

房地产行业 2009 年 2 月跟踪报告

修补失落的盈利模式

投资要点

- ❖ 房地产开发行业的本质，就是以较高的杠杆去获得较高的资金回报率，以弥补长时间占用大量资金所带来的风险。一旦负债结构发生变化，资产结构也必须被迫调整。
- ❖ 行业繁荣的四大支柱。由于延期缴纳地价款、预售和按揭贷款、银行开发贷和资本市场支持，行业才能够充分动员各渠道的资金，维持滚动开发的业务模式，规避长时间占用资金投入难以变现资产的风险。
- ❖ 2008——盈利模式受到损害。政策在 2007 年四季度集中释放，极大地损害了四大支柱。开发企业资金来源既已不同往日，则被迫执行现金为王和清理存货也只是时间问题。
- ❖ 2009——修补行业的盈利模式。延期支付地价，放宽按揭贷款，放开开发贷款和资本市场恢复融资功能都修补了行业的盈利模式，使我们有信心期待房价回稳和销售恢复。
- ❖ 重点推荐保利地产和华侨城：本月我们更看好布局在一线城市的住宅开发企业保利地产和业绩、毛利率稳定的华侨城。

重点公司盈利预测及投资评级

简 称	股价	EPS		PE		NAV	评级
		08E	09E	08E	09E		
保利地产	17.05	0.91	1.25	21	15	16.48	买入
华侨城	10.6	0.36	0.51	29	21	10.82	买入
万科 A	7.02	0.38	0.55	20	14	5.03	买入
招商地产	14.78	0.65	0.82	25	20	16.1	买入
金融街	7.86	0.4	0.44	23	21	9.54	买入
荣盛发展	6.12	0.46	0.55	16	14	4.5	增持
滨江集团	9.21	0.6	0.71	21	17	7.34	买入
华发股份	11.4	0.78	0.82	19	18	8.61	增持
首开股份	8.44	0.68	0.79	17	14	9.36	买入
金地集团	7.63	0.55	0.58	15	15	5.97	增持

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2009 年 1 月 19 日收盘价

强于大市（维持）

中信证券研究部

陈聪

电话：010-84588249

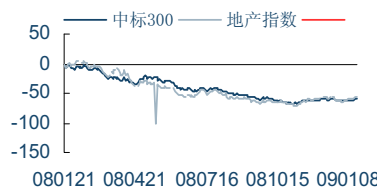
邮件：chencong@citics.com

段海瑞

电话：010-84588134

邮件：dhr@citics.com

市场表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

目 录

房地产开发业的本质	1
行业繁荣的四大支柱	1
2008——破坏行业的盈利模式	2
破坏第一根支柱——地价上涨，支付要求提高	2
破坏第二根支柱——高利率、二套房贷政策和预售监管。	3
破坏第三根支柱——高利率和开发贷适度收紧。	3
破坏第四根支柱——几乎失去融资功能的资本市场	3
2009——修补行业的盈利模式	4
修补第一根支柱——地价款延期支付	4
修补第二根支柱——降息和按揭贷款利率优惠	4
修补第三根支柱——降低利率，放松银根	5
修补第四根支柱——扩大融资渠道，适当放宽定向增发	5
销售进入上行通道	6
供求关系正在好转	7
推荐“保华”组合	8
保利地产——高增长的一线城市开发企业投资标的	8
华侨城——毛利、现金流和业绩稳定的旅游地产龙头	11

插图目录

图 1：房地产上市公司负债和权益结构（2008 年三季报）	1
图 2：房地产上市公司资产结构（2008 年三季报）	1
图 3：行业繁荣的四大保证	2
图 4：行业杠杆率和银行支持力度	3
图 5：土地购置费支出/商品房销售额	3
图 6：商品房销售面积同比变动	3
图 7：房地产开发贷款余额同比增长	3
图 8：房地产开发投资资金来源和来自国内贷款的房地产开发投资增速	5
图 9：北京非保障性住宅签约面积	6
图 10：上海商品房预售套数	6
图 11：深圳一手房成交面积	6
图 12：广州商品房成交量价	6
图 13：全国商品房供求形势变化	7
图 14：上海商品房销竣工面积同比变化	7
图 15：深圳一手房可售面积	7

图 16: 2008 年公司结算面积分布.....	9
图 17: 2008 年公司结算收入分布.....	9
图 18: 保利月度销售量价变化.....	9

表格目录

表 1: 降息和利率优惠提升购买力.....	4
表 2: 房地产新政内容梳理	4
表 3: 部分房地产企业融资计划.....	5
表 4: 房地产重点上市公司盈利预测、估值及投资评级.....	8
表 5: 分季度 EPS 预测.....	8
表 6: 保利地产重点城市项目列表.....	9
表 7: 保利地产盈利预测简表	10
表 8: 华侨城项目简表	11

2008 年以来，行业经历了价跌量缩的过程，有人将其归罪于政策，有人则指责高昂的房价。不管如何，行业进入调整已经成为了大多数人的共识。究竟这场调整因何而起，将走向何方？我们认为，回答这个问题前首先必须回答，房地产开发行业的本质是什么？

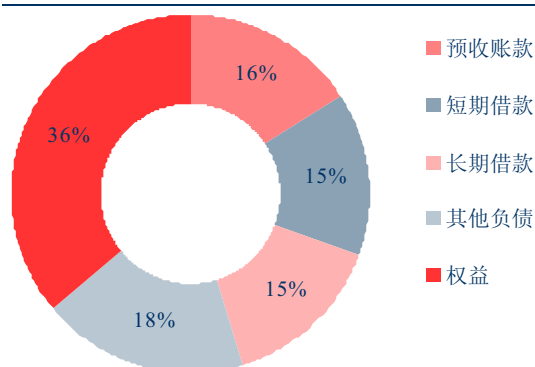
房地产开发业的本质

房地产行业是一个技术门槛低，资金门槛高的行业。到 2009 年，在一二线城市开发房地产，即使是单个项目也通常需要十几亿甚至几十亿的资金。与此同时，房地产开发企业最重要的一块资产——存货，流动性相当低，变现十分不易，而完整的房地产开发周期最短也要近 1 年左右，长者达到数年。因此，作为一个市场化的产业，其参与者必须获得长时间占用资金的补偿，方能够在现有的体系下继续提供有效供应和就业机会。

因此我们可以看到，行业展现出了高杠杆的面貌。2008 年 3 季度末，全行业上市公司权益占总资产的 36%，占用的银行资金达 30%，占用的购房款占 16%，占用的上下游行业和其他资金占 18%。只有这样的负债和所有者权益结构，才能去匹配行业的资产结构（高达 59% 的存货，缺乏流动性，部分企业甚至达到 75% 以上）。

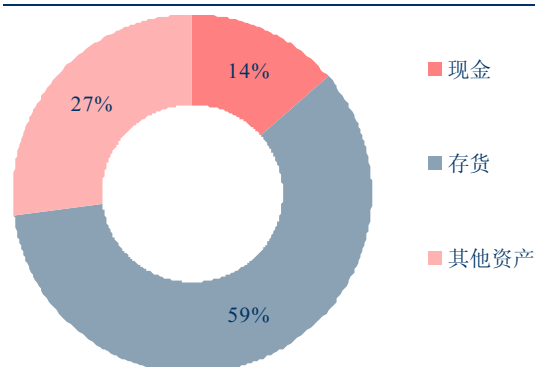
换句话说，房地产开发行业的本质，就是以较高的杠杆去获得较高的资金回报率，以弥补长时间占用大量资金所带来的风险。

图 1：房地产上市公司负债和权益结构（2008 年三季报）



资料来源：中信证券研究部整理汇总

图 2：房地产上市公司资产结构（2008 年三季报）

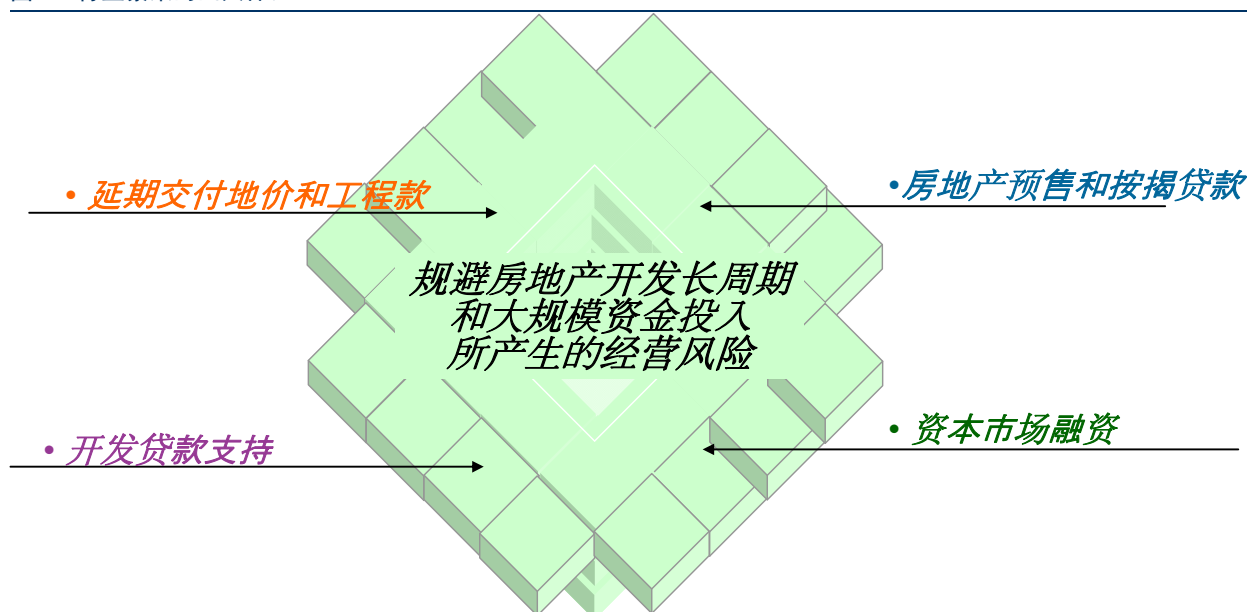


资料来源：中信证券研究部整理汇总

行业繁荣的四大支柱

1998 年的房改以来，制度框架造就了房地产开发行业长达 10 年的繁荣。这期间当然也不乏优秀的企业家，出色的团队，良好的执行力，同样不缺已经褪色的故事，告别舞台的英雄，但这个行业所面临的向上趋势，却是由四大因素所推动。

图 3：行业繁荣的四大保证



资料来源：中信证券研究部整理

正是由于这四大支柱存在，行业才能够充分动员政府，上下游行业，购房人，商业银行，资本市场的资金，维持滚动开发的业务模式，规避长时间占用资金投入难以变现资产的风险。

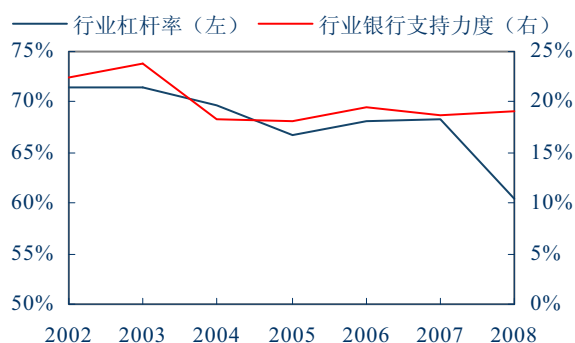
2008——破坏行业的盈利模式

我们将“房地产企业开发投资资金来源中非自筹资金部分/房地产企业开发投资资金来源小计”定义为行业的杠杆率，将“房地产企业开发投资资金来源中国内贷款/房地产企业开发投资资金来源小计”定义为行业银行支持力度。我们看到，这两个指标从 2002 年以来都呈现了显著的下降趋势。其中，行业杠杆率下降尤其迅猛，不但从 2002 年的 71% 下降到了 2008 年的 60%，而且 2008 年比 2007 年出现了大幅度的下滑。相比之下，银行支持力度在 2004 年已经经历了下降，到 2008 年仍保持稳定。

破坏第一根支柱——地价上涨，支付要求提高

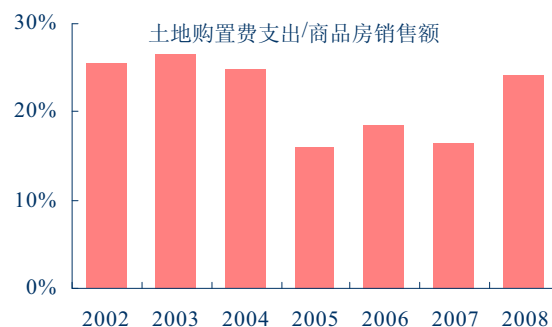
2007 年 9 月，国家出台的土地出让金全部付清方可领取国土证的规定（39 号文）极大地影响了开发企业资金的灵活性。2008 年初，国务院出台了《关于促进集约节约用地的通知》，对土地出让后不按期开工作出更严厉的规定。至此，在地价款的支付方面，尽管在实际操作中有大量的转圜的空间，但行业繁荣的一大支柱受到了巨大的打击。可是，前期繁荣推高的地价又必须得到支付，因此我们看到了 2008 年行业实际的土地购置费支出/商品房销售额大幅度增加的情况。

图 4：行业杠杆率和银行支持力度



资料来源：CEIC，中信证券研究部整理

图 5：土地购置费支出/商品房销售额



资料来源：CEIC，中信证券研究部整理

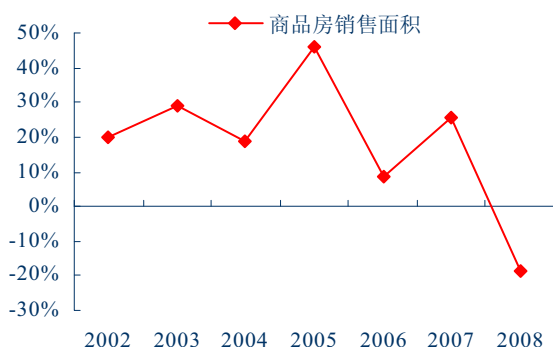
破坏第二根支柱——高利率、二套房贷政策和预售监管。

2007 年 9 月，国家出台了第二套房贷政策的规定，对二套房购买者施以惩罚性利率（最高达到 8.61%）和高首付。这极大的限制了计划购房人群中 60% 以上改善性和投资性需求（根据中信证券问卷调研），使得大城市销售出现显著萎缩。企业可以占用的购房款大幅缩水。此后部分城市出台的预售监管政策，使得企业已经获得的销售款运用又受到巨大的制约。

破坏第三根支柱——高利率和开发贷适度收紧。

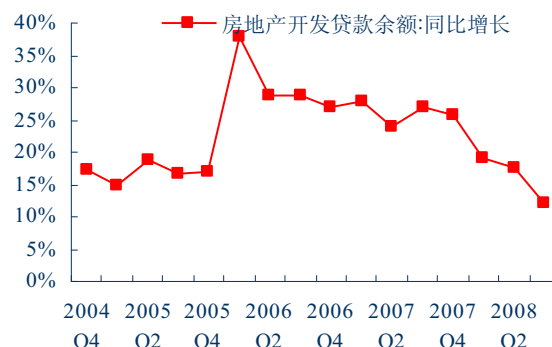
由于银行控制风险，贷款利率提高，因此开发贷款余额出现了显著地同比增速下滑。2008 年 3 季度末仅同比增长了 12%。整体来看，房地产开发投资增速下降和银行借款速度下降整体相当（使得行业的银行支持力度从数据上基本稳定）。

图 6：商品房销售面积同比变动



资料来源：中信证券研究部

图 7：房地产开发贷款余额同比增长



资料来源：中国人民银行

破坏第四根支柱——几乎失去融资功能的资本市场

2007 年 10 月以后，股指掉头向下。近期，除了招商地产的融资外，资本市场几乎失去了为房地产企业融资的功能。而居民购买力本身也因为财富缩水而有所下降。

可见，几乎就在 2007 年 3 季度的末期，房地产行业长期繁荣的四大支柱都受到了巨大的冲击。尽管预售制和按揭贷款这根支持行业生存的擎天大柱并没倒掉，房地产上市公司生存的环境依然存在，但是行业的盈利模式已经遭受了很大的破坏。

由于资金来源结构已经不复当年盛景，企业资产结构也不得不进行调整。控制存货增长速度，现金为王于是成为各个企业不得不接受的事实，投资增速下降，销售萎缩等只是时间问题。只是行业繁荣时间如此之长，以至于在这一痛苦的调整过程刚开始时，盛世危言反而不为人所关注。

2009——修补行业的盈利模式

修补第一根支柱——地价款延期支付

北京、南京等地政府出台新政，指明部分土地的出让金在原有的缴纳期限之外，尚允许延期 6 个月支付。除了公开政策以外，各地方政府还可以通过将土地分割出售等各种办法，拯救陷入冰点的土地市场。行业繁荣的第一根支柱得到一定的修补。

修补第二根支柱——降息和按揭贷款利率优惠

我们认为 2008 年底最重要的政策就是降低按揭贷款利率和放松首付要求的政策。我们从工商银行，建设银行等国有银行了解到，目前全国存量房贷约有一半以上可以享受 7 折的优惠利率（4.16%的贷款利率），新增部分能享受 7 折优惠利率的更多一些。2008 年 12 月份全国新增按揭贷款 358 亿，尽管其间有季节性因素和观望人群一次性签约的影响，但政策的积极信号不可忽视。

表 1：降息和利率优惠提升购买力

时间点	情况	利率	不同期限下月供			不同时间和情况下,月供比最优惠月供高		
			10 年	15 年	20 年	10 年	15 年	20 年
1222 降息后	首次购买普通住房和改善性普通住房	4.16%	6049	4379	3544	0%	0%	0%
1222 降息后	基准利率	5.94%	6497	4827	3991	7%	10%	13%
1126 降息后	首次购买普通住房和改善性普通住房	4.28%	6155	4523	3725	2%	3%	5%
1126 降息后	基准利率	6.12%	6697	5102	4340	11%	17%	22%
1029 降息后	首次购买普通住房和改善性普通住房	5.04%	6376	4757	3973	5%	9%	12%
1029 降息后	基准利率	7.20%	7029	5460	4724	16%	25%	33%
1022 新政出台后	首次购买普通住房和改善性普通住房	5.23%	6431	4817	4036	6%	10%	14%
1022 新政出台前	基准利率	7.47%	7113	5552	4823	18%	27%	36%
降息周期开始前	首次购买普通住房	6.66%	6862	5280	4530	13%	21%	28%
降息周期开始前	基准利率	7.83%	7226	5675	4955	19%	30%	40%
降息周期开始前	对二套房的惩罚性利率	8.61%	7474	5947	5249	24%	36%	48%

资料来源：中信证券研究部

同时，政府大量政策的出台也使得购房人观望情绪有所缓解，入市购房。

表 2：房地产新政内容梳理

政策分类	政策内容
指导方针	保持房地产市场健康发展
	发挥房地产支柱产业作用,稳定发展住房消费
货币和信贷政策	将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍,最低首付款比例调整为 20%
	4 次降息总计 189 个 bp,降低企业资金成本,提升居民购买力
	拓宽房地产企业融资渠道,开展 REITS 实验
财政政策	降低契税和营业税税率，并取消印花税和城市房地产税
	在成都、重庆等地推出购房抵扣个人所得税
	在西安、长沙等个别地方推出了购买普通商品房财政补贴机制
保障性住房建设	仍强调增加保障性住房供给
	强调廉租房的重要意义，开始淡化限价房的作用
	北京等部分城市开始回购商品房作为保障性住房
其他政策	杭州、珠海等地开始实行“购房入户”政策
	各地方城市减少土地供应并淡化土地款缴纳期限，北京和南京等城市明确宽限土地出让金缴纳期限
	各地放松规划管制，特别是 90/70 的限制

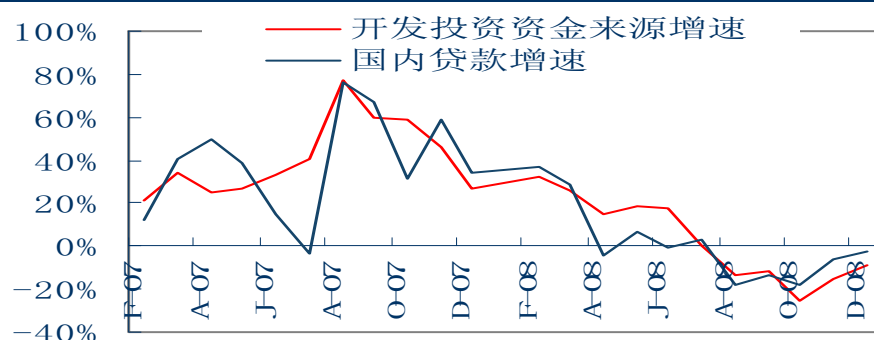
政策分类	政策内容
	北京等地区加快拆迁进度和房地产开发流程
	杭州等地加大拆迁货币补偿力度并鼓励拆迁户在短期内购房
	北京等地放松了外国人购房限制

资料来源：中信证券研究部整理

修补第三根支柱——降低利率，放松银根

2008 年下半年，货币政策转向。反映在数据上，我们看到了来自国内贷款的房地产开发投资资金来源增速在几个月后终于超越了开发投资资金来源增速（虽然都是负增长）。而利率的下降也减轻开发企业资金负担。

图 8：房地产开发投资资金来源和来自国内贷款的房地产开发投资增速



资料来源：中信证券研究部

修补第四根支柱——扩大融资渠道，适当放宽定向增发

尽管市场处在低位，但资本市场融资的大门并未完全向地产公司关闭。增发融资（特别是定向增发）和公司债仍然是房地产上市公司募集资金的重要渠道。

表 3：部分房地产企业融资计划

名称	方案进度	发行方式	发行对象	增发数量（万股）	增发价格下限	预案公告日	证监会批准日
保利地产	董事会预案	定向	大股东关联方,机构投资者	49046	15.89	20090218	-
美都控股	证监会批准	定向	机构投资者	20000	5	20080731	20090107
首开股份	股东大会通过	定向	机构投资者	35000	11.56	20080714	-
海鸟发展	停止实施	定向	机构投资者	5917.26	-	20080625	-
华侨城 A	股东大会通过	网上网下定价	全体投资者	100000	-	20080607	-
大连金牛	证监会批准	定向	机构投资者,境内自然人	47802.95	7.82	20080529	20081231
云南城投	证监会批准	定向	机构投资者	13200	15.17	20080512	20090109
荣盛发展	未通过	网上网下定价	全体投资者	15000	-	20080510	-
天保基建	证监会批准	定向	机构投资者	18620	13.31	20080508	20080927
ST 道博	停止实施	定向	机构投资者	5175.6	-	20080416	-
泛海建设	未通过	网上网下定价	全体投资者	36000	-	20080329	-

资料来源：Wind

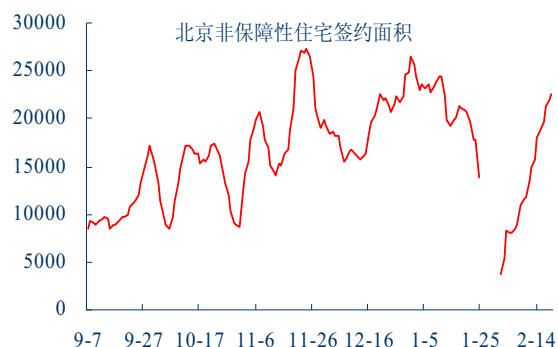
同时，政府还有意推行 REITS，拓展房地产企业融资渠道。

销售进入上行通道

度过了春节因素带来的短暂低谷，在政策的暖意下，我们已经可以展望一个回暖的 3 月份。

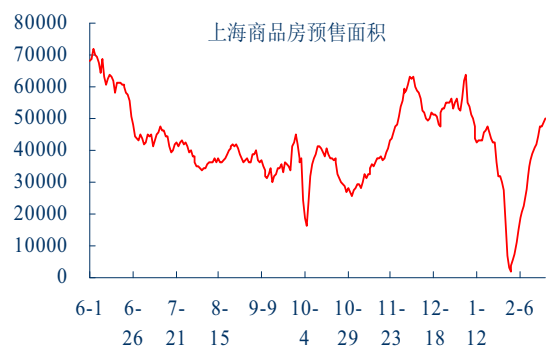
2009 年 2 月底，北京、上海两地商品房销售已经开始回暖。2 月 20 日，北京非保障性住宅签约面积 7 日移动加权平均已经超过了 22000 平方米，已经恢复到了 11-12 月的平均水平以上。上海的商品房预售面积移动加权平均则恢复到了 50000 平方米以上，同样趋势向上并恢复到 11-12 月平均水平。

图 9：北京非保障性住宅签约面积 单位：平方米



资料来源：中信证券研究部

图 10：上海商品房预售套数 单位：平方米



资料来源：中信证券研究部

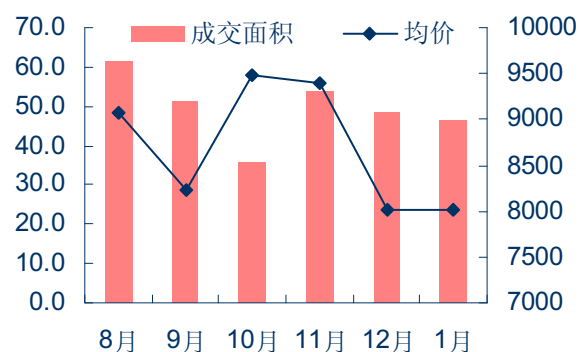
深圳一手房成交面积也大致恢复到日成交 15000 平方米以上，广州 2009 年 1 月份销售仍然保持相对比较高的水平。

图 11：深圳一手房成交面积 单位：平方米



资料来源：中信证券研究部

图 12：广州商品房成交量价 单位：平方米



资料来源：中信证券研究部

我们注意到，目前销售较好的是一些定价相对合理，区域位置分布比较核心的楼盘（参见本文最后一部分楼盘销售明细）。

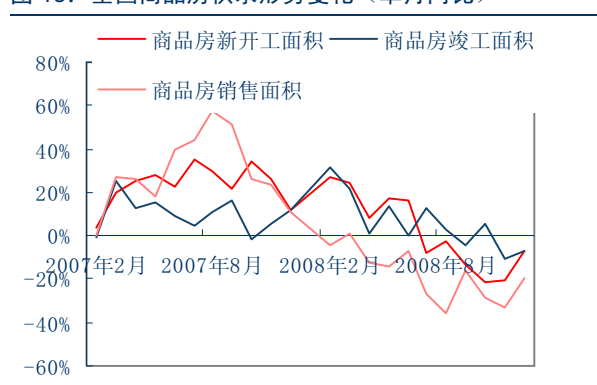
供求关系正在好转

由于销售面积统计口径包括期房，无法在绝对数量上和竣工面积相比，但其同比增速可以进行比较。

从全国商品房供求形势看，2007 年初开始商品房销售面积增速越过新开工和竣工面积，最高曾经达到单月同比增长 58%。2007 年 9 月之后（恰好是二套房贷政策公布之后），商品房销售面积同比增速急转直下。2007 年 10 月，新开工面积增速超过销售面积增速；2007 年 12 月，竣工面积增速超过销售面积增速。由于房地产开发周期的存在，到 2008 年 6 月前后，供求关系到了最恶劣的时期。2008 年 7 月当月，全国商品房销售面积同比下降了 26.8%，竣工面积却同比增长了 12.8%。

2008 年 4 季度以后，由于开发企业放慢施工进度，商品房新开工、竣工和销售面积增速之间的差距开始缩小，供求关系略有改善。2008 年 12 月单月，全过商品房新开工面积同比下降 7.4%，竣工面积同比下降 7.0%，销售面积同比下降 19.3%。尽管需求萎缩仍然严重，但供求情形正在发生向好的变化。

图 13：全国商品房供求形势变化（单月同比）



资料来源：CEIC

图 14：上海商品房销竣工面积同比变化（单月同比）



资料来源：CEIC

一线城市的供求改善更为明显，上海商品房销售面积同比增速已经超过了竣工面积的同比增速。深圳一手房可售面积已经出现趋势性下降，目前已经回落到 2007 年 9 月份的水平。

图 15：深圳一手房可售面积

单位：平方米



资料来源：深圳国土资源和房屋管理局

总之，尽管经历疾风暴雨的冲击，但支持房地产行业繁荣的四大支柱并没有在动荡的 2008 年轰然坍塌。基于扩大内需，拉动投资，确保经济增长的政策目标，行业曾经失落的盈利模式正在得到修补。

我们在 2008 年 10 月底已经注意到按揭贷款放松对未来销售的巨大带动，并在报告中大胆预测“一线城市 2008 年 11 月/12 月销售可能比 2008 年 10 月份环比上涨 50%”。2008 年 11 月，在一片悲观情绪中，又主张在降息的大周期和政策转向背景下超配地产股，并重点推荐保利地产、招商地产、万科、华侨城、滨江集团和首开股份的组合。现在，我们相信政策出台，市场恢复的趋势并没有发生明显改变，行业的盈利模式正在缓慢地得到修补，因此仍然建议投资者超配地产股。

推荐“保华”组合

表 4：房地产重点上市公司盈利预测、估值及投资评级

简 称	股价	EPS (元)			PE			NAV	当前股价相对 NAV 溢价	评级	变动
		07	08E	09E	07	08E	09E				
保利地产	18.88	0.61	0.91	1.25	31.0	20.7	15.1	16.48	15%	买入	维持
招商地产	16.45	0.67	0.65	0.82	24.6	25.3	20.1	16.10	2%	买入	维持
金融街	9.09	0.29	0.4	0.44	31.3	22.7	20.7	9.54	-5%	买入	维持
荣盛发展	7.48	0.36	0.46	0.55	20.8	16.3	13.6	4.50	66%	增持	维持
滨江集团	12.39	0.44	0.6	0.71	28.2	20.7	17.5	7.34	69%	买入	维持
万科 A	7.74	0.44	0.38	0.55	17.6	20.4	14.1	5.03	54%	买入	维持
华侨城	10.6	0.29	0.36	0.51	36.6	29.4	20.8	10.82	-2%	买入	维持
华发股份	14.49	0.44	0.78	0.82	32.9	18.6	17.7	8.61	68%	增持	维持
首开股份	11.37	0.39	0.68	0.79	29.2	16.7	14.4	9.36	21%	买入	维持
金地集团	8.42	0.58	0.55	0.58	14.5	15.3	14.5	5.97	41%	增持	维持
平均						20.6	16.8		33%		

资料来源：中信证券研究部，股价为 2009 年 2 月 20 日收盘价

表 5：分季度 EPS 预测

简 称	08 EPS 元				09 EPS 元 (预测)			
	08 Q1	08 Q2	08 Q3	08 Q4	09 Q1	09 Q2	09 Q3	09 Q4
保利地产	0.11	0.31	0.10	0.39	0.14	0.23	0.37	0.51
招商地产	0.02	0.11	0.10	0.42	0.06	0.11	0.21	0.44
金融街	0.03	0.03	0.10	0.25	0.03	0.10	0.12	0.19
荣盛发展	0.13	0.15	0.07	0.11	0.04	0.05	0.11	0.35
滨江集团	0.01	0.30	0.26	0.02	0.12	0.13	0.21	0.25
万科 A	0.07	0.12	0.02	0.17	0.11	0.08	0.13	0.23
华侨城	0.02	0.15	0.03	0.16	0.03	0.20	0.10	0.18
华发股份	0.15	0.14	0.09	0.41	0.11	0.17	0.23	0.31
首开股份	0.12	0.11	0.06	0.39	0.14	0.12	0.28	0.25
金地集团	0.06	0.09	0.07	0.34	0.05	0.09	0.12	0.32

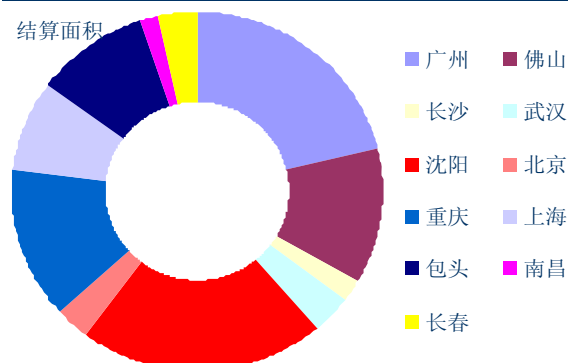
资料来源：中信证券研究部

保利地产——高增长的一线城市开发企业投资标的

在 1 月的月报中我们就提出，由于调整开始时间早，房价调整充分，政策执行力度大，商业银行彼此在按揭贷款领域竞争更加激烈，一线城市房地产景气将率先恢复，一线区域的景气程度将超过二、三线区域。（为此我们还调低了三线城市开发企业代表——荣盛发展的投资评级，尽管我们对该公司的经营模式依然看好。）我们依然坚持这一判断，并重点推荐一线城市开发企业样本——保利地产。

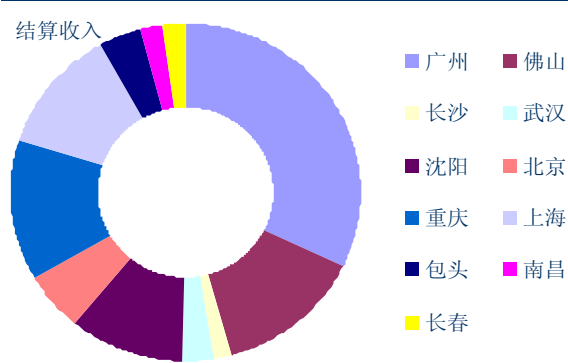
2008 年，公司在广州北京两个市场住宅市场份额都达到第一，上海等其他中心城市占有率也稳步提高。

图 16: 2008 年公司结算面积分布



资料来源：公司年报

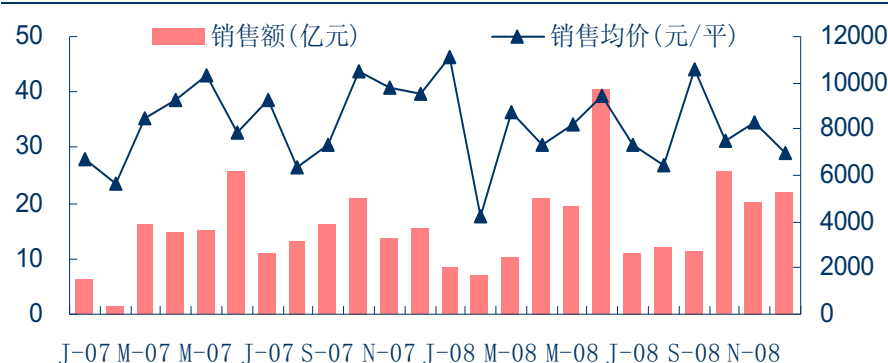
图 17: 2008 年公司结算收入分布



资料来源：公司年报

公司 2009 年 1 月完成销售额 13.76 亿元，销售面积 1838 万平方米，公司已经调整了销售面积和销售额的口径（由认购调整为签约）。我们预计，2009 年公司土地储备的质量优势将继续得到体现，核心城市重点项目（如广州中环广场、上海保利叶都、北京西山林语等）已经有潜力成为相对热销的项目。另外公司总部对区域的控制力在 A 股大公司中位于前列，这在目前行业调整的大背景下可以有效控制建安成本虚高和销售策略不得当的风险。

图 18: 保利月度销售量价变化



资料来源：公司公告

当然，我们认为公司借短还长和高利息资本化的财务安排都一定程度加大了 2010 年资金压力，而其结算土地储备成本的提升也会影响到 2010 年的毛利率。但公司土地储备资源充足，亦完全可以通过加大开发规模保证业绩平稳增长。而土地成本提升也是绝大多数 A 股公司（除了南湖中宝、华侨城等特例，这些公司尚有大量 2006 年前留存的土地资源）所面临的根本问题，并非公司一家所特有。

表 6: 保利地产重点城市项目列表

城市	项目名称	类型	权益	楼面地价（元/平）	估计综合成本（元/平）	结算价格（元/平米）	估计可售面积（万平）
大广州							
	中旅广场	住宅	100%	3000	6437	17500	16.0
	世贸写字楼	写字楼	51%	3500	8273	16500	18.3
	天利广场	写字楼	51%	4000	7018	14000	7.3
	F2-2	写字楼	51%	4000	7458	16500	12.8
	紫薇花园	住宅	50%	1000	3843	6800	14.2
	香雪山	住宅	100%	2500	7799	12000	28.1
	心语花园	住宅	100%	2000	5047	15500	21.7
	108公馆住宅	住宅	51%	1000	4000	20000	7.7
	保利中心	写字楼	51%	1000	4500	16500	9.5

城市	项目名称	类型	权益	楼面地价 (元/平)	估计综合成本 (元/平)	结算价格 (元/平米)	估计可售面积 (万平)
	蔷薇苑	住宅	100%	2395	5165	6800	10.0
	林海山庄 (尾)	住宅	100%	1000	3523	8000	20.1
	西子湾	住宅	100%	2500	5057	7500	19.0
	林语山庄 (尾)	住宅	60%	2000	5085	8000	25.2
	增城荔城	住宅	51%	1192	3718	4800	10.2
	金沙洲小块	住宅	100%	3284	6500	8500	9.0
	A4	写字楼	100%	6900	11500	16500	6.5
	南海保利花园	住宅	100%	2000	4760	7200	52.0
	佛山荣域	住宅	100%	956	4031	5200	24.9
	佛山夏西 (星座)	住宅	100%	2445	5500	6400	9.5
北京							
	西山林语 一	住宅	100%	6000	10000	13500	62.0
	西山林语 二	住宅	100%	6000	10000	13500	18.0
	百合	住宅	100%	7000	11300	13000	15.2
	嘉园	保障住宅	100%	2000	5000	5930	34.5
	垄上	别墅	80%		5900	11000	29.5
	香槟	住宅	100%		9600	16000	5.1
上海							
	海上五月花	住宅	100%	2500	5850	8300	30.1
	叶都一	住宅	100%	4870	9300	11000	60.2
	香槟苑	住宅	77%	7500	11200	14500	10.6
	南汇康桥	住宅	100%	5500	9500	10800	13.0
	叶都二	住宅	100%	3220	7650	11000	35.5
	西子湾	住宅	85%	3500	6400	7800	32.8
	十二橡树 (尾)	别墅	90%	2500	5550	10000	9.3
武汉							
	十二橡树	别墅	100%		3000	8000	31.5
	心语花园	住宅	100%		5000	6200	66.4
	圆梦	住宅	70%	163	2200	2700	188.1
	保利花园 (尾)						
重庆							
	高尔夫花园	别墅	100%		4500	9500	57.4
	金岛花园	住宅	100%		3670	4500	6.8
	九龙坡	住宅	100%	710	3100	4000	19.3
	沙坪坝	住宅	100%	740	3100	4000	14.8
	国宾上苑 (尾)	住宅	100%		4300	5300	6.3
	香槟苑 (尾)	住宅	100%		2900	3850	51.9
沈阳							
	保利花园	住宅	50%		2772	4000	79.4
	上林湾	住宅	92%		3071	4000	37.0
	心语 (水泵)	住宅	100%		3854	4400	51.5
	十二橡树 (棋盘)	别墅	100%		4200	6500	13.2
	百合 (尾)	住宅	60%		2967	5000	27.3
	丹东宾馆沟	住宅	47%	400	1900	2400	40.0

资料来源：中信证券研究部整理

表 7：保利地产盈利预测简表

(元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	4,030,641,518	8,115,234,889	15,519,901,076	20,594,009,850	46,755,362,408
减:营业成本	2,586,560,240	4,991,099,125	9,188,230,897	12,752,563,891	33,729,730,007
营业税金及附加	315,451,899	839,492,588	1,545,959,869	1,983,676,811	4,667,280,319
销售费用	168,302,392	255,595,504	462,402,907	760,172,270	1,416,687,481
管理费用	115,536,624	208,206,125	311,207,518	644,592,508	1,402,660,872
财务费用	-6,874,051	-31,933,833	-33,216,446	48,656,073	179,909,213
资产减值损失	--	7,420,668	304,445,369	-2,337,990	22,042,551

(元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
加:投资收益	199,305,496	207,461,475	97,089,674	231,256,790	230,023,845
营业利润	1,050,969,911	2,052,816,188	3,836,808,040	4,637,943,078	5,567,075,810
加:营业外收支净额	-3,567,483	349,243,427	186,476,790	120,195,324	68,179,492
减:所得税	325,770,498	774,820,005	979,613,172	1,180,018,324	1,397,543,315
净利润	721,631,930	1,627,239,609	3,043,671,658	3,578,120,078	4,237,711,987
应占:					
母公司股东	658,770,682	1,489,088,025	2,238,861,383	3,072,436,595	3,413,323,120
少数股东权益	62,861,248	139,182,056	804,810,275	505,683,483	824,388,867
每股收益(元/股)	0.27	0.61	0.91	1.25	1.39

华侨城——毛利、现金流和业绩稳定的旅游地产龙头

公司一贯以来坚持旅游+地产模式。一方面，通过旅游业的扩张，人造景区的投资，营造良好的环境，以提升周边区域房地产项目整体价值；另一方面，则通过房地产行业快速回收资金，以支持人造景区的投入。长远来看，伴随着中国城市化阶段和人口红利的结束（2015 年以后），公司将有可能成为掌握大片人工景区和持有型物业的集团，向“中国的迪斯尼”迈进。

公司在东部华侨城、纯水岸、曦城仍有近 60 万平权益建面（按整体上市完成后权益比例计算）的土地储备，加上华侨城区域未开发利用土地中短期可能转为建设用地部分，初步估计应有超过 80 万平（权益建面）深圳黄金区域的土地储备资源。我们谨慎假设该资源平均每平米比成本增值 30000 元（考虑到东部华侨城等超过 70000 元/平米的销售价格和仅 15000 元/平米左右的综合开发成本，即使再加上营业税和相关费用，该假设也是足够谨慎的），则公司光深圳区域的土地就有 240 亿的增值。

表 8：华侨城项目简表

项目名称	类型	权益		估计综合成本	估计销售价格 (万元/平米)	预测销售面积(万平米)					2013 和以后
		整体上市前	整体上市后			2008	2009	2010	2011	2012	
近年来主要项目											
东部华侨城二七期	独立别墅	59%	95%	14000	70000	1.6	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
东部华侨城其他	独立别墅	59%	95%	14000	70000	0.0	1.0	2.1	2.1	2.1	2.8
曦城二期	别墅	20%	50%	16850	36000	4.0	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
曦城三期	别墅	20%	50%	16850	36000	0.0	2.0	2.3	0.0	0.0	0.0
曦城四到六期	别墅	20%	50%	16850	36000	0.0	0.0	2.2	2.2	2.2	3.2
深圳纯水岸 4 期	小高层为主加联排	70%	100%	10000	32000	2.4	1.4	1.5	0.0	0.0	0.0
深圳纯水岸 5 期	独栋	70%	100%	10000	70000	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
深圳纯水岸 6 期	独栋	70%	100%	10000	72000	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
深圳纯水岸 7 期	小高层和联排	70%	100%	10000	28000	0.0	1.9	2.0	0.0	0.0	0.0
深圳纯水岸其余	小高层联排和别墅	70%	100%	10000	30000	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0	20.0
上海闵行新浦江镇	小高层多层联排	18%	85%	3200	12000	0.6	6.8	8.0	10.0	10.0	39.6
上海合利坊	小高层多层	40%	100%	10000	20000	0.0	0.0	3.0	5.0	5.0	3.0
成都华侨城	小高层多层联排	50%	100%	3100	7100	4.5	7.0	12.0	15.0	15.0	46.5
北京华侨城	小高层多层	40%	57%	4000	11000	9.5	11.5	8.0	0.5	0.0	0.0
深圳天鹅堡	小高层高层联排	70%	100%	9900	28000	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	6.0
华侨城未开发利用土地	规划未定	0%	100%	20000	40000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.0
东方花园 M3P1	已经开发完毕	40%	100%	20000	60000	0.8	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
蛇口湾厦花园	高层	40%	100%	10000	18000	0.0	3.5	1.5	0.0	0.0	0.0

资料来源：中信证券研究部整理

但这些土地储备的最大意义还不在于提供高 NAV，而在于确保了公司毛利率维持高位，业绩明确稳健。和其他地产公司不同，华侨城基本没有由于土地成本上升而出现毛利率下降的风险。因此只要房价稳定，也不存在迫切扩大结算规模维持业绩稳定的要求。这正是和其主要的开发产品——豪宅销售属性相适应的。毕竟，豪宅的销售适合于成熟一块、推出一块的模式，短期货量过大，或者以普通住宅的周转率去要求豪宅开

发企业，则很可能出现产品积压的情况。只有积累一定的客户资源，才能确保顶级豪宅项目的可持续开发和公司业绩稳定。（纯水岸项目 2008 年 11 月的热销也能侧面说明）

这样看来，豪宅的开发企业的成功或者是依靠拿地成本较低（比如华侨城），或者搭配了大量普通住宅的产品线，保证豪宅产品线所引发的资金周转压力（如滨江集团）

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	股票投资评级	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招 商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中 信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			