



**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

2012年10月24日

房地产

研究部

宁静鞭

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010003

ningjb@cicc.com.cn

推荐

万科(000002.SZ)

销售均价企稳, 业绩高增长

### 主要财务信息

| (百万元)     | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 主营业务收入    | 40,992 | 48,881 | 50,714 | 71,783 | 91,720 | 104,710 |
| (+/-)     | 15%    | 19%    | 4%     | 42%    | 28%    | 14%     |
| 营业利润      | 11,453 | 10,764 | 15,016 | 20,776 | 25,415 | 27,941  |
| (+/-)     | 6%     | -6%    | 40%    | 38%    | 22%    | 10%     |
| 净利润       | 4,033  | 5,330  | 7,283  | 9,625  | 11,508 | 12,590  |
| (+/-)     | -17%   | 32%    | 37%    | 32%    | 20%    | 9%      |
| 每股盈利(元)   | 0.37   | 0.48   | 0.66   | 0.88   | 1.05   | 1.15    |
| (+/-)     | -17%   | 32%    | 37%    | 32%    | 20%    | 9%      |
| 市盈率       | 22.9   | 17.3   | 12.7   | 9.6    | 8.0    | 7.3     |
| 市净率       | 2.9    | 2.5    | 2.1    | 1.7    | 1.4    | 1.2     |
| EV/EBITDA | 16.2   | 12.1   | 9.9    | 8.2    | 4.6    | 5.9     |
| 净资产收益率    | 12.6%  | 14.3%  | 16.5%  | 18.2%  | 18.0%  | 16.6%   |
| 现金分红收益率   | 0.6%   | 0.8%   | 1.2%   | 1.5%   | 0.6%   | 0.6%    |

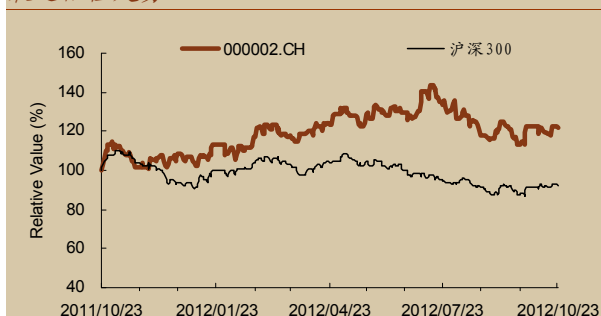
### 股票信息

| B股           | A股                      |
|--------------|-------------------------|
| 港币9.95       | 当前股价 人民币8.40            |
| 200002.CH    | 股票代码 000002.CH          |
| 1.48         | 日成交量(百万股) 50.19         |
| 港币10.50/6.70 | 52周最高价/最低价 人民币9.95/6.94 |
| 1,315        | 发行股数(百万股) 9,680         |
| 1,315        | 其中:流通股(百万股) 9,662       |
| 92,566       | 总市值(百万元) 92,566         |

### 最近估值走势

| %         | 近一周   | 1个月   | 3个月   | 年初至今   |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 000002.CH | +2.56 | +7.42 | -8.79 | +16.26 |
| 沪深300     | +0.75 | +5.29 | -2.26 | +0.03  |
| 中金A股房地产   | +4.12 | +8.98 | -5.21 | +10.85 |

### 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

### 1-3 季度业绩每股 0.46 元, 同比上升 41.7%

万科 1-3 季度实现营业收入 461.3 亿元, 净利润 50.8 亿元, 同比分别增长 57.4% 和 41.7%, 合每股收益 0.46 元。

- 结算单价稳定, 销售均价开始企稳:** 3 季度结算收入 150.1 亿元, 季度结算单价 11581 元/平米, 和上半年持平, 低于 2011 年全年水平约 8%。公司 3 季度销售均价恢复至了 11060 元/平米, 环比上半年上升了约 6%, 年初降价的影响逐步消退。
- 毛利率下行趋势将延续:** 单季度税金后毛利率 25.0%, 低于上半年水平 1.5 个百分点, 低于 2011 年 3.9 个百分点, 毛利率延续了下滑趋势。往前看, 公司现有已售未结算资源 1540 万平方米, 合同金额 1631 亿元, 已售未结均价是 10590 元/平米, 与 2 季度末持平, 比 2011 年底下降约 6%, 随着土地成本的逐步抬高, 公司结算毛利率下行趋势将在未来两年延续。
- 费用率较高拖累净利润率:** 公司 3 季度三项费用率 12.1%, 为两年来单季度高点, 管理费用的大幅上升 (同比上升 87.7%)、财务费用维持高位是费用率较高的主因。公司 3 季度净利润率仅 8.8%, 过去三年中仅好于 2011 年 3 季度。
- 财务状况依然稳健:** 公司一年以内到期流动负债加上短期借款合计为 186.1 亿元, 而在手现金 333.1 亿元, 财务压力小。

### 发展趋势

前 3 季度公司已经实现销售 963.2 亿元, 目前开工竣工分别完成年初计划的 66% 和 49%, 全年预计将完成年初计划, 意味着全年可售资源将实现 1800~1900 万平米, 四季度推盘占比将达到约 30%, 我们预计全年销售额将实现约 1350 亿元, 其中四季度预测销售为 350 亿~390 亿元, 环比三季度上升 5%~10%, 占到全年销售额的 28% 左右, 与历史比例基本持平。公司 3 季度拿地权益金额 110 亿 (376 万平米), 环比快速恢复, 但累计看, 拿地速度依然偏慢, 我们维持 2012 年 250~300 亿的拿地金额预测。

### 估值与建议

我们维持公司 2012 年/2013 年盈利预测为每股 1.05 元及 1.15 元。目前公司股价对应 2012、2013 年市盈率分别为 8.0 和 7.3 倍, 对 2013 年净资产值有 33% 的折让。我们看好公司持续稳健增长能力, 且其作为行业龙头, 具备较强抗风险能力, 重申“推荐”评级。

### 风险

政策风险和宏观经济下行风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 3Q2012 年业绩分析

| (百万元)            | Quarterly data |               |             | 3Q12 中金评论           |
|------------------|----------------|---------------|-------------|---------------------|
|                  | 1~3Q11         | 1~3Q12        | YoY%        |                     |
| <b>主营业务收入</b>    | <b>29,308</b>  | <b>46,128</b> | <b>57.4</b> | 结算面积提升              |
| 主营业务成本           | 17,044         | 28,886        | 69.5        |                     |
| 主营业务税金及附加        | 3,492          | 5,250         | 50.3        |                     |
| <b>主营业务利润</b>    | <b>8,772</b>   | <b>11,993</b> | <b>36.7</b> |                     |
| 毛利率              | 29.9%          | 26.0%         |             | 结算均价企稳, 但毛利率下行趋势将延续 |
| 营业费用             | 1,689          | 2,105         | 24.6        |                     |
| 管理费用             | 1,271          | 1,597         | 25.6        |                     |
| 财务费用             | 195            | 670           | 244.0       |                     |
| 资产减值损失及其他        | 102            | 141           | 38.2        |                     |
| 三项费用率            | 10.8%          | 9.5%          |             | 单季度费用率提升            |
| <b>营业利润</b>      | <b>5,514</b>   | <b>7,481</b>  | <b>35.7</b> |                     |
| 营业利润率            | 18.8%          | 16.2%         |             |                     |
| 投资收益             | 89             | 672           |             |                     |
| 营业外收入            | 65             | 76            |             |                     |
| 营业外支出            | 18             | 63            |             |                     |
| <b>税前利润</b>      | <b>5,650</b>   | <b>8,166</b>  | <b>44.5</b> |                     |
| 税前利润率            | 19.3%          | 17.7%         |             |                     |
| 所得税              | 1,544          | 2,020         |             |                     |
| 少数股东权益           | 522            | 1,066         |             |                     |
| <b>净利润</b>       | <b>3,584</b>   | <b>5,080</b>  | <b>41.7</b> |                     |
| 净利润率             | 12.2%          | 11.0%         |             |                     |
| <b>总股本(百万)</b>   | <b>10,995</b>  | <b>10,995</b> |             |                     |
| <b>摊薄每股盈利(元)</b> | <b>0.33</b>    | <b>0.46</b>   | <b>41.7</b> | 业绩高增长               |
| <b>财务比率</b>      |                |               |             |                     |
| (%)              | 2011           | 3Q12          | Ppt         |                     |
| 资产负债率            | 77.1%          | 79.4%         | 2.3         |                     |
| 净负债率             | 23.8%          | 37.7%         | 13.9        | 财务状况良好              |
| 银行贷款占总负债比率       | 22.1%          | 21.8%         | -0.2        |                     |
| (%)              | 1~3Q11         | 1~3Q12        | Ppt         |                     |
| 主营业务利润率          | 29.9%          | 26.0%         | -3.9        |                     |
| 净利润率             | 12.2%          | 11.0%         | -1.2        |                     |
| (百万元)            | 2011           | 3Q12          | YoY%        |                     |
| 现金               | 34,240         | 33,307        | -2.7        | 拿地仍然较慢, 在手现金充足      |
| 预售房款             | 111,102        | 144,841       | 30.4        |                     |
| 经营活动现金流          | -              | 1,495         | 133.4       |                     |

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

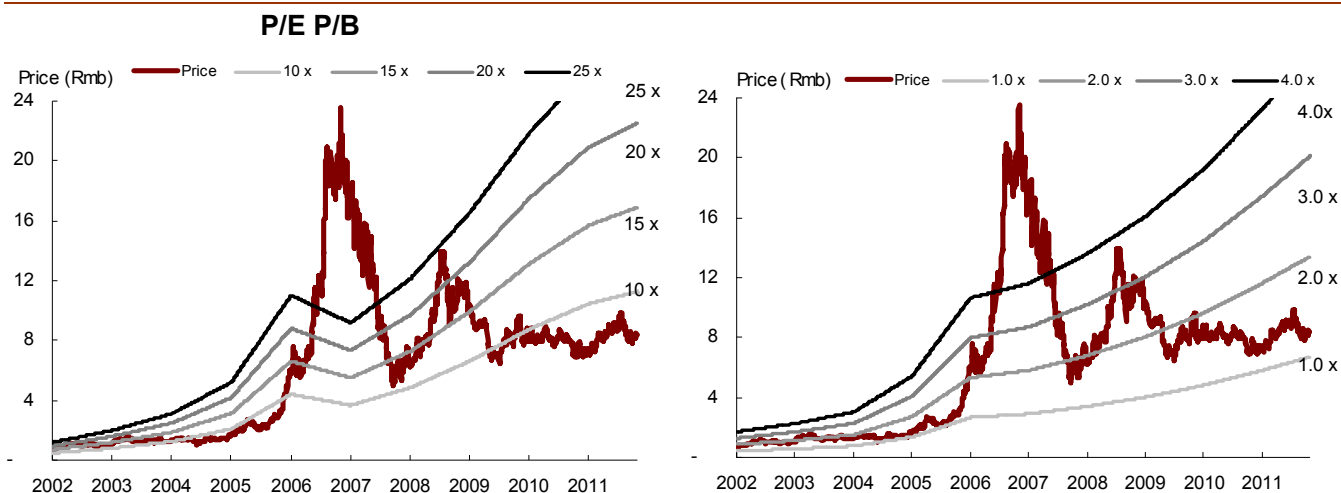
| 截至12月31日              | 2005A  | 2006A  | 2007A   | 2008A   | 2009A   | 2010A   | 2011A   | 2012E   | 2013E   |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>损益表 (人民币百万元)</b>   |        |        |         |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入                | 10,559 | 17,918 | 35,527  | 40,992  | 48,881  | 50,714  | 71,783  | 91,720  | 104,710 |
| 主营业务利润                | 3,033  | 4,898  | 10,804  | 11,453  | 10,764  | 15,016  | 20,776  | 25,415  | 27,941  |
| 减：营业费用                | 466    | 626    | 1,195   | 1,860   | 1,514   | 2,079   | 2,557   | 3,125   | 3,449   |
| 管理费用                  | 520    | 859    | 1,764   | 1,531   | 1,442   | 1,846   | 2,578   | 2,849   | 3,194   |
| 财务费用                  | 16     | 140    | 360     | 657     | 574     | 504     | 510     | 881     | 801     |
| 营业利润                  | 2,043  | 3,256  | 7,445   | 6,155   | 7,761   | 11,117  | 15,064  | 18,560  | 20,496  |
| 税前利润                  | 1,976  | 3,434  | 7,642   | 6,322   | 8,617   | 11,941  | 15,806  | 19,484  | 21,879  |
| 减：所得税                 | 543    | 1,011  | 2,324   | 1,682   | 2,187   | 3,101   | 4,206   | 4,871   | 5,470   |
| 减：少数股东损益              | 83     | 125    | 473     | 607     | 1,100   | 1,556   | 1,975   | 3,105   | 3,819   |
| 净利润                   | 1,350  | 2,298  | 4,844   | 4,033   | 5,330   | 7,283   | 9,625   | 11,508  | 12,590  |
| <b>资产负债表 (人民币百万元)</b> |        |        |         |         |         |         |         |         |         |
| 应收款项                  | 1,785  | 3,349  | 11,913  | 7,579   | 17,235  | 34,370  | 40,072  | 42,729  | 48,361  |
| 存货                    | 14,849 | 34,167 | 66,473  | 85,899  | 90,085  | 133,333 | 208,335 | 241,426 | 265,052 |
| 货币资金                  | 3,249  | 10,744 | 17,047  | 19,978  | 23,002  | 37,817  | 34,240  | 22,313  | 11,621  |
| 流动资产合计                | 19,885 | 48,263 | 95,433  | 113,456 | 130,323 | 205,521 | 282,647 | 306,468 | 325,034 |
| 固定资产                  | 217    | 510    | 852     | 1,464   | 1,356   | 1,220   | 1,596   | 2,939   | 3,403   |
| 应付款项                  | 9,297  | 18,211 | 40,180  | 46,688  | 59,430  | 112,852 | 177,137 | 193,708 | 201,915 |
| 短期借款                  | 900    | 2,715  | 1,105   | 4,602   | 1,188   | 1,478   | 1,724   | 1,380   | 1,104   |
| 流动负债合计                | 10,860 | 22,016 | 48,774  | 64,555  | 68,058  | 129,651 | 200,724 | 212,575 | 217,011 |
| 长期借款                  | 2,080  | 9,453  | 16,362  | 14,942  | 23,297  | 30,612  | 26,822  | 29,505  | 32,455  |
| 负债合计                  | 13,411 | 32,466 | 66,175  | 80,419  | 92,200  | 161,051 | 228,376 | 242,992 | 250,470 |
| 股东权益                  | 8,310  | 14,929 | 29,279  | 31,891  | 37,376  | 44,233  | 52,968  | 63,926  | 75,966  |
| 总资产                   | 21,992 | 49,920 | 100,094 | 119,237 | 137,609 | 215,638 | 296,208 | 322,526 | 342,825 |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |        |        |         |         |         |         |         |         |         |
| 经营活动现金流               | 843    | -3,024 | -10,438 | -34     | 9,253   | 2,237   | 3,389   | -7,767  | -8,922  |
| 投资活动现金流               | -378   | -1,552 | -4,604  | -2,844  | -4,191  | -2,192  | -5,653  | -1,572  | -398    |
| 筹资活动现金流               | -353   | 12,064 | 21,361  | 5,866   | -3,029  | 13,025  | 807     | -2,588  | -1,371  |
| 现金及现金等价物净增加额          | 117    | 7,495  | 6,303   | 2,932   | 2,024   | 13,094  | -1,483  | -11,927 | -10,691 |
| 期初现金及现金等价物余额          | 3,132  | 3,249  | 10,744  | 17,046  | 19,978  | 23,002  | 37,817  | 34,240  | 22,313  |
| 期末现金及现金等价物余额          | 3,249  | 10,744 | 17,046  | 19,978  | 23,002  | 37,817  | 34,240  | 22,313  | 11,621  |
| <b>财务指标</b>           |        |        |         |         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                   | 29%    | 27%    | 30%     | 28%     | 22%     | 30%     | 29%     | 28%     | 27%     |
| 经营利润率                 | 19%    | 18%    | 21%     | 15%     | 16%     | 22%     | 21%     | 20%     | 20%     |
| 净利率                   | 13%    | 13%    | 14%     | 10%     | 11%     | 14%     | 13%     | 13%     | 12%     |
| 股息收益率                 | 1.8%   | 1.8%   | 0.7%    | 0.6%    | 0.8%    | 1.2%    | 1.5%    | 0.6%    | 0.6%    |
| 资产收益率                 | 6.1%   | 4.6%   | 4.8%    | 3.4%    | 3.9%    | 3.4%    | 3.2%    | 3.6%    | 3.7%    |
| 净资产收益率                | 16.3%  | 15.4%  | 16.5%   | 12.6%   | 14.3%   | 16.5%   | 18.2%   | 18.0%   | 16.6%   |
| 资产负债率                 | 61%    | 65%    | 66%     | 67%     | 67%     | 75%     | 77%     | 75%     | 73%     |
| 净现金/股东权益              | 5%     | 14%    | 23%     | 33%     | 20%     | 18%     | 24%     | 33%     | 39%     |
| 每股盈利                  | 0.12   | 0.21   | 0.44    | 0.37    | 0.48    | 0.66    | 0.88    | 1.05    | 1.15    |
| 每股分红                  | 0.15   | 0.15   | 0.06    | 0.05    | 0.07    | 0.10    | 0.13    | 0.05    | 0.05    |
| 每股净资产                 | 0.76   | 1.36   | 2.66    | 2.90    | 3.40    | 4.02    | 4.82    | 5.81    | 6.91    |

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      |       | 总储备<br>(百万平米) |  |
|--------|--------|------|-------------|------------|----------|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|---------------------|------|------|------|------|--------------|------|-----------|-------|---------------|--|
|        |        |      |             |            |          |              | 09A           | 10A    | 11A    | 12E    | 13E    | 09A                      | 10A   | 11A   | 12E   | 13E   | 09A                 | 10A  | 11A  | 12E  | 13E  | 12E          | 13E  | 12E       | 13E   |               |  |
| A股     |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |                          |       |       |       |       |                     |      |      |      |      |              |      |           |       |               |  |
| 侧重开发:  |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |                          |       |       |       |       |                     |      |      |      |      |              |      |           |       |               |  |
| 万科A    | 000002 | 推荐   | 8.4         | n.a.       | n.a.     | 92.6         | 0.48          | 0.66   | 0.88   | 1.05   | 1.15   | 17.3                     | 12.7  | 9.6   | 8.0   | 7.3   | 2.5                 | 2.1  | 1.7  | 1.4  | 1.2  | 11.5         | 12.5 | -27%      | -33%  | 81.7          |  |
| 金地集团   | 600383 | 推荐   | 5.3         | n.a.       | n.a.     | 23.9         | 0.40          | 0.60   | 0.67   | 0.76   | 0.84   | 13.4                     | 8.9   | 7.9   | 7.1   | 6.4   | 1.6                 | 1.4  | 1.2  | 1.0  | 0.9  | 8.4          | 8.7  | -36%      | -39%  | 18.6          |  |
| 招商地产   | 000024 | 推荐   | 22.7        | n.a.       | n.a.     | 35.9         | 0.96          | 1.17   | 1.51   | 1.83   | 2.07   | 23.7                     | 19.4  | 15.0  | 12.4  | 11.0  | 2.4                 | 2.1  | 1.9  | 1.7  | 1.5  | 29.2         | 32.0 | -22%      | -29%  | 15.7          |  |
| 保利地产   | 600048 | 推荐   | 11.2        | n.a.       | n.a.     | 79.9         | 0.49          | 0.69   | 0.91   | 1.18   | 1.35   | 22.7                     | 16.2  | 12.2  | 9.5   | 8.3   | 3.2                 | 2.7  | 2.3  | 1.8  | 1.5  | 12.0         | 12.2 | -6%       | -8%   | 64.5          |  |
| 华侨城A   | 000069 | 推荐   | 6.0         | n.a.       | n.a.     | 43.8         | 0.23          | 0.42   | 0.44   | 0.47   | 0.53   | 25.7                     | 14.4  | 13.8  | 12.7  | 11.3  | 4.2                 | 3.3  | 2.7  | 2.3  | 1.9  | 6.9          | 7.6  | -13%      | -21%  | 9.5           |  |
| 金融街    | 000402 | 推荐   | 6.1         | n.a.       | n.a.     | 18.4         | 0.23          | 0.47   | 0.39   | 0.58   | 0.64   | 26.3                     | 13.0  | 15.5  | 10.5  | 9.5   | 1.2                 | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 0.8  | 10.6         | 11.9 | -43%      | -49%  | 8.7           |  |
| 首开股份   | 600376 | 推荐   | 10.5        | n.a.       | n.a.     | 15.7         | 0.62          | 0.90   | 1.26   | 1.30   | 1.50   | 16.9                     | 11.7  | 8.4   | 8.1   | 7.0   | 1.6                 | 1.5  | 1.2  | 1.1  | 0.9  | 13.4         | 15.1 | -22%      | -30%  | 20.0          |  |
| 中南建设   | 000961 | 推荐   | 11.0        | n.a.       | n.a.     | 12.8         | 0.48          | 0.63   | 0.80   | 1.04   | 1.21   | 22.9                     | 17.3  | 13.8  | 10.6  | 9.1   | 3.2                 | 2.4  | 1.9  | 1.6  | 1.3  | 14.7         | 15.4 | -25%      | -28%  | 11.6          |  |
| 滨江集团   | 002244 | 审慎推荐 | 7.6         | n.a.       | n.a.     | 10.3         | 0.48          | 0.71   | 0.58   | 1.41   | 1.65   | 16.0                     | 10.6  | 13.1  | 5.4   | 4.6   | 2.5                 | 1.7  | 1.5  | 1.2  | 1.0  | 13.8         | 11.2 | -45%      | -32%  | 4.8           |  |
| 北京城建   | 600266 | 审慎推荐 | 11.1        | n.a.       | n.a.     | 9.9          | 0.96          | 1.35   | 0.96   | 1.12   | 1.31   | 11.6                     | 8.2   | 11.6  | 9.9   | 8.5   | 2.0                 | 1.8  | 1.5  | 1.3  | 1.1  | 19.8         | 19.9 | -44%      | -44%  | 5.1           |  |
| 荣盛发展   | 002146 | 审慎推荐 | 9.9         | n.a.       | n.a.     | 18.6         | 0.33          | 0.55   | 0.82   | 1.12   | 1.30   | 30.5                     | 18.2  | 12.1  | 8.8   | 7.7   | 4.8                 | 3.5  | 2.6  | 2.1  | 1.7  | 9.9          | 10.0 | 0%        | -1%   | 16.6          |  |
| 北辰实业   | 601588 | 审慎推荐 | 2.8         | n.a.       | n.a.     | 8.3          | 0.17          | 0.06   | 0.14   | 0.19   | 0.25   | 16.1                     | 45.8  | 19.8  | 14.6  | 11.0  | 1.0                 | 1.0  | 1.0  | 0.9  | 0.8  | 5.5          | 5.5  | -50%      | -49%  | 7.2           |  |
| 冠城大通   | 600067 | 审慎推荐 | 5.1         | n.a.       | n.a.     | 6.0          | 0.24          | 0.44   | 0.68   | 0.81   | 0.83   | 21.2                     | 11.6  | 7.6   | 6.3   | 6.2   | 2.9                 | 2.4  | 1.7  | 1.3  | 1.1  | 6.1          | 7.0  | -16%      | -26%  | 3.0           |  |
| 华发股份   | 600325 | 审慎推荐 | 7.2         | n.a.       | n.a.     | 5.9          | 0.83          | 0.92   | 0.94   | 1.00   | 1.07   | 8.7                      | 7.9   | 7.7   | 7.2   | 6.7   | 1.2                 | 1.0  | 0.9  | 0.8  | 0.8  | 12.2         | 12.0 | -40%      | -40%  | 10.6          |  |
| 广宇集团   | 002133 | 中性   | 4.3         | n.a.       | n.a.     | 2.5          | 0.28          | 0.37   | 0.48   | 0.56   | 0.48   | 15.3                     | 11.6  | 8.8   | 7.6   | 8.8   | 1.4                 | 1.3  | 1.2  | 1.0  | 0.9  | 4.0          | 3.9  | 7%        | 10%   | 0.9           |  |
| 栖霞建设   | 600533 | 中性   | 3.9         | n.a.       | n.a.     | 4.1          | 0.21          | 0.27   | 0.26   | 0.32   | 0.30   | 18.3                     | 14.3  | 14.9  | 12.0  | 13.0  | 1.5                 | 1.1  | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 2.9          | 3.3  | 34%       | 17%   | 3.4           |  |
| 苏州高新   | 600736 | 中性   | 4.6         | n.a.       | n.a.     | 4.9          | 0.20          | 0.30   | 0.24   | 0.25   | 0.30   | 23.1                     | 15.3  | 18.8  | 18.3  | 15.4  | 1.5                 | 1.4  | 1.3  | 1.2  | 1.1  | 3.9          | 4.0  | 18%       | 16%   | 4.3           |  |
| 世茂股份   | 600823 | 中性   | 10.0        | n.a.       | n.a.     | 11.7         | 0.18          | 0.75   | 1.01   | 0.91   | 0.99   | 56.6                     | 13.3  | 9.8   | 11.0  | 10.0  | 1.7                 | 1.1  | 0.9  | 0.8  | 0.8  | 18.1         | 20.1 | -45%      | -51%  | 8.2           |  |
| 中华企业   | 600675 | 中性   | 4.3         | n.a.       | n.a.     | 6.7          | 0.41          | 0.45   | 0.48   | 0.33   | 0.33   | 10.5                     | 9.5   | 8.8   | 13.1  | 12.9  | 1.8                 | 1.5  | 1.3  | 1.2  | 1.1  | 5.5          | 4.7  | -22%      | -10%  | 3.3           |  |
| 阳光股份   | 000608 | 中性   | 5.1         | n.a.       | n.a.     | 49.8         | 0.03          | 0.04   | 0.02   | 0.02   | 0.02   | 186.3                    | 114.3 | 287.5 | 237.3 | 334.9 | 25.4                | 21.1 | 19.6 | 18.1 | 17.2 | 0.3          | 0.4  | #####     | ##### | 1.5           |  |
| 亿城股份   | 000616 | 中性   | 3.4         | n.a.       | n.a.     | 4.0          | 0.35          | 0.46   | 0.30   | 0.35   | 0.39   | 9.6                      | 7.4   | 11.1  | 9.6   | 8.6   | 1.4                 | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 4.4          | 4.6  | -24%      | -27%  | 2.7           |  |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 28.2 19.1 25.1 21.0 24.7 |       |       |       |       | 3.3 2.7 2.4 2.1 1.9 |      |      |      |      |              |      | 51% 40%   |       |               |  |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 18.3 13.0 12.1 9.9 8.8   |       |       |       |       | 1.8 1.5 1.3 1.2 1.1 |      |      |      |      |              |      | -22% -28% |       |               |  |
| 开发和持有: |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |                          |       |       |       |       |                     |      |      |      |      |              |      |           |       |               |  |
| 中国国贸   | 600007 | 审慎推荐 | 10.6        | n.a.       | n.a.     | 10.6         | 0.29          | 0.12   | 0.19   | 0.39   | 0.48   | 36.7                     | 88.1  | 54.8  | 27.2  | 22.0  | 2.4                 | 2.5  | 2.4  | 2.2  | 2.0  | 14.9         | 15.7 | -29%      | -33%  | 0.5           |  |
| 浦东金桥   | 600639 | 审慎推荐 | 6.5         | n.a.       | n.a.     | 5.5          | 0.39          | 0.57   | 0.49   | 0.36   | 0.42   | 16.8                     | 11.4  | 13.4  | 18.3  | 15.7  | 1.6                 | 1.6  | 1.5  | 1.4  | 1.3  | 13.4         | 14.9 | -51%      | -56%  | 1.6           |  |
| 陆家嘴    | 600663 | 中性   | 10.6        | n.a.       | n.a.     | 17.8         | 0.63          | 0.64   | 0.53   | 0.53   | 0.56   | 16.8                     | 16.6  | 20.1  | 19.8  | 19.1  | 1.9                 | 1.9  | 1.8  | 1.7  | 1.5  | 15.0         | 15.6 | -29%      | -32%  | 2.7           |  |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 23.5 38.7 29.4 21.8 18.9 |       |       |       |       | 2.0 2.0 1.9 1.8 1.6 |      |      |      |      |              |      | -37% -40% |       |               |  |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 16.8 16.6 20.1 19.8 19.1 |       |       |       |       | 1.9 1.9 1.8 1.7 1.5 |      |      |      |      |              |      | -29% -33% |       |               |  |
| B股     |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |                          |       |       |       |       |                     |      |      |      |      |              |      |           |       |               |  |
| 万科B    | 200002 | 推荐   | (HK\$)      | (HK\$)     |          | (HK\$ bn)    | (HK\$)        | (HK\$) | (HK\$) | (HK\$) | (HK\$) | 18.1                     | 12.9  | 9.3   | 7.8   | 7.1   | 2.6                 | 2.1  | 1.7  | 1.4  | 1.2  | 13.3         | 15.3 | -25%      | -35%  | 81.7          |  |
| 招商局B   | 200024 | 推荐   | 15.7        | 19.5       | 24%      | 41.7         | 1.09          | 1.36   | 1.84   | 2.23   | 2.52   | 14.4                     | 11.5  | 8.5   | 7.0   | 6.2   | 1.5                 | 1.3  | 1.1  | 1.0  | 0.8  | 33.9         | 39.1 | -54%      | -60%  | 15.7          |  |
| 金桥B    | 900911 | 推荐   | 5.3         | 7.0        | 31%      | 6.4          | 0.44          | 0.66   | 0.59   | 0.43   | 0.51   | 12.0                     | 8.0   | 8.9   | 12.2  | 10.5  | 1.2                 | 1.2  | 1.0  | 0.9  | 0.9  | 15.6         | 18.2 | -66%      | -71%  | 1.6           |  |
| 陆家B    | 900932 | 推荐   | 7.8         | 8.5        | 9%       | 20.7         | 0.72          | 0.74   | 0.64   | 0.65   | 0.68   | 10.9                     | 10.5  | 12.2  | 12.0  | 11.5  | 1.3                 | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 17.5         | 19.0 | -55%      | -59%  | 2.7           |  |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 13.9 10.7 9.7 9.8 8.8    |       |       |       |       | 1.6 1.4 1.2 1.1 1.0 |      |      |      |      |              |      | -50% -56% |       |               |  |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 13.2 11.0 9.1 9.9 8.8    |       |       |       |       | 1.4 1.2 1.1 1.0 0.9 |      |      |      |      |              |      | -54% -59% |       |               |  |
| H股     |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        |                          |       |       |       |       |                     |      |      |      |      |              |      |           |       |               |  |
| 华润置地   | 1109   | 推荐   | 17.2        | 21.7       | 27%      | 100.0        | 0.52          | 0.73   | 0.96   | 1.16   | 1.38   | 32.9                     | 23.5  | 17.8  | 14.8  | 12.5  | 2.7                 | 2.2  | 1.7  | 1.5  | 1.3  | 19.8         | 17.9 | -13%      | -4%   | 29.9          |  |
| 中国海外   | 688    | 推荐   | 20.2        | 21.1       | 4%       | 165.1        | 0.79          | 1.20   | 1.59   | 1.89   | 2.19   | 25.5                     | 16.8  | 12.7  | 10.7  | 9.2   | 3.9                 | 3.0  | 2.3  | 1.9  | 1.6  | 19.2         | 18.9 | 5%        | 7%    | 43.5          |  |
| 龙湖地产   | 960    | 推荐   | 13.1        | 16.7       | 27%      | 67.7         | 0.33          | 0.51   | 1.03   | 1.30   | 1.48   | 39.2                     | 25.7  | 12.7  | 10.1  | 8.8   | 4.9                 | 3.6  | 2.5  | 1.9  | 1.5  | 19.1         | 19.5 | -31%      | -33%  | 33.8          |  |
| 融创中国   | 1918   | 推荐   | 4.0         | 4.5        | 13%      | 12.0         | 0.30          | 0.60   | 0.70   | 1.07   | 1.15   | 13.5                     | 6.7   | 5.7   | 3.7   | 3.5   | 7.7                 | 2.2  | 1.4  | 1.0  | 0.8  | 9.6          | 9.1  | -58%      | -56%  | 11.2          |  |
| 雅居乐    | 3383   | 推荐   | 8.8         | 13.1       | 49%      | 30.3         | 0.61          | 1.21   | 1.38   | 1.46   | 1.57   | 14.3                     | 7.3   | 6.4   | 6.0   | 5.6   | 1.9                 | 1.4  | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 21.8         | 22.0 | -60%      | -60%  | 37.5          |  |
| 方兴地产   | 817    | 推荐   | 2.4         | 3.2        | 33%      | 21.8         | 0.11          | 0.12   | 0.16   | 0.24   | 0.31   | 20.8                     | 20.4  | 15.1  | 9.8   | 7.8   | 1.3                 | 0.9  | 0.8  | 0.8  | 0.7  | 3.5          | 3.4  | -33%      | -31%  | 16.1          |  |
| 北辰实业   | 588    | 推荐   | 1.5         | 2.0        | 32%      | 9.6          | 0.22          | 0.12   | 0.22   | 0.24   | 0.32   | 7.0                      | 13.4  | 7.1   | 6.3   | 4.9   | 0.4                 | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 6.8          | 6.7  | -77%      | -77%  | 7.2           |  |
| 绿城中国   | 3900   | 推荐   | 9.6         | 11.2       | 17%      | 20.4         | 0.42          | 0.71   | 1.48   | 1.76   | 1.90   | 22.9                     | 13.5  | 6.5   | 5.4   | 5.0   | 1.9                 | 1.7  | 1.4  | 1.0  | 0.8  | 18.6         | 19.4 | -49%      | -51%  | 42.0          |  |
| 世茂地产   | 813    | 审慎推荐 | 14.7        | 15.6       | 6%       | 51.0         | 0.79          | 0.98   | 1.34   | 1.59   | 1.86   | 18.6                     | 15.0  | 10.9  | 9.2   | 7.9   | 1.9                 | 1.6  | 1.4  | 1.2  | 1.0  | 22.3         | 22.9 | -34%      | -36%  | 39.5          |  |
| 远洋地产   | 3377   | 审慎推荐 | 4.8         | 5.0        | 5%       | 27.8         | 0.21          | 0.41   | 0.46   | 0.49   | 0.57   | 23.3                     | 11.8  | 10.4  | 9.7   | 8.5   | 1.0                 | 0.8  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 7.8          | 7.6  | -38%      | -37%  | 24.0          |  |
| 碧桂园    | 2007   | 审慎推荐 | 3.2         | 3.5        | 10%      | 57.8         | 0.14          | 0.27   | 0.39   | 0.42   | 0.44   | 23.2                     | 11.6  | 8.2   | 7.5   | 7.2   | 2.4                 | 2.0  | 1.6  | 1.4  | 1.3  | 3.9          | 3.7  | -18%      | -15%  | 61.4          |  |
| 恒大地产   | 3333   | 审慎推荐 | 3.4         | 4.2        | 26%      | 50.1         | 0.03          | 0.39   | 0.67   | 0.77   | 0.82   | 106.5                    | 8.5   | 5.0   | 4.4   | 4.1   | 3.4                 | 2.1  | 1.3  | 1.0  | 0.8  | 7.7          | 8.2  | -56%      | -59%  | 136.8         |  |
| 首创置业   | 2868   | 中性   | 2.3         | 2.8        | 22%      | 4.6          | 0.30          | 0.53   | 0.57   | 0.67   | 0.67   | 7.6                      | 4.3   | 4.0   | 3.4   | 3.4   | 0.9                 | 0.8  | 0.7  | 0.6  | 0.5  | 5.4          | 5.3  | -58%      | -56%  | 10.7          |  |
| 恒盛地产   | 845    | 中性   | 1.3         | 1.2        | -8%      | 9.7          | 0.21          | 0.27   | 0.27   | 0.24   | 0.27   | 5.9                      | 4.7   | 4.7   | 5.1   | 4.7   | 0.8                 | 0.6  | 0.5  | 0.4  | 0.4  | 3.7          | 3.8  | -66%      | -67%  | 19.2          |  |
| 宝龙地产   | 1238   | 中性   | 1.3         | 1.5        | 14%      | 5.3          | 0.34          | 0.30   | 0.27   | 0.28   | 0.30   | 3.8                      | 4.4   | 4.8   | 4.6   | 4.3   | 0.6                 | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 2.8          | 2.5  | -54%      | -47%  | 8.5           |  |
| 深控股    | 604    | 中性   | 1.91        | 2.07       | 8%       | 6.9          | 0.22          | 0.22   | 0.34   | 0.36   | 0.38   | 8.8                      | 8.6   | 5.6   | 5.3   | 5.0   | 0.6                 | 0.5  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 3.7          | 3.52 | -48%      | -46%  | 22.5          |  |
| SOHO中国 | 410    | 中性   | 5.21        | 5.50       | 6%       | 27.0         | 0.37          | 0.79   | 0.31   | 0.85   | 0.55   | 14.2                     | 6.6   | 17.0  | 6.1   | 9.4   | 1.4                 | 1.2  | 1.0  | 0.8  | 0.7  | 9.5          | 6.8  | -45%      | -23%  | 2.8           |  |
| 富力地产   | 2777   | 中性   | 9.4         | 11.9       | 27%      | 30.3         | 0.95          | 1.32   | 1.71   | 1.68   | 1.70   | 9.9                      | 7.1   | 5.5   | 5.6   | 5.5   | 1.6                 | 1.3  | 1.1  | 0.9  | 0.8  | 16.9         | 16.6 | -44%      | -43%  | 24.5          |  |
| 平均值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 16.6 12.3 9.2 7.4 6.7    |       |       |       |       | 2.0 1.4 1.1 0.9 0.8 |      |      |      |      |              |      | -44% -41% |       |               |  |
| 中间值    |        |      |             |            |          |              |               |        |        |        |        | 14.3 11.7 7.6 6.2 6.4    |       |       |       |       | 1.5 1.3 1.1 0.9 0.8 |      |      |      |      |              |      | -46% -45% |       |               |  |

图表 4：历史 P/E 和 P/B



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: (6 5) 6572-1999  
Fax: (6 5) 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

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 上海淮南路证券营业部

上海市淮南路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3层  
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



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