



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

业绩预览

2009 年 8 月 3 日

房地产

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

中期业绩料将分化，但波澜不惊

上半年 H 股地产公司业绩预览

中期业绩预览：

我们预计，H 股地产公司 09 年上半年业绩平均增长 13%。预计上半年利润率回升幅度较为有限，这主要是由于去年房地产市场低迷所致，因此我们预计中金覆盖 H 股地产公司上半年平均增速只有 13%。分公司来看，预计深圳控股、雅居乐和世茂分别增长 37%、35% 和 32%，华润置地、首创置业、富力、绿城、中国海外、方兴和碧桂园增速预计在 0%-25% 之间，而远洋地产和瑞安业绩可能有所下滑。

2009 年利润率改善幅度有限：展望未来，我们认为去年下半年降价销售将对 2009 年全年业绩产生不利影响，目前强劲的预售业绩不会全部体现在 2009 年报表中。不过，2009 年提价举措和良好预售情况将对 2010 年业绩产生较大帮助，利润率和收入均有望提升。

我们对房地产行业最新观点：

- **一线城市看价格，二三线城市看成交量：**展望下半年，我们认为受供应限制一线城市成交量难以维持在上半年水平，主要体现在价格上涨；而市场重心将从一线城市向二三线城市转移。因此，一线城市看价格，二三线城市看成交量。
- **龙头公司或从下半年开始加快扩张步伐，提升市场占有率。**经历上半年市场回暖之后，下半年将能够看到更多的地产商拿地举措。进入下半年，土地市场，特别是在一、二线城市核心区域的土地市场，进入门槛将大幅提高，并将限制小开发商获得优质土地资源，龙头公司资金、开发能力等优势将得到体现，从而将获得更多的土地资源，在该部分地区的市场份额将进一步增加。
- **重点关注拥有较多可售资源的公司，尤其是在 9、10 月份，**因为一、二线城市可销售资源丰富的公司下半年有望脱颖而出。在一二线城市拥有较多土地储备的公司将获得更高的利润率，而二三线城市可售资源较多的公司将获得更好的销售额。

估值与建议：

经过 3 月份以来的大幅上涨，目前地产板块估值水平已经部分反映了成交量及房价上涨的预期，我们认为，中报季过后，市场将更加关心于地产公司的盈利改善情况，地产公司之间的差异性将会逐步体现。

建议投资者逢低吸纳具有扩张能力的龙头地产公司；以及在一二线城市拥有较多土地资源的公司和二三线城市具有较多可售资源的公司。我们首推：龙头企业中国海外与华润置地；估值水平较低的二线企业绿城、首创置业和深圳控股。

风险：

房地产政策再度大幅收紧。

2009 年中期业绩预览：平均增速 13%

我们粗略估计，H 股地产公司 09 年上半年业绩平均增长 13%。预计上半年利润率回升幅度较为有限，这主要是由于去年房地产市场低迷所致，因此我们预计中金覆盖 H 股地产公司上半年平均增速只有 13%。

- 绿城盈利料增 13%至每股 0.29 港元：包括 08 年推迟的项目在内，上半年完工项目面积约为 51 万平方米，我们预测营业收入增长 42%至 25 亿元人民币。但由于去年市况欠佳，我们认为 09 年上半年利润率仍将维持在 30%以下，预计盈利同比增长 13%至每股 0.29 港元。
- 中国海外预计中期业绩同比上升 13%至 26 亿港元，或每股 0.32 港元。我们认为该公司的结算安排较为恰当，大多数项目定于下半年交付。
- 华润置地预计上半年实现盈利每股 0.15 港元，主要受结算收入大幅上升带动。
- 远洋地产股盈利料轻微下降至 0.12 港元。去年下半年降价的影响将在今年体现出来，毛利率将维持在 30%左右的底部水平。我们假设去年已售但未结算的项目大部分于今年上半年结算（除去年 12 月份销售的远洋山水东区之外）。
- 方兴地产盈利料与上年同期持平。截至上半年该公司已成功售出高阳项目的大部分，预计其中一部分将于上半年结算。此外金茂的盈利贡献将仅小幅上升至 1.8 亿人民币，考虑到主要城市的物业出租和酒店市场依旧疲弱。预计上半年股盈同比持平于 0.05 港元。
- 雅居乐录得 32%的盈利增长。该公司上半年仍将受到去年销售均价较低的影响，毛利率将降至 35%以下。然而由于上年同期基数较低，预计上半年盈利将同比增长 32%至每股 0.13 港元。
- 我们预计碧桂园、富力和世茂中期业绩将分别增长 5%，21%和 32%，而瑞安房地产盈利或下降 36%，主要是由于不同的结算安排。

图 1：H 股地产公司 09 年上半年业绩预测一览

H&B 股	摊薄每股收益				
	1H08 (HK\$)	1H09 (HK\$)	%	09E (HK\$)	%
中国海外	0.28	0.32	13%	0.75	42%
华润置地	0.12	0.15	25%	0.57	27%
首创置业	0.14	0.15	9%	0.24	66%
绿城中国	0.25	0.29	13%	0.66	43%
远洋地产	0.13	0.12	-6%	0.38	33%
雅居乐	0.09	0.13	35%	0.69	18%
富力地产	0.16	0.19	21%	0.86	22%
世茂地产	0.10	0.13	32%	0.56	24%
碧桂园	0.07	0.07	5%	0.18	41%
瑞安地产	0.27	0.17	-36%	0.27	64%
方兴地产	0.04	0.04	8%	0.14	30%
深圳控股	0.04	0.05	37%	0.27	20%
平均值			13%		
中间值			13%		

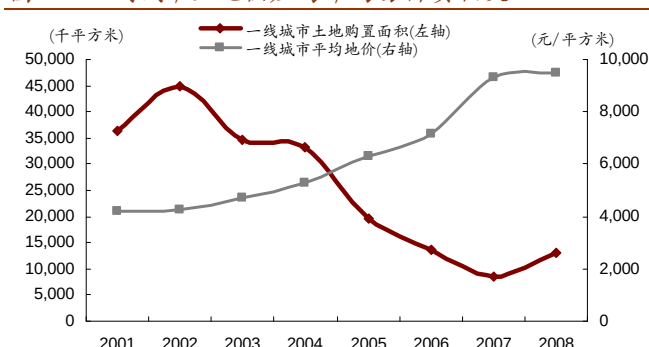
资料来源：中金公司研究部 注：我们对世茂每股收益预测并未考虑其资产注入到 600823.CH 的影响。

展望未来，我们预计 08 年下半年降价促销策略对毛利率的负面影响将在 09 年集中体现，因而 09 年上半年甚至全年，地产公司的毛利率改善将有限。不过，2009 年提价举措和良好预售情况将对 2010 年业绩产生较大帮助，利润率和收入均有望提升。

一线城市看价格，市场重心将从一线城市向二三线城市转移

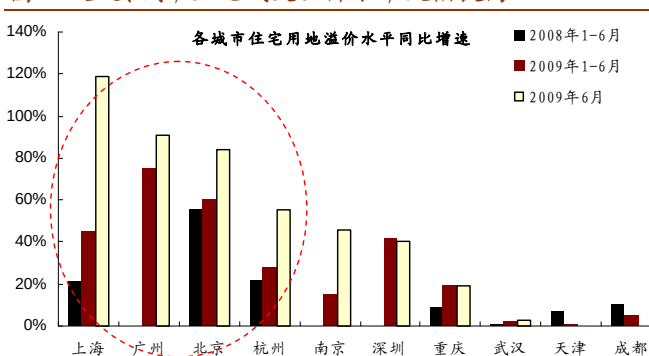
一线城市价格有望上涨：展望下半年，我们认为受供应限制一线城市成交量难以维持在上半年水平，但在旺盛需求推动下，未来几个季度价格有望进一步上涨。

图 2：一线城市土地供应与平均房价负相关



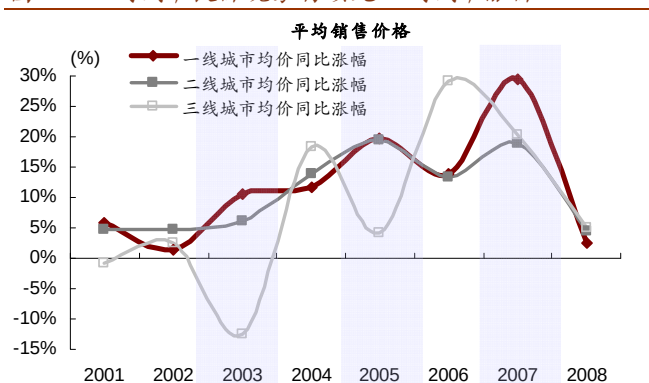
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 2：主要城市土地成交溢价水平大幅提高



资料来源：CREC、中金公司研究部

图 4：一线城市提价现象将领先三线城市涨价



资料来源：CEIC、中金公司研究部

市场重心将从一线城市向二三线城市转移：展望下半年，我们认为一线城市看价格，二三线城市看成交量，在一二线城市拥有较多土地储备的公司将获得更高的利润率，而二三线城市可售资源较多的公司将获得更好的销售额。

下半年龙头公司更具扩张优势

上半年市场整体回暖，使得行业中各主流地产商均实现了销售收入的同比大幅增长。去库存化之后，手握大量现金的地产公司开始扩张步伐。我们认为，一二线城市核心区域的土地市场进入门槛将大幅提高，充裕的资金和优势开发能力将成为进入这些市场的必备条件。龙头公司在这些地区中的拿地能力将强于小开发商，它们在该部分地区中的市场份额将进一步增加。

图 5：主流地产商上半年拿地项目一览

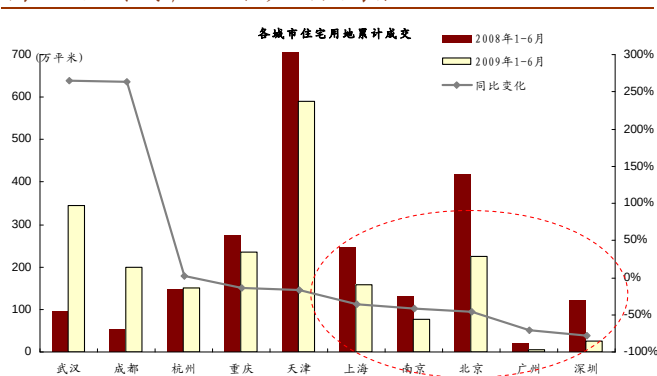
时间	开发商	城市	地区	总地价 (亿元)	建筑面积 (万平米)	平均地价 (元/平米)
1月	万科	广州	广州荔湾区大坦沙岛地块	4.5	13.6	3,341
4月	碧桂园	广州	增城，广州	8.9	132.0	676
4月	碧桂园	广州	增城，广州	1.1	28.0	386
4月	金地集团	上海	青浦徐泾镇3号地块	5.6	10.0	5,579
4月	上海世茂	青岛	东海西路45、47号	9.1	21.4	4,248
5月	SOHO中国	北京	前门项目	17.7	5.5	32,182
5月	富力地产	北京	广渠门10号地，朝阳区	10.2	7.3	14,069
5月	万科	佛山	D14街区，南海区	13.9	58.5	2,370
5月	保利地产	北京	密云云水名苑	3.9	31.6	1,220
5月	富力地产	广州	从化区温泉镇温泉村	7.5	52.0	1,442
5月	万科	无锡	无锡新区叙丰里地块	5.6	30.0	1,857
5月	万科	沈阳	铁西胶管厂地块	1.2	11.0	1,109
5月	万科	沈阳	东陵区五里河项目	7.0	29.1	2,404
5月	万科	青岛	市北区，双山南山地块	3.6	20.4	1,751
5月	万科	青岛	四方区，308国道以北地块	6.9	39.6	1,751
6月	上海世茂	南京	南京世茂滨江新城	17.2	48.3	3,561
6月	万科	厦门	湖边水库湖心岛北侧地块	18.3	20.0	9,163
6月	世茂房地产	厦门	湖边水库片区地块	30.2	45.3	6,670
6月	方兴地产	北京	广渠门15号地，朝阳区	40.6	28.0	14,500
7月	保利地产	北京	大兴区黄村新城北区2号地	16.3	22.5	7,248
7月	金地集团	北京	大兴区16号地	15.6	27.6	5,664
7月	万科	佛山	潭洲村登州商住地块	21.5	71.0	3,028
7月	金地集团	上海	青浦区赵巷10号地块	30.5	21.0	14,500

资料来源：公司数据、中金公司研究部

一、二线城市可销售资源丰富的公司有望脱颖而出

经历了上半年主要城市同比 80% 以上的销售增长以及地王现象在核心地段的频频产生之后，一线和部分二线城市下半年房价上涨将更加明显，因此地产公司核心地段项目将获得更高回报，在该部分地区拥有较多可销售资源的公司将脱颖而出。

图 6：主要城市土地供应仍然有限



资料来源：CREDS、中金公司研究部

图 7：主要城市土地储备一览

公司名称	土地储备分布一览			占比 %		
	一线城市	二线城市	三线城市	一线城市	二线城市	三线城市
中国海外	3.9	17.4	2.8	16%	72%	12%
华润置地	4.0	15.5	2.9	18%	69%	13%
首创置业	1.0	7.2	0.5	11%	83%	6%
绿城中国	1.3	11.1	12.6	5%	44%	50%
远洋地产	3.2	7.4	2.0	26%	59%	16%
雅居乐	3.3	2.6	23.8	11%	9%	80%
富力地产	6.8	15.1	4.3	26%	58%	17%
世茂地产	0.8	10.2	10.4	4%	48%	48%
碧桂园	-	-	46.1	0%	0%	100%
瑞安地产	2.9	-	10.9	21%	0%	79%
方兴地产	1.3	-	0.3	81%	0%	19%
深控股	2.6	2.0	9.0	19%	14%	66%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

估值与建议：

经过 3 月份以来的大幅上涨，目前地产板块估值水平已经部分反映了成交量及房价上涨的预期，我们认为，中报季过后，地产公司之间的差异性将会逐步体现。

我们认为，逢低吸纳将是未来几个季度房地产行业的投资主线。另外，我们建议投资者关注在一二线城市拥有较多土地资源的公司以及二三线城市具有较多可售资源的公司。

在 H 股中，我们首推：

- 龙头公司中国海外和华润置地；
- 估值水平较低的二线企业绿城、首创置业和深圳控股。

图8：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 (元)				CAGR	市盈率				市净率				每股NAV (元)				溢/折价	资产负债率 (%)	净负债率 (%)	总储备 (百万平米)	权益储备 (百万平米)		
							08A	09E	10E	08-10E		07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	09A	10E	09A	10E	08A	08A	2008-12	2008-12			
A股																														
侧重开发:																														
万科A	000002	推荐	12.9	n.a.	n.a.	137.2	0.37	0.40	0.45	11%		29.3	35.2	32.3	28.6	4.8	4.4	4.0	3.5	9.3	10.1	38%	27%	67%	33%	33.1	26.3			
金地集团	600383	推荐	17.5	n.a.	n.a.	38.1	0.39	0.58	0.68	33%		39.5	45.3	30.1	25.7	4.5	4.1	3.7	3.3	15.3	17.1	14%	2%	70%	81%	11.4	10.1			
招商地产	000024	推荐	31.9	n.a.	n.a.	52.4	0.71	0.92	1.20	30%		47.3	44.6	34.5	26.5	6.9	3.7	3.3	3.0	27.3	30.7	17%	4%	57%	30%	10.9	8.5			
金融街	000402	推荐	14.6	n.a.	n.a.	36.1	0.42	0.51	0.62	22%		18.0	34.8	28.3	23.3	6.0	2.5	2.3	2.1	14.7	15.4	-1%	-5%	46%	10%	6.3	5.3			
保利地产	600048	审慎推荐	26.7	n.a.	n.a.	93.9	0.64	1.00	1.15	34%		63.1	42.0	26.8	23.2	7.9	6.7	5.0	4.1	19.5	22.0	37%	21%	71%	109%	21.4	16.0			
华发股份	600325	审慎推荐	20.9	n.a.	n.a.	17.1	0.80	0.96	0.99	12%		47.6	26.2	21.7	21.1	8.6	3.8	3.3	2.9	19.0	21.0	10%	-1%	64%	56%	5.3	4.5			
栖霞建设	600533	中性	7.7	n.a.	n.a.	8.1	0.18	0.19	0.25	18%		23.5	42.9	40.1	30.8	5.0	3.1	2.9	2.6	6.2	6.8	23%	13%	58%	78%	3.4	2.9			
中华企业	600675	中性	17.7	n.a.	n.a.	19.2	0.43	0.59	0.63	22%		33.4	41.4	30.1	28.1	6.6	5.9	5.0	4.2	11.1	12.1	59%	46%	64%	79%	2.3	2.0			
阳光股份	000608	中性	11.9	n.a.	n.a.	6.4	0.05	0.56	0.33	150%		34.7	225.4	21.3	36.1	3.7	3.6	3.1	2.8	8.9	9.3	33%	28%	63%	47%	2.4	2.0			
亿城股份	000616	中性	6.9	n.a.	n.a.	6.2	0.30	0.32	0.35	8%		20.8	22.8	21.1	19.6	2.7	2.5	2.2	2.0	5.3	5.6	30%	22%	50%	24%	1.1	0.9			
平均值											34%	35.7	56.1	28.6	26.3	5.7	4.0	3.5	3.1	26%				16%	61%	55%				
中间值											22%	34.1	41.7	29.2	26.1	5.5	3.7	3.3	2.9	27%				17%	64%	51%				
开发和持有:																														
浦东金桥	600639	审慎推荐	17.1	n.a.	n.a.	11.8	0.33	0.29	0.44	16%		69.7	52.2	58.6	38.8	4.9	4.7	4.4	3.9	14.4	16.0	19%	7%	43%	43%	2.2	2.1			
陆家嘴	600663	中性	27.8	n.a.	n.a.	43.9	0.47	0.49	0.56	9%		68.8	59.0	56.9	49.4	6.3	6.2	5.6	5.0	17.8	18.3	56%	52%	47%	-26%	3.6	3.1			
中国国贸	600007	中性	11.1	n.a.	n.a.	11.1	0.35	0.21	0.35	0%		38.5	31.4	52.6	31.6	2.8	2.6	2.5	2.3	10.7	10.8	3%	3%	48%	74%	0.5	0.5			
平均值											8%	59.0	47.5	56.0	40.0	4.7	4.5	4.1	3.7	26%				21%	46%	30%				
中间值											9%	68.8	52.2	56.9	38.8	4.9	4.7	4.4	3.9	19%				7%	47%	43%				
B股																														
万科B	200002	推荐	10.9	13.3	23%	159.5	0.43	0.45	0.50	-2%		23.2	25.5	24.0	21.9	3.8	3.2	2.9	2.7	10.6	11.1	2%	-2%	67%	33%	33.1	26.3			
招商局B	200024	推荐	17.5	23.6	35%	60.9	0.83	1.05	1.32	21%		24.4	21.1	16.7	13.2	3.6	1.7	1.6	1.5	31.0	33.7	-44%	-48%	57%	30%	10.9	8.5			
金桥B	900911	推荐	7.4	12.3	65%	13.7	0.38	0.33	0.48	13%		28.5	19.5	22.4	15.3	2.0	1.8	1.7	1.5	16.3	17.6	-54%	-58%	43%	43%	2.2	2.1			
陆家B	900932	推荐	14.1	16.1	14%	51.1	0.55	0.56	0.62	14%		32.9	25.8	25.4	22.8	3.0	2.7	2.5	2.3	20.3	20.1	-30%	-30%	47%	-26%	3.6	3.1			
平均值											11%	27.2	23.0	22.1	18.3	3.1	2.4	2.2	2.0	-31%				-34%	53%	20%				
中间值											13%	26.4	23.3	23.2	18.6	3.3	2.2	2.1	1.9	-37%				-39%	52%	31%				
H股																														
中国海外	688	推荐	18.7	22.9	22%	152.7	0.49	0.75	0.95	39%		39.6	38.4	24.8	19.8	5.8	4.6	3.7	3.4	13.0	16.3	44%	15%	62%	47%	24.2	21.6			
华润置地	1109	推荐	18.2	20.0	10%	91.4	0.35	0.57	0.70	41%		109.3	51.9	31.9	26.0	4.1	2.7	2.5	2.3	17.0	18.1	7%	0%	49%	43%	22.4	21.1			
首创置业	2868	推荐	3.5	4.6	31%	7.1	0.22	0.24	0.28	12%		12.6	15.9	14.8	12.7	1.5	1.4	1.4	1.3	5.9	6.1	-41%	-43%	68%	71%	8.7	4.9			
绿城中国	3900	推荐	11.6	14.0	21%	17.8	0.55	0.66	0.85	24%		18.1	21.0	17.5	13.6	2.1	1.9	1.8	1.7	16.8	17.5	-31%	-34%	76%	140%	25.0	15.4			
远洋地产	3377	推荐	8.3	10.4	26%	38.8	0.32	0.38	0.51	26%		43.8	25.8	21.9	16.3	2.3	2.0	1.9	1.8	10.5	11.6	-21%	-29%	59%	33%	12.6	12.0			
雅居乐	3383	审慎推荐	10.6	11.6	10%	38.1	0.41	0.69	0.82	41%		17.0	25.5	15.3	12.8	4.0	2.5	2.3	2.1	13.1	13.6	-19%	-22%	61%	35%	28.7	26.8			
富力地产	2777	中性	16.9	18.4	9%	54.5	0.73	0.86	0.96	15%		17.1	23.0	19.6	17.5	4.1	3.1	2.9	2.6	17.2	18.4	-2%	-8%	73%	123%	26.2	25.8			
世茂地产	813	中性	15.2	14.0	-8%	53.7	0.36	0.84	0.90	58%		17.4	42.0	18.1	16.9	2.7	2.5	2.1	2.0	15.1	15.6	1%	-3%	59%	66%	25.8	24.2			
碧桂园	2007	中性	3.6	4.1	15%	58.6	0.10	0.18	0.20	43%		13.3	36.5	19.6	17.9	2.9	2.6	2.5	2.4	4.3	4.9	-17%	-26%	61%	32%	46.1	45.9			
瑞安地产	272	中性	5.3	4.8	-10%	26.8	0.51	0.27	0.33	-19%		12.1	10.5	19.7	16.1	1.6	1.3	1.2	1.2	5.8	6.0	-8%	-12%	45%	36%	13.8	10.6			
方兴地产	817	推荐	2.7	3.6	35%	23.4	0.09	0.14	0.16	31%		34.8	28.3	18.6	16.5	1.9	2.1	1.6	1.5	4.4	4.5	-38%	-41%	60%	40%	1.6	1.2			
深控股	604	推荐	3.8	4.9	30%	12.2	0.22	0.27	0.34	25%		12.2	17.4	13.9	11.2	1.2	1.0	1.0	0.9	6.6	7.0	-43%	-46%	58%	66%	22.5	13.6			
平均值											28%	29.0	28.0	19.7	16.4	2.8	2.3	2.1	1.9	-14%				-21%	61%	61%				
中间值											28%	17.3	25.6	19.1	16.4	2.5	2.3	2.0	1.9	-18%				-24%	60%	45%				

资料来源：彭博，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。