



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

证券研究报告

2011年4月25日

房地产

研究部

白宏伟

分析员, SAC 执业证书编号  
S0080200010016  
baihw@cicc.com.cn

推荐

保利地产 (600048.SH)

销售大幅增长, 业绩确定性强

### 主要财务信息

| (百万元)      | 2007A | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入     | 8,115 | 15,520 | 22,987 | 35,894 | 48,998 | 58,274 |
| (+/-%)     | 101%  | 91%    | 48%    | 56%    | 37%    | 19%    |
| 营业利润       | 2,285 | 4,786  | 5,926  | 8,664  | 13,026 | 16,039 |
| (+/-%)     | 102%  | 109%   | 24%    | 46%    | 50%    | 23%    |
| 净利润        | 1,489 | 2,239  | 3,519  | 4,920  | 6,619  | 8,040  |
| (+/-%)     | 122%  | 50%    | 57%    | 40%    | 35%    | 21%    |
| 摊薄每股盈利(元)  | 0.33  | 0.49   | 0.77   | 1.08   | 1.45   | 1.76   |
| (+/-)      | 122%  | 50%    | 57%    | 40%    | 35%    | 21%    |
| 市盈率        | 42.1  | 28.0   | 17.8   | 12.8   | 9.5    | 7.8    |
| 市净率        | 5.3   | 4.5    | 2.5    | 2.1    | 1.7    | 1.4    |
| EV/EBITDA  | 30.0  | 20.4   | 14.7   | 14.3   | 10.6   | 8.5    |
| 净资产收益率(%)  | 12.5% | 15.9%  | 14.0%  | 16.6%  | 18.2%  | 18.1%  |
| 现金分红收益率(%) | 0.7%  | 0.5%   | 0.8%   | 1.1%   | 1.5%   | 1.9%   |

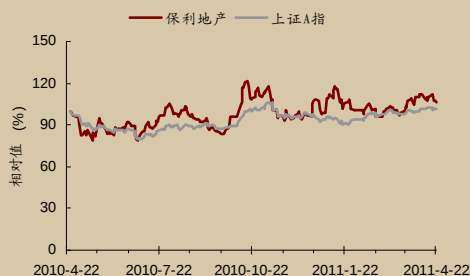
### 股票信息

|             | A股                 |
|-------------|--------------------|
| 当前股价        | 人民币13.71           |
| 股票代码        | 600048.CH          |
| 日成交量(百万股)   | 19.10              |
| 52周最高价/最低价  | 人民币16.15/9.98      |
| 发行股数(百万股)   | 4,576              |
| 其中:流通股(百万股) | 4,495              |
| 总市值(百万元)    | 62,732             |
| 主要股东(持股比例)  | 保利南方集团有限公司(44.36%) |

### 最近估值走势

|             | Last week | 1m    | 3m     | YTD    |
|-------------|-----------|-------|--------|--------|
| 600048.CH   | -3.11     | +3.79 | +0.81  | +7.95  |
| CICC Index  | +0.57     | +1.14 | +11.59 | +5.70  |
| Real Estate | -0.03     | +1.46 | +12.40 | +11.41 |

### 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

### 2011年一季度业绩每股0.15元:

保利地产今天公布了一季报, 结算收入 36.1 亿元, 同比下降 11%; 实现净利润 7.0 亿元, 同比增长 28%, 合每股 0.15 元。

正面:

- **合同销售大幅增长:** 期内实现签约面积 132 万平方米, 签约金额 140 亿元, 同比分别增长 30.0%和 72.4%。预售房款增至 620 亿元, 相当于我们今年预测收入的 127%, 业绩确定性高。
- **毛利率提升 11 个百分点至 35.6%,** 净利率扩大了 6 个百分点至 19.5%。
- **开发节奏加快:** 期内公司新开工面积 320 万平方米, 同比增长 155%; 竣工面积 32 万平方米, 增长 109%; 在建面积 1703 万平方米, 增长 75%。

负面:

- **净负债率较年初上升 39 个百分点至 162%:** 主要源于期内借款增加和货币资金下降。考虑到期末公司尚有 156 亿元货币资金, 财务压力虽有增加但风险可控。

### 发展趋势:

期内公司新拓展 7 个项目共 286 万平方米, 进一步增厚土地储备。项目开发速度明显加快, 将为公司未来可售面积和可结算面积的增加提供保障。我们认为公司将维持良好的销售势头。公司今明两年业绩锁定性强, 同时在手现金较多, 应对市场调整的能力较强。

### 估值与建议:

公司经营情况符合我们预期, 我们维持 2011/2012 年盈利预测每股 1.45 元和每股 1.76 元不变。公司股价对应 2011/2012 年市盈率分别为 9.5、7.8 倍, 对 2011 年净资产值有 23%的折让, 估值具有较强的吸引力。我们认为, 公司 2011 年的业绩确定性较强, 而丰富的土地储备以及加快周转的经营策略将使公司在未来两年有充沛的可销售资源, 未来业绩稳定增长可期, 我们维持“推荐”评级。

图表 1: 1Q 2011 业绩分析

| (百万元)       | Quarterly data |         |          | 1Q 2011 中金评论   |
|-------------|----------------|---------|----------|----------------|
|             | 1Q10           | 1Q11    | YoY%     |                |
| 主营业务收入      | 4,055          | 3,607   | -11.0    | 结算同比减少         |
| 主营业务成本      | (2,641)        | (1,796) | -32.0    |                |
| 税金及附加       | (408)          | (528)   | 29.3     |                |
| 主营业务利润      | 1,006          | 1,283   | 27.5     |                |
| 毛利率         | 24.8%          | 35.6%   | 10.8     | 期内结算项目毛利较上年同期高 |
| 资产减值损失冲回及其它 | 15             | 1       | -92.6    |                |
| 营业费用        | (122)          | (184)   | 50.7     | 销售额增长, 相应费用增加  |
| 管理费用        | (106)          | (158)   | 49.8     | 经营规模扩大, 相应费用增加 |
| 财务费用        | 21             | 8       | -59.8    |                |
| 三项费用率       | 5.1%           | 9.3%    | 4.2      |                |
| 投资收益        | 1              | (9)     | -1,187.5 |                |
| 营业利润        | 815            | 942     | 15.5     |                |
| 营业利润率       | 20.1%          | 26.1%   | 6.0      |                |
| 营业外收入       | 4              | 20      |          |                |
| 营业外支出       | (12)           | (7)     |          |                |
| 税前利润        | 807            | 954     | 18.3     |                |
| 税前利润率       | 19.9%          | 26.5%   | 6.6      |                |
| 所得税         | (234)          | (282)   | 20.5     |                |
| 有效税率        | 29.0%          | 29.5%   | 0.5      |                |
| 少数股东权益      | (25)           | 29      |          |                |
| 归母公司净利润     | 548            | 702     | 28.0     |                |
| 净利润率        | 13.5%          | 19.5%   | 5.9      |                |
| 总股本(百万)     | 4,576          | 4,576   |          |                |
| 摊薄每股盈利(元)   | 0.12           | 0.15    | 28.0     |                |

**财务指标**

|           |          |          |      |                                    |
|-----------|----------|----------|------|------------------------------------|
| (%)       | 2010     | 1Q11     | Ppt  |                                    |
| 资产负债率     | 79.0%    | 81.4%    | 2.4  |                                    |
| 净负债率      | 123.3%   | 162.3%   | 39.0 | 长短期借款增加, 货币资金下降, 考虑到现金较为充足, 财务风险有限 |
| 银行贷款占负债比率 | 48.7%    | 48.3%    | -0.5 |                                    |
| (%)       | 1Q10     | 1Q11     | Ppt  |                                    |
| 毛利率       | 24.8%    | 35.6%    | 10.8 |                                    |
| 净利润率      | 13.5%    | 19.5%    | 5.9  |                                    |
| (百万元)     | 2010     | 1Q11     | YoY% |                                    |
| 货币资金      | 19,151   | 15,573   | -19% | 现金下降源于购地和加快开发, 但156亿元现金仍较充足        |
| 预收房款      | 51,544.3 | 61,993   | 20%  |                                    |
| 经营活动现金流   | (15,016) | (11,112) | -26% |                                    |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2：历史数据和财务预测

| 截至12月31日              | 2003A | 2004A  | 2005A  | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>损益表 (人民币百万元)</b>   |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| 主营业务收入                | 621   | 1,559  | 2,356  | 4,031  | 8,115  | 15,520 | 22,987 | 35,894  | 48,998  | 58,274  |
| 主营业务利润                | 170   | 423    | 848    | 1,129  | 2,285  | 4,786  | 5,926  | 8,664   | 13,026  | 16,039  |
| 营业利润                  | 103   | 305    | 657    | 852    | 1,846  | 3,740  | 5,219  | 7,382   | 9,704   | 11,838  |
| 税前利润                  | 102   | 304    | 656    | 1,051  | 2,403  | 4,023  | 5,379  | 7,405   | 9,733   | 11,823  |
| 减：所得税                 | 36    | 100    | 238    | 317    | 775    | 980    | 1371   | 1899    | 2531    | 3074    |
| 净利润                   | 70    | 189    | 407    | 672    | 1489   | 2239   | 3519   | 4920    | 6619    | 8040    |
| <b>资产负债表 (人民币百万元)</b> |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| 应收款项                  | 183   | 932    | 1,057  | 4,057  | 7,910  | 7,545  | 13,177 | 17,622  | 21,205  | 25,523  |
| 存货                    | 1,449 | 3,001  | 6,143  | 11,265 | 28,084 | 40,196 | 60,099 | 109,898 | 120,578 | 130,279 |
| 货币资金                  | 198   | 258    | 714    | 920    | 4,626  | 5,470  | 15,228 | 19,151  | 12,821  | 14,353  |
| 流动资产合计                | 1,830 | 4,191  | 7,915  | 16,243 | 40,622 | 53,211 | 88,504 | 146,672 | 154,604 | 170,155 |
| 固定资产                  | 11    | 15     | 24     | 42     | 141    | 189    | 206    | 323     | 420     | 546     |
| 应付款项                  | 723   | 1,542  | 4,533  | 7,589  | 15,791 | 15,198 | 34,235 | 61,541  | 66,468  | 74,244  |
| 短期借款                  | 155   | 608    | 354    | 655    | 618    | 70     | 308    | 450     | 550     | 650     |
| 流动负债合计                | 878   | 2,370  | 5,599  | 8,863  | 18,910 | 19,515 | 38,234 | 68,897  | 70,483  | 78,459  |
| 长期借款                  | 435   | 1,061  | 1,211  | 3,622  | 9,038  | 18,301 | 24,512 | 51,301  | 51,801  | 52,301  |
| 负债合计                  | 1,316 | 3,434  | 6,812  | 12,490 | 28,060 | 37,959 | 62,869 | 120,308 | 122,416 | 130,919 |
| 股东权益                  | 404   | 570    | 950    | 3,638  | 11,925 | 14,079 | 25,088 | 29,709  | 36,328  | 44,368  |
| 总资产                   | 1,854 | 4,218  | 8,015  | 16,508 | 40,895 | 53,632 | 89,831 | 152,328 | 161,517 | 178,614 |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| 经营活动现金流               | -569  | -1,167 | -837   | -4,022 | -9,376 | -7,590 | -1,145 | -22,370 | -1,305  | 3,541   |
| 投资活动现金流               | -3    | -52    | -98    | -216   | -117   | -62    | -403   | -1,857  | -1,228  | -1,546  |
| 筹资活动现金流               | 545   | 1,279  | 1,391  | 4,444  | 13,199 | 8,496  | 11,306 | 28,133  | -3,797  | -463    |
| 现金及现金等价物净增加额          | -27   | 60     | 456    | 206    | 3,706  | 844    | 9,758  | 3,904   | -6,310  | 1,532   |
| 期末现金及现金等价物余额          | 198   | 258    | 714    | 920    | 4,626  | 5,470  | 15,228 | 19,131  | 12,821  | 14,353  |
| <b>财务指标</b>           |       |        |        |        |        |        |        |         |         |         |
| 毛利率                   | 27.3% | 27.1%  | 36.0%  | 28.0%  | 28.2%  | 30.8%  | 25.8%  | 24.1%   | 26.6%   | 27.5%   |
| 净利率                   | 11.3% | 12.1%  | 17.3%  | 16.7%  | 18.3%  | 14.4%  | 15.3%  | 13.7%   | 13.5%   | 13.8%   |
| 股息收益率                 | 0.1%  | 0.1%   | 0.2%   | 0.0%   | 0.7%   | 0.5%   | 0.8%   | 1.1%    | 1.5%    | 1.9%    |
| 净资产收益率                | 17.3% | 33.2%  | 42.8%  | 18.5%  | 12.5%  | 15.9%  | 14.0%  | 16.6%   | 18.2%   | 18.1%   |
| 资产负债率                 | 71.0% | 81.4%  | 85.0%  | 75.7%  | 68.6%  | 70.8%  | 70.0%  | 79.0%   | 75.8%   | 73.3%   |
| 净现金/股东权益              | 72.8% | 207.8% | 128.7% | 98.9%  | 58.7%  | 109.4% | 49.3%  | 123.3%  | 109.9%  | 88.4%   |
| 每股盈利                  | 0.02  | 0.04   | 0.09   | 0.15   | 0.33   | 0.49   | 0.77   | 1.08    | 1.45    | 1.76    |
| 每股分红                  | 0.02  | 0.02   | 0.03   | 0.00   | 0.10   | 0.07   | 0.11   | 0.16    | 0.21    | 0.25    |
| 每股净资产                 | 0.1   | 0.1    | 0.2    | 0.8    | 2.6    | 3.1    | 5.5    | 6.5     | 7.9     | 9.7     |

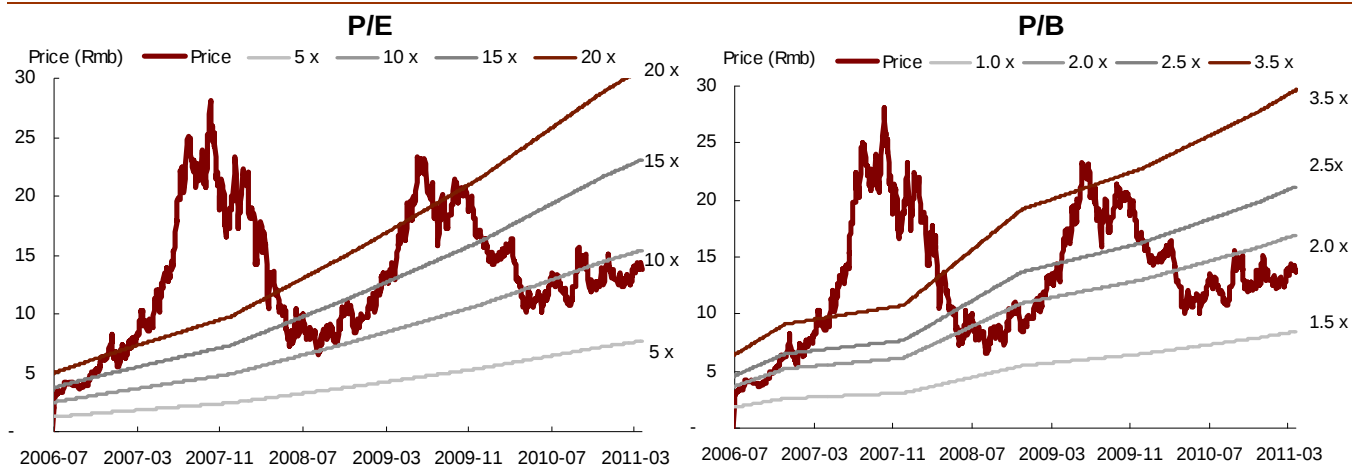
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 估值比较表

| 公司名称   | 代码     | 当前评级 | 当前股价<br>(元) | 目标价<br>(元) | 上涨<br>空间 | 总市值<br>(十亿元) | 每股收益<br>(Rmb) |        |        |        | P/E(x) |      |      |      | P/B (x) |     |     |     | 每股NAV<br>(元) |        | 溢/折价 |      | 资产负债率<br>(%) | 总储备<br>(百万平米) |
|--------|--------|------|-------------|------------|----------|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|---------|-----|-----|-----|--------------|--------|------|------|--------------|---------------|
|        |        |      | 2011-4-22   |            |          | 2011-4-22    | 09A           | 10A    | 11E    | 12E    | 09A    | 10A  | 11E  | 12E  | 09A     | 10A | 11E | 12E | 10E          | 11E    | 10E  | 11E  | 09A          |               |
| A股     |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |      |      |      |         |     |     |     |              |        |      |      |              |               |
| 侧重开发:  |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |      |      |      |         |     |     |     |              |        |      |      |              |               |
| 万科A    | 000002 | 推荐   | 8.6         | n.a.       | n.a.     | 95.3         | 0.48          | 0.66   | 0.89   | 1.07   | 17.6   | 12.9 | 9.6  | 8.0  | 2.5     | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 10.3         | 11.5   | -17% | -26% | 67%          | 57.6          |
| 金地集团   | 600383 | 推荐   | 6.6         | n.a.       | n.a.     | 29.7         | 0.40          | 0.60   | 0.75   | 0.90   | 16.7   | 11.0 | 8.8  | 7.4  | 2.0     | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 9.1          | 9.4    | -27% | -29% | 70%          | 15.9          |
| 招商地产   | 000024 | 推荐   | 17.9        | n.a.       | n.a.     | 28.9         | 0.96          | 1.17   | 1.48   | 1.80   | 18.7   | 15.3 | 12.1 | 10.0 | 1.9     | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 25.3         | 26.2   | -29% | -32% | 62%          | 10.4          |
| 金融街    | 000402 | 推荐   | 7.4         | n.a.       | n.a.     | 22.4         | 0.45          | 0.59   | 0.68   | 0.85   | 16.4   | 12.6 | 10.9 | 8.7  | 1.4     | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 12.4         | 13.4   | -40% | -45% | 62%          | 9.3           |
| 首开股份   | 600376 | 推荐   | 13.0        | n.a.       | n.a.     | 14.9         | 0.81          | 1.17   | 1.54   | 1.98   | 16.0   | 11.1 | 8.4  | 6.6  | 1.5     | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 23.1         | 24.0   | -44% | -46% | 71%          | 10.7          |
| 滨江集团   | 002244 | 推荐   | 11.8        | n.a.       | n.a.     | 16.0         | 0.48          | 0.71   | 1.02   | 1.31   | 24.9   | 16.6 | 11.6 | 9.0  | 3.8     | 2.7 | 2.2 | 1.8 | 14.04        | 14.99  | -16% | -21% | 78%          | 3.7           |
| 保利地产   | 600048 | 推荐   | 13.7        | n.a.       | n.a.     | 62.7         | 0.77          | 1.08   | 1.45   | 1.76   | 17.8   | 12.8 | 9.5  | 7.8  | 2.5     | 2.1 | 1.7 | 1.4 | 17.7         | 18.0   | -23% | -24% | 70%          | 44.0          |
| 华侨城A   | 000069 | 推荐   | 8.7         | n.a.       | n.a.     | 27.0         | 0.55          | 0.98   | 1.18   | 1.52   | 15.8   | 8.9  | 7.3  | 5.7  | 2.6     | 2.0 | 1.6 | 1.3 | 24.4         | 25.4   | -64% | -66% | 63%          | 10.0          |
| 中南建设   | 000961 | 推荐   | 12.1        | n.a.       | n.a.     | 14.1         | 0.48          | 0.63   | 0.96   | 1.43   | 25.1   | 19.0 | 12.6 | 8.5  | 3.5     | 2.7 | 2.2 | 1.7 | 14.8         | 17.8   | -18% | -32% | 77%          | 10.2          |
| 冠城大通   | 600067 | 审慎推荐 | 9.8         | n.a.       | n.a.     | 7.2          | 0.39          | 0.70   | 0.98   | 1.13   | 25.4   | 13.9 | 10.0 | 8.7  | 3.5     | 2.8 | 2.2 | 1.8 | 14.8         | 15.4   | -34% | -37% | 81%          | 2.2           |
| 华发股份   | 600325 | 审慎推荐 | 11.4        | n.a.       | n.a.     | 9.3          | 0.83          | 0.95   | 1.02   | 1.03   | 13.7   | 11.9 | 11.2 | 11.1 | 1.8     | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 18.7         | 20.0   | -39% | -43% | 68%          | 7.1           |
| 北京城建   | 600266 | 审慎推荐 | 15.2        | n.a.       | n.a.     | 13.5         | 0.96          | 0.97   | 1.19   | 1.37   | 15.9   | 15.6 | 12.8 | 11.1 | 2.8     | 2.4 | 1.9 | 1.6 | 18.8         | 19.7   | -19% | -23% | 67%          | 3.8           |
| 荣盛发展   | 002146 | 审慎推荐 | 13.1        | n.a.       | n.a.     | 18.7         | 0.43          | 0.71   | 0.95   | 1.24   | 30.7   | 18.3 | 13.8 | 10.6 | 4.8     | 3.5 | 2.9 | 2.3 | 8.6          | 11.7   | 52%  | 11%  | 72%          | 19.1          |
| 广宇集团   | 002133 | 审慎推荐 | 6.8         | n.a.       | n.a.     | 3.4          | 0.33          | 0.44   | 0.60   | 0.76   | 20.5   | 15.5 | 11.3 | 9.0  | 1.9     | 1.8 | 1.5 | 1.3 | 8.5          | 9.3    | -19% | -26% | 73%          | 1.5           |
| 栖霞建设   | 600533 | 中性   | 5.7         | n.a.       | n.a.     | 6.0          | 0.21          | 0.27   | 0.31   | 0.37   | 26.7   | 20.9 | 18.3 | 15.3 | 2.2     | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 6.2          | 6.7    | -8%  | -15% | 65%          | 2.4           |
| 中华企业   | 600675 | 中性   | 8.4         | n.a.       | n.a.     | 11.9         | 0.45          | 0.38   | 0.45   | 0.47   | 18.7   | 22.1 | 18.9 | 18.1 | 3.2     | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 9.5          | 10.4   | -12% | -19% | 70%          | 2.3           |
| 阳光股份   | 000608 | 中性   | 7.2         | n.a.       | n.a.     | 5.4          | 0.36          | 0.58   | 0.57   | 0.50   | 20.1   | 12.3 | 12.6 | 14.3 | 2.7     | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 7.3          | 8.1    | -2%  | -12% | 70%          | 2.2           |
| 亿城股份   | 000616 | 中性   | 5.6         | n.a.       | n.a.     | 5.6          | 0.42          | 0.55   | 0.60   | 0.67   | 13.2   | 10.2 | 9.4  | 8.3  | 1.9     | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 5.1          | 5.7    | 10%  | -1%  | 61%          | 2.2           |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 19.7   | 14.5 | 11.6 | 9.9  | 2.6     | 2.1 | 1.8 | 1.5 |              |        | -19% | -27% | 69%          |               |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 18.3   | 13.4 | 11.2 | 8.8  | 2.5     | 2.1 | 1.7 | 1.4 |              |        | -19% | -26% | 70%          |               |
| 开发和持有: |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |      |      |      |         |     |     |     |              |        |      |      |              |               |
| 浦东金桥   | 600639 | 推荐   | 10.8        | n.a.       | n.a.     | 8.7          | 0.39          | 0.57   | 0.65   | 0.57   | 27.7   | 18.9 | 16.5 | 18.8 | 2.7     | 2.7 | 2.3 | 2.1 | 13.5         | 15.0   | -20% | -28% | 50%          | 1.7           |
| 陆家嘴    | 600663 | 中性   | 17.8        | n.a.       | n.a.     | 29.5         | 0.63          | 0.64   | 0.70   | 0.71   | 28.3   | 27.9 | 25.5 | 25.0 | 3.3     | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 18.7         | 19.4   | -4%  | -8%  | 41%          | 3.6           |
| 中国国贸   | 600007 | 中性   | 10.7        | n.a.       | n.a.     | 10.8         | 0.29          | 0.12   | 0.27   | 0.37   | 37.3   | 89.3 | 39.6 | 28.7 | 2.5     | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 11.5         | 12.2   | -7%  | -12% | 51%          | 0.5           |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 31.1   | 45.4 | 27.2 | 24.2 | 2.8     | 2.8 | 2.5 | 2.3 |              |        | -10% | -16% | 48%          |               |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 28.3   | 27.9 | 25.5 | 25.0 | 2.7     | 2.7 | 2.3 | 2.2 |              |        | -7%  | -12% | 50%          |               |
| B股     |        |      | (HK\$)      | (HK\$)     |          | (HK\$ bn)    | (HK\$)        | (HK\$) | (HK\$) | (HK\$) |        |      |      |      |         |     |     |     | (HK\$)       | (HK\$) |      |      |              |               |
| 万科B    | 200002 | 推荐   | 11.1        | 14.0       | 27%      | 110.8        | 0.55          | 0.77   | 1.09   | 1.30   | 20.1   | 14.4 | 10.2 | 8.5  | 2.9     | 2.4 | 1.9 | 1.5 | 11.9         | 14.0   | -7%  | -21% | 67%          | 57.6          |
| 招商局B   | 200024 | 推荐   | 14.4        | 22.4       | 56%      | 33.6         | 1.09          | 1.36   | 1.81   | 2.19   | 13.2   | 10.6 | 8.0  | 6.6  | 1.3     | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 29.5         | 32.0   | -51% | -55% | 62%          | 10.4          |
| 金桥B    | 900911 | 推荐   | 7.1         | 12.8       | 81%      | 10.1         | 0.44          | 0.66   | 0.79   | 0.70   | 16.1   | 10.7 | 8.9  | 10.2 | 1.6     | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 15.6         | 18.3   | -55% | -61% | 50%          | 1.7           |
| 陆家B    | 900932 | 推荐   | 12.1        | 19.0       | 57%      | 34.3         | 0.72          | 0.74   | 0.85   | 0.87   | 16.8   | 16.2 | 14.1 | 13.8 | 1.9     | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 21.7         | 23.7   | -44% | -49% | 41%          | 3.6           |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 16.6   | 13.0 | 10.3 | 9.8  | 1.9     | 1.7 | 1.4 | 1.2 |              |        | -39% | -47% | 55%          |               |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 16.4   | 12.5 | 9.6  | 9.3  | 1.8     | 1.7 | 1.4 | 1.3 |              |        | -48% | -52% | 56%          |               |
| H股     |        |      | (HK\$)      | (HK\$)     |          | (HK\$ bn)    | (HK\$)        | (HK\$) | (HK\$) | (HK\$) |        |      |      |      |         |     |     |     | (HK\$)       | (HK\$) |      |      |              |               |
| 中国海外   | 688    | 推荐   | 16.1        | 20.4       | 27%      | 131.4        | 0.79          | 1.20   | 1.54   | 1.85   | 20.3   | 13.4 | 10.5 | 8.7  | 3.1     | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 17.0         | 18.5   | -6%  | -13% | 63%          | 33.9          |
| 龙湖地产   | 960    | 推荐   | 13.3        | 16.0       | 21%      | 68.4         | 0.33          | 0.51   | 0.83   | 1.14   | 39.6   | 26.0 | 16.0 | 11.7 | 5.0     | 3.7 | 2.9 | 2.3 | 14.9         | 16.0   | -11% | -17% | 69%          | 31.6          |
| 华润置地   | 1109   | 推荐   | 14.3        | 18.7       | 30%      | 77.2         | 0.48          | 0.67   | 0.93   | 1.36   | 30.0   | 21.4 | 15.4 | 10.6 | 1.9     | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 18.4         | 20.7   | -22% | -31% | 62%          | 26.7          |
| 雅居乐    | 3383   | 推荐   | 13.9        | 16.0       | 15%      | 48.3         | 0.61          | 1.20   | 1.41   | 1.56   | 22.8   | 11.6 | 9.9  | 8.9  | 3.0     | 2.2 | 1.8 | 1.6 | 18.5         | 20.0   | -25% | -30% | 66%          | 32.1          |
| 首创置业   | 2868   | 推荐   | 3.1         | 4.1        | 32%      | 6.2          | 0.30          | 0.53   | 0.69   | 0.84   | 10.2   | 5.9  | 4.4  | 3.7  | 1.2     | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 6.0          | 6.2    | -48% | -51% | 70%          | 9.3           |
| 宝龙地产   | 1238   | 推荐   | 2.5         | 3.3        | 33%      | 10.0         | 0.34          | 0.30   | 0.46   | 0.55   | 7.2    | 8.4  | 5.4  | 4.5  | 1.1     | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 3.8          | 4.7    | -35% | -47% | 43%          | 7.0           |
| 远洋地产   | 3377   | 审慎推荐 | 4.7         | 5.7        | 22%      | 26.4         | 0.21          | 0.42   | 0.57   | 0.74   | 22.1   | 11.2 | 8.2  | 6.3  | 1.0     | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 9.4          | 9.5    | -50% | -51% | 62%          | 23.3          |
| 恒盛地产   | 845    | 审慎推荐 | 2.4         | 3.0        | 26%      | 18.3         | 0.21          | 0.27   | 0.36   | 0.45   | 11.1   | 8.8  | 6.6  | 5.3  | 1.4     | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 5.0          | 5.9    | -53% | -60% | 55%          | 19.2          |
| 碧桂园    | 2007   | 审慎推荐 | 3.4         | 3.7        | 8%       | 57.3         | 0.14          | 0.19   | 0.24   | 0.26   | 24.2   | 17.9 | 14.6 | 13.3 | 2.4     | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 4.2          | 4.6    | -18% | -26% | 66%          | 40.1          |
| 绿城中国   | 3900   | 中性   | 8.4         | 10.2       | 23%      | 13.7         | 0.54          | 0.83   | 1.29   | 1.63   | 15.3   | 10.0 | 6.5  | 5.1  | 1.3     | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 19.8         | 20.5   | -58% | -59% | 84%          | 33.8          |
| 深控股    | 604    | 中性   | 2.6         | 3.1        | 21%      | 9.1          | 0.22          | 0.23   | 0.27   | 0.32   | 11.5   | 11.3 | 9.5  | 8.0  | 0.7     | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 5.8          | 6.2    | -56% | -59% | 57%          | 22.5          |
| 方兴地产   | 817    | 中性   | 2.4         | 2.6        | 8%       | 22.4         | 0.11          | 0.12   | 0.11   | 0.13   | 21.3   | 20.9 | 21.6 | 18.7 | 1.4     | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 4.1          | 4.3    | -40% | -44% | 55%          | 2.4           |
| SOHO中国 | 410    | 中性   | 7.0         | 6.6        | -6%      | 36.5         | 0.37          | 0.78   | 0.51   | 0.82   | 19.2   | 9.0  | 13.7 | 8.6  | 1.9     | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 6.9          | 7.4    | 2%   | -4%  | 54%          | 1.9           |
| 富力地产   | 2777   | 中性   | 11.4        | 14.2       | 24%      | 36.7         | 0.95          | 1.32   | 1.60   | 1.93   | 12.0   | 8.6  | 7.1  | 5.9  | 1.9     | 1.6 | 1.3 | 1.1 | 17.5         | 18.9   | -35% | -40% | 74%          | 24.5          |
| 世茂地产   | 813    | 中性   | 11.4        | 13.7       | 20%      | 40.6         | 0.77          | 0.96   | 1.28   | 1.57   | 14.8   | 12.0 | 8.9  | 7.3  | 1.5     | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 19.4         | 21.1   | -41% | -46% | 62%          | 34.3          |
| 瑞安地产   | 272    | 中性   | 3.6         | 4.5        | 24%      | 18.9         | 0.50          | 0.17   | 0.23   | 0.28   | 7.3    | 21.4 | 16.0 | 13.0 | 0.8     | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 9.0          | 9.6    | -60% | -62% | 47%          | 14.1          |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 18.1   | 13.6 | 10.9 | 8.7  | 1.8     | 1.5 | 1.3 | 1.1 |              |        | -35% | -40% | 62%          |               |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        | 17.2   | 11.5 | 9.7  | 8.3  | 1.5     | 1.2 | 1.0 | 0.9 |              |        | -38% | -45% | 62%          |               |

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

图表 4: 历史 PE 和 PB



资料来源: 彭博, 中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 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: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)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

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 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: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 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: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 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: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 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: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED