

2009.05.05

房地产上市公司 08 年报&09 年 1 季报评述

业绩成长性减弱，资金压力缓解，周转放慢

孙建平

李晔

021-38676316

021-38676911

sunjianping@gtjas.com

Lishu007581@gtjas.com

➤ 点评了08年和09年1季度行业内所有上市公司的整体表现情况，分析了行业内整体变化趋势。

本报告导读：

投资要点：

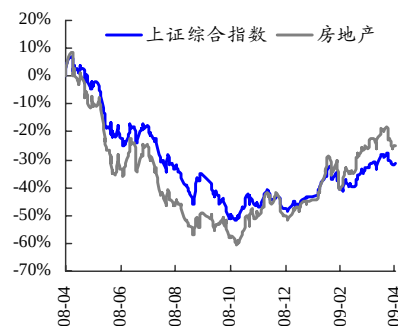
- **投资：企业谨慎投资，存货增速明显下降。**08 年房地产开发投资和土地开发面积分别增长 21%和-6%，分别同比下降 9 个和 6 个百分点；08 年上市公司存货增速为 40%，远低于 07 年的 60%，09 年 1 季度存货增速 26%。
- **成长性：收入和利润增速下降，09 年 1 季度负增长。**08 年全国商品房量价齐跌，销售面积和均价分别同比下降 20%和 0.2%。行业内上市公司销售收入和净利润分别同比增长 9.1%和 5.9%，远低于 07 年的 46%和 38%。09 年 1 季度销售收入和净利润分别增长-6.4%和-7.2%。
- **盈利：ROE 下降，费用率上升。**08 年结算收入主要来自 07 年高毛利率项目，因此行业毛利率水平从 07 年的 32.8%提升至 34.8%。但受销售低迷、市场竞争压力加大和资金成本上升的影响，三项费用率都有提高，行业净利率和 ROE 均有所下降。
- **负债：负债水平依然偏高，偿债能力有所改善。**08 年行业真实资产负债率和净负债率分别达到 49%和 48%，高于 07 年同期的 47%和 39%。受益于 08 年底和 09 年初的市场回暖，销售回款增加，偿债能力得以改善。09 年 1 季度净负债率水平下降至 46%，速动比率从 08 年的 0.49 上升至 0.53。
- **营运：存货周转率明显下降。**08 年行业公司的存货周转率为 0.36，与 07 年的 0.5 相比明显下降，09 年 1 季度的存货周转率为 0.05，也低于 08 年同期的 0.08。周转率的下降主要受 08 年前三季度市场低迷的影响，行业存货去化较慢。而我们前期重点推荐的公司如浙江广厦、中国宝安、香江控股等的存货周转率则出现明显上升。
- **业绩：09 年 1 季度预售房款占 08 年营业收入比重达 54%。**受市场回暖成交活跃的影响，09 年 1 季度上市公司预售房款大幅增加，预售房款占 08 年收入比重达 54%，高于 08 年同期的 53%。陆家嘴、滨江集团、浙江广厦、招商地产和北辰实业等预售房款占 08 年收入比重超过 100%。
- **行业阴转多云，期待多云转晴。**08 年报和 09 年 1 季报表明目前上市公司仍旧以消化库存为主，开发投资的意愿在下降。受近期成交量持续放大、开工投资进一步压缩的影响，上市公司的资金压力有所缓解。目前房价还未进入普遍止跌并上涨阶段，09 年开发商利润和财务报表难以大幅改善。
- **行业评级中性偏正面，建议标配或适度超配为主。**维持“关注区域，侧重个股”的判断，提供五类选股思路：（1）大股东资产注入预期明确：张江高科、建发股份、香江控股为主。（2）预售房款规模及其估值优势突出：浙江广厦、大连友谊、为主。（3）未来业绩弹性大：浙江广厦、新湖中宝（新湖创业）、泛海建设、北京天桥为主，关注北京城建、首开股份、苏宁环球、上实发展、沙河股份。（4）广深区域受益龙头：深振业、华发股份、中国宝安为主，关注万科、华侨城、招商地产和保利地产。（5）关注 REITs：包括金融街、浦东金桥、张江高科、陆家嘴。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

行业评级

房地产

中性



相关报告

《国泰君安地产双周报第 31 期：5.1 和 4 月成交特刊》，2009.5.5

《行业趋势：阴转多云——2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1

《北京楼市调研简报之三（泛海建设、北辰实业、大龙地产）》，2009.4.20

《北京楼市调研简报之二（保利地产、亿城股份、龙湖地产）》，2009.4.17

《北京楼市调研简报之一（首开股份、阳光股份、冠城大通）》，2009.4.16

《房地产：春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》，2009.3.3

《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，2009.2.3

《国泰君安地产双周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、30 期，2008.1-2009.4

《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.03

《国泰君安_万科高管房地产行业政策放松解读电话会议纪要》，2008.10.23

《北京深圳珠海三地楼市调研简报——中粮、招地、首开、龙湖、华发、万科、金地、侨城》，2008.10.20

《西安楼市调研简报——天地源、金地、中海、名流置业、中新、恒大》，2008.10.9

《资金紧张的冬天，谁的棉衣厚？——地产行业资金链状况及其影响》，2008.6.18

通过对所有房地产行业整体上市公司投资、收入及成长性、盈利能力、偿债能力、营运能力等方面来评价上市公司 2008 年及 2009 年 1 季度各方面的变化。

1. 投资——增速放缓，去库存为主

08 年全国房地产开发投资和商品房新开工面积增速分别为 21% 和 2%，分别同比下降 9 个和 17 个百分点。受投资增速下降及 07 年高基数的影响，全国土地开发面积下降 6%。

表 1: 2005-2008 年房地产和土地开发增速比较

	2005	2006	2007	2008
土地开发面积增速	5%	17%	1%	-6%
房地产开发投资增速	22%	22%	30%	21%
商品房新开工面积增速	11%	15%	19%	2%
购置土地面积增速	-4%	-4%	11%	-9%

数据来源: CEI, 国泰君安证券

行业内 128 家上市公司的 08 年报和 09 一季报数据表明, 08 年存货同比增长 40%, 低于 06、07 年的水平。受 09 年市场成交活跃及 08 年 1 季度高基数的影响, 09 年 1 季度库存增速下降 58 个百分点, 一方面受开发商投资意愿下降影响, 另一方面和 08 年 11 月以来连续成交量反弹有关。

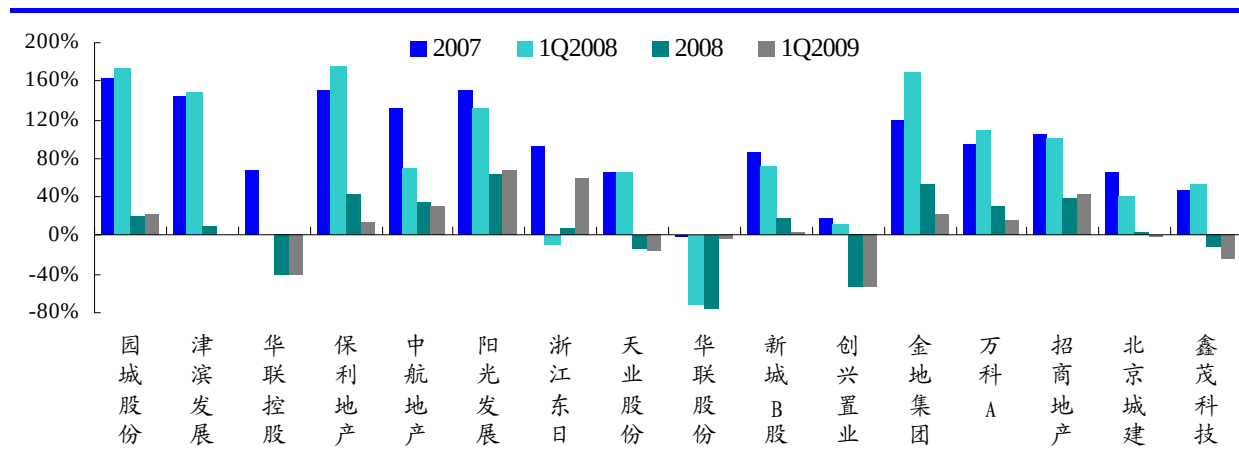
表 2: 存货增长速度同比

	2006A	2007A	2008A	1Q2007	1Q2008	1Q2009
存货增长速度同比	60%	60%	40%	66%	84%	26%

数据来源: Wind, 国泰君安证券, 以下各表同

坚定执行的去库存策略使得一线龙头公司如保利地产、万科 A、金地集团、招商地产等存货增速明显下降。而北京城建、津滨发展、中航地产等区域龙头也出现明显下降(图 1)。

图 1: 存货增速明显下降的企业



数据来源: Wind, 国泰君安证券, 以下各图同

2. 成长性——收入、利润下降, 09 年 1 季度负增长

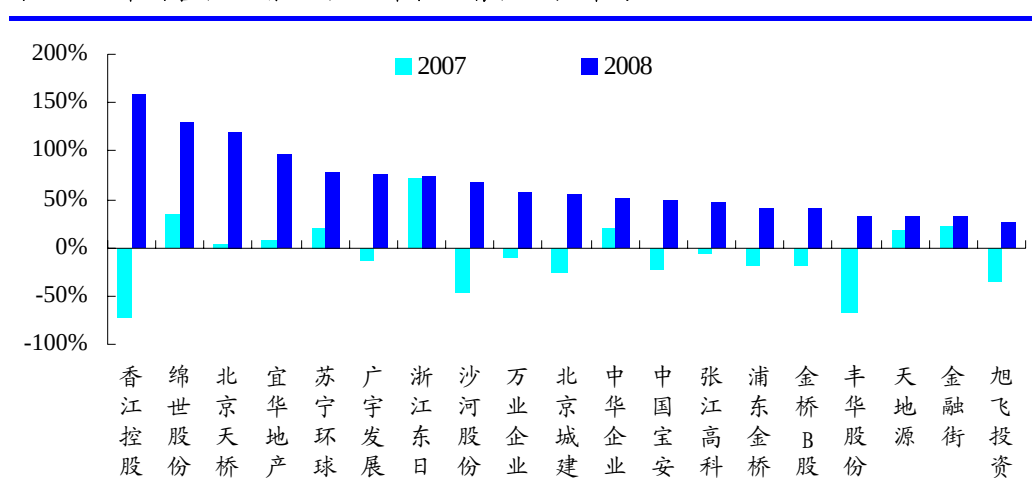
受市场观望气氛及宏观经济形势的影响, 08 年房地产市场销售和房价整体表现低迷。08 年全国商品房销售面积同比下降 19.7%, 其中住宅下降 20.3%, 全国商品房和住宅销售均价同比均下降 0.2%。上市公司销售收入、净利润和扣除非经常性损益后的净利润三项指标均呈下降趋势, 到 09 年 1 季度则出现负增长。

表 3: 08 年和 09 年 1 季度上市公司收入和利润增速明显下降

	2006	2007	2008	1Q2007	1Q2008	1Q2009
营业收入	40.3%	46.4%	9.1%	40.3%	44.8%	-6.4%
净利润	36.8%	38.1%	5.9%	67.0%	60.2%	-7.2%
扣除非经常性损益净利润	88.1%	119.8%	9.7%	98.0%	58.1%	-5.0%

08 年销售收入与 07 年相比有较大提升的上市公司包括香江控股、绵世股份、北京天桥、宜华地产、苏宁环球、中国宝安等, 这部分企业销售收入的大幅增长归结于去年同期较低的基数。北京城建、张江高科、浦东金桥和金融街等则受益于 08 年中报结算收入较高, 且大部分来自 07 年销售的预售房款项目。

图 3: 08 年销售收入增幅与 07 年相比有较大提升的企业



3. 行业盈利能力: ROE 下降, 期间费用率上升

受结算收入来自 07 年销售的高毛利项目影响, 08 年毛利率略有提升, 但是净利率、ROE 均呈下降趋势。一是因为 08 年中报收入基数较高, 中报结算收入大部分来自 07 年销售的高毛利率项目预售房款而使得整体的毛利率同比上升。二是因为 08 年上半年行业调整主要体现在销售上, 而房价则只是在广深地区下跌明显。作为 08 年上半年销售低迷的反映, 三项费用率增加。

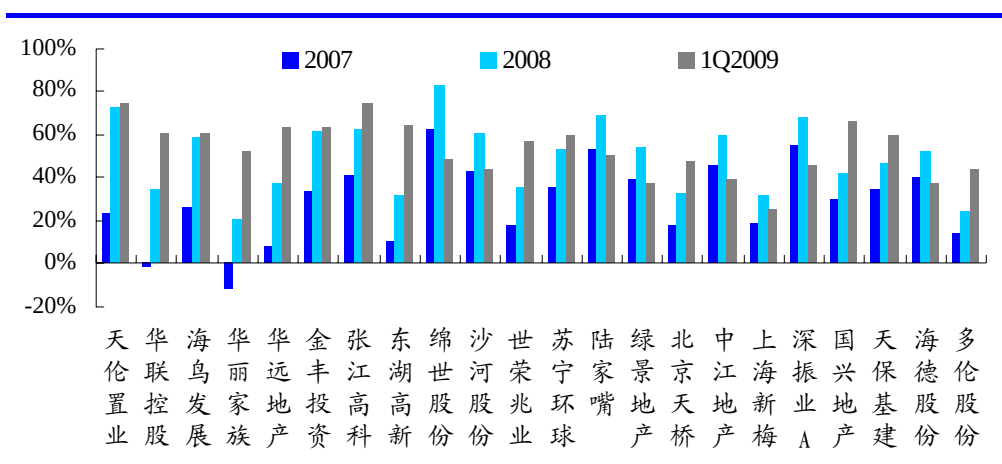
但行业内整体亏损并不明显, 129 家上市公司中, 08 年亏损的企业为 16 家, 同比增加 4 家, 行业内部分企业依然面临盈利困境。

表 4: ROE 下降, 费用率略有上升

	2006A	2007A	2008A	1Q2007	1Q2008	1Q2009
ROE	9.1%	12.1%	10.1%	2.1%	2.1%	1.6%
毛利率	28.8%	32.8%	34.8%	31.7%	33.4%	33.2%
净利率	8.5%	11.8%	11.6%	9.9%	10.9%	10.8%
三项费用率	10.4%	9.3%	10.0%	11.6%	11.2%	11.3%
亏损企业(统计 129 家)	21	12	16	44	26	29

和 07 年相比, 08 年以及 09 年一季度毛利率有较大提升的企业包括天伦置业、华联控股、海鸟发展、华丽家族、张江高科、苏宁环球和北京天桥等 (图 4)。

图 4: 与 07 年相比, 毛利率有较大提升的企业



4. 行业偿债能力—负债水平依然较高

在加速销售回笼现金以及削减开工压缩投资的双重作用下, 08 年企业的负债水平略有下降, 而扣除预售房款后的真实负债率则明显上升。净负债率达 48%, 比 07 年大幅提升。受益于楼市回暖, 上市公司去库存化速度加快, 09 年 1 季度速动比率与 08 年相比有所上升。

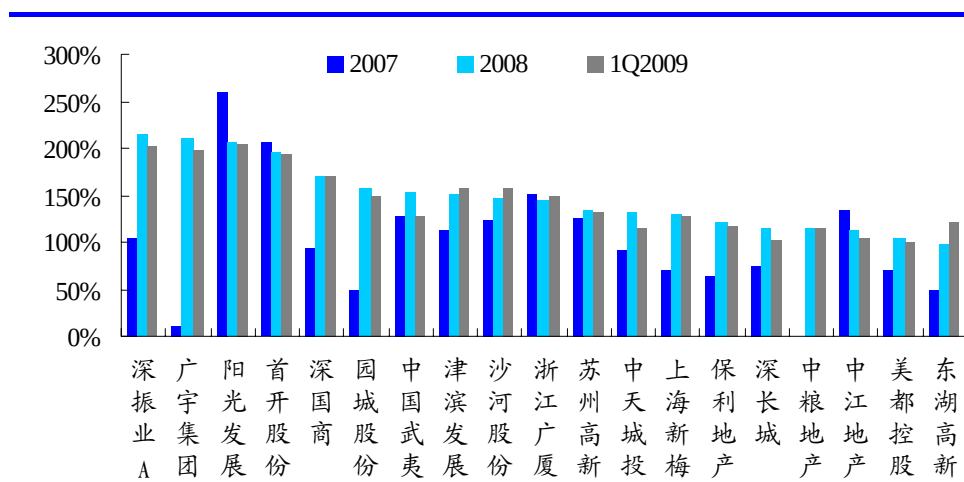
表 5: 行业负债水平依旧维持较高水平

	2006	2007	2008	1Q2007	1Q2008	1Q2009
资产负债率	64.0%	63.2%	62.6%	62.9%	63.5%	63.6%
真实资产负债率	49.6%	46.8%	49.1%	48.7%	47.3%	48.6%
净负债率	44.9%	38.8%	48.2%	51.4%	45.1%	45.9%
速动比率	0.61	0.58	0.49	0.57	0.56	0.53

08 全年和 09 年一季度净负债率靠前的企业分别是深振业、广宇集团、阳光发展、首开股份、中国武夷、苏州高新、浙江广厦、保利地产、中粮地产、深长城等, 表明信誉良好经营能力强的龙头企业可以在银行惜贷的情况下依然可以获得的较

多的银行贷款。

图 5: 2008, 1Q2009 净负债率超过 100% 的企业



5. 营运能力—存货周转率下降

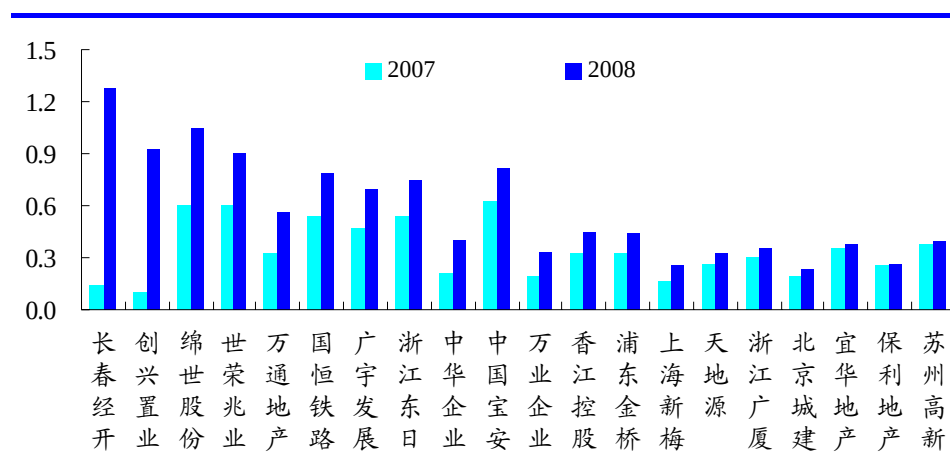
受前三季度市场低迷的影响，行业存货去化较慢，周转率下降。08 年行业存货周转率 0.36，低于 07 年的 0.5。09 年 1 季度为 0.05，也低于 08 年同期的 0.08。

表 6: 行业存货周转率下降，营业周期缩短

	2006	2007	2008	1Q2007	1Q2008	1Q2009
存货周转率	0.58	0.50	0.36	0.09	0.08	0.05
营业周期(天)	1193	3541	2989	9441	4734	4693

存货周转率有较大提升的重点公司包括：万通地产、广宇发展、中华企业、中国宝安、香江控股、浦东金桥、浙江广厦、北京城建和保利地产等。这部分企业存货周转率的大幅上升缘于去年同期大面积开工导致的较低的存货周转率，而 08 年在缩减开工和投资的情况下存货周转率就表现出较大的提升。

图 6: 08 年存货周转率出现明显上升的企业

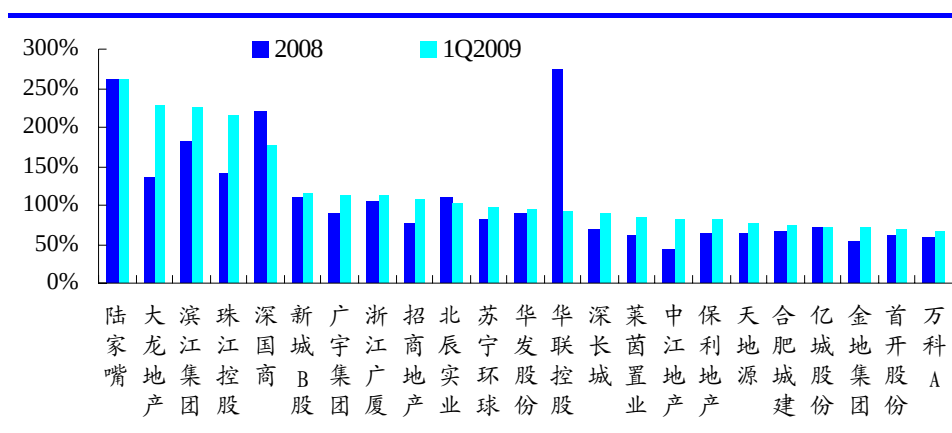


6. 业绩保障—09 年 1 季度预售房款占 08 年收入的 54%

08 年预收账款占当年营业收入的 46%，低于 07 年的同期的 49%，一方面是对 08 年销售低迷的反映，另一方面也表明上市公司为保障业绩而加快结算。受市场回暖成交活跃的影响，09 年 1 季度上市公司预售房款大幅上升，1 季度预售房款占 08 年收入比重达 54%，高于 08 年同期的 53%。

其中 09 年 1 季度预收账款占营业收入比重在 70%以上的典型公司有陆家嘴、大龙地产、滨江集团、珠江控股、招商地产、北辰实业、苏宁环球、华发股份、深长城、保利地产、亿城股份、金地集团等。

图 7：08 年报和 09 年 1 季报预收账款/08 营业收入较靠前的公司



7. 行业趋势及公司评价

7.1. 行业基本面判断：阴转多云，期待多云转晴

维持 09 年行业投资策略报告《房价定乾坤》中“行业前景三段论”的分析框架。行业前景将经历房价多重博弈、成交量复苏和开发商财报改善三个阶段。目前大多数城市正处于第二个阶段中期，而因为行业尚未进入房价普遍止跌并上涨的第三阶段，所以 09 年开发商利润和财务报表难以显著改善。

开发商方面，由于因为开工季节性、资金压力缓解、抓住销售回暖时机等原因，加快推盘速度，这对于个体而言是理性选择，但是对行业复苏不利；同样，选择提价，对于个体是理性选择，但是对行业复苏不利。政府方面，同样高度关注成交量，控制房价，有利于行业复苏；同时可能加快保障性住房推盘量（保障性住房一样可以通过投资贡献增量 GDP，同时对解决了居住需求的中低收入阶层边际消费正面刺激更大）。基于此，行业成交量和房价之间还会存在反复。

大多数开发商一季度没有拿地，二季度开始部分快速周转模式的开发商将开始拿地，其核心理由在于必须补充土地储备库存。

降低住宅投资自有资金比例，短期利好中期中性长期利好。短期房地产股票将受益于保投资和保增长的政府决心和经济转好；中期将增加供给，平抑房价涨幅；长期因经济转好，行业有望供销两旺。

上海双中心建设受益个股维持前期重点推荐：张江高科，中华企业，城头控股，上实发展和浦东金桥。海峡西岸区域振兴维持3月3日行业报告重点推荐：建发股份，中国武夷，漳州发展和厦门国贸。

7.2. 维持行业中性偏正面判断，维持标配或适度超配建议，关注三类选股线索

目前A股一二线主流地产公司08年动态P为29倍，09年平均动态PE为21倍，估值处于合理偏高区域。其中，开发类公司08年平均动态PE为27倍，09年PE为20倍，RNAV平均溢价7%；出租类公司08年动态PE为41倍，09年动态PE为30倍，RNAV溢价5%。按最新的每股净资产，开发类地产公司平均PB为3.3倍，出租类地产公司平均PB为3.1倍。

关注三类选股线索：延续我们3月3日《房地产：春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》和4月1日《行业趋势：阴转多云——二季度房地产行业投资策略》的思路，简述如下，重点关注前两类。

（1）预售房款规模及占08年收入比重高、未来业绩弹性大的公司：侧重推荐浙江广厦和大连友谊；适当关注保利地产、首开股份、华发股份和滨江集团；泛海建设、北京城建、苏宁环球、上实发展、深长城、沙河股份、金融街未来的业绩弹性很大。

（2）09年大股东资产注入预期明确的公司：重点是张江高科、建发股份、城投控股、上实发展；另可关注中粮地产、招商地产、华侨城、香江控股等。

（3）关注行业逐渐复苏区域中充分受益的公司：前期重点推荐了华发股份、华侨城、中国宝安、深振业、香江控股，适度推荐了保利地产、万科、招商地产。此外，政策扶持力度很大、区域经济增长趋势良好的海峡西岸经济区，推荐的龙头是建发股份和漳州发展，另可适当关注招商地产和上实发展；重庆两江开发区的龙头是渝开发和广宇发展。

最后，风格稳健的投资者可适度关注商业地产股。包括金融街、浦东金桥、张江高科、陆家嘴和中国国贸。他们股价涨幅偏小，但业绩增长稳定，资金压力小，有望受益于政府可能推动的房地产信托基金（REITs）。

表 7: 08 年报龙头公司和部分重点关注公司财务比较 (单位: %, 百万元)

	万科 A	保利地产	招商地产	金地集团	华发股份	华侨城 A	金融街	张江高科	浙江广厦	新湖中宝	中国宝安	香江控股
ROE	12.7	15.9	8.3	9.0	14.5	16.4	7.1	10.2	24.7	18.7	11.6	19.3
销售毛利率	39.0	40.8	41.3	43.1	37.6	47.2	50.0	62.9	28.7	32.1	36.8	55.0
销售净利率	9.8	14.4	34.4	8.6	18.7	26.3	18.6	30.1	10.8	24.0	6.9	10.7
三项费用率	9.9	4.8	12.9	11.7	7.0	20.9	8.1	18.9	8.5	11.4	18.2	12.4
存货周转率	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	1.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.8	0.4
存货增长率	29.2	43.1	39.0	52.7	80.1	59.0	70.9	26.6	-2.7	29.1	9.2	207.5
营业收入增长率	15.4	91.2	-13.1	30.4	60.7	101.9	32.8	46.4	22.2	16.6	48.4	64.8
净利润增长率	-16.7	50.4	6.0	-12.9	81.6	22.3	-48.1	39.2	101.1	102.1	-13.0	6.1
资产负债率	67.4	70.8	56.5	70.3	64.5	50.4	46.1	49.1	83.3	63.3	59.0	71.4
真实资产负债率	47.4	52.5	49.2	55.0	41.4	48.5	44.8	48.3	43.2	54.9	45.8	59.8
净负债率	40.2	121.8	32.6	90.5	59.6	64.1	10.2	36.4	144.6	82.6	64.4	27.1
速动比率	0.43	0.67	0.61	0.38	0.35	0.21	1.47	0.61	0.16	0.54	0.77	0.72
现金	19978	5470	7389	4450	1852	931	7298	2248	435	1752	608	1438
每股经营性现金流	0.00	-3.10	-2.28	-1.04	0.53	0.43	-2.07	-0.14	-0.79	-0.47	0.40	-0.49
预售房款	23946	9799	2731	5381	3129	275	348	80	3611	1156	803	623
预收房款/营业收入	58.4	63.1	76.4	55.1	89.9	7.9	6.2	4.5	106.4	33.0	27.8	31.6
基本 EPS	0.37	0.91	0.94	0.50	0.88	0.35	0.43	0.38	0.42	0.30	0.19	0.27

附表 1: 行业内所有公司 08 年和 09 年 1 季度经营及财务表现 (单位: 元, %)

	EPS				ROE	净利润 同比	毛利率	存货周 转率	速动 比率	每股经营 性现金流	预售房款/ 营业收入	净 负 债率	真实负 债率
	07A	08A	1Q08	1Q09									
鑫茂科技	0.22	1.89	0.01	-0.07	47	10	20	0.7	0.5	0.7	24	34	41
荣丰控股	0.47	1.26	0.15	-0.02	35	-19	10	5.6	0.4	-2.3	0	29	46
万通地产	0.37	1.04	0.42	0.05	18	104	43	0.6	0.7	-1.3	22	34	41
中山公用	0.13	0.95	0.01	0.3	16	1196	38	22.6	0.4	0.3	2	15	24
招商局 B	1.62	0.94	0.04	0.1	8	-4	41	0.1	0.6	-2.3	76	33	49
招商地产	1.62	0.94	0.04	0.1	8	-4	41	0.1	0.6	-2.3	76	33	49
保利地产	1.3	0.91	0.11	0.13	16	84	41	0.3	0.7	-3.1	63	122	53
华发股份	1.22	0.88	0.19	0.16	14	60	38	0.3	0.4	0.5	90	60	41
新湖创业	0.71	0.83	0.57	0.05	31	-25	62	0.3	0.1	-0.1	23	17	22
万业企业	1.07	0.83	0.05	0.14	14	71	36	0.3	1.0	1.0	12	-3	26
首开股份	0.39	0.7	0.12	0.09	15	-25	34	0.3	0.4	1.3	62	195	66
华远地产	0.01	0.68	0	0.09	26	647	38	1.0	0.4	0.4	53	43	41
中江地产	0.58	0.64	0.12	0	25	-71	60	0.1	0.1	0.0	44	112	63
滨江集团	1.01	0.61	0.03	0.03	21	-15	45	0.2	0.9	-1.7	183	78	45
中天城投	0.31	0.57	0.06	0.1	25	48	41	0.4	0.4	-1.1	22	131	65
福星股份	0.6	0.55	0.11	0.05	9	-6	30	0.9	1.2	0.0	7	36	47
阳光发展	0.18	0.55	0.01	0.01	9	51	14	0.5	0.5	-1.6	18	207	68
合肥城建	0.95	0.53	0.37	0.01	11	-7	47	0.3	1.2	-1.1	67	-22	29

金地集团	1.31	0.5	0.06	0.03	9	32	43	0.2	0.4	-1.0	55	91	55
建发股份	1.12	0.5	0.22	0.11	12	15	6	6.2	0.5	0.6	7	48	51
信达地产	-0.15	0.49	-0.08	0.01	11	79	33	0.6	0.5	-0.7	51	36	45
中茵股份	0.38	0.48	0.16	0.01	57		22		0.5	-0.4	14	122	73
丰华股份	0.02	0.48	0.01	0.01	26	47	46	0.1	1.1	-1.0	3	20	53
陆家嘴	0.4	0.47	0	0.02	10	-45	69	0.1	0.3	-0.6	263	-29	22
陆家 B 股	0.4	0.47	0	0.02	10	-45	69	0.1	0.3	-0.6	263	-29	22
绵世股份	0.95	0.47	2.29	0.02	17	0	84	1.1	3.6	-0.2	0	-72	21
荣盛发展	0.8	0.46	0.27	0.11	18	8	39	0.3	0.5	-0.3	50	74	53
亿城股份	0.86	0.45	0.09	0.04	11	-50	42	0.2	0.5	-0.7	72	25	35
东华实业	0.32	0.45	0.14	0.07	16	0	31	0.5	0.3	-0.1	52	47	36
ST 重实	0.16	0.45	-0.12	0.01	12	-89	66	0.0	0.3	-0.9	445	9	33
金融街	0.68	0.43	0.05	0.06	7	19	50	0.3	1.5	-2.1	6	10	45
海泰发展	0.38	0.43	0.07	0.12	9	-26	25	0.7	1.5	-1.6	20	19	48
中华企业	0.67	0.43	0.11	0.11	14	145	34	0.4	0.4	0.3	19	89	57
北京城建	0.36	0.43	0.09	0.18	9	45	43	0.2	0.6	-0.2	47	68	55
浙江广厦	0.23	0.42	0.11	-0.06	25	24	29	0.4	0.2	-0.8	106	145	43
华丽家族	-0.24	0.42	0.24	0.03	20	386	21		0.3	0.0	4	-31	61
苏宁环球	0.44	0.4	0.22	0.08	27	31	53	0.3	0.3	0.3	82	5	39
金丰投资	0.42	0.39	0.05	0.05	10	-72	62	0.3	0.7	-0.4	9	34	44
张江高科	0.31	0.38	0.06	0.08	10	-7	63	0.3	0.6	-0.1	5	36	48
万科 B	0.73	0.37	0.11	0.07	13	21	39	0.3	0.4	0.0	58	40	47
万科 A	0.73	0.37	0.11	0.07	13	21	39	0.3	0.4	0.0	58	40	47
天保基建	0.44	0.37	0.07	0.03	7	-43	47	0.1	0.1	-0.4	43	2	44
新城 B 股	0.81	0.37	0.01	0.12	21	20	32	0.4	0.4	0.0	111	96	41
中国国贸	0.29	0.35	0.08	0.08	8	6	60	45.0	0.3	0.4	5	74	48
上实发展	0.25	0.34	0.09	0.03	14	12	43	0.3	0.4	-2.2	13	81	74
上海新梅	0.02	0.33	0.05	0.06	16	79	32	0.3	0.7	-1.8	10	129	56
浦东金桥	0.24	0.33	0.08	0.08	9	76	53	0.4	0.1	0.3	3	48	42
金桥 B 股	0.24	0.33	0.08	0.08	9	76	53	0.4	0.1	0.3	3	48	42
卧龙地产	0.36	0.31	0.15	0.08	20	10	36	0.4	0.3	-0.6	17	72	58
新黄浦	0.31	0.31	0.07	0.07	7	-22	37	0.8	1.2	0.0	13	7	30
绿景地产	0.02	0.31	0	0.02	24	-21	54	0.5	0.4	0.0	31	15	42
新湖中宝	0.24	0.3	0.04	0.04	19	9	32	0.3	0.5	-0.5	33	83	55
深振业 A	1.02	0.3	0.91	0.12	9	-28	68	0.1	0.1	-2.7	8	215	70
莱茵置业	0.45	0.28	0.06	-0.02	21	-18	34	0.4	0.3	0.0	60	74	47
香江控股	0.36	0.27	0.2	0	19	180	55	0.4	0.7	-0.5	32	27	60
宜华地产	0.35	0.25	0.01	0	13	109	32	0.4	0.6	0.1	16	-43	42
中体产业	0.21	0.25	0.21	0	17	-31	39	0.6	0.8	-1.0	40	-18	31
名流置业	0.39	0.24	0.16	0.02	7	-34	53	0.2	2.3	-0.8	1	-10	24
京能置业	0.48	0.24	0.01	-0.03	13	-72	47	0.2	0.7	-1.4	5	29	65
广宇集团	0.67	0.24	0.07	0.02	11	-26	36	0.2	0.1	-4.3	91	211	55
创兴置业	0.71	0.24	0.05	-0.03	12	605	35	0.9	1.6	0.0	16	6	16
苏州高新	0.48	0.23	0.06	0.03	8	20	24	0.4	0.4	-0.6	19	133	65

世荣兆业	-0.46	0.22	0.2	-0.01	12	2310	36	0.9	0.3	-0.5	16	23	34
沙河股份	0.01	0.22	-0.09	-0.02	11	14	61	0.1	0.3	-0.5	7	148	73
ST 道博	0.26	0.21	0.1	0.29	33	-60	55	1.4	0.3	0.6	57	-26	40
渝开发	0.31	0.2	0.06	0.03	7	-19	49	0.4	1.7	-0.2	8	12	31
华联股份	0.1	0.2	0.08	0.04	8	-70	23	18.8	0.9	-0.3	1	-8	25
云南城投	0.16	0.2	-0.02	0.05	8	33	30	0.4	1.0	-0.2	1	4	42
海德股份	0.16	0.19	0.02	0.02	18	-73	52	0.3	0.9	0.0	38	-25	31
栖霞建设	0.85	0.19	0.15	0.02	7	-49	40	0.2	0.5	-0.9	13	93	55
中国宝安	0.24	0.19	0.09	0.06	12	37	37	0.8	0.8	0.4	28	64	46
天地源	0.11	0.18	0.02	0.02	9	36	26	0.3	0.4	0.6	64	75	48
美都控股	0.34	0.17	0.03	0.03	10	-29	9	1.5	0.4	-0.4	35	104	53
ST 兴业	0.42	0.16	0.02	0.03		-100			0.3	0.0	2	-3	1813
华业地产	0.4	0.15	0.03	0.03	5	-17	42	0.2	2.1	-1.2	23	14	40
鼎立股份	0.29	0.15	0.07	0.03	7	-26	18	0.8	0.4	-0.3	18	35	52
鼎立 B 股	0.29	0.15	0.07	0.03	7	-26	18	0.8	0.4	-0.3	18	35	52
正和股份	0.28	0.14	0.01	0.01	8	12888	83	0.1	0.7	-0.1	2	10	19
珠江实业	0.16	0.13	0.04	0.01	3	-32	39	0.2	0.6	-1.1	0	50	48
浙江东日	0.12	0.13	0.03	0.04	5	90	23	0.7	0.6	-0.1	54	-18	14
天宸股份	0.13	0.13	0.01	-0.05	8	-18	40	0.5	0.2	-0.2	8	75	51
世茂股份	0.14	0.13	0.11	0.02	5	-60	44	0.2	0.8	-1.4	2	17	44
北辰实业	0.1	0.13	0.03	0.05	5	-13	44	0.2	0.6	0.7	111	52	47
中航地产	0.74	0.13	0.05	-0.03	2	-11	28	0.5	0.4	-1.5	5	69	62
新疆城建	0.29	0.12	0.01	0.04	5	-3	21	1.4	0.5	-0.3	2	47	51
东湖高新	0.12	0.11	0.05	0.06	4	-23	32	0.8	0.7	-0.1	20	99	62
银基发展	0.23	0.11	0.12	0.01	9	-42	46	0.2	0.3	-0.2	5	29	32
天业股份	0.54	0.11	0.01	-0.02	5	4	47	0.2	0.2	0.4	10	16	59
天房发展	0.06	0.1	0.04	0.01	3	-33	28	0.2	0.4	-1.7	14	78	56
泛海建设	0.87	0.09	0.04	0.01	3	-69	47	0.1	0.6	-0.1	2	33	56
中国武夷	0.18	0.09	0.02	0.03	4	-19	24	0.6	0.4	0.1	26	153	65
中关村	0.13	0.09	0.02	0	10	-14	26	1.1	0.6	0.3	12	88	74
中粮地产	0.61	0.08	0.04	-0.01	4	58	55	0.2	0.5	-1.9	5	114	63
国恒铁路	0.05	0.06	0	0	4	76	12	0.8	0.9	-0.1	8	-3	11
国兴地产	0.65	0.06	0.13	-0.01	3	-79	42	0.1	0.3	-1.3	6	-2	43
*ST 高新	-1.24	0.05	-0.04	-0.03	11	56	26	1.6	0.5	1.1	14	-10	84
阳光股份	0.39	0.05	0.13	0.09	2	2	46	0.3	0.4	-0.4	26	55	56
天伦置业	0.13	0.05	0.01	0.01	2	-90	73	0.1	0.3	-0.3	0	65	47
津滨发展	0.06	0.04	0.02	0	3	-27	25	0.2	0.5	-0.3	15	150	59
ST 东源	0.08	0.04	0.01	0.01	2	-91	-87		5.3	-0.1	68	-8	4
运盛实业	0.05	0.04	0	-0.01	3	-50	58	0.0	1.5	-0.1	11	17	22
深长城	0.84	0.03	-0.06	-0.01	0	-1	40	0.2	0.2	-1.3	70	115	54
深深房 B	0.04	0.02	0	0	2	-24	33	0.5	0.6	-0.1	18	6	41
深深房 A	0.04	0.02	0	0	2	-24	33	0.5	0.6	-0.1	18	6	41
S*ST 物业	-0.05	0.02	-0.01	0.03	2	30	46	0.3	0.4	0.0	11	96	70
*ST 物业 B	-0.05	0.02	-0.01	0.03	2	30	46	0.3	0.4	0.0	11	96	70

多伦股份	0.02	0.02	0	0	1	-66	25	0.1	0.1	-0.2	38	24	31
世纪星源	0.08	0.01	0	0	1	-57	56	0.6	0.3	-0.1	15	11	45
海鸟发展	-0.03	0.01	-0.01	-0.02	0	-75	59	0.2	4.2	0.1	0	14	19
大龙地产	0.11	0.01	0	0.04	0	-59	33	0.1	0.5	-1.6	136	80	55
长春经开	0.01	0.01	-0.01	-0.01	0	-4	26	7.6	2.8	3.0	39	11	27
*ST 昌鱼	-0.16	0	-0.01	-0.01	0	89	59	0.0	0.0	-0.2	104	62	89
*ST 中房	-0.1	-0.05	-0.01	-0.01	-9	-91	37	0.1	0.4	0.0	20	-5	27
广宇发展	0.09	-0.08	-0.02	-0.02	-9	69	28	0.7	0.3	-0.3	30	98	56
深国商 B	0.34	-0.12	-0.01	0.04	-12	-21	18	0.0	0.1	-0.7	220	170	82
深国商	0.34	-0.12	-0.01	0.04	-12	-21	18	0.0	0.1	-0.7	220	170	82
旭飞投资	0.03	-0.12	-0.02	-0.01	-8	110	28	328.4	0.7	-0.1	0	-16	21
光华控股	0.06	-0.12	-0.04	0.01	-18	-96	42	0.0	0.2	-0.3	4029	64	36
*ST 珠江 B	-0.07	-0.18	-0.06	-0.03	-64	-13	12	0.2	0.1	-0.2	140	125	72
*ST 珠江	-0.07	-0.18	-0.06	-0.03	-64	-13	12	0.2	0.1	-0.2	140	125	72
粤宏远 A	0.05	-0.18	0	0.01	-8	-10	24	0.2	0.1	-0.1	26	53	41
深鸿基	0.16	-0.24	-0.04	-0.02	-14	-36	37	0.3	0.4	-0.5	9	72	58
ST 联华 B	0.06	-0.29	-0.01	-0.02		-81	-6	0.2	0.1	0.1	21	-184	103
ST 联华	0.06	-0.29	-0.01	-0.02		-81	-6	0.2	0.1	0.1	21	-184	103
东方银星	0.04	-0.3	0.01	-0.01	-35	-26	-13	0.2	0.9	0.0	22	15	45
ST 万杰	0.04	-0.3	-0.2	0.01	-78	64	15	1.2	0.4	-0.5	11	273	84
*ST 华控	-0.34	-0.35	-0.03	0.1	-34	-99	35	0.0	0.9	0.1	281	5	42
园城股份	0.12	-0.57	-0.02	-0.02	-293	-19	6	0.0	0.3	0.1	646	157	70

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署: 工科硕士, 毕业于南京大学, 2008 年 7 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com