



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

公司动态
证券研究报告

2012 年 2 月 23 日

房地产

研究部

宁静鞭

分析员，SAC 执业证书编号：
S0080511010003
ningjb@cicc.com.cn

雍莹雪

分析员，SAC 执业证书编号：
S0080511010046
yongyx@cicc.com.cn

审慎推荐

冠城大通 (600067.SH)

资产价值高，盈利确定强，增长潜力大

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	4,486	4,393	8,423	10,190	10,833	12,007
(+/-)	-3%	-2%	92%	21%	6%	11%
营业利润	309	422	779	1,033	1,256	1,422
(+/-)	-2%	36%	85%	33%	22%	13%
净利润	174	284	519	761	932	1,060
(+/-)	-16%	63%	83%	47%	22%	14%
每股盈利(元)	0.24	0.39	0.70	1.03	1.27	1.44
(+/-)	-16%	63%	83%	47%	22%	14%
市盈率	33.6	20.6	11.3	7.7	6.3	5.5
市净率	3.4	2.9	2.3	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	33.4	14.0	8.9	7.2	5.9	5.4
净资产收益率	12.0%	16.8%	23.8%	26.0%	25.0%	22.9%
现金分红收益率	0.6%	0.6%	0.6%	1.6%	14.2%	14.2%

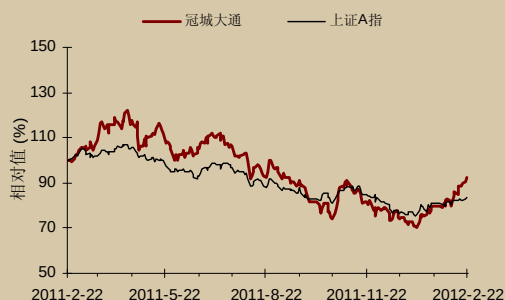
股票信息

A股	
当前股价	人民币7.94
股票代码	600067.CH
日成交量(百万股)	18.93
52周最高价/最低价	人民币10.45/5.72
发行股数(百万股)	736
其中：流通股(百万股)	727
总市值(百万元)	5,840
主要股东(持股比例)	福建丰裕投资有限公司 (22.87%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600067.CH	+6.72	+18.33	+15.57	+30.38
CICC Index	+3.01	+7.02	-3.01	+11.24
Real Estate	+3.59	+9.33	+5.99	+14.04

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

公司近况：

我们近期对冠城大通项目进行了梳理和更新，进而调整了公司NAV值和2011/12年盈利预测，并引入2013年盈利预测，以反映其项目最新信息和公司未来发展潜力。

评论：

永泰和海科建项目支撑长期发展：该两项目合计占公司土地储备的40%，土地成本低廉（永泰项目楼面地价150元/平，海科建项目收购价1850元/平），均位于具有较大发展潜力地区（福州海西、北京海淀），对公司3年后的长期持续稳定发展注入强心剂。

短期业绩稳定增长有保障：未来三年公司业绩锁定性强，北京太阳星城B、C区预售房款达30亿元（2011年期中），将是2011~12年利润主要贡献者，从2013年开始外埠项目将接替成为主力贡献力量。公司2011~13年业绩复合增长率18%，增长稳健。

经营稳健，资产价值高，负债率偏低：公司主要项目位于北京、深圳等一线城市的核心区域，资产增值空间大。公司土地成本1840元/方，平均土地成本占售价比率16%，处于行业中低端。公司负债率较低，目前土地款已全部付清，资金压力不大。

漆包线业务业绩反转可期：公司积极推动产品调整 and 研发，逐渐转向利润率较高的新能源行业漆包线，并加大对铜漆包线原材料替代的开发，以削弱铜价大幅波动对毛利的影响。随着产品结构的调整和创新，公司漆包线业务未来盈利反转可期。

估值与建议：

我们上调公司2011/12年盈利预测，并引入2013年盈利预测，三年分别对应每股盈利1.03、1.27及1.44元。更新后的2011/12年底每股净资产值分别为14.4元、11.8元。

公司当前股价对应的2011/12年市盈率分别为7.7倍及6.3倍，对2012年净资产值有33%的折让，估值水平处于板块中端。我们认为公司未来三年业绩实现稳步增长确定性强，公司项目资产价值升值空间较大，但考虑到房地产市场的销售压力短期内得不到改善，我们维持对公司的“审慎推荐”评级。

风险：

房地产调控政策再度加码，未来业绩释放难以达到预期。

永泰和海科建项目支撑长期发展

公司在福州起家，在北京壮大，凭借在当地市场丰富的人脉关系和对市场的深刻理解力，以低廉的成本在具有较大发展潜力地区获取土地储备，其中福州永泰项目和北京海科建项目是典型。

福州永泰项目和北京海科建项目合计占公司土地储备的40%，将是公司2014年及以后4~5年的利润主要贡献者。此两项目均位于具有较大发展潜力地区（福州海西、北京海淀区），且土地成本低廉，将保障公司未来业绩的稳定释放。

► **福州永泰项目**于2011年4月获取，该地块的取得夯实了公司土地储备，消除了市场对公司未来持续开发不足的隐忧，同时该地块的低地价和高成长空间将较大增厚公司资产价值和提升未来毛利率。

大体量：该项目为福建省批建的规模最大的文化创意产业园——海西文化创意产业园的一部分。该地块占地面积940亩，建筑规划面积达95万平方米，为住宅、商服用地，预计2014年开始贡献利润。此外，公司表示有意获取产业园剩下土地，估计总建筑面积在200万平左右，如若拿下，将极大扩充公司土地储备，加强未来利润贡献的持续性。

低价地：该地块总价1.4亿元，对公司资金压力要求不高，目前土地款已付清，支付土地款后仍保持较充裕现金流。地块楼面地价仅150元/平方米，住宅部分今后准备建别墅和花园洋房，我们认为随着福永高速在今年年底的通车以及配套设施的逐渐改善，预计该项目住宅均价在5000元/平以上，溢价空间较大。

图表 1: 海西文化创意产业园



资料来源：CRIC，中金公司研究部

► **海科建项目：**通过2011年初对北京海淀科技园建设股份有限公司（“海科建”，下同）的增持，公司现持有海科建49%的股权，间接持有该公司位于中关村科技园区和海淀北部新区约60万平方米的二级土地开发项目及部分一级土地开发项目。

海科建主要开发项目为百旺杏林湾和百旺茉莉园，目前售价在2.2~2.5万元/平，以15%的净利润率计算，未售部分每平可有3750元的净收益，相对公司1850元/平的收购价，未来增值空间大。

海科建丰富的一、二级土地开发经验和背景，将为公司获取更多的土地储备创造有利条件。同时，公司表示未来伺时将争取海科建更多股权，曲线获得更多北京地区的土地储备。

图表 2: 百旺杏林湾（左）和百旺茉莉园（右）项目



资料来源：CRIC，中金公司研究部

短期业绩稳健增长有保障

公司经营战略保守审慎，过去两年对北京的主要项目采取了放缓开发速度、降低周转率获取更大利润空间的做法，最大化沉淀了资产价值。往后看，未来三年公司业绩锁定性强，随着北京太阳星城的结算完成，从2013年开始外埠项目将成为主要利润贡献者，2011~13年业绩复合增长率18%，增长稳健。

► **太阳星城B、C区项目支撑2011~12年业绩：**太阳星城B区以住宅项目为主，剩余项目9~14号楼将从2011年开始陆续进入结算期，预计2011年和12年将分别贡献30.2亿元、19.2亿元收入。C区太阳广场项目主要为写字楼、商业和酒店，可结算面积共计28.2万平方米，其中7.98万平商业物业在09年作价12.1亿元预售给凯德置地，该项目于2011年竣工结算，锁定当年收入12.1亿元。剩下部分项目预计于2012年开始结算，将是未来三年利润的主要贡献者。

太阳宫项目拿地时间早（2001年），土地成本优势明显，加上地理位置稀缺，项目价值较高，目前B、C区平均47%的高毛利带来公司整体毛利率的快速提升。

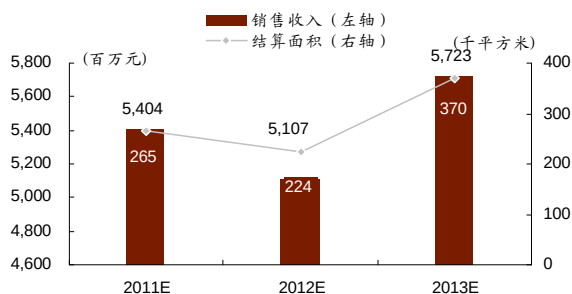
图表 3: 太阳星城项目

项目名称 (万平方米)	权益	状态	总可售 面积	截至2011 上半年 未结面积	已结算 比例	预计主要 结算期
太阳星城F区	95%	完工	35.94	2.4	93%	已基本完成结算
太阳星城E区	100%	完工	15.25	0.42	97%	已基本完成结算
太阳星城B区	100%	在建	41.7	2.37	94%	2011~2012
太阳星城C区-凯德	100%	在建	6.5	6.5	0%	2011
太阳星城C区-剩下部分	100%	在建	21.7	19.7	9%	2012~2014

资料来源：公司年报，中金公司研究部

► **外埠项目将成为 2012 年以后的主力贡献：**随着北京太阳星城逐渐完成竣工结算，从 2013 年开始，外埠项目接替北京成为主要贡献力量。2013 年除太阳星城 C 区外，福州冠城首玺和苏州冠城观湖湾将进入主要回报期；2014 年起南京冠城新地家园和深圳月亮湾项目将贡献较多利润；2015 年的主要看点在福州永泰项目和海科建的未来开发项目。

图表 4: 2011~2013 年结算收入和面积预测



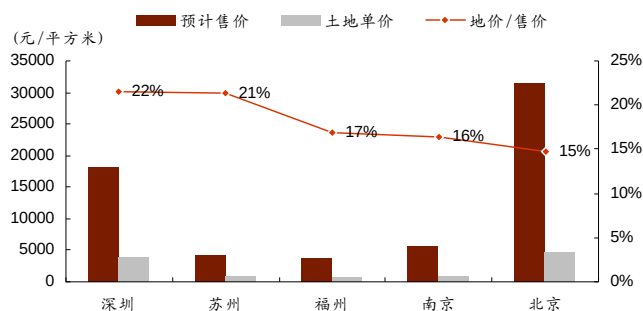
资料来源：中金公司研究部

经营稳健，资产价值高，负债率偏低

地价便宜，沉淀资本溢价率高：公司目前土地储备 269 万平，12 个项目位于北京（19%）、福州和南京（各 31%）、苏州和深圳（各 8%）、桂林（3%）。公司经营稳健，以低成本扩张为一贯风格，目前土地成本在 1840 元/方，平均土地成本占售价比率 16%，处于行业中低端，可控的土地价格增强了公司在弱市中的抗风险能力。

公司未来结算的主要项目南京冠城新地家园（2006 年获得，建筑面积 85 万方）楼面地价 485 元/平方米，目前售价 5~6000 元/平方米；深圳月亮湾项目（2008 年通过关联方获得，建筑面积 20.5 万方）楼面价 3889 元/平方米周边项目售价在 18000 元/平方米，低地价将保证未来毛利率的稳定。

图表 5: 平均土地成本占售价比例



资料来源：公司年报，中金公司研究部

负债率偏低：公司资产负债率 67.6%，净负债率 40.7%（2011 年 3 季末），处于行业中低端。在手现金 5.16 亿元，目前土地款已全部付清，资金压力不大。

太阳宫 D 区项目或将提升公司价值，或将带来充沛现金流：公司目前为太阳宫 D 区项目的一级开发商，用地面积 69.68 万平方米，规划建筑面积 20.17 万平方米，规划用途为居住、商业及配套。截至目前一级开发投入总额近 20 亿元，开发利润率 8%。预计该地块今年下半年推出市场，公司表示将尽可能获得二级开发权，我们认为公司作为该地块一级开发商有先发优势，并且考虑到目前北京土地市场在政策调控下遇冷情况多发，预计公司获取该地块把握较大。

但即使丧失地块二级开发权，届时公司将收回成本，并能以 8% 的回报获得一级开发收益约 1.5 亿元，现金流入合计 20 亿元，充沛的现金加大了公司获取优质项目的成功率。

漆包线业务业绩反转可期

漆包线业务占公司综合收入的半壁江山，但由于经济放缓造成的需求下降，原材料铜和人工成本的快速上涨影响，该业务一直处于微利状态，2011 年上半年净利润贡献仅为 1375 万元，利润率仅为 0.6%。

公司目前积极推动产品调整 and 研发，从家用漆包线逐渐转向利润率较高的新能源行业漆包线，并用铝漆包线加大铜漆包线原材料替代的开发，以削弱铜价大幅波动对毛利的影响。2011 年 11 月，公司在南京投资建设国内单体厂房最大的漆包线生产基地，设立国内首家漆包线研发中心，该漆包线项目全部达产后，预计年产值将超过 30 亿元。我们认为随着产品结构的调整和创新，公司漆包线业务未来盈利能力反转可期。

上调公司 2011/12 年每股 NAV 及盈利预测，维持“审慎推荐”评级

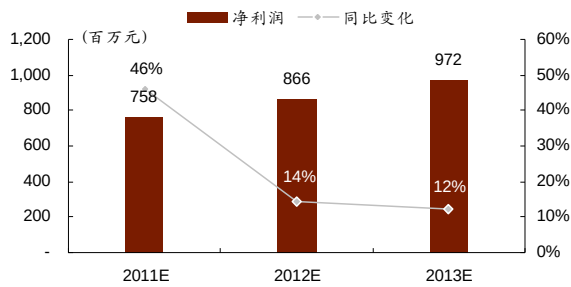
我们对于公司项目情况进行了更新，计算得到的公司 2011、12 年底每股净资产值分别为 14.4 元、11.8 元。我们相应上调公司 2011 年、12 年盈利预测 6% 及 12% 至 7.6 亿元及 9.3 亿元，并引入 2013 年盈利预测 10.6 亿元，三年分别对应每股盈利 1.03 元、1.27 元及 1.44 元。

图表 6: 盈利预测调整

		2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万元)	调整前	8,462	9,922	n.a
	调整后 (+/-)	10,190 20%	10,833 9%	12,007 n.a
净利润 (百万元)	调整前	720	831	n.a
	调整后 (+/-)	761 6%	932 12%	1,060 n.a
摊薄每股盈利 (元)	调整前	0.98	1.13	n.a
	调整后 (+/-)	1.03 6%	1.27 12%	1.44 n.a

资料来源：中金公司研究部

图表 7: 2011~2013 年净利润预测



资料来源：中金公司研究部

基于调整后的盈利预测，公司当前股价对应的 2011、12 年市盈率分别为 7.7 倍及 6.3 倍，对 2012 年净资产值有 33% 的折让估值水平处于板块中端。我们认为公司资产价值高且升值空间较大，未来三年业绩实现稳步增长确定性较强，但考虑到房地产市场的销售压力短期内得不到改善，我们维持对公司的“审慎推荐”评级。

主要风险：

房地产调控政策再度加码导致销售低迷，未来业绩释放难以达到预期。

图表 8: 项目收入分解

城市	区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产 (百万元)	2012年净资产 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)			销售收入 (百万元)		
											2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
北京	环渤海	太阳星城F区	95%	25,400	24,400	34,000	816	391	17	2008-03	2,440	9,760	7,320	83	332	236
北京	环渤海	太阳星城B区	100%	184,588	156,900	40,000	5,500	3,628	2,209	2011-09	94,140	47,070	7,845	3,012	1,883	298
北京	环渤海	太阳星城C区-凯德	100%	79,800	64,680	18,700	1,210	993	993	2011-06	64,680	-	-	1,210	-	-
北京	环渤海	太阳星城C区-太阳广场	100%	268,000	217,220	34,000	7,222	2,508	-272	2011-10	10,861	54,305	76,027	369	1,846	2,456
北京	环渤海	太阳星城E区	100%	6,000	4,800	34,000	163	90	20	2008-12	1,440	3,360	-	49	114	-
北京	环渤海	冠城·名敦道	80%	59,169	51,400	25,000	1,250	479	19	2010-12	7,710	15,420	28,270	193	386	671
桂林	其它区域	桂林清秀花园	75%	600	200	4,900	1	0	0	2008-12	60	140	-	0	1	-
桂林	其它区域	桂林清秀庭院	75%	18,900	6,500	4,900	32	12	-4	2008-12	1,950	4,550	-	10	22	-
桂林	其它区域	P061 号地块	100%	84,891	72,157	5,000	391	86	0	2014-05	-	-	-	-	-	-
福州	其它区域	冠城鼓楼庭院	100%	3,600	600	6,200	4	2	0	2009-12	180	420	-	1	3	-
福州	其它区域	冠城首玺	100%	35,000	26,800	25,000	696	373	0	2013-12	-	-	18,760	-	-	483
福州	其它区域	樟[2011]挂01号	100%	397,523	337,894	5,000	1,932	202	0	2014-04	-	-	-	-	-	-
福州	其它区域	樟[2011]挂02号	100%	379,408	322,497	5,000	1,844	193	0	2014-04	-	-	-	-	-	-
福州	其它区域	樟[2011]挂03号	100%	179,515	152,587	5,000	872	92	0	2014-04	-	-	-	-	-	-
苏州	长三角	冠城观湖湾	70%	256,000	191,400	7,000	1,297	183	-77	2014-12	-	19,140	86,130	-	134	573
苏州	长三角	冠城水岸风景	100%	120,000	17,500	7,400	130	88	74	2008-12	14,875	2,625	-	110	19	-
南京	长三角	冠城新地家园	80%	850,000	834,200	5,500	4,571	1,054	111	2015-09	66,736	66,736	125,130	367	367	654
深圳	珠三角	深圳月亮湾项目	100%	250,000	205,700	18,000	3,678	772	0	2015-12	-	-	20,570	-	-	352
开发类项目合计				3,198,393	2,687,436	11,761	31,608	11,144	3,090		265,072	223,526	370,052	5,404	5,107	5,723

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9: NAV 计算

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例	2012权益净资产值 (百万元)	比例
北京	太阳星城F区	95%	25,400	24,130	24,400	23,180	0.8%	372	3.1%	391	4.3%
北京	太阳星城B区	100%	184,588	184,588	156,900	156,900	5.1%	3,628	30.2%	1,561	17.3%
北京	太阳星城C区-凯德	100%	79,800	79,800	64,680	64,680	2.1%	993	8.3%	0	0.0%
北京	太阳星城C区-太阳广场	100%	268,000	268,000	217,220	217,220	7.1%	2,508	20.9%	2,500	27.8%
北京	太阳星城E区	100%	6,000	6,000	4,800	4,800	0.2%	90	0.7%	77	0.9%
北京	冠城·名敦道	80%	59,169	47,335	51,400	41,120	1.7%	383	3.2%	405	4.5%
桂林	桂林清秀花园	75%	600	450	200	150	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
桂林	桂林清秀庭院	75%	18,900	14,175	6,500	4,875	0.2%	9	0.1%	13	0.1%
桂林	P061 号地块	100%	84,891	84,891	72,157	72,157	2.3%	86	0.7%	95	1.1%
福州	冠城鼓楼庭院	100%	3,600	3,600	600	600	0.0%	2	0.0%	2	0.0%
福州	冠城首玺	100%	35,000	35,000	26,800	26,800	0.9%	373	3.1%	410	4.6%
福州	樟[2011]挂01号	100%	397,523	397,523	337,894	337,894	11.0%	202	1.7%	222	2.5%
福州	樟[2011]挂02号	100%	379,408	379,408	322,497	322,497	10.5%	193	1.6%	212	2.4%
福州	樟[2011]挂03号	100%	179,515	179,515	152,587	152,587	5.0%	92	0.8%	101	1.1%
苏州	冠城观湖湾	70%	256,000	179,200	191,400	133,980	6.2%	128	1.1%	200	2.2%
苏州	冠城水岸风景	100%	120,000	120,000	17,500	17,500	0.6%	88	0.7%	15	0.2%
南京	冠城新地家园	80%	850,000	680,000	834,200	667,360	27.1%	843	7.0%	700	7.8%
深圳	深圳月亮湾项目	100%	250,000	250,000	205,700	205,700	6.7%	772	6.4%	849	9.4%
总计			3,198,393	2,933,615	3,079,436	2,450,001	87%	10,760	89.6%	7,753	86.2%
2. 土地一级开发											
	太阳星城D区	95%	201,700	191,615	201,700	191,615	100.0%	137	1.1%	137	1.5%
			201,700	191,615	201,700	191,615	100.0%	137	1.1%	137	1.5%
3. 漆包线业务											
4. 长期投资(北京海淀科技园建设股份有限公司)								619	5.2%	619	6.9%
总计								490	4.1%	490	5.4%
年底未付土地款(百万元)								0		0	
年净负债(净现金)(百万元)								(1,409)		(1,526)	
已结算土地的净值补充(百万元)										1,186	
年底净资产值(百万元)								10,597		8,659	
摊薄股本(百万)								736		736	
年底每股净资产值								14.41		11.77	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 10：历史和预测的财务指标

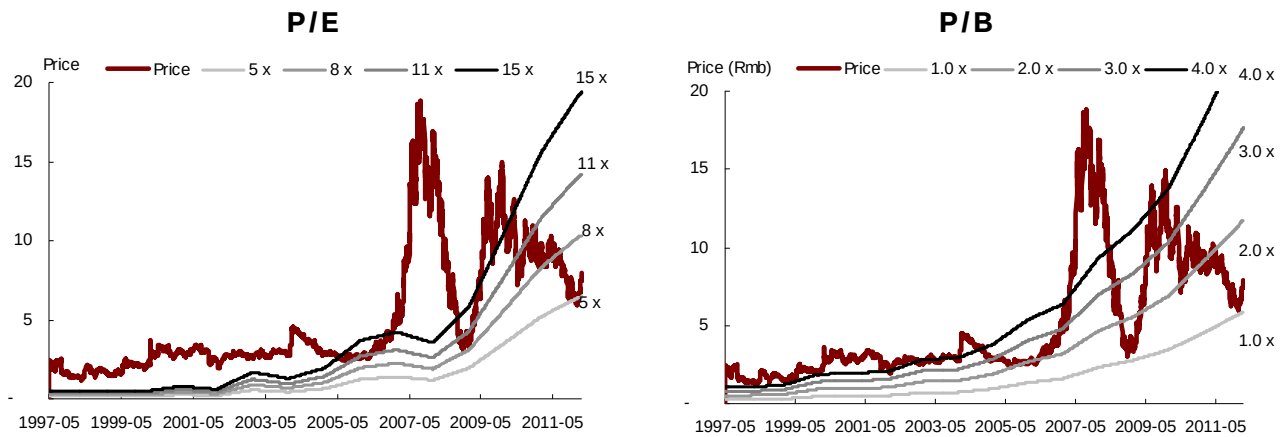
截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表 (人民币百万元)										
主营业务收入	1,618	2,211	3,897	4,625	4,486	4,393	8,423	10,190	10,833	12,007
主营业务成本	1,389	1,886	3,362	4,026	3,689	3,572	6,978	8,155	8,478	9,590
营业税金及附加	24	42	74	87	240	195	362	567	643	601
主营业务利润	205	282	462	511	557	627	1,082	1,467	1,712	1,817
营业费用	34	45	56	57	61	68	79	154	153	143
管理费用	41	51	69	66	79	80	97	172	172	160
财务费用	18	20	52	66	79	40	67	99	82	92
营业利润	112	166	283	315	309	422	779	1,033	1,256	1,422
税前利润	114	169	282	335	329	469	782	1,087	1,315	1,486
净利润	63	95	181	207	174	284	519	761	932	1,060
资产负债表 (人民币百万元)										
应收款项	949	789	734	855	1,132	1,488	1,913	2,296	2,640	3,036
存货	1,104	1,170	3,090	3,932	4,627	6,155	5,920	6,483	7,346	7,714
货币资金	221	527	863	1,122	748	2,298	1,016	737	820	821
固定资产	287	420	436	439	446	390	413	395	379	361
应付款项	552	680	1,268	1,198	1,292	5,764	5,165	5,336	5,623	5,181
短期借款	489	540	1,648	2,851	2,670	1,504	1,004	804	1,104	1,404
股东权益	437	522	791	945	1,447	1,689	2,176	2,925	3,725	4,635
总资产	2,657	2,977	5,404	6,791	7,377	10,736	9,665	10,834	12,177	13,002
现金流量表 (人民币百万元)										
经营活动现金流	(467)	455	(601)	(457)	(334)	3,033	(104)	115	120	(32)
投资活动现金流	(118)	(142)	(357)	(381)	(109)	191	(81)	(476)	(23)	(24)
筹资活动现金流	194	(7)	916	1,144	70	(1,751)	(1,051)	82	(14)	58
现金及现金等价物净增加额	(391)	306	(42)	306	(374)	1,473	(1,237)	(280)	83	1
期初现金及现金等价物余额	612	221	527	485	791	686	2,159	922	642	725
期末现金及现金等价物余额	221	527	485	791	417	2,159	922	642	725	727
财务指标										
毛利率	12.7%	12.8%	11.8%	11.1%	12.4%	14.3%	12.9%	14.4%	15.8%	15.1%
股息收益率	0.0%	2.5%	0.6%	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	1.6%	14.2%	0.0%
资产收益率	2.4%	3.2%	3.3%	3.0%	2.4%	2.6%	5.4%	7.0%	7.7%	8.2%
净资产收益率	14.4%	18.2%	22.9%	21.9%	12.0%	16.8%	23.8%	26.0%	25.0%	0.0%
净现金/股东权益	248.1%	152.2%	230.2%	278.2%	210.1%	29.7%	32.8%	42.3%	36.5%	35.5%
每股净资产	0.73	0.95	1.34	1.60	2.32	2.78	3.44	4.53	5.69	7.00

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)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)				P/E (x)				P/B (x)				每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万美元)
			2012-2-22			2012-2-22	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	11E	12E	11E	12E	10A	
A股																								
侧重开发:																								
万科A	000002	推荐	8.2	n.a.	n.a.	90.0	0.48	0.66	0.89	1.07	16.9	12.4	9.2	7.6	2.4	2.0	1.7	1.4	11.5	12.5	-29%	-35%	75%	81.0
金地集团	600383	推荐	5.7	n.a.	n.a.	25.3	0.40	0.60	0.75	0.85	14.2	9.4	7.5	6.6	1.7	1.4	1.2	1.0	9.2	9.7	-38%	-42%	71%	17.5
招商地产	000024	推荐	20.0	n.a.	n.a.	31.4	0.96	1.17	1.51	1.89	20.9	17.1	13.2	10.6	2.1	1.9	1.7	1.5	32.6	32.5	-39%	-38%	65%	14.7
保利地产	600048	推荐	11.3	n.a.	n.a.	67.1	0.59	0.83	1.17	1.45	19.1	13.6	9.6	7.8	2.7	2.3	1.8	1.4	15.6	16.0	-28%	-29%	79%	63.2
华侨城A	000069	推荐	7.5	n.a.	n.a.	41.7	0.30	0.54	0.52	0.63	24.5	13.7	14.3	11.9	4.0	3.2	2.3	1.9	11.3	12.0	-34%	-38%	70%	9.6
金融街	000402	推荐	6.4	n.a.	n.a.	19.4	0.45	0.59	0.77	0.89	14.2	10.9	8.3	7.2	1.3	1.1	1.0	0.9	13.8	15.2	-54%	-58%	68%	9.1
首开股份	600376	推荐	11.0	n.a.	n.a.	16.4	0.62	0.90	1.14	1.43	17.6	12.2	9.6	7.7	1.7	1.5	1.3	1.1	18.9	19.0	-42%	-42%	75%	19.4
中南建设	000961	推荐	9.9	n.a.	n.a.	11.6	0.48	0.63	0.90	1.18	20.7	15.6	11.0	8.4	2.9	2.2	1.8	1.5	15.1	17.9	-35%	-45%	78%	10.9
滨江集团	002244	审慎推荐	8.5	n.a.	n.a.	11.4	0.48	0.71	0.75	1.34	17.7	11.8	11.3	6.3	2.7	1.9	1.7	1.3	11.78	12.77	-28%	-34%	80%	5.0
北京城建	600266	审慎推荐	13.0	n.a.	n.a.	11.6	0.96	1.35	1.13	1.36	13.6	9.6	11.5	9.6	2.4	2.1	1.7	1.4	18.8	19.8	-31%	-34%	69%	5.5
荣盛发展	002146	审慎推荐	9.3	n.a.	n.a.	17.3	0.33	0.55	0.73	0.95	28.4	17.0	12.7	9.8	4.5	3.3	2.5	2.0	9.0	10.0	4%	-7%	75%	16.8
北辰实业	601588	审慎推荐	3.0	n.a.	n.a.	9.0	0.17	0.06	0.14	0.17	17.6	49.9	22.1	17.4	1.1	1.1	1.0	1.0	6.1	6.1	-51%	-51%	64%	7.3
冠城大通	600067	审慎推荐	7.9	n.a.	n.a.	5.8	0.39	0.70	1.03	1.27	20.6	11.3	7.7	6.3	2.9	2.3	1.8	1.4	14.4	11.8	-45%	-33%	74%	3.2
华发股份	600325	审慎推荐	8.7	n.a.	n.a.	7.1	0.83	0.92	1.02	1.10	10.5	9.5	8.5	7.9	1.4	1.2	1.1	0.9	14.7	16.2	-41%	-46%	68%	9.0
广宇集团	002133	中性	5.1	n.a.	n.a.	2.5	0.33	0.44	0.60	0.69	15.1	11.5	8.4	7.4	1.4	1.3	1.1	1.0	6.5	6.6	-23%	-23%	72%	1.2
栖霞建设	600533	中性	3.7	n.a.	n.a.	3.9	0.21	0.27	0.25	0.28	17.6	13.8	14.9	13.5	1.4	1.1	1.0	0.9	4.3	4.8	-13%	-22%	56%	3.2
苏州高新	600736	中性	4.9	n.a.	n.a.	5.2	0.20	0.30	0.23	0.26	24.9	16.7	21.3	18.6	1.6	1.5	1.3	1.3	6.5	6.6	-24%	-26%	75%	4.2
世茂股份	600823	中性	10.3	n.a.	n.a.	12.1	0.18	0.75	0.82	1.00	58.6	13.8	12.6	10.3	1.7	1.2	1.1	1.0	21.1	23.4	-51%	-56%	61%	8.2
中华企业	600675	中性	4.7	n.a.	n.a.	6.6	0.45	0.50	0.48	0.50	10.4	9.4	9.9	9.5	1.8	1.5	1.3	1.2	6.0	6.0	-21%	-21%	77%	2.3
阳光股份	000608	中性	4.4	n.a.	n.a.	3.3	0.36	0.58	0.74	0.36	12.5	7.6	6.0	12.2	1.7	1.4	1.1	1.0	6.0	6.1	-26%	-27%	56%	1.5
亿城股份	000616	中性	3.5	n.a.	n.a.	4.2	0.35	0.46	0.35	0.48	10.0	7.7	10.1	7.4	1.5	1.3	1.1	0.9	4.9	5.1	-28%	-31%	62%	2.8
平均值											19.3	14.0	11.4	9.7	2.1	1.7	1.5	1.2			-32%	-35%	70%	
中间值											17.6	12.2	10.1	8.4	1.7	1.5	1.3	1.2			-31%	-34%	71%	
开发和持有:																								
中国国贸	600007	审慎推荐	9.9	n.a.	n.a.	10.0	0.29	0.12	0.21	0.34	34.4	82.4	47.2	29.3	2.3	2.3	2.2	2.0	13.7	14.5	-28%	-32%	54%	0.5
浦东金桥	600639	审慎推荐	7.2	n.a.	n.a.	6.0	0.39	0.57	0.51	0.41	18.6	12.7	14.2	17.8	1.8	1.8	1.6	1.5	14.7	16.4	-51%	-56%	52%	1.7
陆家嘴	600663	中性	12.2	n.a.	n.a.	19.8	0.63	0.64	0.68	0.69	19.4	19.1	18.1	17.6	2.2	2.2	2.0	1.8	17.2	18.1	-29%	-33%	49%	2.0
平均值											24.1	38.1	26.5	21.6	2.1	2.1	1.9	1.8			-36%	-40%	52%	
中间值											19.4	19.1	18.1	17.8	2.2	2.2	2.0	1.8			-29%	-33%	52%	
B股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)				
万科B	200002	推荐	9.5	11.5	21%	104.7	0.55	0.77	1.09	1.31	17.2	12.3	8.7	7.3	2.5	2.0	1.6	1.3	13.4	15.3	-29%	-38%	75%	81.0
招商局B	200024	推荐	13.2	15.8	20%	36.5	1.09	1.36	1.84	2.30	12.1	9.7	7.2	5.7	1.2	1.1	0.9	0.8	37.9	39.6	-65%	-67%	65%	14.7
金桥B	900911	推荐	5.4	7.0	29%	7.0	0.44	0.66	0.62	0.49	12.3	8.2	8.8	11.0	1.2	1.2	1.0	0.9	17.1	20.0	-68%	-73%	52%	1.7
陆家B	900932	推荐	7.4	9.9	34%	23.0	0.72	0.74	0.82	0.84	10.4	10.0	9.0	8.8	1.2	1.2	1.0	0.9	19.9	22.1	-63%	-66%	49%	2.0
平均值											13.0	10.1	8.4	8.2	1.5	1.4	1.1	1.0			-56%	-61%	60%	
中间值											12.2	9.9	8.7	8.0	1.2	1.2	1.0	0.9			-64%	-66%	58%	
H股																								
中国海外	688	推荐	16.4	18.9	16%	134.0	0.79	1.20	1.62	1.86	20.7	13.7	10.1	8.8	3.2	2.4	2.0	1.7	19.4	18.9	-16%	-13%	64%	44.3
龙湖地产	960	推荐	11.9	11.6	-2%	61.3	0.33	0.51	1.02	1.28	35.6	23.3	11.7	9.3	4.4	3.3	2.5	2.0	15.5	15.5	-23%	-23%	76%	33.3
华润置地	1109	推荐	15.1	16.9	12%	81.6	0.48	0.67	1.00	1.30	31.7	22.6	15.1	11.7	2.2	1.8	1.5	1.3	19.6	19.9	-23%	-24%	61%	26.7
融创中国	1918	推荐	2.7	2.8	7%	8.0	0.30	0.60	1.04	1.43	9.0	4.5	2.6	1.9	5.1	1.5	1.0	0.7	8.6	7.9	-69%	-66%	70%	7.2
雅居乐	3383	推荐	10.6	9.3	-13%	36.8	0.61	1.20	1.45	1.72	17.4	8.9	7.3	6.1	2.3	1.7	1.4	1.2	20.6	20.0	-49%	-47%	71%	39.2
方兴地产	817	推荐	2.1	2.3	9%	19.3	0.11	0.12	0.19	0.20	18.5	18.1	11.3	10.8	1.2	0.8	0.8	0.7	3.8	3.9	-44%	-46%	48%	2.4
北辰实业	588	推荐	1.7	1.8	7%	10.5	0.22	0.12	0.21	0.25	7.7	14.7	8.1	6.9	0.4	0.4	0.3	0.3	7.5	7.4	-77%	-77%	58%	7.3
瑞安地产	272	审慎推荐	3.3	3.5	7%	17.0	0.50	0.17	0.26	0.33	6.6	19.3	12.4	10.0	0.7	0.6	0.5	0.5	7.0	8.6	-53%	-62%	54%	14.1
远洋地产	3377	审慎推荐	4.7	4.1	-13%	26.7	0.21	0.41	0.56	0.69	22.4	11.4	8.5	6.8	1.0	0.7	0.7	0.6	8.4	7.7	-44%	-39%	64%	24.5
碧桂园	2007	审慎推荐	3.7	3.5	-5%	61.5	0.15	0.30	0.38	0.41	24.7	12.3	9.6	8.9	2.6	2.1	1.8	1.6	4.8	4.6	-24%	-20%	69%	52.1
恒盛地产	845	审慎推荐	1.6	1.5	-7%	12.7	0.21	0.27	0.36	0.42	7.7	6.1	4.6	3.9	1.0	0.7	0.6	0.5	5.1	5.0	-68%	-68%	64%	19.2
宝龙地产	1238	中性	1.7	1.3	-21%	6.9	0.34	0.30	0.41	0.45	4.9	5.7	4.2	3.7	0.7	0.5	0.4	0.3	3.4	3.1	-51%	-46%	54%	8.5
绿城中国	3900	中性	6.2	4.0	-35%	10.1	0.54	0.83	1.59	1.84	11.4	7.4	3.9	3.4	0.9	0.9	0.7	0.6	20.4	19.7	-70%	-69%	88%	40.0
深控股	604	中性	1.9	1.9	-4%	6.8	0.22	0.23	0.30	0.35	8.7	8.5	6.5	5.6	0.6	0.5	0.5	0.5	5.3	5.0	-64%	-62%	57%	22.5
SOHO中国	410	中性	5.7	6.3	11%	29.5	0.37	0.78	0.26	0.87	15.5	7.3	22.2	6.5	1.5	1.3	1.2	1.0	7.1	7.1	-20%	-20%	58%	1.9
富力地产	2777	中性	10.0	7.2	-28%	32.3	0.95	1.32	1.58	1.75	10.6	7.6	6.3	5.7	1.7	1.4	1.1	1.0	17.6	17.6	-43%	-43%	74%	24.5
世茂地产	813	中性	10.2	7.7	-25%	36.2	0.77	0.96	1.28	1.45	13.2	10.7	8.0	7.0	1.4	1.2	1.0	0.9	14.0	13.3	-27%	-23%	69%	33.4
平均值											15.2	11.5	8.6	6.7	1.8	1.3	1.0	0.9			-46%	-45%	65%	
中间值											12.3	9.8	8.0	6.7	1.3	1.0	0.9	0.7			-47%	-46%	64%	

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

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

