

2009-02-20

房地产管理与开发

维持

增持

筑底还是探底？

——华南房地产市场调研纪要

- ◇ 报告起因：我们实地调研了华南房地产市场，并拜访了“万保招金”四大公司
- ◇ 潜在催化因素：房地产市场进一步回暖

◆筑底还是探底？

近期，我们前往深圳和广州拜访了“万保招金”四大地产商，并参观位于深圳和东莞的多个项目。通过调研，我们确认华南房地产市场春节以来的回暖趋势仍在延续，开发商的新开工指标将继续缩减，从而使得新增供应继续放缓；同时，政策和信贷的放松也缓解了开发商的压力。综合来看，我们认为 09 年的房地产市场不会再像 08 年那样大幅回调，而会走出一个振荡筑底的走势。另一方面，通过对比我们发现在这一轮市场大起大落面前，四大开发商的预判和应变能力也有很大的差异，同时由于扩张节点和拿地成本的差异，各家公司将先后迎来其利润率的拐点。

◆万科（000002）

虽然，市场成交总体明显下滑，但万科深圳公司 08 年的销售额仍从 07 年的 65 亿上升到 67 亿，市场份额从 8.4% 上升到 13%。过去一年中，万科先后采取了降价、控制成本、以销定产和产品调整等措施来维持自身的竞争力。虽然市场仍旧面临许多不确定性，万科的目标是 09 年的销售量要争取超过 08 年。

◆保利地产（600048）

09 年，保利地产内部将实行大区管理体系，以此强化总部的管理、区域公司对项目公司的指导。其次，保利将在内部重点推行所谓的“标准化”，在产品设计、内部管理方面，以提高工作效率，分享成熟的经验，少犯同样的错误。销售方面，保利 09 年的销售目标比 08 年略高，目前公司有 170 万平米的已售未结项目以及一些可作为利润蓄水池的商业地产项目。总体上看，公司盈利增长的确实性更高（参见 2 月 18 日的报告）。

◆金地集团（600383）

金地集团 09 年的各项经营指标有可能在 08 年的基础上进一步下调，体现了公司对市场谨慎判断。在各区域公司中，上海金地独树一帜，武汉、西安和沈阳公司也打开了局面，但华南区域未来的盈利压力较大。

◆招商地产（000024）

08 年，招商地产全年销售额大约完成年初计划的 74% 左右。09 年，公司计划在 11 个城市推盘 25 个项目，可售面积增加到 200 多万平米。土地减值方面，将采取偏保守的态度，估计只会计提与九龙仓合作的项目。

◆调整盈利预测及评级

我们下调了四大公司 08 及 09 年的盈利预测，幅度 9%-37% 之间。同时，我们将保利地产列为我们四大公司中的首选推荐。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600048	保利地产	18.88	0.61	0.91	1.20	买入
000024	招商地产	16.45	0.67	0.70	0.86	买入
000002	万科 A	7.74	0.44	0.42	0.52	增持
600383	金地集团	8.42	0.58	0.61	0.69	增持

分析师：

赵强

021-22169113

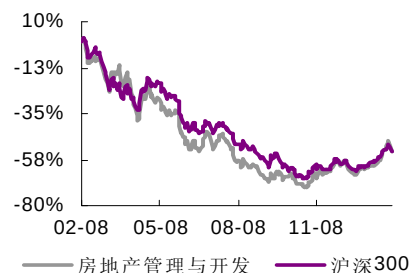
zhaoqiang@ebcn.com

翁非玉

021-22169116

wengfy@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

执行力经受了市场考验

..... 2009-02-18

春寒虽料峭，静待春来到

..... 2009-02-09

需求面因素继续改善，市场维持回暖

..... 2009-01-09

大起大落之后的修复期——2009 年房地产行业投资策略报告

..... 2009-01-07

筑底还是探底？

——华南房地产市场调研纪要

2月10日至13日，我们前往深圳和广州拜访了四大地产商：万科（000002）、保利地产（600048）、金地集团（600383）和招商地产（000024），并参观了金地梅陇镇、博登湖、格林上院和招商兰溪谷等项目。通过这次调研，我们确认华南房地产市场春节以来的回暖趋势仍在延续，开发商的新开工指标将继续缩减，从而使得新增供应继续放缓；同时，政策和信贷的放松也缓解了开发商的压力。综合以上因素，我们认为09年的房地产市场不会再像08年那样大幅回调，而会走出一个振荡筑底的走势。

另一方面，通过对比，我们发现在这一轮房地产市场的大起大落面前，四大开发商的预判和应变能力仍有很大的差异，体现了各家公司核心竞争力的强弱，同时由于扩张节点和拿地成本的差异，各家公司将先后迎来各自利润率的拐点。

以下，我们把这次考察过程中，与各家公司访谈的概要摘录如下，以飨各位。

万科（000002）

访谈内容

深圳房地产市场的趋势变化

2008年，深圳房地产市场呈现价量齐跌的态势：全年的商品住宅成交额仅为517亿元，比07年减少32%；成交均价则从12000元的水平下跌到最低的9000元左右，跌幅也接近30%。深圳这一轮调整始于07年的10月份，当时的触发因素是银行收紧第二套房贷。经过一年的调整以及中央政策的放松，08年10月份起成交量有所上升，尤其是12月份的成交量创出了一年来的新高。但是，包括万科在内的市场人士仍旧担心整体经济环境不如以前，会导致客户的购买力有所下降，因而估计春节后，楼市的成交量将急速下滑。

但是，实际情况却并非如此。1月份乃至春节后，深圳市场反而出现了小阳春的回暖行情：首先，09年春节期间的成交额不仅高于去年同期，而且还高于06年和07年同期的数据；其次，深圳市场在1月份成交了1111套，成交额约为10亿元左右，这个数据比08年1-11月份任何一个月都高，仅低于12月份的成交量。第三、从深圳万科的掌握的情况看，回暖趋势仍在持续。2月1日，万科深圳在售的八个项目全部有成交，其中天琴湾以5480万的价格售出一套顶级豪宅，而去年全年深圳市场

都没有成交过一套，而 1000 多万一套的公馆，去年 9 月以来未成交，但近期也成交了 3 套。糖樾项目春节前积累的 15 批诚意客户，过节后也成交了 9 套，远远超出预期，成交比率远高于预期。

对于近期的回暖，万科方面认为是得益于刚性需求的支持和买家的信心恢复。对于市场能否持续回暖，万科也持保留态度，预计近期的窗口期将在两会后关闭。

深圳万科的应对策略

虽然，07 年深圳市场总体处于明显的下滑，但万科深圳公司 08 年的销售额仍从 07 年的 65 亿上升到 67 亿，市场份额从 8.4% 上升到 13%，连续八年居深圳市场第一位。

优良的业绩是与深圳万科的专业能力分不开的。面对突如其来的市场转势，万科展现了业内最强的敏锐度和应变能力。08 年一季度，万科感觉到库存压力增加之后，及时率先采取降价；二季度，万科内部掀起了所谓的“海浪行动”，根据客户价值排序对产品进行优化，减少不合理的开支，降低成本；三季度，万科采取了“以销定产”、“关停并转”的举措，放慢开工的同时对部分在建项目进行停工缓建，强化了对现金流的管理；四季度，万科对产品的规划设计进行调整，使产品更加符合当前客户的需求。以近期开盘热销的金域华府为例，虽然面对诸多不利因素，但由于对产品的户型进行调整和重新报建，该项目的各项销售指标（销售面积、销售金额、销售套数、销售率）在深圳一月份的销售排行榜上都高居第一。

对于 09 年的销售目标，虽然市场仍旧面临许多不确定性。但是，万科有信心超过去年。一方面，从 07 年的房价下跌，客户与开发商的心理落差都太大，现在双方都更加理性看待房价的调整。从调查数据看，大多数客户都预期房价已经见底。同时，政府、老业主、社会舆论对降价问题的看法也更加理智宽容，给开发商的定价更加灵活。另一方面，从能力和应变方面，万科也都会比去年强的多。去年万科公司上下或多或少仍旧沉浸在所谓的“牛市心态”中，而现在员工的心态和价值观都有很大的转变。万科去年的成交高峰发生在 3 月和年底 11-12 月，前者是迫于库存压力，而后者是迫于业绩压力，而年中的一些月份并未使出全力。09 年，万科将以如履薄冰的态度来面对每个月的销售。

09 年的经营计划

2008 年，万科几度下调了项目的新开工面积，实际完成数大约在 570 万平方米左右。预计 2009 年的新开工面积将继续低于 08 年。在建项目中方面，目前在建的面积大约有 1200 万平方米，这个指标比 07 年底大概增加了 200 万平方米左右。其中，380 万平方米已经售出，400 万平方米在 2-3 个月内就具备预售条件。对于 09 年的销售量，初步的目标是要争取超过 08 年。

竣工结算方面，由于前两年新开工的项目仍将陆续竣工，因此 09 年的竣工量并不会下降。盈利能力方面，估计 08 年的毛利率将显著低于 07 年，

而且 09 毛利率有可能继续下降到 23%-24% 的水平。土地减值方面，三季度已经提了 5.5 个亿，由于四季度房价仍在下跌，所以仍需要再提一些。投资方面，09 年万科仍旧不会大举拿地。

观感与结论

通过访谈，我们感觉到万科在去年楼市的调整中，表现出最好的判断和应变能力。在 07-08 年楼市的大起大落中，在几家大公司中，万科是拿地最谨慎、卖房最坚决的。相对冷静的判断和快速反应能力使得万科又扩大了与竞争对手的差距。

保利地产（600048）

访谈内容

广州房地产市场的趋势变化

公司认为，广州市场近期明显有回暖的迹象。1 月份，虽然公司没有新盘推出，但成交面积与金额同比仍旧大幅增长。上周末（2 月 7 日至 8 日），成交即有 2 亿元，单个项目平均销售 6-7 套，而以前只能成交 2-3 套。广州保利最近推出的中环广场，定价 18000 元/平米起（比最高峰下降了 30% 左右），开盘即销售了 90%。

保利的经营情况

08 年，保利地产的销售高峰集中在 6 月份和 10-12 月份。6 月份的销售主要来自北京的两个项目，而年底长春、成都、天津和广州都有项目参与贡献。回顾去年的销售，杭州项目由于晚了两个月，由于万科开始降价，杭州保利东湾失去了最佳的销售时机，以目前的价格估计，每平方米大约只赚几百元。

2008 年，保利地产的新开工面积大约为 400 万平米，比前一年下降 25%-30%，09 年的新开工面积也不会超过 08 年。目前，保利的在建面积在 1000 万平米以上，公司一般以 60% 的销售率估计销售目标。

08 年，保利地产的实际销售额为 205 亿元，销售均价 8000 元/平米左右。09 年，保利地产的销售目标比 08 年略高，目前公司有 170 万平米的已售未结面积及一些可作为利润蓄水池商业地产项目。2008 年，保利的土地储备投资约 100 亿元，获得的土地面积约为 500 万平米，与新开工面积等量。毛利水平项目，08 年的毛利水平将 07 年上涨，但由于高价地的问题，09 年的毛利会下降至 2005-2007 三年的平均水平左右。但是，08 年新增项目的毛利又回到了 30-35%，所以预期 2010 年的毛利率又回重新上升。（精确的数据请参见公司已于 2 月 18 日公布的年报）

土地拨备方面，07 年，保利拿的高价地主要有三幅：广州金沙洲项目、杭州下沙项目和上海宝山项目。杭州下沙项目目前仍有几百元的毛利，而且市场是处于比较糟糕的状态，所以公司并不准备计提。上海宝山项目，08 年底已经开盘，公寓卖 9000 元基本可保本，而别墅部分的盈利仍较可观。同时，年底保利又在附近拿下一幅土地，摊低了土地成本；所以上海项目也不会计提准备。07 年 9 月份拿下的金沙洲项目，其中

A04 地块政府尚未交地，有退地的可能，其次，公司后来也在附近继续拿地，摊低了成本；第三、规划限高有可能从 80 米放宽到 120 米，可以腾出更多的土地开发别墅。因此，综合考虑，金沙洲应提的土地减值大约只有 2-3 亿左右。

今年起，保利的内部将实行大区管理体系，首先将设立北京（管理北京、包头、天津项目）、上海（上海、杭州）和广州（管理广州项目），以此强化总部的管理、区域公司对项目公司的指导。其次，保利将在内部重点推行所谓的“标准化”，在产品设计、内部管理方面，以提高工作效率，分享成熟的经验，少犯同样的错误。

观感与结论

我们认为，在过去这轮楼市调整中，保利地产的反应速度在四大公司中仅次于万科，而其在销售方面的能力明显高出同行。投资方面，虽然保利也拿过一些高价地，但问题并没有想象地那么严重，而且公司较强的项目开发和执行能力弥补了地价上升的劣势。

金地集团（600383）

访谈内容

对市场及政策的看法

金地公司总体上感觉 08 年的房地产市场形势变化很快：08 年上半年房地产市场形势还可以，特别是公司所在的东北和上海市场，但进入下半年后，原先形势比较好的上海市场不乐观，华南市场则从 12 份起销售有起色。深圳市春节期间的销量比去年春节期间要低，但春节后客户到访量有明显回升，全市日均成交量也逐步恢复，目前日均基本在 100 多套，还未达到 12-1 月高峰时的量。金地集团对 09 年房地产市场的判断是：市场将呈现前低后高的走势，有望在 3 季度回暖，就区域来说，公司认为华南市场可能更好点。

政策方面，信贷目前是比较松的，二套房贷政策在很多银行也基本是完全放开了。开发贷款一般用借新还旧的方式来解决。公司认为，未来“90/70”政策有松动的可能性。

经营现状及计划

09 年的 Kick off 会议定于 2 月 25 日开，目前还不适合披露具体的数据。但是，估计 09 年的经营指标会低于 08 年，但下降幅度不会很大，估计在 20%以内。具体而言：

- （1）开工：08 年初计划全年开工 261 万平米，实际情况约下降了近 30%，即不到 200 万平米，09 年将继续下降；
- （2）销售：公司预计 09 年的销售量和 08 年持平。
- （3）毛利率：07 年的结算毛利率 43%，预计 08 年为 40%，09 年可能会进一步下行。

- (4) 库存：目前库存 60-70 万平米（即达到预售状态的期房和已竣工的现房），大约需要半年时间消化，这是好于市场整体的消化时间的。
- (5) 拿地计划：北京项目已基本销售完，09 年会考虑在北京拿地，同样的情况还有宁波。上海的项目储备也已不多，正在上海寻找合适机会。

土地减值准备计提问题

公司 07 年共增加土地储备规划建筑面积 504 万平米，土地款合计 136 亿元，平均楼面地价 3200 元/平米，而预计的平均售价大约有 10000 元/平米，所以并非像市场所担心的 07 年拿的土地都是亏损的。其中，盈利能力比较好的项目有：（1）沈阳长青项目，土地增值较多；（2）西安两个项目与原来的项目已连成片，在区域内已有定价权，利润率也较高，这三个项目合计有 162 万平米建面。

计提存货减值准备可能性较大的项目有：（1）深圳上塘道花园项目，单方成本将近 1 万，但参考梅陇镇三期的定价只有 9000 元左右，估计大概需要计提减值准备 1.5 亿元；（2）武汉京汉大道项目（3）天津国际广场项目，销售可能会往后延；（4）杭州项目，单位成本差不多 10000 元，但是附近的中海的一个项目仅卖 8000 多元/平米。另外南京板桥项目、也在盈亏边缘，而番禺项目退地的概率较高。我们估算，08 年需要计提的土地减值准备大概要有 3-4 亿元。

项目调研情况

我们实地考察了金地在深圳和东莞在售的三个楼盘。总体上的感觉是，第一，市场近期总体在回暖；第二、每个楼盘都有 6-12 个月的准现房库存待售；第三、几个项目的销售情况有差异，深圳梅陇镇较好，博登湖尚可，格林上院压力较大。

深圳梅陇镇：

梅陇镇项目占地面积 13.6 万平米，总建筑面积 42 万平米，共分四期开发。一期至三期地块是连在一起的，而四期与前三期隔着一条路，且地块形状是狭长的，前后都有路，位置较差。因此同样是毛坯，四期的单价比第三期要低 1000 多元。销售进度方面，一期全部售完，二至四期还剩余 500 多套，销售率约 80%。另外三至四期还有 5300 平米商业在售。竣工进度方面，一、二期已交付，三期将于今年 6 月 30 日交付，四期 2010 年 1 月 30 日交付。

销售形势方面，最近 2-3 个月每周平均可以销售 20 多套，到访率也很高，春节后看房的人更多，上周日一天销售 30 套。我们在现场看到约有 3 组客户在看房、洽谈。价格方面，目前二期毛坯单价 9000-10500 元/平米，三期精装修单价 9000-12000 元，四期毛坯单价 7600-9000 元。商业单价 13500-28000 元。二期价格比最高点时大约跌了 30%。三至四期以自住客为主。07 年 9 月后没有再降价，现在的价格应该是可以被市场接受的。目前二手房一期精装修单价在 9000 多。租赁情况不是太好，租金水平较低。我们估算了一下，租金收益率不到 3%，主要原因是周边配套尚不成

熟。

周边的竞争楼盘主要是万科的金域华府，是元旦开的新盘，定价也比较合理，精装公寓单价 12000 元，其中有 5000 元的精装修标准。由于位置较好，价格也较低，销售非常好，现在每天销售 50-60 套，对梅陇镇项目有一定的客户分流影响。

东莞博登湖

项目位于塘厦的行政中心，毗邻博登湖畔，地理位置相当好。附近有三正半山酒店、易居等较高端物业。距离深圳关内 34 公里，距离东莞 36 公里，塘厦镇的主导产业是电子业，项目周围有华强、康舒等较大的电子工厂。

项目分三期开发，占地 18 万平米，规划建筑面积 32 万平米。一期八栋高层住宅，占地 3.9 万平米，7 万建筑面积。一期与 08 年 3 月 16 日开盘，售价在 6800-7800 元之间，目前总共 564 套住宅卖了 300 多套。价格走势方面，08 年 8 月份，公司将价格平均小调了 1000 元左右。销售代理称，降价后下半年的销售要好于上半年。在当地在售的五个楼盘，这个项目的销售形势是最好的。二期项目正在施工，为联排和叠加别墅，估计销售情况会更好些。

图 1：金地东莞博登湖项目实景



资料来源：光大证券研究所

3. 东莞格林上院

该项目占地 9.47 万平米，建筑面积为 21.7 万平米，分三期开发。项目一期于 07 年 10 月 28 日开盘，当时正是楼市最高峰，当天就成交了 300 套，成交均价约 5000 元。08 年 1 月份，二期开盘，价格调低至 4000 元左右。8 月份，借奥运之机，又以 3200 元的低价推了一批位置较差的特惠房。目前，一期仍旧剩下 20% 的房子未卖，二期则只销售了三分之一。目前总的库存大约有 500 多套，当前的销售速度，足够卖一年。目前，该项目的销售速度大约是每月成交 30 套左右。

从项目本身的条件来看，由于公交车问题尚未解决，周边有家具厂和鞋厂的环境问题，所以销售面临一定不利因素。在当地片区的三个项目中，金地的项目好于新世界领居，但不及中惠熙园的沁林山庄。

图 2：金地东莞格林上院项目实景



资料来源：光大证券研究所

观感与结论

这次实地考察给我们留下的感觉是，金地公司总体上仍然存在一定的经营压力，公司上下对 09 年的市场仍旧保持相当程度的谨慎判断。从各个区域来看，上海金地在公司内部独树一帜，而武汉、西安和沈阳公司也打开了局面，但深圳公司（包括东莞、广州、佛山）未来的盈利压力较大，而北京公司缺地的问题也一直存在。

招商地产（000024）

访谈内容

经营现状及经营计划

08年，招商地产在11个城市，推盘16个项目。全年实现签约及认购金额约79.4亿元，合同金额则大约是74亿元，大约实现了年初计划的74%左右。物业收租业务方面，08年预计营业收入4.8亿元，虽然出租率略有下降，但出租单价上升，09年预计超过5亿元。其他业务则与07年基本持平。

09年，公司计划在11个城市推盘25个项目，可售面积增加到200多万平方米，比08年有大幅增长。08年新开工面积大约是200万平方米，09年计划新开工面积仅130万平方米，下降35%。09年的经营策略还是加快销售。公司也确认，春节后市场有回暖的迹象，兰溪谷最近的销售好于08年中和下半年。

土地减值准备问题

公司对08年土地减值准备的计提可能会采取偏保守的态度，我们估计其只会计提与九龙仓合作的项目，包括：（1）南京仙林G82地块，该项目存在退地的可能性，已支付的定金共1.2亿元，由于招商仅拥有50%的权益，因此有可能计提6000万（2）苏州唯亭项目，目前正在考虑申请调整规划方案，增加高毛利的产品（3）佛山禅城项目。我们估计大概要提2亿元左右。

蛇口的改造开发规划

大股东手上还有深圳蛇口太子湾及海上世界共200多万平方米建筑面积的土地储备，市政府希望这两个片区加快开发。太子湾的土地，政府原来打算以招拍挂方式出让，但现在可能直接由集团拿，而海上世界的土地已是可直接开发的净地。毫无疑问，从地理位置和规划方案来看，这些土地的价值比招商地产过去开发的花园城和海月地块更好，独特的景观资源与临近西部通道是最大的卖点。目前周边住宅的售价在3万元/平米左右。

观感与结论

08年的市场调整，对招商地产形成了较大的冲击。尤其是在营销方面，公司内部感受到了自身短板所在，正努力加以改善。从短期来看，2009-2010年公司的盈利能力仍旧可以保持，但等高成本项目开始结算后，公司的盈利能力将有所下滑。但是必须看到，招商集团和大股东蛇口工业区对公司发展的支持作用是其他三个公司所无法比拟的。

调整盈利预测及评级

我们根据项目竣工销售、土地拨备情况，调整了对四大公司 08 和 09 年的盈利预测，具体情况见表 1。同时，我们将保利地产列为我们四大公司中的**首选推荐**。原因在于，保利地产在 08 年的销售业绩在四大中居首位，体现了公司超强的执行力。同时，保利在广州、北京、上海三大核心城市的发展更加均衡，这也是其他三个公司所没能做到的。

表 1、四大地产股的盈利预测调整情况

单位: 百万元	08 年净利润			09 年净利润		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
万科	5320	4650	-13%	6600	5750	-13%
保利地产	2832	2239	-21%	4674	2950	-37%
金地集团	1280	1020	-20%	1550	1150	-26%
招商地产	1331	1210	-9%	1678	1480	-12%

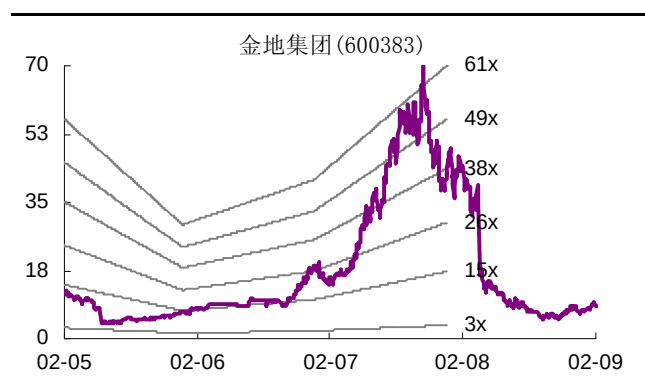
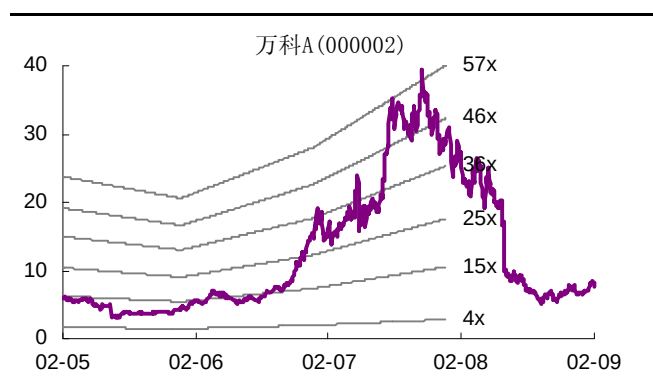
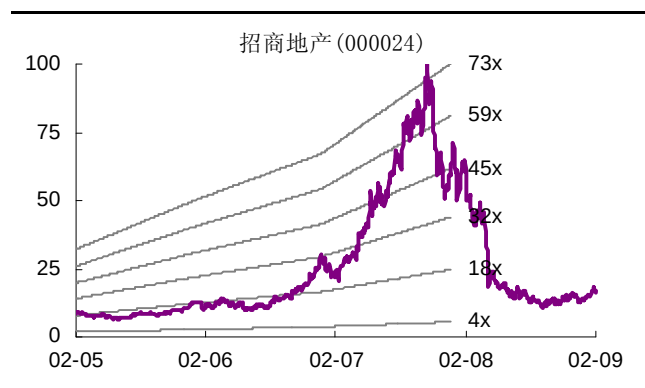
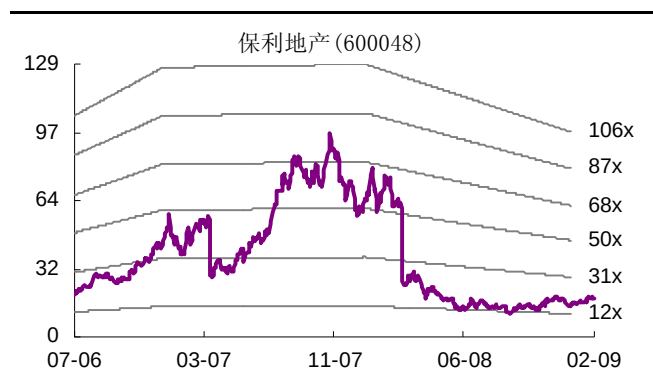
资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009-2-20	亿元	亿元	07A	08F	09F	07A	08F	09F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科A	7.74	851	729	0.44	0.42	0.52	17.6	18.3	14.8	2.74	2.8	7.17	8%	增持	增持
600048	保利地产	18.88	463	236	0.61	0.91	1.20	31.1	20.7	15.7	5.74	3.3	18.77	1%	增持	买入
600383	金地集团	8.42	141	138	0.58	0.61	0.69	14.6	13.9	12.3	5.26	1.6	10.76	-22%	买入	增持
002244	滨江集团	12.39	129	15	0.44	0.71	0.88	28.3	17.4	14.2	2.77	4.5	10.27	21%	买入	买入
000718	苏宁环球	7.83	111	30	0.15	0.53	0.74	52.2	14.8	10.6	1.05	7.4	8.91	-12%	增持	增持
600533	栖霞建设	4.76	50	50	0.33	0.34	0.41	14.5	14.0	11.6	2.43	2.0	4.74	0%	增持	增持
000616	亿城股份	5.92	36	29	0.49	0.53	0.60	12.0	11.1	9.9	3.92	1.5	9.50	-38%	买入	买入
002133	广宇集团	5.01	25	12	0.31	0.36	0.42	16.4	13.9	11.9	2.16	2.3	7.87	-36%	增持	增持
平均								23.3	15.5	12.6		3.2		-10%		
综合经营																
000024	招商地产	16.45	282	106	0.67	0.70	0.86	24.4	23.3	19.1	8.14	2.0	18.76	-12%	买入	买入
600208	新潮中宝	5.62	159	40	0.15	0.30	0.41	38.3	18.8	13.8	1.50	3.8	7.68	-27%	增持	增持
601588	北辰实业	4.30	145	65	0.10	0.18	0.23	44.1	24.2	18.9	2.48	1.7	7.59	-43%	增持	增持
600675	中华企业	8.59	93	64	0.56	0.52	0.64	15.4	16.6	13.5	2.81	3.1	11.34	-24%	买入	买入
600246	万通地产	17.46	89	43	0.33	1.04	1.15	53.7	16.8	15.1	5.19	3.4	16.85	4%	增持	中性
000608	阳光股份	5.51	30	21	0.34	0.09	0.32	16.1	61.5	17.1	3.45	1.6	8.10	-32%	增持	增持
平均								32.0	26.9	16.2		2.6		-23%		
商业地产																
600663	陆家嘴	20.84	389	283	0.40	0.52	0.60	51.6	40.0	34.7	4.53	4.6	17.70	18%	中性	中性
000402	金融街	9.09	226	167	0.29	0.43	0.53	30.9	21.0	17.2	5.62	1.6	12.9	-30%	增持	增持
600007	中国国贸	9.54	96	19	0.29	0.34	0.69	33.2	27.7	13.9	4.12	2.3	13.9	-31%	增持	增持
600639	浦东金桥	11.25	95	67	0.24	0.29	0.37	46.0	39.4	30.3	3.74	3.0	13.7	-18%	增持	增持
平均								36.7	29.3	20.5		2.3	13.5	-26%		

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

赵强：复旦大学工商管理硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师。拥有 10 年证券研究经验，曾任京华山一上海研究部主管，2001 年加入光大证券，历任房地产行业分析师、行业公司部副经理、经理。2008 年，带领研究团队同时获得《新财富》和《证券市场周刊》评选的房地产行业最佳卖方分析师称号。

翁非玉：管理学硕士，曾任中国银行上海分行住房信贷客户经理、中远三林置业集团投资发展部、江苏新城股份投资发展部高级经理。2007 年加入光大证券，任房地产行业分析师。

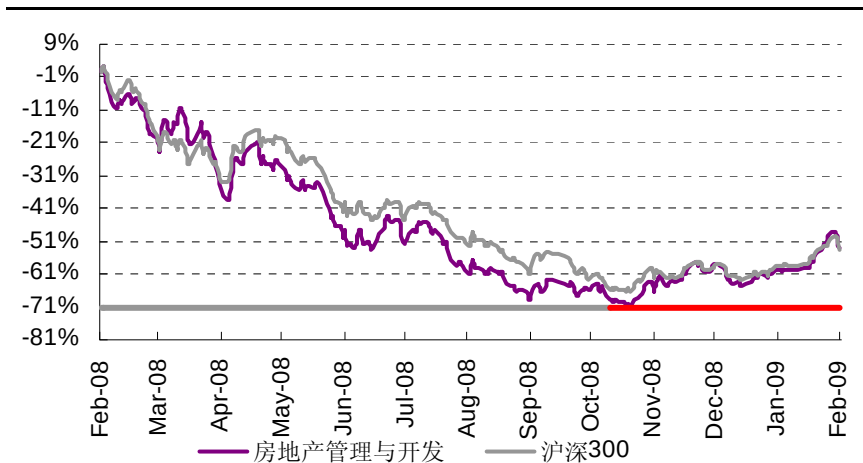
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

房地产管理与开发

分析师：赵强



日期	行业评级
2008-10-27	增持
2008-11-07	增持
2008-11-17	增持
2008-12-15	增持
2008-12-22	增持
2008-12-29	增持
2009-01-07	增持
2009-01-09	增持
2009-02-09	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。