。2009年北京通达耐火技术股份有限公司获评为国家级企业技术中心。制造耐火材料的主要原材

料是水泥、硅灰、刚玉、矾石，属于常规原材料，成本向上压力不大。虽然整个耐火材料市场处于较为自由的竞争状态，但通达耐火的技术能力较高，服务客户对于产品品质比价格更为敏感。因此我们认为，耐火材料能够维持较高的毛利率水平。

表 2：耐火材料业务主要运行情况

项目		2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
不定型耐火材料	产能	20.0	20.0	20.0	20.0
	产量	12.3	15.6	11.8	12.6
定型耐火材料	产能	4.0	3.5	2.0	-
	产量	1.6	2.1	1.9	-
耐火材料	销量（万吨）	10	17.3	15.5	11.6
耐火材料	单价（元/吨）	4004	3394	2972	2150
耐火材料	销售收入（万元）	40040	58716	46066	24940

资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

2、加气混凝土凸现价值

加气混凝土是一种具有节能、保温、防火、隔声、轻质、高强、易加工等优点的新型建筑墙体材料。公司目前有两个生产基地：石景山生产基地（2条生产线）和大兴基地（1条生产线）。加气混凝土主要原材料为白灰、水泥、石灰粉、蒸汽、粉煤灰等，原材料价格比较稳定，材料风险可控。同时，由于对于房屋价格的不断提升，对房屋建筑品质的要求也逐步提升，对建材价格逐步不敏感，我们预计市场对于加气混凝土墙体材料的需求量将逐步放大。

表 3：耐火材料业务主要运行情况（万立方米）

项目	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
产能	60.0	60.0	60.0	60.0
产量	27.4	47.2	42.2	59.7

资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

3、家具稳定增长

公司家具主要生产厂商以北京天坛有限公司为主，公司的家具品牌如“天坛”牌家具、“长城”牌排椅等家具品牌。公司的家具销售主要面向民用、工程订货、出口三项业务。从公司网站披露的客户名录看，主要客户面向于中央部委以及北京委办局等政府机关、大型国有企业、银行、大学等稳定客户群。因此我们认为，公司的家具业务的规模和毛利率都比较稳定。

表 4：家具业务主要销售情况

项目	2010年 1-6月	2009年度	2008年度	2007年度
销售收入（万元）	32,637	67,780	61,701	56,576
销量（万套）	5.5	10.2	10.5	9.7

资料来源：公司重组公告；湘财证券研究所

4、商贸物流有效联动

公司的子公司北京金隅商贸有限公司从事建筑材料及相关生产设备的进出口贸易。公司生产和代理的众多家居建材产品，例如“天坛牌”家具、“星牌”矿棉吸声板、日本TOTO 卫浴、德国森德散热器、芬兰爱乐屋木窗、德国柯诺木地板等，以及代理经营的美国科勒卫浴、德国杜拉维特卫浴和西班牙乐家卫浴等。公司为国际品牌在中国进行代理和贸易服务已有近 20 年的历史。本公司与部份国际知名品牌建立了稳定的业务关系。公司的商贸业务为公司的直接业绩提升的幅度不大。但我们认为，至少有以下两点价值对于公司整体非常重要。首先，商贸物流板块使公司更接近于市场，及时了解市场需求的变化，调整需求。其次，对建材的价格变化的掌握对公司的房地产开发业务和物业管理业务有降低成本的作用。

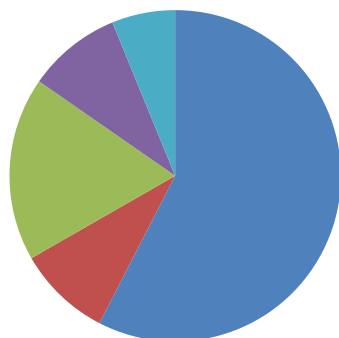
四、保障房商品房双轮发力

公司在房地产板块有五家子公司作为经营主体，包括北京金隅嘉业房地产开发有限公司、北京金隅大成开发有限公司、北京西三旗高新建材城经营开发有限公司、北京纪宏丰润房地产开发有限公司、北京金隅世纪城房地产开发有限公司。公司的重组报告披露，截至 2010 年6月30日，金隅股份拥有近507万平方米的土地储备。公司的房地产业务规模和已上市房地产公司比较属于中等偏上水平。

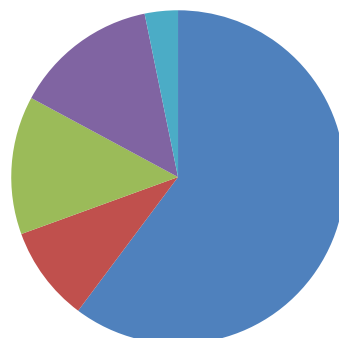
1、北京是核心区域

公司在北京的项目开发最多，这同公司原属于北京国资委具有地缘优势有强烈关联。公司在北京可以持续获得土地储备有关系。在建筑面积方面，公司北京的项目储备建筑面积占全部项目的比例达到57.6%，而北京项目的GAV占全部项目的60.0%。而重庆项目在建筑面积上所占比例次高，达到17.9%。而重庆的项目和杭州项目的GAV所占比例不相上下，分别占全部项目的13.4%和13.9%，说明杭州项目的单位贡献更为突出。

图 11：公司项目储备建筑面积区域分布比例
图 12：公司项目 GAV 区域分布比例



■ 北京
■ 天津
■ 重庆
■ 杭州
■ 呼和浩特



■ 北京
■ 天津
■ 重庆
■ 杭州
■ 呼和浩特

资料来源：WIND；湘财证券研究所

2、项目大都位于城市新兴区域

公司的项目分布于北京、天津、杭州、重庆、呼和浩特等城市。从项目区位上看，公司的项目大都位于城市新兴板块。城市新兴板块具有很大的发展潜力。而且这些一二线城市的新兴板块也大多处于稳步发展的时期，在政策压力下可能会存在优于城市传统区域的特征，有利于公司的抗风险能力。

表 5：公司项目所处城市区位

项目	城市	板块	项目	城市	板块
金隅长安山麓	北京	海淀区昆玉河板块/四至五环间	金隅丽景园	北京	朝阳区/京通沿线板块/五环外
金隅万科城	北京	昌平区/昌平板块/五环外	宝华家园	北京	崇文区/崇文板块/二至三环间
土桥三期	北京	通州区/南通州板块/五环外	东沙河西岸	北京	昌平区/昌平板块/五环外
金顶街项目	北京	石景山区/石景山板块/五环外	西三旗居住金融项目	北京	海淀区/上地板块/五环外
大成郡	北京	丰台区/外丰台板块/四至五环间	天津张贵庄	天津	东丽/张贵庄/中外环
大成玲珑天地	北京	海淀区/昆玉河板块/三至四环间	重庆大成黄桷埡项目	重庆	南岸区/南山板块/环线内
通州梨园镇九棵树	北京	通州区/南通州板块/五环外	重庆金隅大成茶园项目	重庆	南岸区/非板块/环线外
金隅花石匠	北京	通州区/南通州板块/五环外	金隅观澜时代珑庭	杭州	下沙区/下沙/绕城高速路外
金隅嘉和园	北京	昌平区/昌平板块/五环外	杭州半山田园地块	杭州	拱墅区/城北/绕城高速路内
金隅康慧园	北京	朝阳区/京通沿线板块/五环外	金隅观澜时代	杭州	下沙区/下沙/绕城高速路外
金隅景和园	北京	朝阳区/北朝阳板块/五环外	金隅时代城	呼市	如意开发区/如意板块/二环外
金隅美和园	北京	海淀区/上地板块/五环外			

资料来源：公司公告；湘财证券研究所

4、保障房是重要看点

公司的保障房模式比较特殊，主要以公司置换自身的工业用地为基础。在公司较长的发展历史中，公司的部分工业用地已经成为城市较为成熟的区域，这些区域

已经不适合再进行工业生产。公司将这部分土地作为保障房用地，一方面符合产业转移的需要，另一方面也符合保障房热点政策，同时也能够减少工业用地转性的费用和不确定性。这种模式建立在政府、社会和企业三方共赢的基础上，模式非常稳固。

表 6：公司保障房开发项目预测表

项目	城市	毛利率	RNAV	结转收入				结转面积			
				2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
金隅花石匠两限房项目	北京	26%	477	0	458	545	0	0	70462	83794	0
金隅嘉和园	北京	3%	12	136	0	0	0	27289	0	0	0
金隅康慧园	北京	28%	1049	0	0	1103	1294	0	0	180820	212088
金隅景和园二期在建	北京	35%	655	0	758	848	0	0	114848	128533	0
金隅景和园三期待建	北京	35%	217	0	0	225	408	0	0	34091	61838
金隅美和园	北京	17%	39	172	0	0	0	25294	0	0	0
金隅丽景园	北京	23%	0	1	0	0	0	227	0	0	0

资料来源：公司公告；湘财证券研究所

5、房地产是估值主力军

公司的GAV主要集中与地产开发和水泥板块，其中地产板块的GAV达到301.6亿元，几乎和公司的主业水泥相持平。同时根据预测，公司地产业务在2012年将会有较为显著的增长，如果业绩完全释放的话，将有2010年地产营业收入的三倍左右的可供结转，地产业绩增速非常之迅速。

表 7：房地产开发项目预测表

项目	城市	毛利率	RNAV	结转收入				结转面积			
				2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
金隅长安山麓	北京	48%	878	240	1061	400	0	6667	29472	11102	0
金隅万科城二期	北京	46%	734	1191	93	0	0	82138	6411	0	0
金隅万科城三期在建	北京	46%	345	433	290	0	0	29862	20000	9	0
金隅万科城三期未开发	北京	47%	372	0	220	220	342	0	14194	14194	22075
金隅时代城二期	呼市	35%	301	0	959	0	0	0	137035	0	0
金隅时代城三期商业第一批	呼市	37%	336	0	0	760	0	0	0	102638	0
金隅时代城三期商业第二批	呼市	39%	333	0	0	0	810	0	0	0	103811
金顶街项目	北京	47%	359	0	0	857	0	0	0	26775	0
大成郡二期	北京	38%	2194	1995	1251	89	0	102308	64154	4558	0
大成郡三期	北京	39%	2659	0	1995	1445	1454	0	99750	72250	72692

大成玲珑天地	北京	45%	1152	0	314	2045	0	0	10467	68156	0
金隅观澜时代	杭州	40%	1058	918	760	0	0	51000	42209	0	0
金隅花石匠商品住宅项目一期	北京	46%	1209	0	136	1222	1396	0	9067	81467	93041
金隅花石匠商品住宅项目二期	北京	46%	1128	0	0	358	1226	0	0	23867	81733
金隅花石匠两限房项目	北京	26%	477	0	458	545	0	0	70462	83794	0
金隅观澜时代珑庭	杭州	35%	1494	0	0	1258	1368	0	0	81161	88280
金隅嘉和园	北京	3%	12	136	0	0	0	27289	0	0	0
金隅康慧园	北京	28%	1049	0	0	1103	1294	0	0	180820	212088
金隅景和园二期在建	北京	35%	655	0	758	848	0	0	114848	128533	0
金隅景和园三期待建	北京	35%	217	0	0	225	408	0	0	34091	61838
金隅美和园	北京	17%	39	172	0	0	0	25294	0	0	0
金隅丽景园	北京	23%	0	1	0	0	0	227	0	0	0
宝华家园二期	北京	47%	527	0	0	326	1012	0	0	9314	28921
东沙河西岸（西海岸）	北京	43%	614	0	0	1145	0	0	0	63626	0
东沙河西岸介山二期	北京	32%	792	0	0	0	1452	0	0	0	82970
西三旗居住金融项目	北京	39%	896	0	0	0	1607	0	0	0	64268
天津张贵庄 1 一期	天津	27%	666	380	784	0	0	37255	76820	0	0
天津张贵庄 1 二期	天津	28%	595	0	0	1125	0	0	0	107100	0
天津张贵庄 1 三期	天津	29%	570	0	0	0	1171	0	0	0	109395
天津张贵庄 2 一期	天津	26%	531	0	0	0	0	0	0	0	0
天津张贵庄 2 二期	天津	27%	423	0	0	0	0	0	0	0	0
重庆大成黄桷埡项目一期	重庆	39%	770	0	0	1433	0	0	0	119450	0
重庆大成黄桷埡项目二期	重庆	39%	531	0	0	0	1080	0	0	0	90015
重庆大成黄桷埡项目三期	重庆	39%	499	0	0	0	0	0	0	0	0
重庆大成黄桷埡项目四期	重庆	39%	456	0	0	0	0	0	0	0	0
重庆金隅大成茶园项目一期	重庆	26%	335	0	0	711	0	0	0	104540	0
重庆金隅大成茶园项目二期	重庆	27%	401	0	0	0	882	0	0	0	126021
重庆金隅大成茶园项目三期	重庆	29%	374	0	0	0	0	0	0	0	0
重庆金隅大成茶园项目四期	重庆	30%	353	0	0	0	0	0	0	0	0
重庆金隅大成茶园项目五期	重庆	32%	324	0	0	0	0	0	0	0	0
通州梨园镇九棵树村	北京	22%	1063	0	0	0	0	0	0	0	0
杭州半山田园地块	杭州	30%	1643	0	0	561	1956	0	0	28769	100283
土桥三期	北京	31%	788	0	0	33	1171	0	0	1784	63301

资料来源：公司公告；湘财证券研究所

五、持有物业稳定发展

截至2010年6月30日，公司持有投资性物业面积为64.5万平方米，以14000元/平方米的重置

价值计算，公司持有物业业务的GAV约为90.3亿元。公司持有业务在最近几年急速扩张的可能性不大，但将保持较为稳定的状态。

表 8：房地产开发项目预测表

物业项目	位置	功能	出租率 (截至 2010 年 6 月 30 日)	
			一期商业	83.50%
环球贸易中心	北京市东城区安定门外小黄庄路甲 9 号	由 4 座智能化写字楼，会议展览中心及大型商场所组成的大型商业组合物业	一期写字楼	95.70%
			二期商业	75.80%
			二期写字楼	72.20%
			三期商业	87.70%
			三期写字楼	14.30%
金隅大厦	北京市西城区宣武门西大街甲 129 号	写字楼（包括商业及办公室单位、停车场及其他配套设施）	商业	100.00%
			写字楼	95.00%
腾达大厦	北京市海淀区西直门外大街南后二里沟 8 号	写字楼（包括办公室及商业单位、停车场及其他配套设施）	商业	99.50%
			写字楼	97.30%
建达大厦及北京建材经贸大厦	北京市朝阳区东土城路 14 号	包括办公室单位及车位的写字楼	商业	74.50%
			写字楼	95.20%

资料来源：公司公告；湘财证券研究所

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。