



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

观点聚焦

2009 年 12 月 10 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

朱晨

联系人

zhuchen2@cicc.com.cn

盈利与估值双双提升

2010 年 A 股地产板块投资策略

投资提示：

尽管 09 年下半年新房销售量继续创新高，但受制于政策调控的担心和地产公司盈利的滞后性，地产板块下半年以来表现弱于大盘，我们认为 2010 年受益于经济的走好以及较低的利率水平，房地产市场仍将是实现稳定增长，地产板块未来六个月有 30%~40% 的上升空间，主要来自业绩增长以及小幅度估值水平提升，比市场预期缓和的调控政策以及信贷的再次开闸将是主要的催化因素。

催化剂之 1：较强的业绩确定性：主要的地产公司 2010 年 30% 以上的业绩增长较为确定，由于大部分地产公司 09 年实现了 100% 的销售增长，09 年下半年销售/预售将在 2010 年确认收入，到目前为止 40% 以上的业绩确定性，目前来看地产板块是业绩确定性最高的行业之一。

催化剂之 2：地产调控政策将弱于市场预期：我们认为市场已经过度反映了包括优惠政策退出等集中在需求方面的地产调控政策，2010 年政策重点将集中在供给方面，增加供给不仅可以根本上抑制房价涨幅较快，而且供给的增加将直接拉动经济，实现政府投入的平稳退出，此外，增加土地供给还可以较好的实现地方政府的财政收入增长。

催化剂之 3：未来两年地产公司业绩的上调：2010 年更多新增的土地供给以及打击囤地政策将推动地产公司较好资本投入以及较快的存货周转，从而推动新开工面积及预售面积的超预期增长，我们认为地产公司未来两年业绩上调的趋势较为明显。

催化剂之 4：通胀及人民币升值推动板块估值水平上升：历史经验表明房价与房地产股票价格与通胀及人民币升值正相关，我们认为 2010 年较高的 GDP 增速而较低的利率水平将推升较强的通胀预期，而人民币升值压力也将明显增强，这些都将有利于地产板块估值水平的提升。

综合起来，2010 年经济高增长及政策导向转向增加供给，房地产市场将呈量增价平的走势，上市地产公司将受益于行业集中度提高，未来两年 30% 的业绩增长将较好的推动股价上涨，而同时人民币升值及通胀预期的上升也将推动地产板块估值水平的提升。

投资策略

我们看好地产板块明年尤其是上半年的表现，建议投资者目前吸纳地产股，重点是具有持续增长潜力的龙头地产公司如金地、万科、保利；以及区域龙头股如首开股份、中华企业、栖霞建设（上调至审慎推荐）等；此外金融街、浦东金桥（上调至推荐）等商业类地产公司将受益于商业地产市场的见底回升；2010 年行业整合将加速，所以也看好大股东实力较强的上市公司资产整合机会。

风险：

经济走势出现反复，行业进入二次探底；房价过快上涨抑制需求；以及通胀超预期使得新一轮加息周期提前到来。

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。

目录

估值与交易策略.....	2
盈利与估值水平提升的四个驱动因素.....	7
驱动因素 1：2010 年销售将维持良好水平，业绩确定性较高.....	7
驱动因素 2：政策紧缩力度将低于市场预期.....	7
驱动因素 3：2010 和 2011 年盈利预测存在上调空间.....	9
驱动因素 4：通胀和人民币升值将提升地产板块估值.....	11
投资建议：看好 10 年上半年行业表现，建议目前逢低吸纳.....	13
金地集团 (600383.CH)：推荐.....	14
万科A (000002.CH)：推荐.....	18
金融街 (000402.CH)：推荐.....	26
首开股份 (600376.CH)：推荐.....	30
浦东金桥 (600639.CH)：上调评级至“推荐”.....	34
保利地产 (600048.CH)：审慎推荐.....	37
华发股份 (600325.CH)：审慎推荐.....	43
北京城建 (600266.CH)：审慎推荐.....	47
荣盛发展 (002146.CH)：审慎推荐.....	51
栖霞建设 (600533.CH)：上调评级至审慎推荐.....	55
中华企业 (600675.CH)：中性.....	58
阳光股份 (000608.CH)：中性.....	62
亿城股份 (000616.CH)：中性.....	65
大龙地产 (600159.CH)：中性.....	68
冠城大通 (600067.CH)：中性.....	71
陆家嘴 (600663.CH)：中性.....	74
中国国贸 (600007.CH)：中性.....	78

图表目录

图表 1：房地产上市公司估值表.....	5
图表 2：A股地产公司 10 年股价刺激因素.....	6
图表 3：龙头上市公司权益土地储备分布情况.....	6
图表 4：房地产销售强劲增长导致 2010 年业绩确定性较高.....	7
图表 5：购房优惠政策.....	8
图表 6：房地产投资对GDP增长贡献.....	8
图表 7：供求缺口在 09 年拉大.....	9
图表 8：库存规模仍在低位.....	9
图表 9：库存规模仍在低位.....	10
图表 10：盈利增长对结算面积增加的敏感性分析（2010E）.....	10
图表 11：新开工面积出现正增长.....	11
图表 12：土地使用面积降幅放缓.....	11
图表 13：通胀预期支撑房地产销售.....	11
图表 14：人民币升值预期与房地产A股走势.....	12
图表 15：A股地产板块 2009 年上半年跑赢大盘，之后基本跑平.....	13
图表 16：龙头地产公司下半年跑输同行业其他公司.....	13
图表 17：金地集团主要财务，股票信息.....	14
图表 18：项目收入分解.....	15
图表 19：NAV拆分.....	16
图表 20：历史和预测的财务指标.....	17
图表 21：万科A主要财务，股票信息.....	18
图表 22：项目收入分解.....	19
图表 23：项目收入分解.....	20
图表 24：项目收入分解.....	21
图表 25：NAV拆分.....	22

图表 26: NAV拆分	23
图表 27: NAV拆分	24
图表 28: 历史和预测的财务指标	25
图表 29: 金融街主要财务, 股票信息	26
图表 30: 项目收入分解	27
图表 31: NAV拆分	28
图表 32: 历史和预测的财务指标	29
图表 33: 首开股份主要财务, 股票信息	30
图表 34: 项目收入分解	31
图表 35: NAV拆分	32
图表 36: 历史和预测的财务指标	33
图表 37: 浦东金桥主要财务, 股票信息	34
图表 38: 项目收入分解	35
图表 39: NAV拆分	35
图表 40: 历史和预测的财务指标	36
图表 41: 保利地产主要财务, 股票信息	37
图表 42: 项目收入分解	38
图表 43: 项目收入分解	39
图表 44: NAV拆分	40
图表 45: NAV拆分	41
图表 46: 历史和预测的财务指标	42
图表 47: 华发股份主要财务, 股票信息	43
图表 48: 项目收入分解	44
图表 49: NAV拆分	45
图表 50: 历史和预测的财务指标	46
图表 51: 北京城建主要财务, 股票信息	47
图表 52: 项目收入分解	48
图表 53: NAV拆分	49
图表 54: 历史和预测的财务指标	50
图表 55: 荣盛发展主要财务, 股票信息	51
图表 56: 项目收入分解	52
图表 57: NAV拆分	53
图表 58: 历史和预测的财务指标	54
图表 59: 栖霞建设主要财务, 股票信息	55
图表 60: 项目收入分解	56
图表 61: NAV拆分	56
图表 62: 历史和预测的财务指标	57
图表 63: 中华企业主要财务, 股票信息	58
图表 64: 项目收入分解	59
图表 65: NAV拆分	60
图表 66: 历史和预测的财务指标	61
图表 67: 阳光股份主要财务, 股票信息	62
图表 68: 项目收入分解	63
图表 69: NAV拆分	63
图表 70: 历史和预测的财务指标	64
图表 71: 亿城股份主要财务, 股票信息	65
图表 72: 项目收入分解	66
图表 73: NAV拆分	66
图表 74: 历史和预测的财务指标	67
图表 75: 大龙地产主要财务, 股票信息	68
图表 76: 项目收入分解	69
图表 77: NAV拆分	69
图表 78: 历史和预测的财务指标	70
图表 79: 冠城大通主要财务, 股票信息	71
图表 80: 项目收入分解	72
图表 81: NAV拆分	72

图表 82: 历史和预测的财务指标	73
图表 83: 陆家嘴主要财务, 股票信息	74
图表 84: 项目收入分解	75
图表 85: NAV拆分	76
图表 86: 历史和预测的财务指标	77
图表 87: 中国国贸主要财务, 股票信息	78
图表 88: 项目收入分解	79
图表 89: NAV拆分	79
图表 90: 历史和预测的财务指标	80
图表 91: 每股净收益、每股净资产预测调整	81
图表 92: 收入、基本净利润预测调整	82

估值与交易策略

我们看好地产板块明年尤其是上半年的表现，建议投资者目前吸纳地产股，重点是具有持续增长潜力的龙头地产公司如金地、万科、保利；以及区域龙头股如首开股份、中华企业、栖霞建设（我们上调公司评级至审慎推荐）等；此外金融街、浦东金桥（我们上调公司评级至推荐）等商业类地产公司将受益于商业市场的见底回升；2010 年行业整合将加速，所以也看好大股东实力较强的上市公司资产整合机会。

图表 1：房地产上市公司估值表

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)				溢价/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)															
			09-12-9			09-12-9	08A	09E	10E	11E	09-11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	10E	09A	10E	09A	10E	08A	08A																
A股																																											
侧重开发:																																											
万科A	000002	推荐	12.0	n.a.	n.a.	128.3	0.37	0.50	0.67	0.83	28%	32.8	23.8	18.0	14.5	4.1	3.6	3.0	2.5	10.6	11.6	13%	4%	67%	33%	42.3	32.9																
金地集团	600383	推荐	15.8	n.a.	n.a.	39.2	0.34	0.55	0.80	1.10	41%	46.7	28.8	19.7	14.4	4.2	2.5	2.3	2.0	15.8	17.7	0%	-11%	70%	81%	11.9	10.6																
金融街	000402	推荐	13.9	n.a.	n.a.	34.6	0.42	0.55	0.66	0.75	17%	33.3	25.3	21.1	18.5	2.4	2.2	2.0	1.8	15.4	16.2	-10%	-14%	46%	10%	7.0	6.3																
首开股份	600376	推荐	24.0	n.a.	n.a.	27.6	0.50	0.70	1.00	1.30	36%	48.4	34.1	24.0	18.5	6.9	2.9	2.6	2.3	24.0	27.3	0%	-12%	82%	180%	10.4	8.3																
保利地产	600048	审慎推荐	25.2	n.a.	n.a.	88.7	0.64	1.00	1.20	1.35	16%	39.6	25.2	21.0	18.6	6.3	4.8	3.9	3.2	21.0	23.8	20%	6%	71%	109%	29.0	22.1																
华发股份	600325	审慎推荐	22.7	n.a.	n.a.	18.6	0.80	0.96	1.04	1.14	9%	28.5	23.6	21.8	19.9	4.1	3.6	3.1	2.8	21.5	23.3	6%	-2%	64%	56%	6.2	5.3																
北京城建	600266	审慎推荐	19.8	n.a.	n.a.	14.7	0.43	0.62	0.81	0.90	21%	46.5	32.1	24.6	22.0	4.1	3.6	3.1	2.6	19.0	20.4	4%	-3%	66%	66%	3.8	3.3																
荣盛发展	002146	审慎推荐	23.6	n.a.	n.a.	21.2	0.41	0.65	0.95	1.31	41%	57.1	36.1	24.9	18.0	10.1	5.6	4.8	4.0	12.4	16.0	91%	48%	68%	74%	9.3	9.2																
栖霞建设	600533	审慎推荐	7.4	n.a.	n.a.	7.8	0.18	0.22	0.33	0.42	40%	41.6	34.2	22.9	17.6	3.0	2.8	2.5	2.2	6.4	7.2	16%	3%	58%	78%	2.8	2.3																
中华企业	600675	中性	16.3	n.a.	n.a.	17.7	0.43	0.59	0.68	0.73	12%	38.2	27.8	24.0	22.2	5.5	4.6	3.8	3.3	11.9	13.1	37%	25%	64%	79%	2.5	2.2																
阳光股份	000608	中性	12.6	n.a.	n.a.	6.7	0.05	0.47	0.49	0.44	-3%	237.5	26.8	25.8	28.4	3.8	3.3	3.0	2.7	9.8	10.6	28%	19%	63%	47%	2.4	2.1																
亿城股份	000616	中性	8.4	n.a.	n.a.	7.5	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	27.8	25.8	22.0	17.4	3.0	2.7	2.4	2.1	5.8	6.2	45%	35%	50%	24%	1.4	1.3																
大龙地产	600159	中性	19.0	n.a.	n.a.	7.9	0.01	0.72	0.96	1.32	35%	3,360.6	26.5	19.9	14.5	6.4	5.2	4.1	3.2	12.9	14.7	47%	30%	61%	80%	9.4	1.8																
冠城大通	600067	中性	17.8	n.a.	n.a.	10.9	0.28	0.40	0.83	1.26	78%	62.7	44.5	21.4	14.1	6.4	5.5	4.5	3.5	15.0	15.7	18%	13%	77%	210%	2.4	2.1																
平均值											28%	42.2				29.9				22.4				18.6				4.9				3.7				3.2				2.7			
中间值											28%	41.6				27.8				22.0				18.5				4.1				3.6				3.0				2.6			
开发和持有:																																											
浦东金桥	600639	推荐	14.4	n.a.	n.a.	10.4	0.33	0.40	0.46	0.54	16%	43.8	36.3	31.3	26.9	4.0	3.6	3.2	2.9	15.6	17.3	-8%	-17%	43%	43%	2.2	2.1																
陆家嘴	600663	中性	27.5	n.a.	n.a.	44.3	0.47	0.55	0.56	0.65	8%	58.2	49.7	49.1	42.6	6.1	5.4	4.9	4.4	18.4	18.8	49%	46%	47%	-26%	3.6	3.1																
中国国贸	600007	中性	13.3	n.a.	n.a.	13.4	0.35	0.30	0.32	0.43	20%	37.8	44.1	42.0	30.8	3.2	3.0	2.8	2.5	10.9	10.9	21%	22%	48%	74%	0.5	0.5																
平均值											15%	46.6				43.4				40.8				33.4				4.4				4.0				3.6				3.3			
中间值											16%	43.8				44.1				42.0				30.8				4.0				3.6				3.2				2.9			
B股																																											
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)																						
万科B	200002	推荐	10.3	16.1	57%	145.8	0.43	0.57	0.78	1.01	33%	24.0	17.9	13.2	10.2	3.0	2.7	2.3	2.0	12.1	13.4	-15%	-24%	67%	33%	42.3	32.9																
金桥B	900911	推荐	8.2	14.1	72%	11.8	0.38	0.45	0.53	0.65	20%	21.4	18.2	15.3	12.6	1.9	1.8	1.7	1.5	17.7	20.1	-54%	-59%	43%	43%	2.2	2.1																
陆家B	900932	推荐	15.7	17.5	11%	50.4	0.55	0.63	0.65	0.79	12%	28.6	25.0	24.1	19.9	3.0	2.7	2.5	2.3	20.9	21.8	-25%	-28%	47%	-26%	3.6	3.1																
平均值											26%	24.7				20.1				16.7				13.2				2.5				2.3				2.1				1.8			
中间值											26%	24.3				18.8				14.8				11.4				2.5				2.3				2.0				1.7			
H股																																											
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)																						
中国海外	688	推荐	17.8	22.9	29%	145.4	0.49	0.70	0.95	1.19	31%	36.5	25.6	18.7	15.0	4.4	3.6	3.2	2.7	14.4	17.6	24%	1%	62%	47%	33.5	30.0																
华润置地	1109	推荐	19.6	24.0	22%	98.7	0.35	0.57	0.83	1.11	40%	56.1	34.4	23.6	17.7	2.9	2.7	2.4	2.1	18.4	20.0	6%	-2%	49%	43%	27.7	26.4																
绿城中国	3900	推荐	14.5	19.1	32%	23.8	0.52	0.63	1.00	1.73	66%	28.1	23.2	14.4	8.4	2.5	2.4	2.1	1.7	21.2	23.9	-32%	-39%	76%	140%	28.6	18.4																
远洋地产	3377	推荐	8.4	11.3	35%	39.5	0.32	0.38	0.54	0.75	42%	26.3	22.4	15.7	11.2	2.0	1.9	1.7	1.5	10.8	12.6	-22%	-33%	59%	33%	12.9	12.3																
方兴地产	817	推荐	2.7	3.7	40%	24.4	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%	29.5	20.1	16.2	20.8	2.2	1.7	1.5	1.4	4.4	4.7	-40%	-43%	60%	40%	1.8	1.5																
深控股	604	推荐	3.8	4.8	25%	13.5	0.20	0.25	0.35	0.51	43%	19.3	15.6	10.9	7.6	1.3	1.1	1.0	0.9	6.4	6.8	-40%	-44%	58%	66%	22.5	13.6																
雅居乐	3383	推荐	12.5	14.7	17%	44.8	0.42	0.66	0.94	1.23	37%	30.0	19.0	13.3	10.1	3.0	2.7	2.3	1.9	14.6	16.3	-15%	-23%	61%	35%	28.7	29.0																
富力地产	2777	中性	15.1	16.4	9%	48.5	0.73	0.88	1.19	1.67	38%	20.5	17.1	12.6	9.0	2.8	2.6	2.2	1.7	18.1	20.5	-17%	-27%	73%	123%	27.1	26.7																
世茂地产	813	中性	17.0	17.3	2%	60.1	0.36	0.92	1.16	1.49	28%	47.0	18.5	14.7	11.4	2.8	2.5	2.2	1.8	17.4	19.2	-29%	-12%	59%	66%	30.4	27.9																
碧桂园	2007	中性	3.2	3.4	8%	52.0	0.10	0.15	0.20	0.27	32%	32.4	20.8	16.1	11.9	2.3	2.2	2.0	1.8	3.6	4.3	-13%	-26%	61%	32%	45.2	45.0																
瑞安地产	272	中性	4.8	4.9	4%	23.9	0.51	0.33	0.32	0.35	4%	9.4	14.5	14.8	13.5	1.2	1.1	1.0	0.9	6.6	7.1	-28%	-33%	45%	36%	13.7	10.5																
龙湖地产	960	无评级	9.6	8.2	-14%	47.9	0.04	0.22	0.50	0.76	84%	234.5	42.6	19.0	12.5	13.2	4.0	3.2	2.5	7.7	9.1	24%	5%	88%	231%	18.3	15.3																
恒大地产	3333	无评级	4.3	3.6	-17%	65.1	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	382.2	136.9	13.6	11.4	10.5	4.8	3.5	2.6	3.0	4.2	42%	8%	80%	223%	50.5	47.1																
宝龙地产	1238	无评级	2.7	3.8	41%	11.0	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	28.6	10.2	7.5	6.7	4.7	1.9	1.5	1.2	5.0	5.4	-46%	-50%	76%	84%	7.6	7.5																
恒盛地产	845	无评级	4.0	4.5	12%	31.2	0.09	0.20	0.31	0.36	35%	43.4	20.0	13.1	11.0	29.2	2.5	2.1	1.7	4.6	5.3	-13%	-24%	93%	671%	13.5	13.5																
平均值											36%	30.3				21.3				14.8				11.7				3.8				2.4				2.1				1.7			
中间值											35%	29.1				20.0				14.6				11.3				2.8				2.4				2.1				1.7			

图表 2：A 股地产公司 10 年股价刺激因素

分类	公司	当前评级	每股收益				CAGR			市盈率			每股NAV (元)		溢/折价		10年股价推动因素
			09E	10E	11E	08-10E	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E				
龙头地产	万科 A	推荐	0.50	0.67	0.83	28%	23.8	18.0	14.5	10.6	11.6	13%	4%	1) 行业龙头享有估值溢价; 2) 明年可售资源相对丰富			
	金地集团	推荐	0.55	0.80	1.10	41%	28.8	19.7	14.4	15.8	17.7	0%	-11%	1) 相对便宜的估值; 2) 09年上半年核心城市补地, 后续供应充足; 3) 项目布局合理, 对房价上涨敏感性更高			
	保利地产	审慎推荐	1.00	1.20	1.35	16%	25.2	21.0	18.6	21.0	23.8	20%	6%	1) 销售继续维持快速增长; 2) 继续保持快速拿地扩张趋势; 3) 获得三大城市优质土地资源			
区域龙头	首开股份	推荐	0.70	1.00	1.30	36%	34.1	24.0	18.5	24.0	27.3	0%	-12%	1) 北京地区储备丰富, 有望受益于房价上涨; 2) 京外地区销量增长加快			
	栖霞建设	审慎推荐	0.22	0.33	0.42	40%	34.2	22.9	17.6	6.4	7.2	16%	3%	1) 良好的销售将维持, 10年业绩确定性高; 2) 无锡市场持续向好 3) 公司回归南京获得优质土地资源			
	中华企业	中性	0.59	0.68	0.73	12%	27.8	24.0	22.2	11.9	13.1	37%	25%	1) 公司10年可售资源丰富, 上海地区市场向好, 将使公司实现良好销售表现 2) 将受益于国资层面整合			
商业地产	金融街	推荐	0.55	0.66	0.75	17%	25.3	21.1	18.5	15.4	16.2	-10%	-14%	1) 相对便宜的估值; 2) 北京商业物业市场触底回升; 3) 北京、天津项目持续旺销			
	浦东金桥	推荐	0.40	0.46	0.54	16%	36.3	31.3	26.9	15.6	17.3	-8%	-17%	1) 相对便宜的估值; 2) 上海商业物业市场触底回升; 3) REITs推出			

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

图表 3：龙头上市公司权益土地储备分布情况

公司名称	土地储备分布一览					
	土地储备 (百万平方米)			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
万科 A	9.5	22.1	10.7	22%	52%	25%
金地集团	4.4	6.3	1.4	36%	52%	12%
招商地产	5.7	3.3	2.0	52%	30%	18%
金融街	1.6	2.3	2.2	27%	37%	36%
首开股份	5.3	3.6	1.6	51%	34%	15%
保利地产	8.0	16.8	4.2	28%	58%	14%
华发股份	0.0	0.0	6.2	0%	0%	100%
北京城建	3.3	0.5	0.0	87%	13%	0%
荣盛发展	0.0	3.7	5.5	0%	40%	60%
栖霞建设	0.0	1.3	1.4	0%	47%	53%
中华企业	2.4	0.0	0.0	99%	1%	0%
阳光股份	0.5	0.5	0.4	35%	35%	30%
亿城股份	0.5	0.7	0.3	31%	50%	18%
大龙地产	1.0	0.0	0.8	54%	0%	46%
冠城大通	1.3	1.0	0.1	57%	41%	2%

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

盈利与估值水平提升的四个驱动因素

驱动因素 1：2010 年销售将维持良好水平，业绩确定性较高

2009 年下半年房地产销售保持强劲增长势头，我们估计多数公司 2010 年收入已经锁定 40% 以上

受益于年初以来的市场回暖，我们覆盖的地产公司累计销售金额都出现了强劲增长，从公布月度销售业绩的公司数据来看，年初至今合同销售额已经超过 2008 年全年水平。同时，主要的 H 股上市内地地产公司截至 10 月或 11 月份的平均合同销售额已经达到或超过了 2009 年销售目标。虽然 09 年三季度市场担心成交量下滑将拖累上市公司业绩表现，但从目前掌握的销售数据来看，7 月-9 月（10 月）期间合同销售额占 2009 年全年销售目标的 40% 左右，基本完成了公司既定目标。往后看，2010 年上半年，随着新增供给的逐步释放以及旺盛的市场需求维持，我们预计销售将继续维持在高位。

同时，根据年初至今销售情况和 2008 年末结算销售额初步估计，我们覆盖的 A 股和 H 股公司的 2010 年预测收入基本锁定了 40% 以上，10 年业绩可预见性强。

图表 4：房地产销售强劲增长导致 2010 年业绩确定性较高

(百万)	2008 年合同销售额 (a)	2008 年已售未结	2009 年销售目标	十月/十一月为止的年销售额 (b)	(c=b/a)	销售计划完成情况	(2009 年下半年贡献)	2009 预计开发项目销售收入	2010 预计开发项目销售收入	2010 年已确定的销售收入占比	币种
中国海外	26,611	14,250	34,400	44,990	169%	131%	54%	29,215	39,209	77%	HK\$
华润置地	7,995	6,100	15,000	20,660	258%	138%	68%	13,029	21,084	65%	HK\$
世茂地产	12,006	2,000	20,000	17,504	146%	88%	21%	13,870	18,914	30%	Rmb
远洋地产	7,243	3,780	11,000	11,000	152%	100%	36%	9,095	14,205	40%	Rmb
雅居乐	11,600	2,500	16,000	14,600	126%	91%	27%	13,698	17,172	20%	Rmb
富力地产	16,000	6,100	22,000	22,621	141%	103%	45%	17,104	21,584	54%	Rmb
绿城中国	15,200	2,520	24,100	31,200	205%	129%	42%	8,731	12,991	192%	Rmb
碧桂园	17,500	9,200	19,400	21,200	121%	112%	65%	15,133	18,417	83%	Rmb
深圳控股	2,431	219	4,500	3,683	152%	82%	29%	3,204	4,474	16%	HK\$
万科 A	47,870	27,340	n.a.	57,930	121%	n.a.	n.a.	48,572	60,078	61%	Rmb
金地集团	11,403	9,000	n.a.	16,534	145%	n.a.	n.a.	12,262	16,574	80%	Rmb
保利地产	20,511	13,885	n.a.	40,364	197%	n.a.	n.a.	23,081	28,461	110%	Rmb
灰色部分为九月份数据				平均		111%	46%	平均		72%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

驱动因素 2：政策紧缩力度将低于市场预期

市场预计政府将进一步收紧房地产政策，从而导致房地产销售回落。但根据中央经济工作会议对明年经济工作的部署，2010 年政策重点将集中在供给方面，增加供给不仅可以根本上抑制房价涨幅较快，而且供给的增加将直接拉动经济，实现政府投入的平稳退出，此外，增加土地供给还可以较好的实现地方政府的财政收入增长，因此，从政策面的角度来看，政策紧缩力度将低于市场原有预期，地产板块表现有望好于市场预期。

我们认为，政府今后在制定政策时更加注重供给层面，并将着眼于以下三个目标：

- **控制资产泡沫的同时支持房地产需求：**目前房价大幅上涨在一定程度上是由于供给紧张，难以满足释放出来的旺盛需求所致，因此增加供给有望缓和目前供远小于求的现状，使房价趋于稳定。中央经济工作会议对明年经济部署中明确提出“增加普通商品房供给，支持居民自住和改善性购房需求”的要求，我们认为鼓励住房需求释放的政策将作为推动消费拉动经济政策的主要内容之一而成为长期政策，可以预期到未来五到十年我国住房居住条件将极大的改善，房地产市场将迎来较好的黄金发展期。
- **保持经济持续增长：**根据中金宏观组的估计，房地产投资对于 GDP 增速的直接贡献在 1.5 个百分点左右，如考虑到房地产对于水泥、钢铁等的拉动作用，整体的贡献将在 2.5 个百分点以上，结合政府保增长、调结构的目标考虑，我们预计，通过加快开发进度和打击闲置未开发土地，促使开发商加快开工建设，从而带动其它行业的增长是政府较好的选择。

• **增加政府收入：**09 年政府在土地收储方面已经投入了大量资金，往后看，2010 年地方政府将有较大的动力增加土地供应，回笼资金同时增加政府收入。

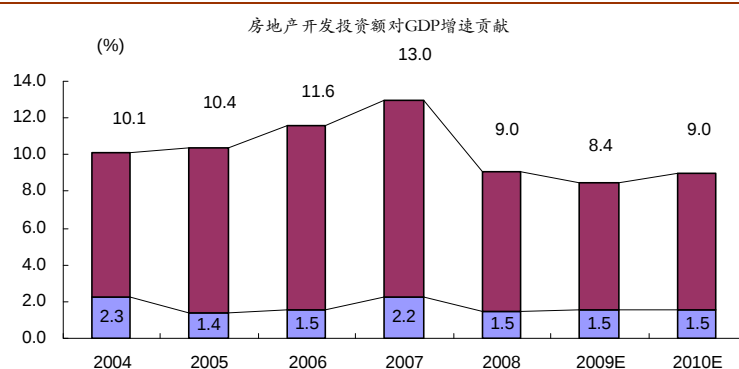
保护需求增加供给的结果之一是具有资金优势和品牌管理扩张优势的公司发展将提速。第二，拥有较多土地储备的公司周转加快，未来几年地产公司销售收入及业绩有望超预期。

图表 5：购房优惠政策

时间	调整项目—房地产政策	调整前	调整后	实施期限
2008-10-27	首次买房按揭贷款	基准利率的0.85~1倍， 最低首付款20%~30%	基准利率的0.7倍， 最低首付款20%	n/a
	住房公积金贷款利率	1~5年：4.32%； 5~30年：4.86%	1~5年：4.05%； 5~30年：4.59%	n/a
2008-11-1	契税（首次购买90平方米及以下住房）	1.5%	1%	n/a
	二手房交易土地增值税、印花税	土地增值税1% 印花税0.05%	均免除	n/a
2009-1-1	减免住房转让环节营业税的规定期限	超过5年（含5年）：减免； 不足2年：全额征收	超过2年（含2年）：减免； 不足2年：差额征收	2009-12-31
2009-6-1	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例	35.0%	20.0%	n/a
时间	调整项目—信贷政策	调整前	调整后	调整幅度
2008-9-16	一年期贷款基准利率	7.47%	7.20%	0.27%
2008-10-9	一年期存贷款基准利率	7.20%	6.93%	0.27%
2008-10-30	一年期存贷款基准利率	6.93%	6.66%	0.27%
2008-11-27	一年期存贷款基准利率	6.66%	5.58%	1.08%
2008-12-23	一年期存贷款基准利率	5.58%	5.31%	0.27%

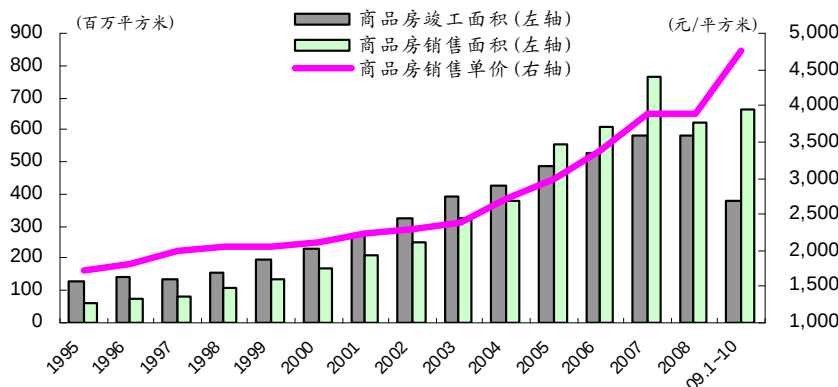
资料来源：中金公司研究部

图表 6：房地产投资对 GDP 增长贡献



资料来源：中金公司研究部

图表 7: 供求缺口在 09 年拉大



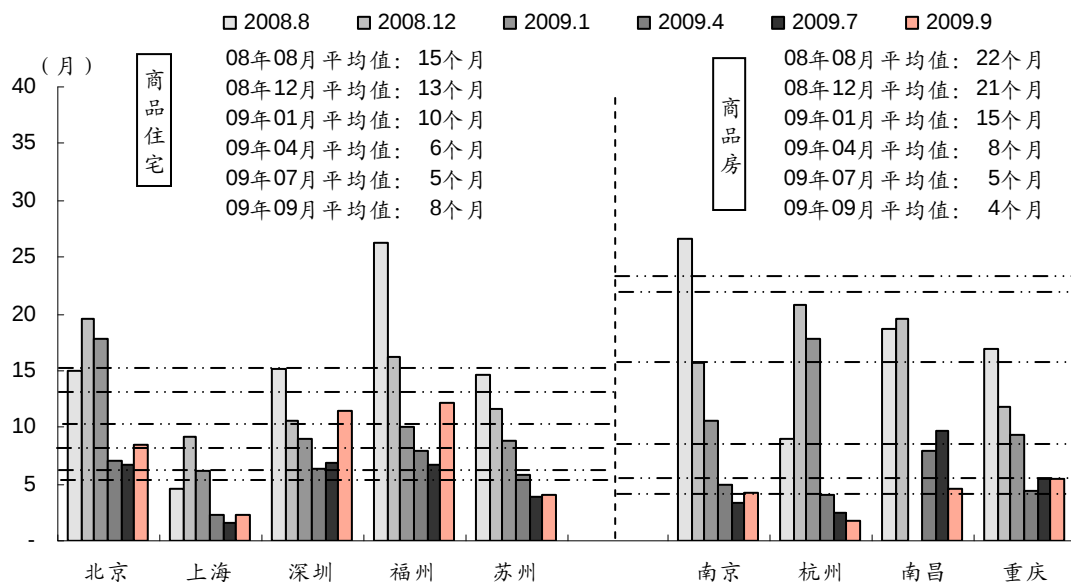
资料来源: CRED、中金公司研究部

驱动因素 3: 2010 和 2011 年盈利预测存在上调空间

2010 年将是重新增加库存以缓解供不应求的过程。此外, 此次的中央经济工作会议并未提到资产价格泡沫, 以及收紧流动性等方面的措施, 预计 2010 年流动性将依然较为宽松, 地产旺盛的需求有望得到信贷支持, 并最终体现于持续强劲的销售增长。而同时 2010 年更多新增的土地供给以及打击囤地政策将推动地产公司较好资本投入以及较快的存货周转, 从而推动新开工面积及预售面积的超预期增长。

房地产市场在经历了 2009 年去库存的过程后, 各大城市的库存量在九月份都降到了较低的水准, 只能够满足不到一年的需求量。其中上海只有大约 5 个月的库存。同时, 我们认为需求至少在 2010 年上半年将会保持在比较旺盛的水平, 主要是得益于充裕的市场流动性。供不应求的局面在造成价格上行压力的同时, 也说明了供应增长的空间是较大的。而供应增加的同时也对稳定价格有正面的贡献。

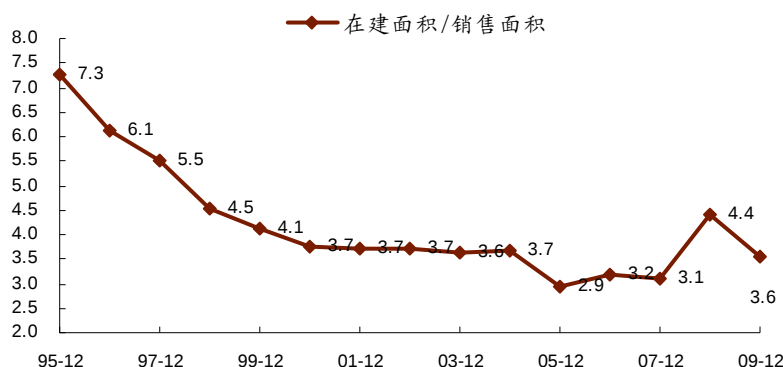
图表 8: 库存规模仍在低位



资料来源: CRED、中金公司研究部

我们认为在政策推动供应的情况下，库存增加会达到高于历史水平的高度。我们预计截止今年年底在建面积需要 3.6 年去消化，略低于 2000 年至 2004 年稳定期的 3.7 年。2010 年，在打击囤地，增加商品房供应的政策导向下，我们预计在建面积相对于销售面积的倍率会增加。预售的项目供应量的增加，有利于公司的现金回流。如果开发商有能力提前交付，业绩也将进一步得到改善。

图表 9：库存规模仍在低位



资料来源：CRED、中金公司研究部

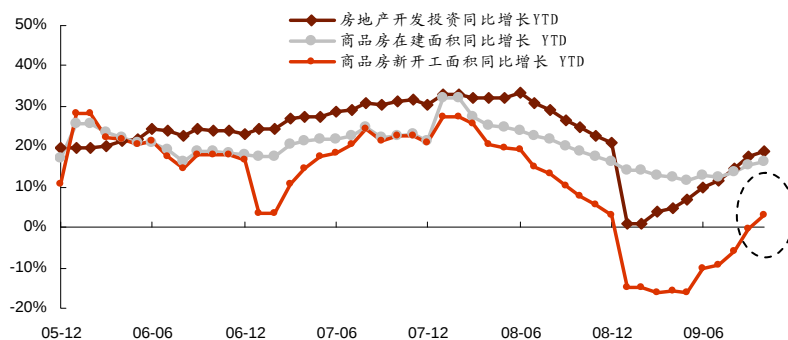
图表 10：盈利增长对结算面积增加的敏感性分析 (2010E)

收入增长率	结算建筑面积增长率 (2010E)			
	10%	20%	30%	50%
万科 A	10%	20%	29%	49%
金地集团	9%	18%	26%	44%
金融街	9%	17%	26%	43%
首开股份	10%	20%	30%	50%
保利地产	10%	19%	29%	48%
华发股份	12%	24%	35%	59%
北京城建	11%	22%	33%	55%
荣盛发展	10%	21%	31%	51%
栖霞建设	10%	20%	30%	51%
中华企业	7%	14%	22%	36%
阳光股份	4%	8%	12%	20%
亿城股份	10%	20%	30%	51%
大龙地产	14%	28%	42%	69%
冠城大通	15%	29%	44%	73%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

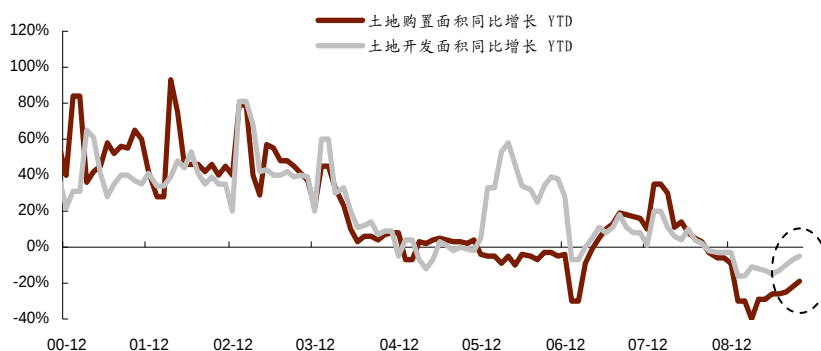
往后看，开发商加快开工、增加土地储备已是必然趋势：截至 10 月份，年初以来新开工面积同比增长 3%，为 2009 年 1 月份以来首次出现正增长；土地开发面积同比下降 4.6%，土地购置面积同比下降 18.7%，均为今年以来最小降幅。我们认为，随着政府大量增加土地供应，同时伴以打击囤地措施，开发商加快开工，增加土地储备已是必然趋势，新开工面积、土地购置面积有望快速增长，未来开发商加快竣工、周转空间将提升。

图表 11: 新开工面积出现正增长



资料来源: CRED、中金公司研究部

图表 12: 土地使用面积降幅放缓



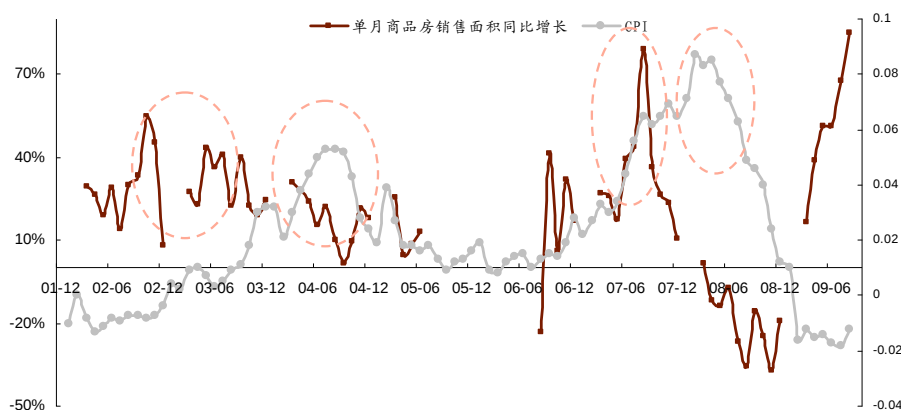
资料来源: CRED、中金公司研究部

驱动因素 4: 通胀和人民币升值将提升地产板块估值

从历史上来看,住宅销售和地产股股价与通胀和货币升值之间存在正相关关系。通胀预期上升和人民币升值压力将提升地产板块估值。

历史数据表明房地产销售通常在 CPI 见顶前 6 个月达到高点,通胀预期成为房地产投资的推动力。我们预计,低利率环境以及市场中充裕的流动性将推动通胀预期在 2010 年持续上升。中金宏观组认为,中国上调基准利率最早也要到明年下半年(2009 年 10 月 22 日《中国出口消费促增长——09 年 3 季度经济回顾与展望》),但预计明年 M2 同比增速超过 20%,处于历史相对高位。

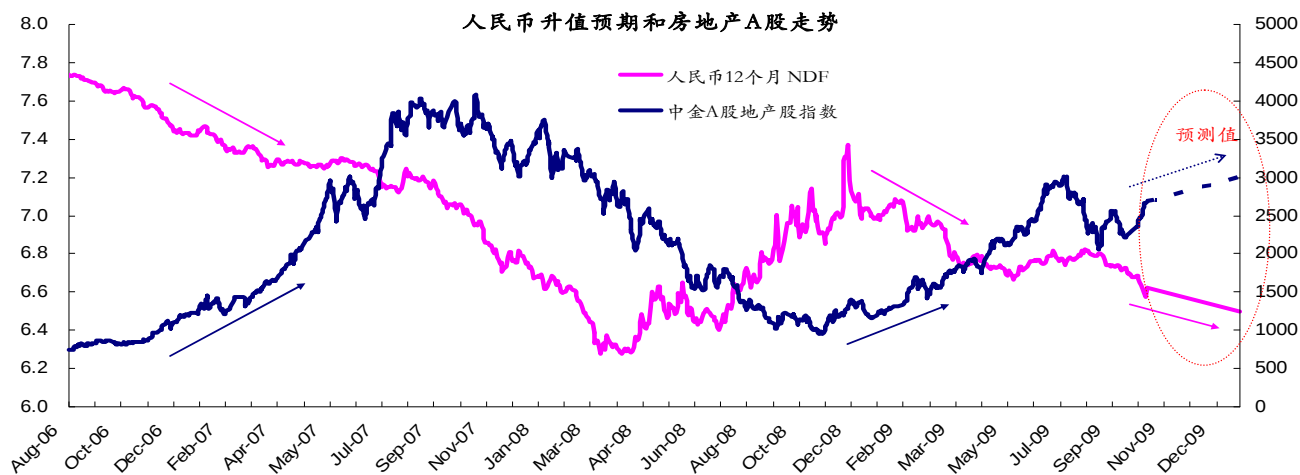
图表 13: 通胀预期支撑房地产销售



资料来源: CRED、CEIC、中金公司研究部

人民币升值预期与 A 股股价存在正相关关系。12 个月人民币 NDF 在 2009 年 4-8 月份期间持稳，但从 9 月份开始再度下跌，表明人民币对美元升值预期增强。人民币升值将吸引全球资金涌入中国，房地产市场成为这些资金流向的重要目的地之一。中国经济强劲增长以及发达国家实行宽松的货币政策或将进一步加大人民币升值压力。因此，未来 6 个月 A 股地产板块有望表现强劲。

图表 14：人民币升值预期与房地产 A 股走势



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：看好 10 年上半年行业表现，建议目前逢低吸纳

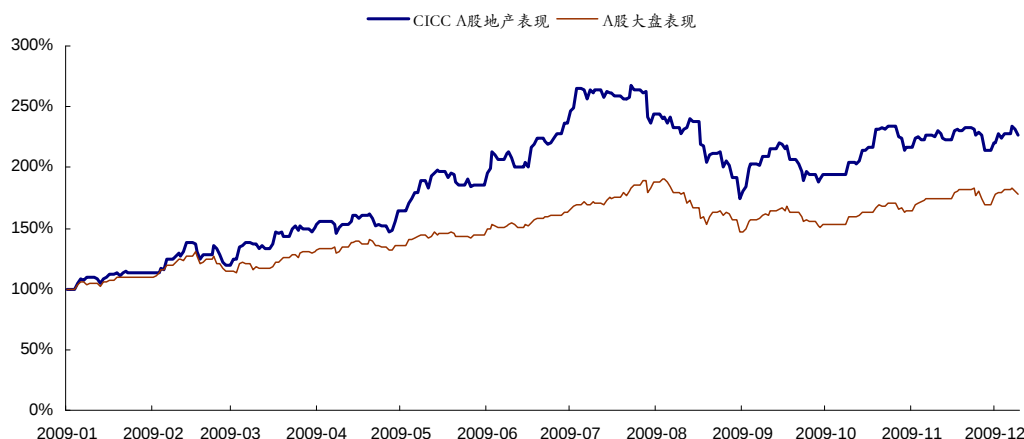
尽管 09 年下半年新房销售量继续创新高，但受制于政策调控的担心和地产公司盈利的滞后性，地产板块下半年以来表现弱于大盘，我们认为 2010 年受益于经济的走好以及较低的利率水平，房地产市场仍将是实现稳定增长，地产板块未来六个月有 30%~40% 的上升空间，主要来自业绩增长以及小幅度估值水平提升，比市场预期缓和的调控政策以及信贷的再次开闸将是主要的催化因素。

我们看好地产板块明年尤其是上半年的表现，建议投资者目前吸纳地产股。

股票方面，我们的推荐组合为，

- 1) 有增长潜力的龙头地产公司如金地、万科、保利；
- 2) 区域龙头股如首开股份、中华企业、栖霞建设等；
- 3) 商业地产公司：金融街、浦东金桥等；
- 4) 有资产整合机会的地产公司：2010 年行业整合将加速，所以也看好大股东实力较强的上市公司资产整合机会。

图表 15: A 股地产板块 2009 年上半年跑赢大盘，之后基本跑平



资料来源：彭博咨询、中金公司研究部

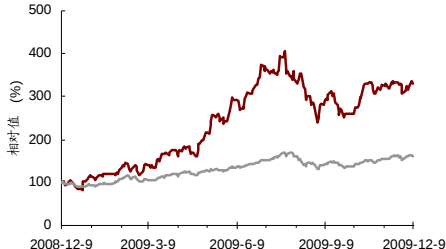
图表 16: 龙头地产公司下半年跑输同行业其他公司



资料来源：中金公司研究部

金地集团 (600383.CH)：推荐

图表 17：金地集团主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	7,487	9,762	12,655	17,054	22,338	当前股价	人民币 15.8
(+/-)	110%	30%	30%	35%	31%	股票代码	600383.CH
营业利润	1,787	1,521	2,352	3,384	4,621	日成交量 (百万股)	66.65
(+/-)	220%	-15%	55%	44%	37%	52周最高价/最低价	人民币 20.3/4.938
净利润	965	841	1,364	1,997	2,726	发行股数 (百万股)	2,484
(+/-)	103%	-13%	62%	46%	37%	其中：流通股 (百万股)	2,182
每股盈利(元)	0.39	0.34	0.55	0.80	1.10	总市值 (百万元)	39,250
(+/-)	103%	-13%	62%	46%	37%	主要股东 (持股比例)	深圳市福田投资发展公司 (7.85%)
市盈率	40.7	46.7	28.8	19.7	14.4		
市净率	4.6	4.2	2.5	2.3	2.0		
EV/EBITDA	24.0	26.0	16.6	12.6	9.1		
净资产收益率	11.4%	9.0%	8.8%	11.5%	13.7%		
现金分红收益率	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

重申“推荐”的投资评级：我们基于最新的项目信息更新了公司 09 及 10 年的净资产值为每股 15.79 元及每股 17.70 元。我们看好金地 10 年表现的主要理由在于：1) 相对便宜的估值，目前股价较 10 年 NAV 值折让 11%，对应 10 年市盈率 19.7 倍；2) 09 年补地集中在上海等旺销地区，未来该部分地区有望保持良好的后续供应；3) 较高的业绩及 NAV 弹性：现售项目中较低的毛利率水平及较高的一、二线城市占比使其有望更多的享受到房价上涨带来的业绩和 NAV 增厚。因此我们维持对于公司“推荐”的投资评级。

关注

- **前 10 月销售收入达 165.34 亿元，同比上涨 83.8%：**2009 年 10 月，公司共实现销售面积 14.12 万平米；销售金额 15.74 亿元。往后看，公司在 11 月新增推盘项目较少，预计单月销售速度较 10 月有所放缓，而随着公司 12 月份的新推/加推数量上升，12 月份销售应该呈环比回升趋势。前 10 月累计销售额达到 165.34 亿元，同比增长 83.8%；累计销售面积 148.62 万平米，同比增长 75.2%；前 10 个月累计均价 11125 元/平米，同比上升 4.9%。
- **土地储备约 1194 万平米，88%分布在一、二线城市：**公司总土地储备约 1194 万平方米，可供未来三至四年发展所需，其中，一线城市的占比约 36%，二线城市占比 52%，布局较为合理。往后看，我们认为，一线城市主基调在于涨价求利润，而二线城市在于跑量求规模，较高的一线城市占比意味着公司未来有望更多的享受到房价上涨带来的业绩和 NAV 增厚。
- **预计 10 年可销售资源依然丰富：**往后看，我们认为，随着公司在去化较好的主力城市快速补地，以及新开工速度的加快，公司 10 年特别是在长三角地区，将有较多的可销售资源，公司在一、二线城市房地产市场良好的销售速度有望维持。

财务

我们维持公司 09-11 年的盈利预测为每股 0.55 元、每股 0.80 元及每股 1.10 元：我们预计公司 09-11 年将实现营业收入 126.5 亿元、170.5 亿元和 223.4 亿元，而毛利率方面将受益于上海项目结算占比增加而有所提升。我们预计公司将实现净利润 13.64 亿元，19.97 亿元及 27.26 亿元，对应 09-11 年复合增长率 41%。

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所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。

图表 18：项目收入分解

城市	区域	开发类-所有项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
											2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	金地格林小镇6	100%	25,000	55,250	49,725	8,715	484	342	2008-12	42,266	7,459	-	405	79	-
北京	环渤海	四惠金地名京	100%	50,212	102,260	92,034	21,000	2,265	1,345	2009-10	36,814	46,017	9,203	850	1,169	246
北京	环渤海	北京贵村	100%	0	275,774	248,197	12,000	4,036	1,530	2013-12	-	-	23,009	-	-	946
天津	环渤海	金地格林世界	100%	353,683	488,083	390,466	6,825	3,232	1,368	2011-12	97,617	117,140	156,187	733	967	1,354
天津	环渤海	金地国际广场	100%	178,884	332,862	299,576	18,900	7,669	3,251	2012-12	-	-	44,936	-	-	1,079
上海	长三角	格林世界	70%	122,000	525,481	446,659	14,700	9,557	4,332	2010-12	89,332	111,665	133,998	1,699	2,337	2,944
上海	长三角	上海未来	100%	96,383	154,950	139,455	14,600	2,307	1,462	2012-12	97,619	41,837	-	1,568	739	-
上海	长三角	金地格林郡	75%	29,567	44,350	39,915	8,925	408	230	2008-12	23,949	15,966	-	235	172	-
上海	长三角	上海湾流域	85%	125,510	170,013	153,012	21,000	3,776	1,886	2011-12	61,205	68,855	22,952	1,414	1,750	612
上海	长三角	青浦区徐泾镇3号地块	100%	92,200	100,037	90,033	21,000	2,560	1,057	2013-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	上海赵巷	100%	0	210,228	189,205	35,000	9,396	3,610	2013-12	-	-	-	-	-	-
深圳	珠三角	深圳梅院镇	80%	36,064	108,191	97,372	10,500	1,150	763	2009-09	77,898	14,606	4,869	900	186	65
深圳	珠三角	深圳名座	100%	17,653	26,480	23,832	14,700	385	276	2012-12	23,832	-	-	385	-	-
深圳	珠三角	深圳上塘道（龙华项目）	100%	50,296	125,739	113,165	13,000	1,793	928	2011-12	22,633	45,266	33,950	324	712	561
东莞	珠三角	金地格林庭院	100%	94,734	144,258	137,045	4,673	767	317	2010-12	41,114	47,966	47,966	211	271	285
东莞	珠三角	新世纪塘厦（博登湖）	51%	180,017	293,173	263,856	5,460	1,807	685	2011-12	26,386	52,771	131,928	158	349	915
广州	珠三角	荔湖城	80%	2,507,000	2,355,300	2,119,770	6,825	19,955	3,935	2013-12	63,593	148,384	254,372	477	1,225	2,206
武汉	其它区域	武汉格林小城	100%	490,000	76,766	69,089	5,000	382	272	2008-12	65,635	3,454	-	361	21	-
武汉	其它区域	金地国际花园	18%	64,900	196,500	176,850	7,350	1,458	1,021	2012-12	141,480	35,370	-	1,144	315	-
武汉	其它区域	金银湖项目	100%	106,817	238,144	214,330	4,725	1,346	387	2012-12	-	21,433	64,299	-	123	386
武汉	其它区域	武汉大道项目	100%	14,794	71,020	63,918	10,500	848	428	2012-12	-	23,221	25,567	-	295	341
武汉	其它区域	武汉绿沟项目	100%	0	148,911	134,020	5,000	949	245	2013-12	-	-	-	-	-	-
宁波	长三角	宁波梅墟新城	100%	47,380	94,760	85,284	15,000	1,802	674	2013-12	-	-	-	-	-	-
西安	其它区域	金地曲江尚林苑	100%	2,179	3,268	2,941	8,400	28	19	2008-12	2,647	147	147	24	1	2
西安	其它区域	金地芙蓉湖畔	100%	135,600	129,200	116,280	11,600	1,614	578	2012-12	17,442	93,024	5,814	223	1,306	86
西安	其它区域	南湖项目	100%	175,333	315,600	284,040	6,825	2,564	801	2012-12	-	28,404	85,212	-	235	739
西安	其它区域	南湖曲江池（湖城大境）项目	100%	462,152	884,924	796,432	9,000	9,975	2,243	2016-12	-	-	119,465	-	-	1,366
沈阳	环渤海	金地国际花园	49%	110,305	123,270	110,943	6,090	784	389	2010-12	55,472	44,377	11,094	372	327	86
沈阳	环渤海	沈阳滨河国际	100%	883,123	1,393,575	1,254,218	4,800	8,083	2,469	2012-12	28,847	100,337	188,133	152	583	1,147
佛山	珠三角	金地九珑墅	51%	191,384	213,633	192,270	9,000	2,024	1,136	2010-12	86,521	76,908	28,840	857	838	330
南京	长三角	南京名京	100%	89,346	152,604	137,344	14,175	2,227	1,435	2010-12	82,406	54,937	-	1,285	942	-
南京	长三角	金地自在城	100%	468,049	1,008,819	907,937	5,000	6,172	1,989	2013-12	-	-	254,222	-	-	1,615
珠海	珠三角	珠海红山楼	100%	10,387	32,360	29,124	11,550	407	178	2009-12	-	29,124	-	-	407	-
珠海	珠三角	珠海工业园	100%	650,715	650,715	585,644	2,500	1,908	323	2013-12	-	117,129	175,693	-	354	558
杭州	长三角	杭州自在城	60%	184,752	406,454	365,809	19,000	9,132	3,554	2012-12	-	65,846	91,452	-	1,514	2,208
杭州	长三角	西湖三墩镇41#	100%	133,450	289,690	260,721	18,000	6,296	2,301	2012-12	-	-	78,216	-	-	1,789
开发类项目合计				8,179,868	11,942,642	10,680,508	12,129	129,548	47,759		1,184,705	1,411,643	1,991,524	13,778	17,215	21,864

城市	区域	开发类-非并表项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分 建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
											2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
武汉	其它区域	金地国际花园	18%	64,900	196,500	176,850	7,350	1,458	1,021	2012-12	141,480	35,370	-	1,144	315	-
沈阳	环渤海	金地国际花园	49%	110,305	123,270	110,943	6,090	784	389	2010-12	55,472	44,377	11,094	372	327	86
非并表开发类项目合计				175,205	319,770	287,793	7,793	2,243	1,411		196,952	79,747	11,094	1,515	642	86
并表类开发项目合计				8,004,663	11,622,872	10,392,715	12,249	127,305	46,348		987,754	1,331,896	1,980,429	12,262	16,574	21,778

城市	区域	投资类项目	权益	占地面积 (平方米)	可出租部分 建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	平均成本 (元/平方米)	总成本 (万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	租赁面积(平方米)			租金收入(百万元)		
											2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	北京金地中心	70%	17,044	124,481	99,585	13,800	1,374	2,086	2007-09	39,834	59,751	79,668	116	180	247
投资类项目合计				17,044	124,481	99,585	13,800	1,374	2,086		39,834	59,751	79,668	116	180	247

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 19: NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	金地格林小镇6	100%	55,250	55,250	49,725	49,725	0.5%	342	0.8%
北京	四惠金地名京	100%	102,260	102,260	92,034	92,034	0.9%	1,345	3.2%
北京	北京黄村	100%	275,774	275,774	248,197	248,197	2.3%	1,530	3.7%
天津	金地格林世界	100%	488,083	488,083	390,466	390,466	3.7%	1,368	3.3%
天津	金地国际广场	100%	332,862	332,862	299,576	299,576	2.8%	3,251	7.8%
上海	格林世界	70%	525,481	367,837	446,659	312,661	4.2%	3,032	7.2%
上海	上海未来	100%	154,950	154,950	139,455	139,455	1.3%	1,462	3.5%
上海	金地格林郡	75%	44,350	33,263	39,915	29,936	0.4%	172	0.4%
上海	上海湾流域	85%	170,013	144,511	153,012	130,060	1.4%	1,603	3.8%
上海	青浦区徐泾镇3号地块	100%	100,037	100,037	90,033	90,033	0.8%	1,057	2.5%
上海	上海赵巷	100%	210,228	210,228	189,205	189,205	1.8%	3,610	8.6%
深圳	深圳梅陇镇	80%	108,191	86,553	97,372	77,898	0.9%	610	1.5%
深圳	深圳名座	100%	26,480	26,480	23,832	23,832	0.2%	276	0.7%
深圳	深圳上塘道(龙华项目)	100%	125,739	125,739	113,165	113,165	1.1%	928	2.2%
东莞	金地格林庭院	100%	144,258	144,258	137,045	137,045	1.3%	317	0.8%
东莞	新世纪塘厦(博登湖)	51%	293,173	149,518	263,856	134,566	2.5%	349	0.8%
广州	荔湖城	80%	2,355,300	1,884,240	2,119,770	1,695,816	19.8%	3,148	7.5%
武汉	武汉格林小城	100%	76,766	76,766	69,089	69,089	0.6%	272	0.6%
武汉	金地国际花园	18%	196,500	36,156	176,850	32,540	1.7%	188	0.4%
武汉	金银湖项目	100%	238,144	238,144	214,330	214,330	2.0%	387	0.9%
武汉	京汉大道项目	100%	71,020	71,020	63,918	63,918	0.6%	428	1.0%
武汉	武汉壕沟项目	100%	148,911	148,911	134,020	134,020	1.3%	245	0.6%
宁波	宁波梅墟新城	100%	94,760	94,760	85,284	85,284	0.8%	674	1.6%
西安	金地曲江尚林苑	100%	3,268	3,268	2,941	2,941	0.0%	19	0.0%
西安	金地芙蓉湖畔	100%	129,200	129,200	116,280	116,280	1.1%	578	1.4%
西安	南湖项目	100%	315,600	315,600	284,040	284,040	2.7%	801	1.9%
西安	南湖曲江池(湖城大境)项目	100%	884,924	884,924	796,432	796,432	7.5%	2,243	5.4%
沈阳	金地国际花园	49%	123,270	60,402	110,943	54,362	1.0%	191	0.5%
沈阳	沈阳滨河国际	100%	1,393,575	1,393,575	1,254,218	1,254,218	11.7%	2,469	5.9%
佛山	金地九珑壁	51%	213,633	108,953	192,270	98,058	1.8%	579	1.4%
南京	南京名京	100%	152,604	152,604	137,344	137,344	1.3%	1,435	3.4%
南京	金地自在城	100%	1,008,819	1,008,819	907,937	907,937	8.5%	1,989	4.8%
珠海	珠海红山楼	100%	32,360	32,360	29,124	29,124	0.3%	178	0.4%
珠海	珠海工业园	100%	650,715	650,715	585,644	585,644	5.5%	323	0.8%
杭州	杭州自在城	60%	406,454	243,872	365,809	219,485	3.4%	2,132	5.1%
杭州	西湖三墩镇41#	100%	289,690	289,690	260,721	260,721	2.4%	2,301	5.5%
总计			11,942,642	10,621,582	10,680,508	9,499,436	100.0%	41,833	100.0%
2. 投资物业净资产值(NAV)								2,169	
3. 物业管理净资产值(NAV)								469	
总计								44,471	
09年底未付土地款(百万元)								2,000	
净负债(净现金)(百万元)								3,245	
净资产值(百万元)								39,226	
摊薄股本(百万)								2,484	
2009E每股净资产值(人民币)								15.79	
2010E每股净资产值(人民币)								17.70	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 20: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	3,175	2,575	3,564	7,487	9,762	12,655	17,054	22,338
主营业务利润	674	789	948	2,459	3,020	3,284	4,640	6,362
营业费用	-119	-107	-135	-212	-408	-506	-546	-692
管理费用	-137	-207	-258	-400	-479	-468	-597	-782
财务费用	-6	10	3	-59	-253	-203	-223	-268
营业利润	411	488	559	1,787	1,521	2,352	3,384	4,621
税前利润	420	468	675	1,797	1,542	2,352	3,384	4,621
净利润	246	320	475	965	841	1,364	1,997	2,726
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	40	341	362	2,886	1,016	1,372	1,509	1,736
存货	3,492	5,049	8,539	18,624	28,440	34,128	39,248	43,172
货币资金	1,955	785	936	2,511	4,450	8,826	6,614	8,482
固定资产	167	166	77	79	81	79	77	74
应付款项	1,952	2,026	3,381	7,610	11,765	16,581	16,344	18,159
短期借款	590	694	1,273	1,943	1,484	684	1,184	1,684
股东权益	2,546	2,743	3,136	8,442	9,303	15,524	17,329	19,865
总资产	5,861	6,607	10,822	25,315	35,102	45,739	48,851	54,941
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	1,170	-1,168	-1,471	-6,309	-1,751	750	-2,719	1,411
投资活动现金流	-164	-97	-510	-371	14	-228	-79	-83
筹资活动现金流	44	165	2,159	8,268	3,513	3,854	586	541
现金及现金等价物净增加额	1,050	-1,100	177	1,587	1,787	4,376	-2,212	1,869
期初现金及现金等价物余额	764	1,815	722	899	2,486	4,274	8,649	6,437
期末现金及现金等价物余额	1,815	715	899	2,486	4,274	8,649	6,437	8,306
财务指标								
毛利率	21.2%	30.6%	26.6%	32.8%	30.9%	26.0%	27.2%	28.5%
股息收益率	0.2%	0.9%	1.5%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.0%
资产收益率	4.2%	4.8%	4.4%	3.8%	2.4%	3.0%	4.1%	5.0%
净资产收益率	9.7%	11.7%	15.1%	11.4%	9.0%	8.8%	11.5%	0.0%
净现金/股东权益	-29.9%	23.8%	78.6%	64.5%	80.9%	19.1%	33.3%	24.7%
每股净资产	1.03	1.10	1.26	3.40	3.74	6.25	6.98	8.00

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

万科 A (000002.CH)：推荐

图表 21：万科 A 主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
主营业务收入	35,527	40,992	48,922	60,498	68,522	当前股价	B股 港币10.25 / A股 人民币12.03
(+/-)	98%	15%	19%	24%	13%	股票代码	200002.CH / 000002.CH
主营业务利润	10,804	11,453	11,593	14,992	17,805	日成交量 (百万股)	6.07 / 132.76
(+/-)	121%	6%	1%	29%	19%	52周最高价/最低价	港币12.53/5.61 / 人民币14.94/6.26
净利润	4,844	4,033	5,550	7,362	9,093	发行总股数 (百万股)	10,995
(+/-)	111%	-17%	38%	33%	24%	总市值 (百万元)	128,045
摊薄每股收益(元)	0.44	0.37	0.50	0.67	0.83	发行股数 (百万股)	1,315 / 9,680
(+/-)	111%	-17%	38%	33%	24%	其中：流通股 (百万股)	1,315 / 9,392
市盈率	27.3	32.8	23.8	18.0	14.5	主要股东 (持股比例)	华润股份有限公司 (14.73%)
市净率	4.5	4.1	3.6	3.0	2.5		
EV/EBITDA	17.5	21.0	15.1	11.6	9.4		
净资产收益率	16.5%	12.6%	15.0%	16.8%	17.4%		
现金分红收益率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

维持“推荐”投资评级：我们根据公司最新拿地以及项目售价信息对公司净资产值进行了重新测算，我们计算得到的公司 09 及 10 年净资产值分别为每股 10.60 元及每股 11.56 元。目前公司股价对应 10 年 P/E 为 18.0 倍，较 10 年净资产值溢价 4%，我们认为，万科作为中国地产的龙头因其规模、品牌优势应该享有估值上的溢价以反映其长时期的持续经营能力，维持对于其“推荐”的投资评级。

关注

- 前 11 月份销售额达 579.3 亿元，同比上涨 36%：**09 年 1 至 11 月份，公司累计销售面积 623.1 万平方米，销售金额 579.3 亿元，同比增长 27%和 36%。11 月份单月销售额为 52.3 亿元，较 10 月份下滑 20%，但我们认为随着 12 月份推盘增加，公司单月销售有望环比回升。11 月份单月均价达 10058 元/平米，较年初 1 月份上涨达 31%，但前 11 月累计均价仅同比小幅上扬 7%至 9297 元/平米。
- 土地储备约 4226 万平米，09 年拿地主要集中在二、三线城市：**目前，公司的土地储备已经达约 4226 万平米（权益建面约 3288 万平米），其中，22%位于一线城市，52%位于二线城市。公司自 5 月以来拿地速度有所提升，前 10 个月新增土地建面 935 万平米，平均价格约 2400 元/平米，我们认为，公司规避高地价一线城市，而转向二、三线求发展的拿地策略有效的契合了目前市场重心向二、三线城市转移的过程，未来在二、三线城市有望通过品牌优势获得产品溢价从而实现更好的回报。
- 新增供应高峰预计将出现在 10 年下半年：**公司半年报中披露将 09 年新开工面积目标从原来的 403 万平米提升至 585 万平米，但预计其中较多部分的新开工将于下半年开始，以 6-9 个月开工到预售时间简单推算，新增供应的高峰应该在 10 年 2 季度末或者 3 季度。

财务

我们上调了公司盈利预测以反映销售售价的上调以及未来毛利率的小幅改善，预计公司 09-11 年将实现每股盈利 0.50 元、0.67 元及 0.83 元。

图表 22：项目收入分解

城市	区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	销售均价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	预计结算面积(平方米)			预计销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
深圳	珠三角	深圳东海岸	100%	31,007	27,906	32,000	982	691	2009-12	27,906	-	-	982	-	-
深圳	珠三角	深圳第五园	100%	409,445	368,501	11,500	4,956	3,079	2009-9	165,825	147,400	55,275	2,098	2,051	808
深圳	珠三角	深圳大甲岛	100%	234,975	211,478	9,800	2,808	916	2011-12	-	-	42,296	-	-	527
深圳	珠三角	深圳万科中心	100%	80,201	72,181	13,000	1,063	643	2009-12	50,527	21,654	-	723	341	-
深圳	珠三角	深圳溪之谷	60%	47,270	42,543	15,000	730	452	2011-12	25,526	17,017	-	421	309	-
深圳	珠三角	深圳千林山居	100%	341,150	307,035	8,500	3,345	1,567	2012-12	46,055	61,407	61,407	431	632	663
深圳	珠三角	深圳兰乔花园	55%	43,499	39,149	38,000	1,636	1,116	2011-12	39,149	-	-	1,636	-	-
深圳	珠三角	深圳金城华府	100%	195,000	175,500	15,800	3,172	1,968	2010-2	105,300	70,200	-	1,830	1,342	-
深圳	珠三角	深圳天琴湾	70%	23,680	21,312	110,000	2,788	1,620	2009-12	6,394	10,656	4,262	774	1,418	596
深圳	珠三角	深圳九州项目	100%	513,012	461,711	6,600	4,088	1,210	2012-12	-	-	138,513	-	-	1,161
深圳	珠三角	深圳金城东郡	100%	274,776	247,298	7,500	2,293	1,146	2012-12	37,095	74,190	98,919	306	673	943
深圳	珠三角	深圳华星项目	100%	96,969	87,272	8,500	913	434	2012-12	17,454	26,182	26,182	163	269	283
深圳	珠三角	园景台项目	100%	75,100	67,590	9,500	905	299	2013-12	-	-	6,759	-	-	82
深圳	珠三角	深圳机场项目	100%	161,856	145,670	8,500	1,694	517	2012-12	-	-	14,567	-	-	157
上海	长三角	上海七宝53#	100%	219,848	197,863	12,500	3,145	1,162	2009-12	-	59,359	79,145	-	898	1,257
上海	长三角	上海蓝山小城	100%	45,364	40,828	22,000	1,037	589	2009-12	20,414	20,414	-	494	543	-
上海	长三角	上海四季花城	100%	78,044	70,240	9,500	763	458	2009-5	42,144	28,096	-	440	323	-
上海	长三角	上海新里程	90%	31,455	28,310	15,500	488	325	2008-12	25,479	2,831	-	434	53	-
上海	长三角	上海白马花园	100%	114,932	103,439	11,000	1,277	826	2009-12	82,751	20,688	-	1,001	275	-
上海	长三角	上海城花新园	51%	472,125	424,913	19,000	10,316	4,362	2011-12	-	127,474	127,474	-	2,931	3,077
上海	长三角	上海花园小城	100%	93,185	83,867	8,000	753	487	2008-12	67,093	16,773	-	590	162	-
上海	长三角	上海翡翠别墅	49%	216,597	194,937	45,000	11,171	5,221	2011-12	19,494	38,987	58,481	965	2,123	3,344
上海	长三角	上海吴中路项目	100%	145,065	130,559	12,000	2,092	734	2011-12	-	-	39,168	-	-	597
上海	长三角	上海滨江项目	100%	103,132	92,819	25,000	2,936	1,125	2009-12	-	27,846	46,409	-	842	1,474
上海	长三角	上海华漕213#	100%	17,365	15,629	16,000	278	189	2008-12	14,066	1,563	-	248	30	-
上海	长三角	上海济阳路	100%	16,500	14,850	11,000	202	68	2009-12	-	8,910	5,940	-	119	83
上海	长三角	上海五街坊	100%	129,242	116,318	16,000	2,355	988	2009-12	-	46,527	34,895	-	901	709
上海	长三角	上海七街坊	100%	142,612	128,351	6,200	1,027	310	2009-12	-	25,670	38,505	-	193	303
上海	长三角	上海铜山街项目	60%	224,408	201,967	32,000	8,509	3,790	2012-12	-	40,393	40,393	-	1,564	1,642
上海	长三角	上海金色城市	60%	809,929	728,936	13,000	11,613	5,598	2012-12	182,234	182,234	218,681	2,606	2,867	3,612
上海	长三角	上海罗店项目	55%	254,356	228,920	12,000	3,705	1,277	2013-12	-	-	68,676	-	-	1,047
上海	长三角	上海赵巷晶园	55%	79,523	71,571	10,000	1,009	280	2013-12	-	-	7,157	-	-	91
上海	长三角	上海七宝35#北块	51%	69,913	62,922	10,000	931	282	2015-12	-	-	-	-	-	-
镇江	长三角	镇江魅力之城	100%	810,450	729,405	5,500	4,916	2,245	2011-12	182,351	182,351	182,351	1,103	1,214	1,274
苏州	长三角	苏州玲珑湾花园	70%	343,847	309,462	12,000	4,617	2,000	2010-12	61,892	61,892	92,839	817	899	1,415
苏州	长三角	苏州本岸	51%	87,792	79,013	13,000	1,199	683	2010-4	39,506	23,704	15,803	565	373	261
苏州	长三角	苏州金色家园	55%	198,628	178,765	9,500	1,924	1,197	2010-6	125,136	53,630	-	1,308	616	-
苏州	长三角	苏州长风学校项目	49%	48,727	43,854	18,000	1,054	396	2012-12	-	-	13,156	-	-	301
苏州	长三角	苏州金城缙秀	51%	118,099	106,289	7,500	1,117	361	2013-12	-	-	-	-	-	-
杭州	长三角	杭州魅力之城	100%	89,391	80,452	8,500	752	557	2009-2	80,452	-	-	752	-	-
杭州	长三角	杭州良渚文化村	100%	1,865,242	1,678,718	12,500	28,821	9,804	2015-12	134,297	151,085	251,808	1,847	2,285	3,999
杭州	长三角	杭州西溪蝶园	51%	353,320	317,988	15,000	5,715	3,014	2011-12	95,396	111,296	111,296	1,574	2,020	2,121
杭州	长三角	杭州金色城品	70%	13,593	12,234	21,000	285	183	2008-12	11,010	1,223	-	254	31	-
杭州	长三角	杭州金色家园	55%	111,159	100,043	8,000	1,122	349	2013-12	-	-	-	-	-	-
杭州	长三角	杭州泉水湾	100%	208,981	188,083	12,500	3,379	1,134	2013-12	-	-	-	-	-	-
杭州	长三角	杭州草庄R21-25项目	100%	33,900	30,510	22,000	941	375	2015-12	-	-	-	-	-	-
杭州	长三角	杭州草庄R21-24项目	100%	53,000	47,700	22,000	1,545	563	2015-12	-	-	-	-	-	-
无锡	长三角	无锡魅力之城	60%	808,524	727,672	6,500	5,712	2,500	2012-12	218,301	218,301	218,301	1,561	1,717	1,803
无锡	长三角	无锡东郡	70%	62,365	56,129	6,300	393	278	2009-12	50,516	5,613	-	350	43	-
无锡	长三角	无锡金城蓝湾	55%	386,250	347,625	8,000	3,572	1,336	2012-12	-	104,288	104,288	-	1,010	1,060
无锡	长三角	无锡金色城市	55%	293,577	264,219	9,000	3,100	1,273	2012-12	-	52,844	79,266	-	575	906
无锡	长三角	无锡金色城市南地块	55%	306,510	275,859	5,000	2,030	545	2015-12	-	-	-	-	-	-
北京	环渤海	北京公园5号	60%	97,044	87,340	25,000	2,546	1,460	2009-12	34,936	52,404	-	961	1,585	-
北京	环渤海	北京假日风景	50%	261,426	235,283	14,200	3,947	2,087	2012-12	94,113	94,113	35,293	1,470	1,617	637
北京	环渤海	北京四季花城	100%	86,004	77,404	8,000	695	448	2009-12	61,923	15,481	-	545	150	-
北京	环渤海	北京金隅万科城	49%	543,461	489,115	7,500	4,408	2,128	2012-12	146,734	195,646	97,823	1,211	1,775	932
北京	环渤海	北京红杉家园	100%	184,502	166,052	6,300	1,349	594	2010-12	-	-	116,236	-	-	930
北京	环渤海	北京金色城品	100%	141,205	127,085	26,500	4,282	2,083	2009-12	-	38,125	50,834	-	1,222	1,711
北京	环渤海	北京长阳1号项目	50%	341,500	307,350	12,000	5,273	1,910	2015-12	-	-	-	-	-	-
北京	环渤海	北京长阳2号项目	50%	511,700	460,530	11,000	7,243	2,544	2015-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津东丽湖	100%	1,518,466	1,366,619	6,200	10,978	4,097	2016-12	273,324	204,993	204,993	1,864	1,538	1,615
天津	环渤海	天津假日风景	55%	58,832	52,949	6,500	386	250	2009-8	42,359	10,590	-	303	83	-
天津	环渤海	天津金城蓝湾	45%	283,684	255,316	8,800	2,496	1,734	2009-12	229,784	25,532	-	2,224	272	-
天津	环渤海	天津金奥国际	100%	162,566	146,309	9,500	1,948	663	2013-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津魅力之城	100%	258,579	232,721	7,000	1,967	945	2013-12	69,816	69,816	69,816	538	591	621
天津	环渤海	天津假日润园	100%	343,100	308,790	7,000	2,720	1,072	2013-12	46,319	61,758	92,637	357	523	824
天津	环渤海	天津滨海东区	100%	51,650	46,485	8,500	551	192	2013-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津滨海时尚	100%	40,312	36,281	9,800	496	168	2013-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津空港限价房项目	51%	204,800	184,320	3,000	775	116	2015-12	-	-	-	-	-	-
沈阳	环渤海	沈阳万科城	100%	49,338	44,404	11,500	584	346	2009-12	26,643	17,762	-	337	247	-
沈阳	环渤海	沈阳兰乔圣菲二期	100%	52,000	46,800	12,000	787	233	2015-12	-	-	-	-	-	-
沈阳	环渤海	沈阳新榆公馆	100%	116,318	104,686	4,800	586	309	2007-12	41,874	62,812	-	221	365	-
沈阳	环渤海	沈阳万科城	49%	640,520	576,468	5,800	4,006	1,842	2014-12	172,940	201,764	201,764	1,103	1,416	1,487
沈阳	环渤海	沈阳新里程	100%	48,799	43,919	4,800	234	163	2009-12	39,527	4,392	-	209	26	-
沈阳	环渤海	沈阳塔湾项目	100%	313,550	282,195	5,200	1,969	640	2012-12	-	-	84,659	-	-	559
沈阳	环渤海	沈阳魅力之城	100%	232,372	209,135	4,500	1,082	645	2012-12	125,481	62,740	20,913	621	342	120
沈阳	环渤海	沈阳金城蓝湾	100%	565,000	508,500	5,800	3,873	1,453	2013-12	50,850	76,275	101,700	324	535	749
沈阳	环渤海	沈阳金城国际(铁西胶管厂地块)	100%	108,581	97,723	5,000	685	157	2015-12	-	-	-	-	-	-
沈阳	环渤海	沈阳五里河项目	55%	276,048	248,443	6,500	2,264	679	2015-12	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料、中金公司研究部

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。

图表 23：项目收入分解

城市	区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	销售均价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	预计结算面积(平方米)			预计销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
武汉	其它区域	武汉西半岛	100%	9,188	8,269	4,800	44	29	2007-12	7,029	1,240	-	37	7	-
武汉	其它区域	武汉金色家园	100%	118,548	106,693	10,000	1,239	673	2009-12	53,347	42,677	10,669	587	516	136
武汉	其它区域	武汉魅力之城	100%	320,296	288,266	5,200	1,828	825	2012-12	72,067	86,480	86,480	412	544	571
武汉	其它区域	武汉高尔夫城市花园	49%	261,137	235,023	6,500	1,931	773	2012-12	23,502	58,756	70,507	168	462	582
武汉	其它区域	城市花园后期地块	100%	349,600	314,640	7,000	3,149	912	2015-12	-	-	-	-	-	-
武汉	其它区域	武汉金色城品	55%	36,066	32,459	12,000	500	209	2012-12	-	9,738	9,738	-	141	148
武汉	其它区域	武汉金色骏景	52%	299,337	269,403	7,500	2,634	983	2012-12	-	53,881	80,821	-	489	770
武汉	其它区域	武汉才茂街项目	100%	191,300	172,170	5,800	1,367	455	2013-12	-	-	34,434	-	-	254
武汉	其它区域	贺家墩项目	52%	296,500	266,850	5,800	2,118	757	2013-12	-	-	53,370	-	-	393
成都	其它区域	成都双水岸	100%	79,732	71,759	4,500	373	190	2008-12	35,879	35,879	-	178	195	-
成都	其它区域	成都魅力之城	60%	415,157	373,641	5,000	2,278	936	2010-12	93,410	112,092	112,092	514	678	712
成都	其它区域	成都全城蓝湾	100%	293,700	264,330	7,000	2,076	1,416	2010-12	211,464	52,866	-	1,628	448	-
成都	其它区域	建设路14 亩项目	100%	59,290	53,361	8,000	573	194	2012-12	-	-	16,008	-	-	163
成都	其它区域	成都全城西岭	60%	359,031	323,128	7,500	2,967	1,275	2012-12	64,626	96,938	96,938	533	880	924
成都	其它区域	成都金色领域	100%	297,980	268,182	7,000	2,411	855	2012-12	-	80,455	80,455	-	681	716
成都	其它区域	成都金润华府	70%	198,576	178,718	9,500	2,181	855	2012-12	-	53,616	53,616	-	616	647
成都	其它区域	成都金色海蓉	49%	222,793	200,514	6,000	1,545	455	2013-12	-	60,154	60,154	-	437	459
成都	其它区域	成都海悦江城	100%	521,698	469,528	5,000	3,245	901	2013-12	-	-	93,906	-	-	597
长春	环渤海	长春洋浦花园	100%	208,128	187,315	4,800	1,049	530	2012-12	84,292	84,292	18,732	445	490	114
长春	环渤海	长春潭西别墅	100%	48,435	43,592	7,000	390	160	2013-12	6,539	8,718	8,718	50	74	78
长春	环渤海	小东沟项目	50%	480,000	432,000	5,000	3,088	724	2015-12	-	-	-	-	-	-
长春	环渤海	柴油机厂项目	50%	505,000	454,500	6,000	3,899	1,054	2015-12	-	-	-	-	-	-
南京	长三角	南京全城蓝湾	75%	544,540	490,086	8,500	5,430	1,945	2012-12	-	98,017	147,026	-	1,008	1,588
南京	长三角	南京金色城品	70%	84,092	75,683	9,000	764	492	2009-12	60,546	15,137	-	599	165	-
南京	长三角	南京万科红郡	100%	32,567	29,310	10,000	329	231	2009-12	23,448	5,862	-	258	71	-
南京	长三角	南京全城锦秀	100%	97,155	87,440	9,000	883	581	2009-9	69,952	17,488	-	693	190	-
南京	长三角	南京安品街项目	100%	26,790	24,111	13,500	400	191	2010-12	-	16,878	7,233	-	276	124
南昌	其它区域	南昌四季花城北区	50%	15,000	13,500	4,800	71	50	2008-12	13,500	-	-	71	-	-
南昌	其它区域	南昌青山湖	50%	135,181	121,663	6,000	930	298	2012-12	12,166	24,333	36,499	80	177	278
南昌	其它区域	南昌公安学校项目	50%	145,200	130,680	6,000	1,121	301	2015-12	-	-	-	-	-	-
大连	环渤海	大连城市花园	100%	33,942	30,548	6,500	246	91	2008-12	-	15,274	15,274	-	120	126
大连	环渤海	大连溪之谷	55%	271,935	244,742	8,800	2,626	1,107	2012-12	61,185	73,422	73,422	592	782	821
大连	环渤海	大连魅力之城	55%	404,240	363,816	7,000	3,376	1,068	2014-12	36,382	36,382	36,382	280	308	324
鞍山	环渤海	鞍山金色家园	100%	55,116	49,604	3,100	174	102	2008-12	34,723	14,881	-	118	56	-
鞍山	环渤海	鞍山万科城	100%	366,861	330,175	5,000	2,032	675	2012-12	66,035	99,052	99,052	363	599	629
鞍山	环渤海	鞍山东安项目	100%	530,560	477,504	5,000	3,414	742	2015-12	-	-	-	-	-	-
广州	珠三角	广州天景家园	100%	68,557	61,701	5,000	339	245	2009-12	61,701	-	-	339	-	-
广州	珠三角	万科金色康苑	100%	58,431	52,588	13,000	752	540	2010-12	52,588	-	-	752	-	-
广州	珠三角	广州万科云山	50%	77,975	70,178	8,800	728	373	2009-12	28,071	28,071	14,036	272	299	157
广州	珠三角	广州全城蓝湾	50%	367,370	330,633	10,000	4,070	1,795	2010-12	66,127	99,190	99,190	727	1,200	1,260
广州	珠三角	广州大坦沙项目	100%	135,700	122,130	10,000	1,568	596	2008-11	-	24,426	48,852	-	296	621
广州	珠三角	广州新里程	100%	175,971	158,374	5,500	1,062	491	2009-12	39,593	47,512	47,512	240	316	332
广州	珠三角	广州金色荔苑	100%	40,558	36,502	10,500	422	311	2009-12	36,502	-	-	422	-	-
广州	珠三角	广州全城江湾	100%	58,624	52,762	8,500	559	225	2010-12	-	21,105	31,657	-	217	342
广州	珠三角	广州金色城品	100%	72,549	65,294	10,000	777	402	2012-12	22,853	26,118	13,059	251	316	166
广州	珠三角	广州万景德项目	100%	46,147	41,532	9,000	415	292	2010-12	37,379	4,153	-	370	45	-
广州	珠三角	广州同福西项目	100%	85,682	77,114	9,200	880	351	2010-12	-	38,557	38,557	-	429	451
广州	珠三角	广州锦鸣五巷项目	100%	5,730	5,157	9,200	59	23	2010-12	-	2,579	2,579	-	29	30
广州	珠三角	广州金沙洲B04地块	100%	30,973	27,876	15,000	589	197	2015-12	-	-	-	-	(3)	(3)
广州	珠三角	广州南沙08NJY-1项目	95%	269,500	242,550	5,000	1,743	390	2015-12	-	-	-	-	(1)	(2)
东莞	珠三角	东莞虹溪诺雅	90%	202,200	181,980	12,000	2,649	1,200	2013-12	45,495	54,594	72,792	601	793	1,110
东莞	珠三角	东莞运河东1号	29%	23,663	21,297	6,000	142	100	2009-12	19,167	2,130	-	127	15	-
东莞	珠三角	东莞万科城	100%	323,741	291,367	9,000	3,339	1,342	2010-12	29,137	58,273	87,410	288	635	999
东莞	珠三角	东莞万科蓝山	100%	278,074	250,267	6,500	2,078	806	2010-12	-	50,053	125,133	-	394	1,033
东莞	珠三角	东莞水濂山	100%	366,543	329,889	7,000	3,010	1,060	2012-12	-	65,978	98,967	-	559	880
东莞	珠三角	东莞双城水棠	51%	412,504	371,254	9,000	4,292	1,739	2012-12	-	111,376	111,376	-	1,213	1,274
东莞	珠三角	东莞全城蓝湾	51%	178,259	160,433	7,000	1,333	685	2012-12	56,152	64,173	40,108	432	544	357
东莞	珠三角	东莞锦厦项目二期	51%	175,820	158,238	25,000	5,307	2,552	2012-12	-	-	47,471	-	-	1,508
东莞	珠三角	东莞金域华府	39%	493,811	444,430	10,000	5,963	2,087	2012-12	-	-	133,329	-	-	1,694
佛山	珠三角	佛山新城湾畔	100%	84,848	76,363	6,500	576	302	2011-12	34,363	42,000	-	246	330	-
佛山	珠三角	佛山兰乔圣菲	100%	136,950	123,255	5,500	787	400	2009-12	55,465	67,790	-	336	451	-
佛山	珠三角	佛山万科城	100%	679,163	611,247	5,000	3,866	991	2015-12	91,687	122,249	183,374	504	740	1,165
佛山	珠三角	佛山金御华府	100%	148,207	133,386	8,000	1,191	838	2009-12	113,378	20,008	-	998	194	-
佛山	珠三角	佛山金域华庭	55%	148,971	134,074	7,000	1,125	524	2012-12	40,222	53,630	33,518	310	454	298
佛山	珠三角	佛山全城蓝湾(桂城半岛路项目)	55%	574,690	517,221	6,500	4,831	1,380	2015-12	-	-	-	-	-	-
佛山	珠三角	佛山陈村项目	100%	134,891	121,402	4,000	684	158	2015-12	-	-	-	-	-	-
佛山	珠三角	佛山顺德陈村登州地块	49%	710,092	639,083	4,500	4,133	1,064	2015-12	-	-	-	-	-	-
珠海	珠三角	珠海珠海宾馆	100%	143,820	129,438	9,500	1,501	670	2010-12	19,416	51,775	58,247	203	595	703
中山	珠三角	中山城市风景	100%	174,544	157,090	4,500	936	421	2009-12	39,272	94,254	23,563	216	570	150
中山	珠三角	中山库充地块	100%	87,960	79,164	9,000	1,004	345	2015-12	-	-	-	-	-	-
长沙	其它区域	长沙全城蓝湾	80%	363,369	327,032	4,800	1,881	914	2011-12	98,110	114,461	114,461	518	665	698
长沙	其它区域	长沙金色家园	100%	40,085	36,077	6,000	246	151	2010-12	23,450	12,627	-	155	92	-
长沙	其它区域	长沙四海项目	80%	137,600	123,840	5,000	872	158	2015-12	-	-	-	-	-	-
长沙	其它区域	长沙宏发项目	60%	545,000	490,500	4,000	2,820	516	2015-12	-	-	-	-	-	-
西安	其它区域	西安新地城	51%	260,735	234,662	7,000	2,193	753	2013-12	-	-	70,398	-	-	626

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 24：项目收入分解

城市	区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	销售均价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	预计结算面积(平方米)			预计销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
重庆	其它区域	重庆渝园	51%	343,841	309,457	4,500	1,798	531	2013-12	15,473	46,419	92,837	77	253	531
重庆	其它区域	重庆高新园1分区项目	100%	376,737	339,063	5,500	2,680	675	2015-12	-	-	-	-	-	-
重庆	其它区域	重庆高新园8分区项目	100%	145,068	130,561	5,500	1,012	269	2015-12	-	-	-	-	-	-
重庆	其它区域	重庆交通大学(渝中校区)项目高新	100%	533,486	480,137	5,500	3,795	985	2015-12	-	-	-	-	-	-
合肥	其它区域	合肥金色名郡	50%	387,447	348,702	6,000	2,864	904	2013-12	-	-	69,740	-	-	532
合肥	其它区域	合肥江淮项目	50%	412,355	371,120	5,000	2,540	738	2013-12	-	-	74,224	-	-	472
青岛	环渤海	青岛魅力之城	80%	215,284	193,756	6,300	1,517	609	2010-12	29,063	48,439	77,502	201	369	620
青岛	环渤海	青岛四季花城	55%	241,205	217,085	4,200	1,133	359	2013-12	32,563	65,125	65,125	150	331	348
青岛	环渤海	青岛金色城品	100%	180,000	162,000	7,500	1,484	669	2013-12	32,400	48,600	72,900	267	441	695
青岛	环渤海	青岛金域华府(双山南山地块)	100%	221,057	198,951	5,000	1,401	338	2015-12	-	-	-	-	-	-
青岛	环渤海	青岛万科城(308 国道以北地块)	55%	434,161	390,745	5,000	2,808	658	2015-12	-	-	-	-	-	-
青岛	环渤海	青岛后桃林项目	80%	231,600	208,440	5,000	1,468	342	2015-12	-	-	-	-	-	-
宁波	长三角	宁波金色水岸	100%	170,663	153,597	10,000	1,753	1,033	2011-12	99,838	46,079	7,680	1,098	558	98
宁波	长三角	宁波金色城品	57%	49,948	44,953	7,000	404	132	2013-12	-	-	35,963	-	-	320
宁波	长三角	宁波慈城项目	100%	393,700	354,330	10,000	5,092	1,718	2015-12	-	-	-	-	-	-
厦门	珠三角	厦门金域蓝湾	100%	51,762	46,586	12,500	647	463	2009-12	41,927	4,659	-	576	70	-
厦门	珠三角	厦门湖心岛项目	100%	199,710	179,739	15,000	3,798	1,530	2015-12	-	-	-	-	-	-
厦门	珠三角	厦门翔安X2009G04项目	100%	109,000	98,100	5,500	760	201	2015-12	-	-	-	-	-	-
昆山	珠三角	昆山高尔夫	85%	328,678	295,810	14,000	5,318	2,030	2010-12	-	59,162	147,905	-	1,002	2,631
福州	珠三角	福州金域榕郡	50%	347,731	312,958	11,000	4,501	1,926	2012-12	15,648	31,296	93,887	189	417	1,312
福州	珠三角	福州纸帽厂项目	100%	35,570	32,013	8,000	361	114	2015-12	-	-	-	-	-	-
惠州	珠三角	惠州金域华庭	100%	327,550	294,795	4,500	1,664	637	2012-12	29,480	88,439	88,439	146	482	506
惠州	珠三角	惠州双月湾	67%	360,000	324,000	6,000	2,559	685	2013-12	-	64,800	64,800	-	470	494
海口	珠三角	海口浪琴湾	63%	57,728	51,955	9,000	597	238	2012-12	-	15,587	15,587	-	170	178
开发类项目合计				42,264,506	38,038,055	11,059	420,656	169,687		5,766,998	6,287,092	7,062,585	57,180	70,288	81,517

城市	区域	开发类-非并表项目	权益	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	销售均价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	预计结算面积(平方米)			预计销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	上海翡翠别墅	49%	216,597	194,937	45,000	11,171	5,221	2011-12	19,494	38,987	58,481	965	2,123	3,344
苏州	长三角	苏州长风学校项目	49%	48,727	43,854	18,000	1,054	396	2012-12	-	-	13,156	-	-	301
北京	环渤海	北京假日风景	50%	261,426	235,283	14,200	3,947	2,087	2012-12	94,113	94,113	35,293	1,470	1,617	637
北京	环渤海	北京金隅万科城	49%	543,461	489,115	7,500	4,408	2,128	2012-12	146,734	195,646	97,823	1,211	1,775	932
北京	环渤海	北京长阳1号项目	50%	341,500	307,350	12,000	5,273	1,910	2015-12	-	-	-	-	-	-
北京	环渤海	北京长阳5号项目	50%	511,700	460,530	11,000	7,243	2,544	2015-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津金域蓝湾	45%	283,684	255,316	8,800	2,496	1,734	2009-12	229,784	25,532	-	2,224	272	-
沈阳	环渤海	沈阳万科城	49%	640,520	576,468	5,800	4,006	1,842	2014-12	172,940	201,764	201,764	1,103	1,416	1,487
武汉	其它区域	武汉高尔夫城市花园	49%	261,137	235,023	6,500	1,931	773	2012-12	23,502	58,756	70,507	168	462	582
成都	其它区域	成都金色海蓉	49%	222,793	200,514	6,000	1,545	455	2013-12	-	60,154	60,154	-	437	459
长春	环渤海	小东沟项目	50%	480,000	432,000	5,000	3,088	724	2015-12	-	-	-	-	-	-
长春	环渤海	柴油机厂项目	50%	505,000	454,500	6,000	3,899	1,054	2015-12	-	-	-	-	-	-
南昌	其它区域	南昌四季花城北区	50%	15,000	13,500	4,800	71	50	2008-12	13,500	-	-	71	-	-
南昌	其它区域	南昌青山湖	50%	135,181	121,663	6,000	930	298	2012-12	12,166	24,333	36,499	80	177	278
南昌	其它区域	南昌公安学校项目	50%	145,200	130,680	6,000	1,121	301	2015-12	-	-	-	-	-	-
广州	珠三角	广州万科云山	50%	77,975	70,178	8,800	728	373	2009-12	28,071	28,071	14,036	272	299	157
广州	珠三角	广州金域蓝湾	50%	367,370	330,633	10,000	4,070	1,795	40,513	66,127	99,190	99,190	727	1,200	1,260
东莞	珠三角	东莞运河东1号	29%	23,663	21,297	6,000	142	100	2009-12	19,167	2,130	-	127	15	-
东莞	珠三角	东莞金域华府	39%	493,811	444,430	10,000	5,963	2,087	2012-12	-	-	133,329	-	-	1,694
佛山	珠三角	佛山顺德陈村登州地块	49%	710,092	639,083	4,500	4,133	1,064	2015-12	-	-	-	-	-	-
合肥	其它区域	合肥金色名郡	50%	387,447	348,702	6,000	2,864	904	2013-12	-	-	69,740	-	-	532
合肥	其它区域	合肥江淮项目	50%	412,355	371,120	5,000	2,540	738	2013-12	-	-	74,224	-	-	472
福州	珠三角	福州金域榕郡	50%	347,731	312,958	11,000	4,501	1,926	2012-12	15,648	31,296	93,887	189	417	1,312
非并表开发类项目合计				7,432,370	6,689,133	11,529	77,122	30,502		841,247	859,971	1,058,083	8,608	10,210	13,445
并表类开发项目合计				34,832,136	31,348,922	10,958	343,534	139,185		4,925,751	5,427,121	6,004,503	48,572	60,078	68,072

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 25: NAV 拆分

1.在建及待建项目净资产值(NAV)									
城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
深圳	深圳东海岸	100%	31,007	31,007	27,906	27,906	0.1%	691	0.5%
深圳	深圳第五园	100%	409,445	409,445	368,501	368,501	1.0%	3,079	2.4%
深圳	深圳大甲岛	100%	234,975	234,975	211,478	211,478	0.6%	916	0.7%
深圳	深圳万科中心	100%	80,201	80,201	72,181	72,181	0.2%	643	0.5%
深圳	深圳溪之谷	60%	47,270	28,362	42,543	25,526	0.1%	271	0.2%
深圳	深圳千林山居	100%	341,150	341,150	307,035	307,035	0.8%	1,567	1.2%
深圳	深圳兰乔花园	55%	43,499	23,924	39,149	21,532	0.1%	614	0.5%
深圳	深圳金域华府	100%	195,000	195,000	175,500	175,500	0.5%	1,968	1.5%
深圳	深圳天琴湾	70%	23,680	16,576	21,312	14,918	0.1%	1,134	0.9%
深圳	深圳九州项目	100%	513,012	513,012	461,711	461,711	1.2%	1,210	0.9%
深圳	深圳金域东郡	100%	274,776	274,776	247,298	247,298	0.7%	1,146	0.9%
深圳	深圳华昱项目	100%	96,969	96,969	87,272	87,272	0.2%	434	0.3%
深圳	园景台项目	100%	75,100	75,100	67,590	67,590	0.2%	299	0.2%
深圳	深圳机场项目	100%	161,856	161,856	145,670	145,670	0.4%	517	0.4%
上海	上海七宝53#	100%	219,848	219,848	197,863	197,863	0.5%	1,162	0.9%
上海	上海蓝山小城	100%	45,364	45,364	40,828	40,828	0.1%	589	0.5%
上海	上海四季花城	100%	78,044	78,044	70,240	70,240	0.2%	458	0.4%
上海	上海新里程	90%	31,455	28,310	28,310	25,479	0.1%	292	0.2%
上海	上海白马花园	100%	114,932	114,932	103,439	103,439	0.3%	826	0.6%
上海	上海城花新园	51%	472,125	240,784	424,913	216,705	1.1%	2,225	1.7%
上海	上海花园小城	100%	93,185	93,185	83,867	83,867	0.2%	487	0.4%
上海	上海翡翠别墅	49%	216,597	106,133	194,937	95,519	0.5%	2,558	2.0%
上海	上海吴中路项目	100%	145,065	145,065	130,559	130,559	0.3%	734	0.6%
上海	上海滨江项目	100%	103,132	103,132	92,819	92,819	0.2%	1,125	0.9%
上海	上海华漕213#	100%	17,365	17,365	15,629	15,629	0.0%	189	0.1%
上海	上海济阳路	100%	16,500	16,500	14,850	14,850	0.0%	68	0.1%
上海	上海五街坊	100%	129,242	129,242	116,318	116,318	0.3%	988	0.8%
上海	上海七街坊	100%	142,612	142,612	128,351	128,351	0.3%	310	0.2%
上海	上海铜山街项目	60%	224,408	134,645	201,967	121,180	0.5%	2,274	1.8%
上海	上海金色城市	60%	809,929	485,957	728,936	437,362	1.9%	3,359	2.6%
上海	上海罗店项目	55%	254,356	139,896	228,920	125,906	0.6%	702	0.5%
上海	上海赵巷昌园	55%	79,523	43,738	71,571	39,364	0.2%	154	0.1%
上海	上海七宝35#北块	51%	69,913	35,656	62,922	32,090	0.2%	144	0.1%
镇江	镇江魅力之城	100%	810,450	810,450	729,405	729,405	1.9%	2,245	1.7%
苏州	苏州玲珑湾花园	70%	343,847	240,693	309,462	216,624	0.8%	1,400	1.1%
苏州	苏州本岸	51%	87,792	44,774	79,013	40,297	0.2%	348	0.3%
苏州	苏州金色家园	55%	198,628	109,245	178,765	98,321	0.5%	658	0.5%
苏州	苏州长风学校项目	49%	48,727	23,876	43,854	21,489	0.1%	194	0.1%
苏州	苏州金域缙香	51%	118,099	60,230	106,289	54,207	0.3%	184	0.1%
杭州	杭州魅力之城	100%	89,391	89,391	80,452	80,452	0.2%	557	0.4%
杭州	杭州良渚文化村	100%	1,865,242	1,865,242	1,678,718	1,678,718	4.4%	9,804	7.6%
杭州	杭州西溪臻园	51%	353,320	180,193	317,988	162,174	0.8%	1,537	1.2%
杭州	杭州金色城品	70%	13,593	9,515	12,234	8,564	0.0%	128	0.1%
杭州	杭州金色家园	55%	111,159	61,137	100,043	55,024	0.3%	192	0.1%
杭州	杭州泉水湾	100%	208,981	208,981	188,083	188,083	0.5%	1,134	0.9%
杭州	杭州草庄R21-25项目	100%	33,900	33,900	30,510	30,510	0.1%	375	0.3%
杭州	杭州草庄R21-24项目	100%	53,000	53,000	47,700	47,700	0.1%	563	0.4%
无锡	无锡魅力之城	60%	808,524	485,114	727,672	436,603	1.9%	1,500	1.2%
无锡	无锡东郡	70%	62,365	43,656	56,129	39,290	0.1%	194	0.1%
无锡	无锡金域蓝湾	55%	386,250	212,438	347,625	191,194	0.9%	735	0.6%
无锡	无锡金色城市	55%	293,577	161,467	264,219	145,321	0.7%	700	0.5%
无锡	无锡金色城市南地块	55%	306,510	168,581	275,859	151,722	0.7%	300	0.2%
北京	北京公园5号	60%	97,044	58,226	87,340	52,404	0.2%	876	0.7%
北京	北京假日风景	50%	261,426	130,713	235,283	117,642	0.6%	1,044	0.8%
北京	北京四季花城	100%	86,004	86,004	77,404	77,404	0.2%	448	0.3%
北京	北京金隅万科城	49%	543,461	266,296	489,115	239,666	1.3%	1,043	0.8%
北京	北京红狮家园	100%	184,502	184,502	166,052	166,052	0.4%	594	0.5%
北京	北京金色城品	100%	141,205	141,205	127,085	127,085	0.3%	2,083	1.6%
北京	北京长阳1号项目	50%	341,500	170,750	307,350	153,675	0.8%	955	0.7%
北京	北京长阳5号项目	50%	511,700	255,850	460,530	230,265	1.2%	1,272	1.0%
天津	天津东丽湖	100%	1,518,466	1,518,466	1,366,619	1,366,619	3.6%	4,097	3.2%
天津	天津假日风景	55%	58,832	32,358	52,949	29,122	0.1%	138	0.1%
天津	天津金域蓝湾	45%	283,684	127,658	255,316	114,892	0.7%	780	0.6%
天津	天津金奥国际	100%	162,566	162,566	146,309	146,309	0.4%	663	0.5%
天津	天津魅力之城	100%	258,579	258,579	232,721	232,721	0.6%	945	0.7%
天津	天津假日润园	100%	343,100	343,100	308,790	308,790	0.8%	1,072	0.8%
天津	天津滨海新区	100%	51,650	51,650	46,485	46,485	0.1%	192	0.1%
天津	天津滨海时尚	100%	40,312	40,312	36,281	36,281	0.1%	168	0.1%
天津	天津空港限价商品房	51%	204,800	104,448	184,320	94,003	0.5%	59	0.0%
沈阳	沈阳兰乔圣菲	100%	49,338	49,338	44,404	44,404	0.1%	346	0.3%
沈阳	沈阳兰乔圣菲二期	100%	52,000	52,000	46,800	46,800	0.1%	233	0.2%
沈阳	沈阳新榆公馆	100%	116,318	116,318	104,686	104,686	0.3%	309	0.2%
沈阳	沈阳万科城	49%	640,520	313,855	576,468	282,469	1.5%	903	0.7%
沈阳	沈阳新里程	100%	48,799	48,799	43,919	43,919	0.1%	163	0.1%
沈阳	沈阳塔湾项目	100%	313,550	313,550	282,195	282,195	0.7%	640	0.5%
沈阳	沈阳魅力之城	100%	232,372	232,372	209,135	209,135	0.5%	645	0.5%
沈阳	沈阳金域蓝湾	100%	565,000	565,000	508,500	508,500	1.3%	1,453	1.1%
沈阳	沈阳金域国际(铁四局)/地山	100%	108,581	108,581	97,723	97,723	0.3%	157	0.1%
沈阳	沈阳五里河项目	55%	276,048	151,826	248,443	136,644	0.7%	374	0.3%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 26: NAV 拆分

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
武汉	武汉西半岛	100%	9,188	9,188	8,269	8,269	0.0%	29	0.0%
武汉	武汉金色家园	100%	118,548	118,548	106,693	106,693	0.3%	673	0.5%
武汉	武汉魅力之城	100%	320,296	320,296	288,266	288,266	0.8%	825	0.6%
武汉	武汉高尔夫城市花园	49%	261,137	127,957	235,023	115,161	0.6%	379	0.3%
武汉	城市花园后期地块	100%	349,600	349,600	314,640	314,640	0.8%	912	0.7%
武汉	武汉金色城品	55%	36,066	19,836	32,459	17,853	0.1%	115	0.1%
武汉	武汉金色悦景	52%	299,337	155,655	269,403	140,090	0.7%	511	0.4%
武汉	武汉才茂街项目	100%	191,300	191,300	172,170	172,170	0.5%	455	0.4%
武汉	贺家墩项目	52%	296,500	154,180	266,850	138,762	0.7%	394	0.3%
成都	成都双水岸	100%	79,732	79,732	71,759	71,759	0.2%	190	0.1%
成都	成都魅力之城	60%	415,157	249,094	373,641	224,185	1.0%	561	0.4%
成都	成都金域蓝湾	100%	293,700	293,700	264,330	264,330	0.7%	1,416	1.1%
成都	建设路14 亩项目	100%	59,290	59,290	53,361	53,361	0.1%	194	0.1%
成都	成都金域西岭	60%	359,031	215,419	323,128	193,877	0.8%	765	0.6%
成都	成都金色领域	100%	297,980	297,980	268,182	268,182	0.7%	855	0.7%
成都	成都金润华府	70%	198,576	139,003	178,718	125,103	0.5%	599	0.5%
成都	成都金色海蓉	49%	222,793	109,169	200,514	98,252	0.5%	223	0.2%
成都	成都海悦汇城	100%	521,698	521,698	469,528	469,528	1.2%	901	0.7%
长春	长春洋浦花园	100%	208,128	208,128	187,315	187,315	0.5%	530	0.4%
长春	长春禧西别墅	100%	48,435	48,435	43,592	43,592	0.1%	160	0.1%
长春	小东沟项目	50%	480,000	240,000	432,000	216,000	1.1%	362	0.3%
长春	柴油机厂项目	50%	505,000	252,500	454,500	227,250	1.2%	527	0.4%
南京	南京金域蓝湾	75%	544,540	408,405	490,086	367,565	1.3%	1,459	1.1%
南京	南京金色城品	70%	84,092	58,864	75,683	52,978	0.2%	345	0.3%
南京	南京万科红郡	100%	32,567	32,567	29,310	29,310	0.1%	231	0.2%
南京	南京金域缦香	100%	97,155	97,155	87,440	87,440	0.2%	581	0.4%
南京	南京安品街项目	100%	26,790	26,790	24,111	24,111	0.1%	191	0.1%
南昌	南昌四季花城北区	50%	15,000	7,500	13,500	6,750	0.0%	25	0.0%
南昌	南昌青山湖	50%	135,181	67,591	121,663	60,831	0.3%	149	0.1%
南昌	南昌公安学校项目	50%	145,200	72,600	130,680	65,340	0.3%	151	0.1%
大连	大连城市花园	100%	33,942	33,942	30,548	30,548	0.1%	91	0.1%
大连	大连溪之谷	55%	271,935	149,564	244,742	134,608	0.6%	609	0.5%
大连	大连魅力之城	55%	404,240	222,332	363,816	200,099	1.0%	588	0.5%
鞍山	鞍山金色家园	100%	55,116	55,116	49,604	49,604	0.1%	102	0.1%
鞍山	鞍山万科城	100%	366,861	366,861	330,175	330,175	0.9%	675	0.5%
鞍山	鞍山东安项目	100%	530,560	530,560	477,504	477,504	1.3%	742	0.6%
广州	广州天景家园	100%	68,557	68,557	61,701	61,701	0.2%	245	0.2%
广州	万科金色康苑	100%	58,431	58,431	52,588	52,588	0.1%	540	0.4%
广州	广州万科云山	50%	77,975	38,988	70,178	35,089	0.2%	186	0.1%
广州	广州金域蓝湾	50%	367,370	183,685	330,633	165,317	0.9%	897	0.7%
广州	广州大坦沙项目	100%	135,700	135,700	122,130	122,130	0.3%	596	0.5%
广州	广州新里程	100%	175,971	175,971	158,374	158,374	0.4%	491	0.4%
广州	广州金色荔苑	100%	40,558	40,558	36,502	36,502	0.1%	311	0.2%
广州	广州金域江湾	100%	58,624	58,624	52,762	52,762	0.1%	225	0.2%
广州	广州金色城品	100%	72,549	72,549	65,294	65,294	0.2%	402	0.3%
广州	广州万景德项目	100%	46,147	46,147	41,532	41,532	0.1%	292	0.2%
广州	广州同福西项目	100%	85,682	85,682	77,114	77,114	0.2%	351	0.3%
广州	广州鹤鸣五巷项目	100%	5,730	5,730	5,157	5,157	0.0%	23	0.0%
广州	广州金沙洲B04地块	100%	30,973	30,973	27,876	27,876	0.1%	197	0.2%
广州	广州南沙08NJY-1项目	95%	269,500	256,025	242,550	230,423	0.6%	371	0.3%
东莞	东莞虹溪诺雅	90%	202,200	181,980	181,980	163,782	0.5%	1,080	0.8%
东莞	东莞运河东1号	29%	23,663	6,862	21,297	6,176	0.1%	29	0.0%
东莞	东莞万科城	100%	323,741	323,741	291,367	291,367	0.8%	1,342	1.0%
东莞	东莞万科蓝山	100%	278,074	278,074	250,267	250,267	0.7%	806	0.6%
东莞	东莞水濂山	100%	366,543	366,543	329,889	329,889	0.9%	1,060	0.8%
东莞	东莞双城水棠	51%	412,504	210,377	371,254	189,339	1.0%	887	0.7%
东莞	东莞金域蓝湾	51%	178,259	90,912	160,433	81,821	0.4%	349	0.3%
东莞	东莞塘厦项目二期	51%	175,820	89,668	158,238	80,701	0.4%	1,301	1.0%
东莞	东莞金域华府	39%	493,811	190,611	444,430	171,550	1.2%	805	0.6%
佛山	佛山新城湾畔	100%	84,848	84,848	76,363	76,363	0.2%	302	0.2%
佛山	佛山兰乔圣菲	100%	136,950	136,950	123,255	123,255	0.3%	400	0.3%
佛山	佛山万科城	100%	679,163	679,163	611,247	611,247	1.6%	991	0.8%
佛山	佛山金御华府	100%	148,207	148,207	133,386	133,386	0.4%	838	0.6%
佛山	佛山金域华庭	55%	148,971	81,934	134,074	73,741	0.4%	288	0.2%
佛山	佛山金域蓝湾(桂城干尚路项目)	55%	574,690	316,080	517,221	284,472	1.4%	759	0.6%
佛山	佛山陈村项目	100%	134,891	134,891	121,402	121,402	0.3%	158	0.1%
佛山	佛山顺德陈村登州地块	49%	710,092	347,945	639,083	313,151	1.7%	521	0.4%
珠海	珠海珠海宾馆	100%	143,820	143,820	129,438	129,438	0.3%	670	0.5%
中山	中山城市风景	100%	174,544	174,544	157,090	157,090	0.4%	421	0.3%
中山	中山库克地块	100%	87,960	87,960	79,164	79,164	0.2%	345	0.3%
长沙	长沙金域蓝湾	80%	363,369	290,695	327,032	261,626	0.9%	731	0.6%
长沙	长沙金色家园	100%	40,085	40,085	36,077	36,077	0.1%	151	0.1%
长沙	长沙四海项目	80%	137,600	110,080	123,840	99,072	0.3%	127	0.1%
长沙	长沙宏发项目	60%	545,000	327,000	490,500	294,300	1.3%	309	0.2%
西安	西安新地城	51%	260,735	132,975	234,662	119,677	0.6%	384	0.3%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 27: NAV 拆分

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
重庆	重庆渝园	51%	343,841	175,359	309,457	157,823	0.8%	271	0.2%
重庆	重庆高新园I分区项目	100%	376,737	376,737	339,063	339,063	0.9%	675	0.5%
重庆	重庆高新园II分区项目	100%	145,068	145,068	130,561	130,561	0.3%	269	0.2%
重庆	重庆交通大学(渝中校区)项目高新园I	100%	533,486	533,486	480,137	480,137	1.3%	985	0.8%
合肥	合肥金色名郡	50%	387,447	193,724	348,702	174,351	0.9%	452	0.3%
合肥	合肥江淮项目	50%	412,355	206,178	371,120	185,560	1.0%	369	0.3%
青岛	青岛魅力之城	80%	215,284	172,227	193,756	155,004	0.5%	487	0.4%
青岛	青岛四季花城	55%	241,205	132,663	217,085	119,396	0.6%	197	0.2%
青岛	青岛金色城品	100%	180,000	180,000	162,000	162,000	0.4%	669	0.5%
青岛	青岛金域华府(双山南山地块)	100%	221,057	221,057	198,951	198,951	0.5%	338	0.3%
青岛	青岛万科城(308 国道以北地块)	55%	434,161	238,789	390,745	214,910	1.0%	362	0.3%
青岛	青岛后桃林项目	80%	231,600	185,280	208,440	166,752	0.5%	274	0.2%
宁波	宁波金色水岸	100%	170,663	170,663	153,597	153,597	0.4%	1,033	0.8%
宁波	宁波金色城品	57%	49,948	28,470	44,953	25,623	0.1%	75	0.1%
宁波	宁波慈城项目	100%	393,700	393,700	354,330	354,330	0.9%	1,718	1.3%
厦门	厦门金域蓝湾	100%	51,762	51,762	46,586	46,586	0.1%	463	0.4%
厦门	厦门湖心岛项目	100%	199,710	199,710	179,739	179,739	0.5%	1,530	1.2%
厦门	厦门翔安X2009G04项目	100%	109,000	109,000	98,100	98,100	0.3%	201	0.2%
昆山	昆山高尔夫	85%	328,678	279,376	295,810	251,439	0.8%	1,726	1.3%
福州	福州金域榕郡	50%	347,731	173,866	312,958	156,479	0.8%	963	0.7%
福州	福州纸箱厂项目	100%	35,570	35,570	32,013	32,013	0.1%	114	0.1%
惠州	惠州金域华庭	100%	327,550	327,550	294,795	294,795	0.8%	637	0.5%
惠州	惠州双月湾	67%	360,000	241,200	324,000	217,080	0.9%	459	0.4%
海口	海口浪琴湾	63%	57,728	36,369	51,955	32,732	0.1%	150	0.1%
在建及待建项目总计			42,264,506	32,880,888	38,038,055	29,592,799	100.0%	129,648	100.0%
2.施工及物业管理(NAV)								502	
3.已建成待售项目净资产值(NAV)								8,679	
总计								138,829	
净债务(百万元)								10,228	
09年底未付地价款(百万元)								12,000	
净资产值								116,601	
总股本(百万)								10,995	
2009每股净资产值(元)								10.60	
2010每股净资产值(元)								11.56	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

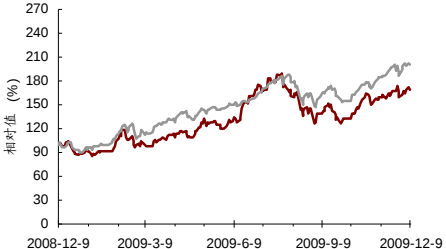
图表 28: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	6,380	7,667	10,559	17,918	35,527	40,992	48,922	60,498	68,522
主营业务利润	1,391	1,934	3,033	4,898	10,804	11,453	11,593	14,992	17,805
减: 营业费用	211	329	466	626	1,195	1,860	1,566	1,815	1,919
管理费用	362	364	520	859	1,764	1,531	1,566	1,815	2,056
财务费用	-1	-4	16	140	360	657	784	907	857
营业利润	823	1,271	2,043	3,256	7,445	6,155	8,277	10,904	13,174
税前利润	830	1,260	1,976	3,434	7,642	6,322	8,648	11,402	13,869
减: 所得税	264	348	543	1,011	2,324	1,682	2,248	2,850	3,467
减: 少数股东损益	24	35	83	125	473	607	849	1,189	1,308
净利润	542	878	1,350	2,298	4,844	4,033	5,550	7,362	9,093
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	570	1,488	1,785	3,349	11,913	7,579	11,705	13,544	13,829
存货	8,671	10,546	14,849	34,167	66,473	85,899	90,624	101,639	107,087
货币资金	969	3,132	3,249	10,744	17,047	19,978	31,265	45,150	55,522
流动资产合计	10,211	15,166	19,885	48,263	95,433	113,456	133,594	160,333	176,439
固定资产	268	231	217	510	852	1,464	2,347	3,171	4,125
应付款项	2,937	5,169	9,297	18,211	40,180	46,687	54,538	61,157	64,191
短期借款	1,680	795	900	2,715	1,105	4,602	5,983	7,777	8,555
流动负债合计	4,777	6,284	10,860	22,016	48,774	64,554	75,121	87,912	93,621
长期借款	973	2,895	2,080	9,453	16,362	14,942	20,919	29,287	32,215
负债合计	5,801	9,230	13,411	32,466	66,175	80,418	97,055	118,314	127,064
股东权益	4,701	6,202	8,310	14,929	29,279	31,892	36,892	43,705	52,248
总资产	10,561	15,534	21,992	49,920	100,094	119,237	141,220	169,656	187,330
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	-1,478	1,049	843	-3,024	-10,438	-34	4,575	1,102	6,242
投资活动现金流	-7	-459	-378	-1,552	-4,604	-2,844	-1,432	-1,206	-924
筹资活动现金流	1,266	1,574	-353	12,064	21,361	5,866	8,144	13,990	5,053
现金及现金等价物净增加额	-219	2,163	117	7,495	6,303	2,932	11,286	13,886	10,372
期初现金及现金等价物余额	1,187	969	3,132	3,249	10,744	17,046	19,978	31,265	45,150
期末现金及现金等价物余额	969	3,132	3,249	10,744	17,046	19,978	31,265	45,150	55,522
财务指标									
毛利率	22%	25%	29%	27%	30%	28%	24%	25%	26%
经营利润率	13%	17%	19%	18%	21%	15%	17%	18%	19%
净利率	8%	11%	13%	13%	14%	10%	11%	12%	13%
股息收益率	0.1%	0.3%	1.2%	1.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
资产收益率	5.1%	5.7%	6.1%	4.6%	4.8%	3.4%	3.9%	4.3%	4.9%
净资产收益率	11.5%	14.2%	16.3%	15.4%	16.5%	12.6%	15.0%	16.8%	17.4%
资产负债率	55%	59%	61%	65%	66%	67%	69%	70%	68%
净现金/股东权益	39%	14%	5%	14%	23%	33%	23%	21%	10%
每股盈利	0.05	0.08	0.12	0.21	0.44	0.37	0.50	0.67	0.83
每股分红	0.01	0.03	0.15	0.15	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
每股净资产	0.43	0.56	0.76	1.36	2.66	2.90	3.36	3.97	4.75

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

金融街 (000402.CH)：推荐

图表 29：金融街主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	4,214	5,595	4,797	7,875	11,981	当前股价	人民币13.94
(+/-)	21%	33%	-14%	64%	52%	股票代码	000402.CH
营业利润	1,342	2,040	1,622	2,635	3,654	日成交量(百万股)	27.75
(+/-)	41%	52%	-20%	63%	39%	52周最高价/最低价	人民币16.20/7.14
净利润	2,002	1,039	1,369	1,637	1,865	发行股数(百万股)	2,481
(+/-)	274%	-48%	32%	20%	14%	总市值(百万元)	34,588
每股盈利(元)	0.81	0.42	0.55	0.66	0.75	流通股(百万股)	2,397
(+/-)	274%	-48%	32%	20%	14%	主要股东(持股比例)	北京金融街建设集团(26.55%)
市盈率	17.3	33.3	25.3	21.1	18.5		
市净率	5.7	2.4	2.2	2.0	1.8		
EV/EBITDA	12.3	23.8	16.7	15.3	13.6		
净资产收益率(%)	33.2	7.1	8.6	9.3	9.6		
现金分红收益率(%)	2.15	1.08	1.42	1.69	1.93		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

维持“推荐”投资评级：我们基于最新的项目信息更新了公司09及10年净资产值至每股15.44元及每股16.20元，公司股价对应10年市盈率分别为21.1倍，对10年NAV有14%的折让。我们认为明年北京地区写字楼市场将触底回升，金融街区域中的商业物业具有较大稀缺性，未来该区域租金增长将会较为明显，维持“推荐”评级。

关注

- **商业物业未来两年将进入收获期：**公司目前商业物业总建筑面积达153万平方米，主要分布于金融街区域（占商业物业建筑面积的35%）以及天津和平区（占23%）。金融街区目前租金在230元/平米·月左右，而09年落成的A5写字楼，租金在260元/平米·月以上。随着金融街区建设完成，以及津门、津塔等项目完工，公司商业物业将进入收获期，租金/经营收入有望大幅提升。
- **北京写字楼市场有望于10年走出低谷：**随着经济的逐步回升，北京写字楼市场租金已经基本见底，CBRE的市场监测报告显示三季度北京优质写字楼租金报价为192.6元/平米·月，较上季度环比微升0.1%，空置率也较上季度回落了0.6个百分点，达22.4%。往后看，我们认为，随着实体经济的进一步恢复，北京写字楼市场有望于10年走出低谷，租金获得恢复性增长。
- **546万平米二级开发储备，可供公司三年以上开发：**公司拥有北京、惠州、重庆等地开发类储备达546万平米，占总土地储备的78%，未来两年开发类收入将主要依赖于津门津塔、惠州巽寮、北京金色漫香林及衙门口项目。
- **项目销售进展良好，预计年初至今累计销售额超55亿元：**我们估计公司累计销售额已经超过55亿元，其中，7月份购入的金色漫香林项目贡献约16.5亿元，销售均价约1.3万元/平米，天津津门津塔项目贡献约21亿元，均价约2.16万元/平米，而德胜凯旋广场及德胜国际中心则分别贡献3亿元及7.5亿元左右。

财务

我们小幅上调了09-11年的盈利预测至每股0.55元、每股0.66元及每股0.75元，以反映：1) 金色漫香林项目对于公司收入、业绩的增厚，2) 衙门口项目的工程及结算进度好于我们预期。

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。

图表 30：项目收入分解

城市	所属区域	出售项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)			销售收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	德胜II地块（凯旋广场）	100%	83,300	74,970	18,000	1,643	702	2009-06	11,246	33,737	29,988	223	735	686
北京	环渤海	德胜C楼以及B/E底商	100%	66,272	40,095	18,000	794	575	2009-10	40,095	-	-	794	-	-
北京	环渤海	大屯路224号项目	100%	79,789	71,810	22,000	2,109	800	2011-10	-	-	21,543	-	-	602
北京	环渤海	后沙峪项目	100%	65,266	58,739	20,000	1,560	661	2010-12	-	-	17,622	-	-	448
北京	环渤海	复兴门项目	100%	160,000	100,000	30,000	4,135	1,603	2013-12	-	-	5,000	-	-	191
北京	环渤海	德胜I地块	100%	33,000	29,700	20,000	793	194	2011-12	-	-	8,910	-	-	226
北京	环渤海	德胜F1地块	100%	23,000	20,700	20,000	455	304	2009-03	20,700	-	-	455	-	-
北京	环渤海	西城区西便胡同项目	100%	4,960	4,464	15,000	84	36	2011-12	-	1,339	3,125	-	24	60
北京	环渤海	石景山区衙门口项目-经济适用房	75%	88,000	79,200	4,800	476	40	2011-12	-	23,760	55,440	-	138	338
北京	环渤海	石景山区衙门口项目	75%	342,603	308,343	13,000	5,225	1,935	2012-12	-	61,669	92,503	-	970	1,528
北京	环渤海	金色漫香林	100%	505,000	404,000	12,000	6,102	2,571	2011-12	60,600	101,000	101,000	800	1,467	1,540
北京	环渤海	大兴区黄村镇孙村地块	100%	349,000	296,650	11,000	4,520	1,468	2011-12	-	-	29,665	-	-	415
惠州	珠三角	惠州巽寮中区和南区	80%	1,927,557	1,696,250	6,500	16,982	3,869	2018-12	67,850	84,813	84,813	485	667	700
惠州	珠三角	惠州巽寮北区	80%	154,595	131,405	6,000	1,288	241	2015-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	津门出售部分	100%	175,695	175,695	18,000	3,854	1,038	2010-05	35,139	70,278	52,709	696	1,531	1,205
天津	环渤海	津塔出售部分	100%	57,800	57,800	18,000	1,231	436	2010-12	20,230	26,010	11,560	401	566	264
重庆	其他区域	嘉年华-出售	65%	14,407	12,966	8,000	132	78	2005-12	2,593	1,945	2,593	23	19	26
重庆	其他区域	江北区商业地块（重庆世纪金融中心）	100%	136,118	115,700	10,000	1,478	638	2011-05	-	34,710	34,710	-	420	441
重庆	其他区域	大学城融城华府项目	100%	244,901	208,166	4,000	1,104	219	2011-09	-	-	83,266	-	-	423
重庆	其他区域	沙坪坝区马房湾项目（金融街彩立方）	100%	226,133	192,213	5,500	1,418	399	2010-03	-	-	57,664	-	-	403
南昌	其他区域	紫金园1期	67%	17,874	15,193	4,000	69	49	2007-12	10,635	4,558	-	47	22	-
南昌	其他区域	紫金园2期	67%	59,051	50,193	3,600	203	132	2008-10	40,155	7,529	2,510	159	33	11
南昌	其他区域	紫金园3期	67%	180,000	153,000	3,500	696	144	2010-10	-	38,250	45,900	-	162	204
南昌	其他区域	紫金园4期	85%	216,000	183,600	3,500	858	182	2012-12	-	-	55,080	-	-	245
南昌	其他区域	红谷滩商务区B-5/B-6地块（金融大街项目）	85%	250,000	212,500	10,000	2,964	663	2012-12	-	-	-	-	-	-
合计				5,460,321	4,693,353	12,821	60,176	18,976		309,242	489,597	795,600	4,082	6,754	9,957

城市	所属区域	租赁项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	出租面积 (平方米)			租金收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	金融大厦	100%	12,825	10,260	9,000	92	309	2006-12	9,747	9,747	9,747	27	28	29
北京	环渤海	富凯大厦	100%	19,261	15,409	9,000	139	476	2005-12	13,097	13,868	13,868	40	43	46
北京	环渤海	金阳大厦	100%	10,619	8,495	9,000	76	256	2005-12	8,070	8,070	8,070	23	23	24
北京	环渤海	通泰大厦	100%	1,173	938	9,000	8	28	2005-12	845	845	845	3	3	3
北京	环渤海	金融街E6 和 E6A	100%	121,718	103,460	12,000	1,242	2,602	2014-06	-	-	-	-	-	-
北京	环渤海	金融街E1	100%	19,000	16,150	9,000	145	446	2008-12	-	1,615	11,305	-	5	37
北京	环渤海	金融街E2	100%	24,190	20,562	9,000	185	568	2008-12	-	2,056	14,393	-	6	47
北京	环渤海	金融街F7	100%	16,123	13,705	9,000	123	337	2008-12	-	1,370	5,482	-	4	17
北京	环渤海	金融街A5	100%	90,000	76,500	16,000	1,224	2,315	2008-12	15,300	45,900	68,850	48	150	236
北京	环渤海	金融家公寓F124	100%	50,719	40,575	7,000	284	1,223	2007-12	32,460	36,518	36,518	89	103	108
北京	环渤海	丽思卡尔顿酒店	100%	41,127	32,902	17,000	559	1,385	2006-09	19,741	23,031	23,031	153	184	193
北京	环渤海	金融街购物中心	100%	89,000	53,400	11,000	587	1,991	2007-06	40,050	50,730	50,730	140	183	192
北京	环渤海	金树街	100%	8,966	5,380	10,000	54	172	2008-12	5,111	5,111	5,111	16	16	17
北京	环渤海	C3 四合院	100%	2,080	2,000	10,000	20	50	2008-12	1,600	1,600	1,600	4	5	5
北京	环渤海	金融家俱乐部	100%	6,000	6,000	10,000	60	149	2008-12	4,800	4,800	4,800	13	14	15
北京	环渤海	德胜B、E楼	100%	33,672	28,621	11,000	315	607	2008-12	14,311	17,173	22,897	36	44	61
北京	环渤海	美晟国际广场	100%	111,201	81,680	24,000	1,960	2,126	2009-12	-	24,504	49,008	-	79	166
北京	环渤海	车位	100%	25,905	25,905	2,000	52	104	2006-12	20,724	20,724	20,724	9	10	10
天津	环渤海	津门出租部分	100%	69,000	69,000	13,000	897	1,475	2010-05	-	6,900	34,500	-	18	95
天津	环渤海	津塔出租部分	100%	286,400	286,400	13,500	3,866	6,179	2010-12	-	28,640	143,200	-	75	396
南昌	其他	金融大街出租部分	85%	140,000	126,000	6,000	756	1,492	2012-12	-	-	-	-	-	-
重庆	其他	重庆江北区出租类	100%	200,000	180,000	8,000	1,440	2,510	2011-12	-	-	54,000	-	-	107
惠州	珠三角	惠州商业	80%	110,000	93,500	6,000	561	1,044	2011-12	-	-	28,050	-	-	44
惠州	珠三角	惠州喜来登酒店	80%	43,524	36,995	10,850	401	1,196	2010-12	1,850	3,700	9,249	14	29	76
合计				1,532,503	1,333,837	11,282	15,049	29,038		187,706	306,901	615,977	615	1,022	1,924

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 31：NAV 拆分

1. 在建及在售物业(NAV)

城市	出售项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	德胜H地块（凯旋广场）	100%	83,300	83,300	74,970	74,970	2%	702	4%
北京	德胜C楼以及B/E底商	100%	66,272	66,272	40,095	40,095	1%	575	3%
北京	大屯路224号项目	100%	79,789	79,789	71,810	71,810	2%	800	5%
北京	后沙峪项目	100%	65,266	65,266	58,739	58,739	1%	661	4%
北京	复兴门项目	100%	160,000	160,000	100,000	100,000	2%	1,603	9%
北京	德胜I地块	100%	33,000	33,000	29,700	29,700	1%	194	1%
北京	德胜F1地块	100%	23,000	23,000	20,700	20,700	0%	304	2%
北京	西城区西便胡同项目	100%	4,960	4,960	4,464	4,464	0%	36	0%
北京	石景山区衙门口项目-经济适用房	75%	88,000	66,000	79,200	59,400	2%	30	0%
北京	石景山区衙门口项目	75%	342,603	256,952	308,343	231,257	7%	1,451	8%
北京	金色漫香林	100%	505,000	505,000	404,000	404,000	9%	2,571	15%
北京	大兴区黄村镇孙村地块	100%	349,000	349,000	296,650	296,650	6%	1,468	8%
惠州	惠州巽寮中区和南区	80%	1,927,557	1,549,949	1,696,250	1,363,955	36%	3,111	18%
惠州	惠州巽寮北区	80%	154,595	124,310	131,405	105,663	3%	194	1%
天津	津门出售部分	100%	175,695	175,695	175,695	175,695	4%	1,038	6%
天津	津塔出售部分	100%	57,800	57,800	57,800	57,800	1%	436	3%
重庆	嘉年华-出售	65%	14,407	9,365	12,966	8,428	0%	51	0%
重庆	江北城商业地块（重庆世纪金融中心）	100%	136,118	136,118	115,700	115,700	2%	638	4%
重庆	大学城融城华府项目	100%	244,901	244,901	208,166	208,166	4%	219	1%
重庆	沙坪坝区马房湾项目（金融街彩立方）	100%	226,133	226,133	192,213	192,213	4%	399	2%
南昌	紫金园1期	67%	17,874	11,976	15,193	10,179	0%	33	0%
南昌	紫金园2期	67%	59,051	39,564	50,193	33,630	1%	88	1%
南昌	紫金园3期	67%	180,000	120,600	153,000	102,510	3%	97	1%
南昌	紫金园4期	85%	216,000	183,600	183,600	156,060	4%	154	1%
南昌	红谷滩商务区B-5/B-6地块（金融大街项目）	85%	250,000	212,500	212,500	180,625	5%	563	3%
出售物业合计			5,460,321	4,785,049	4,693,353	4,102,409	100%	17,415	100%

2. 投资性物业(NAV)

城市	投资性物业	权益	可出租部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	金融大厦	100%	12,825	12,825	10,260	10,260	1%	309	1%
北京	富凯大厦	100%	19,261	19,261	15,409	15,409	1%	476	2%
北京	金阳大厦	100%	10,619	10,619	8,495	8,495	1%	256	1%
北京	通泰大厦	100%	1,173	1,173	938	938	0%	28	0%
北京	金融街E6 和 E6A	100%	121,718	121,718	103,460	103,460	8%	2,602	9%
北京	金融街E1	100%	19,000	19,000	16,150	16,150	1%	446	2%
北京	金融街E2	100%	24,190	24,190	20,562	20,562	2%	568	2%
北京	金融街F7	100%	16,123	16,123	13,705	13,705	1%	337	1%
北京	金融街A5	100%	90,000	90,000	76,500	76,500	6%	2,315	8%
北京	金融家公寓F124	100%	50,719	50,719	40,575	40,575	3%	1,223	4%
北京	丽思卡尔顿酒店	100%	41,127	41,127	32,902	32,902	2%	1,385	5%
北京	金融街购物中心	100%	89,000	89,000	53,400	53,400	4%	1,991	7%
北京	金树街	100%	8,966	8,966	5,380	5,380	0%	172	1%
北京	C3 四合院	100%	2,080	2,080	2,000	2,000	0%	50	0%
北京	金融家俱乐部	100%	6,000	6,000	6,000	6,000	0%	149	1%
北京	德胜B、E楼	100%	33,672	33,672	28,621	28,621	2%	607	2%
北京	美晟国际广场	100%	111,201	111,201	81,680	81,680	6%	2,126	7%
北京	车位	100%	25,905	25,905	25,905	25,905	2%	104	0%
天津	津门出租部分	100%	69,000	69,000	69,000	69,000	5%	1,475	5%
天津	津塔出租部分	100%	286,400	286,400	286,400	286,400	21%	6,179	22%
南昌	金融大街出租部分	85%	140,000	119,000	126,000	107,100	9%	1,268	4%
重庆	重庆江北城出租类	100%	200,000	200,000	180,000	180,000	13%	2,510	9%
惠州	惠州商业	80%	110,000	88,154	93,500	74,931	7%	836	3%
惠州	惠州喜来登酒店	80%	43,524	34,880	36,995	29,648	3%	959	3%
投资物业合计			1,532,503	1,481,013	1,333,837	1,289,020	100%	28,369	100%

4. 其他资产(NAV)

总计	6,992,824	6,266,062	6,027,190	5,391,429	45,981
净债务/现金(百万元)					-6,223
未付地价款(百万元)					-1,460
净资产值(百万元)					38,298
总股本(百万)					2,481
每股净资产值 2009E(元)					15.44
每股净资产值 2010E(元)					16.20

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 32: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	1,740	2,000	3,482	4,214	5,595	4,797	7,875	11,981
主营业务利润	556	640	952	1,342	2,040	1,622	2,635	3,654
减: 营业费用	(16)	(20)	(34)	(89)	(132)	(144)	(158)	(335)
管理费用	(61)	(74)	(174)	(277)	(300)	(345)	(394)	(659)
财务费用	(24)	(25)	(34)	(152)	(23)	(185)	(122)	(193)
营业利润	462	523	726	2,503	1,297	1,738	2,162	2,467
税前利润	468	620	800	2,815	1,417	1,928	2,182	2,487
减: 所得税	(156)	(198)	(275)	(811)	(378)	(559)	(546)	(622)
减: 少数股东损益	(2)	(13)	10	(2)	1	0	0	0
净利润	311	409	535	2,002	1,039	1,369	1,637	1,865
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	586	594	725	526	2,792	2,479	3,406	4,627
存货	3,170	4,521	5,814	6,393	10,924	17,479	18,353	19,821
货币资金	1,755	866	1,906	2,283	7,298	8,640	8,418	8,597
流动资产合计	5,520	6,036	8,563	9,250	21,066	28,649	30,229	33,096
固定资产	30	1,162	544	4,576	4,822	4,996	5,245	5,508
应付款项	800	2,121	4,473	4,037	3,441	3,970	4,583	5,301
短期借款	965	720	1,220	1,243	1,647	1,947	2,247	2,547
流动负债合计	2,665	3,241	5,993	5,754	6,908	7,918	7,831	8,848
长期借款	1,050	1,600	1,230	3,080	5,315	10,915	11,415	11,915
负债合计	3,717	4,843	7,290	9,401	12,679	19,289	19,702	21,220
股东权益	1,985	2,259	4,003	6,029	14,553	15,922	17,558	19,423
总资产	5,742	7,322	11,461	15,624	27,499	35,530	37,644	41,103
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	(307)	(13)	163	(814)	(5127)	(3990)	1078	618
投资活动现金流	2	(393)	(790)	(326)	(281)	(259)	(514)	(571)
筹资活动现金流	1823	(483)	1669	1517	10424	5590	(786)	132
现金及现金等价物净增加额	1518	(889)	1040	376	5016	1341	(222)	179
期初现金及现金等价物余额	234	1752	863	1906	2282	7,298	8,640	8,418
期末现金及现金等价物余额	1752	863	1906	2282	7298	8,640	8,418	8,597
财务指标								
毛利率	32%	32%	27%	32%	36%	34%	33%	31%
经营利润率	27%	26%	21%	59%	23%	36%	27%	21%
净利率	18%	20%	15%	48%	19%	29%	21%	16%
股息收益率	0.2%	0.4%	0.5%	2.1%	1.0%	1.4%	1.6%	1.9%
资产收益率	5.4%	5.6%	4.7%	12.8%	3.8%	3.9%	4.3%	4.5%
净资产收益率	15.7%	18.1%	13.4%	33.2%	7.1%	8.6%	9.3%	9.6%
资产负债率	65%	66%	64%	60%	46%	54%	52%	52%
净现金/股东权益	57%	75%	20%	40%	10%	38%	35%	35%
每股摊薄盈利	0.13	0.16	0.22	0.81	0.42	0.55	0.66	0.75
每股净资产	0.8	0.9	1.6	2.4	5.9	6.4	7.1	7.8

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

首开股份 (600376.CH)：推荐

图表 33：首开股份主要财务，股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	4,629	7,255	5,840	5,314	8,166	10,007	当前股价	人民币24.03
(+/-)	911%	57%	-20%	-9%	54%	23%	股票代码	600376.CH
营业利润	274	550	731	896	1,339	1,752	日成交量 (百万股)	3.27
(+/-)	622%	100%	33%	23%	49%	31%	52周最高价/最低价	人民币28.2/6.24
净利润	167	317	571	810	1,152	1,491	发行股数 (百万股)	1,150
(+/-)	547%	90%	80%	42%	42%	29%	其中：流通股 (百万股)	180
每股盈利(元)	0.15	0.28	0.50	0.70	1.00	1.30	总市值 (百万元)	27,628
(+/-)	547%	90%	80%	42%	42%	29%	主要股东 (持股比例)	北京首都开发控股 (集团) 有限公司 (47.84%)
市盈率	165.1	87.1	48.4	34.1	24.0	18.5		
市净率	9.3	7.0	6.9	2.9	2.6	2.3		
EV/EBITDA	185.8	71.3	53.6	40.0	24.2	17.6		
净资产收益率	6.2%	8.8%	15.5%	8.8%	11.2%	12.6%		
现金分红收益率	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持“推荐”投资评级：我们根据最新的项目信息更新了公司 09 年及 10 年的 NAV 值为每股 24.04 元和每股 27.32 元，目前股价较 10 年 NAV 值折让 12%，对应 10 年市盈率 24.0 倍。我们认为公司股价较 NAV 折让较多，未来释放业绩动力较足，而公司在北京区域丰富的土地储备及可售资源，也使其有望在中长期受益于北京市场向好，维持“推荐”评级。

关注

- **北京首开集团控股的老牌国有地产企业：**自 07 年底集团注入资产整体上市以来，已经进入 8 个城市，整体项目储备达 940 万平米，初步形成了立足北京、辐射全国的区域布局；目前公司开发的产品主要有以方庄时代紫芳、望京国风上观、望京知语城等为代表的商品房项目以及以回龙观为代表的经济适用房项目。
- **北京项目储备达 527 万平米：**购得太原项目后，公司二级土地储备资源达 1043 万平米，51%集中在北京（达 527 万平米），北京地区土地成本仅为 2840 元/平米左右，占预计售价比约 23%，相对较便宜。
- **受益于北京市场向好，09 年进入业绩高速增长期：**长远来看，我们依然看好北京房地产市场，原因在于 1) 北京楼市的需求面依然有足够多的支撑，外地来京购房比例较高，常住人口年均增加约 50 万人；2) 土地的供应及存量均有限，目前仅剩 4 成左右已供应土地未开发，且大部分位于五环以外。往后看，随着公司业绩激励方案细则出台以及 10 年北京市场向好的持续，我们认为公司 09 年之后将进入高速增长期，业绩有望保持 40% 以上的增长。

财务

维持 09-11 年每股盈利 0.70 元、1.00 元及 1.30 元不变：我们认为随着望京国风上观、知语城、首开常春藤、时代紫芳·璞堤等较高毛利率的商品房项目进入结算期，公司收入将稳定增长，毛利率将提升，我们预计公司 09-11 年将分别实现营业收入 53.1 亿元、81.66 亿元及 100.1 亿元；实现净利润 8.1 亿元、11.5 亿元及 14.9 亿元，年复合增长率 35%。

图表 34：项目收入分解

城市	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	奥运村项目(国奥村)	46%	534,400	400,800	20,000	9,641	5,512	2008-12	140,280	120,240	120,240	3,086	2,910	3,055
北京	望京A1区组团(国风上观)	100%	233,000	186,400	14,000	3,168	1,481	2010-12	55,920	55,920	37,280	861	947	663
北京	望京K7区(知语城)	100%	270,700	216,560	12,500	3,286	1,582	2010-12	64,968	64,968	43,312	893	983	688
北京	通惠家园B区(壹线国际)	100%	66,000	52,800	11,000	645	478	2008-12	47,520	5,280	-	575	70	-
北京	回龙观D02/F06住宅及商业	100%	418,800	355,980	8,000	4,630	1,606	2011-12	-	-	35,598	-	-	426
北京	回龙观A03 A05住宅及配套	100%	30,000	27,000	2,600	79	67	2008-12	21,600	5,400	-	62	17	-
北京	回龙观F05	100%	400,000	360,000	2,600	1,249	238	1900-01	-	-	72,000	-	-	238
北京	回龙观G区经济适用房	51%	470,700	423,630	2,600	1,289	662	2010-12	211,815	105,908	105,908	606	333	350
北京	回龙观F01	100%	44,000	37,400	6,500	314	103	2010-12	-	7,480	14,960	-	59	124
北京	回龙观F03东-1、东-2	100%	49,900	42,415	6,500	356	116	2010-12	-	8,483	16,966	-	67	140
北京	幸福二村(首开幸福广场)	100%	94,700	85,230	22,000	2,430	1,237	2008-12	21,308	17,046	12,785	516	454	357
北京	幸福三村C区	100%	146,400	131,760	25,000	4,540	1,769	2011-12	-	-	13,176	-	-	419
北京	紫芳园三区(时代紫芳竹园)	97%	37,000	33,300	15,000	566	380	2009-12	23,310	9,990	-	385	181	-
北京	紫芳园四区(时代紫芳藤园)	97%	149,800	134,820	23,000	4,042	1,705	2010-12	-	26,964	47,187	-	750	1,379
北京	紫芳园五区(时代紫芳荆园)	97%	168,900	152,010	24,000	5,037	1,933	2011-12	-	-	-	-	-	-
北京	单店住宅小区二期(首开常青藤)	100%	590,200	448,552	10,500	6,308	2,077	2013-06	-	44,855	89,710	-	570	1,197
北京	广渠路36#地项目(首城国际)	50%	594,600	505,410	14,500	9,650	4,334	2011-06	-	80,866	101,082	-	1,419	1,862
北京	李桥镇机场东路项目	100%	198,600	139,020	10,000	1,883	482	2011-06	-	-	20,853	-	-	265
北京	大兴榆堡38#地项目	100%	73,000	62,050	5,000	416	118	2012-12	-	-	15,513	-	-	99
北京	大兴康庄限价商品房(三期)	100%	275,827	234,453	6,500	2,044	645	1900-01	-	-	58,613	-	-	484
北京	小屯馨城	90%	218,500	185,725	7,300	1,736	679	2010-06	-	37,145	83,576	-	328	775
北京	常营二期经济适用房A标段(首开畅心园)	100%	205,000	153,750	3,579	666	256	2010-10	-	153,750	-	-	666	-
天津	天津湾	50%	1,126,400	957,440	11,000	2,758	1,150	2013-12	14,362	38,298	47,872	174	510	669
天津	万德花园二期	70%	76,100	68,490	10,400	910	279	2012-12	-	13,698	34,245	-	172	452
烟台	凯旋城二期(滨海广场)	100%	118,900	101,065	11,000	1,368	648	2009-12	30,320	25,266	25,266	367	336	353
海门	海门理想城	100%	338,600	287,810	4,000	1,492	458	2011-12	43,172	57,562	57,562	190	279	293
海门	海门锦源国际项目	74%	683,000	580,550	4,000	3,171	779	2013-12	-	58,055	69,666	-	281	354
苏州	苏州34#地项目	100%	178,300	142,640	5,800	1,181	321	2012-12	-	-	7,132	-	-	53
苏州	苏州69#地项目	100%	283,200	226,560	6,800	2,225	647	2013-12	-	-	-	-	-	-
苏州	苏州90#地项目	100%	244,900	195,920	7,500	1,991	686	2012-06	-	-	39,184	-	-	373
扬州	扬州421#项目	100%	129,200	109,820	5,000	744	236	2013-12	-	-	21,964	-	-	140
扬州	扬州456#项目	100%	308,793	262,474	6,000	2,185	742	2013-12	-	-	-	-	-	-
武汉	颐翠园小区	100%	48,500	43,650	3,000	150	92	2009-12	25,317	17,460	873	84	63	3
重庆	江北农场项目	46%	600,000	510,000	5,500	3,915	880	2011-12	-	-	51,000	-	-	356
太原	CG-0932 地块住宅项目	85%	1,022,700	869,295	3,500	4,459	646	2015-12	-	-	-	-	-	-
开发类项目合计			10,428,620	8,724,779	10,376	90,525	35,024		699,890	954,633	1,243,523	7,798	11,395	15,566

城市	开发类-非并表项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	奥运村项目(国奥村)	46%	534,400	400,800	20,000	9,641	5,512	2008-12	140,280	120,240	120,240	3,086	2,910	3,055
北京	广渠路36#地项目(首城国际)	50%	594,600	505,410	14,500	9,650	4,334	2011-06	-	80,866	101,082	-	1,419	1,862
天津	天津湾	50%	1,126,400	957,440	11,000	2,758	1,150	2013-12	14,362	38,298	47,872	174	510	669
重庆	江北农场项目	46%	600,000	510,000	5,500	3,915	880	2011-12	-	-	51,000	-	-	356
非并表开发类项目合计			2,855,400	2,373,650	10,938	25,963	11,877		154,642	239,403	320,194	3,260	4,838	5,943
并表类开发项目合计			7,573,220	6,351,129	10,165	64,562	23,147		545,249	715,230	923,329	4,538	6,557	9,623

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 35: NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	奥运村项目(国奥村)	46%	534,400	245,824	400,800	184,368	4.6%	2,536	8.1%
北京	望京A1区组团(国风上观)	100%	233,000	233,000	186,400	186,400	2.1%	1,481	4.8%
北京	望京K7区(知语城)	100%	270,700	270,700	216,560	216,560	2.5%	1,582	5.1%
北京	通惠家园B区(壹线国际)	100%	66,000	66,000	52,800	52,800	0.6%	478	1.5%
北京	回龙观D02/F06住宅及商业	100%	418,800	418,800	355,980	355,980	4.1%	1,606	5.2%
北京	回龙观A03 A05住宅及配套	100%	30,000	30,000	27,000	27,000	0.3%	67	0.2%
北京	回龙观F05	100%	400,000	400,000	360,000	360,000	4.1%	238	0.8%
北京	回龙观G区经济适用房	51%	470,700	240,057	423,630	216,051	4.9%	338	1.1%
北京	回龙观F01	100%	44,000	44,000	37,400	37,400	0.4%	103	0.3%
北京	回龙观F03东-1、东-2	100%	49,900	49,900	42,415	42,415	0.5%	116	0.4%
北京	幸福二村(首开幸福广场)	100%	94,700	94,700	85,230	85,230	1.0%	1,237	4.0%
北京	幸福三村C区	100%	146,400	146,400	131,760	131,760	1.5%	1,769	5.7%
北京	紫芳园三区(时代紫芳竹园)	97%	37,000	35,846	33,300	32,261	0.4%	368	1.2%
北京	紫芳园四区(时代紫芳藤园)	97%	149,800	145,126	134,820	130,614	1.5%	1,652	5.3%
北京	紫芳园五区(时代紫芳荆园)	97%	168,900	163,630	152,010	147,267	1.7%	1,873	6.0%
北京	单店住宅小区二期(首开常青藤)	100%	590,200	590,200	448,552	448,552	5.1%	2,077	6.7%
北京	广渠路36#地项目(首城国际)	50%	594,600	297,300	505,410	252,705	5.8%	2,167	7.0%
北京	李桥镇机场东路项目	100%	198,600	198,600	139,020	139,020	1.6%	482	1.5%
北京	大兴榆堡38#地项目	100%	73,000	73,000	62,050	62,050	0.7%	118	0.4%
北京	大兴康庄限价商品房(三期)	100%	275,827	275,827	234,453	234,453	2.7%	645	2.1%
北京	小屯馨城	90%	218,500	196,650	185,725	167,153	2.1%	611	2.0%
北京	常营二期经济适用房A标段(首开畅心园)	100%	205,000	205,000	153,750	153,750	1.8%	256	0.8%
天津	天津湾	50%	1,126,400	563,200	957,440	478,720	11.0%	575	1.8%
天津	万德花园二期	70%	76,100	53,270	68,490	47,943	0.8%	195	0.6%
烟台	凯波城二期(滨海广场)	100%	118,900	118,900	101,065	101,065	1.2%	648	2.1%
海门	海门理想城	100%	338,600	338,600	287,810	287,810	3.3%	458	1.5%
海门	海门锦源国际项目	74%	683,000	504,054	580,550	428,446	6.7%	575	1.8%
苏州	苏州34#地项目	100%	178,300	178,300	142,640	142,640	1.6%	321	1.0%
苏州	苏州69#地项目	100%	283,200	283,200	226,560	226,560	2.6%	647	2.1%
苏州	苏州90#地项目	100%	244,900	244,900	195,920	195,920	2.2%	686	2.2%
扬州	扬州421#项目	100%	129,200	129,200	109,820	109,820	1.3%	236	0.8%
扬州	扬州456#项目	100%	308,793	308,793	262,474	262,474	3.0%	742	2.4%
武汉	颐翠园小区	100%	48,500	48,500	43,650	43,650	0.5%	92	0.3%
重庆	江北农场项目	46%	600,000	276,000	510,000	234,600	5.8%	405	1.3%
太原	CG-0932 地块住宅项目	85%	1,022,700	869,295	869,295	738,901	10.0%	549	1.8%
总计			10,428,620	8,336,772	8,724,779	6,962,338	100%	27,928	90%
2. 投资物业净资产值(NAV)								3,142	10.1%
3. 土地一级开发									
	扬州邗江区蒋王片区改造项目	60%	666,700	400,020	666,700	400,020	73.5%	80	0.3%
	密云白河A地块	70%	240,120	168,084	240,120	168,084	26.5%	14	0.0%
总计			906,820	568,104	906,820	568,104	100.0%	94	0.3%
09年底未付土地款(百万元)								1,600	
净负债(净现金)(百万元)								1,920	
净资产值(百万元)								27,644	
摊薄股本(百万)								1,150	
2009E年每股净资产值(人民币)								24.04	
2010E年每股净资产值(人民币)								27.32	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

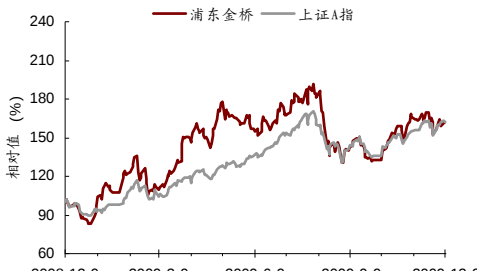
图表 36: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	824	458	4,629	7,255	5,840	5,314	8,166	10,007
主营业务成本	604	349	3,171	5,166	3,874	2,964	4,948	6,043
营业税金及附加	48	28	447	717	214	436	653	781
主营业务利润	172	81	1,012	1,371	1,752	1,914	2,565	3,183
营业费用	80	14	245	210	225	213	286	340
管理费用	18	30	276	374	373	367	457	520
财务费用	-4	-1	200	210	335	369	442	531
营业利润	77	38	274	550	731	896	1,339	1,752
税前利润	76	36	285	625	821	1,054	1,576	2,044
净利润	47	26	167	317	571	810	1,152	1,491
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	278	633	3,867	2,864	1,964	1,768	1,944	2,139
存货	964	1,565	11,912	13,104	13,948	16,598	17,428	18,300
货币资金	617	302	2,342	3,118	2,801	9,081	7,868	8,534
固定资产	7	10	973	988	987	910	876	841
应付款项	468	585	6,832	7,388	6,976	8,371	8,622	8,881
短期借款	380	580	4,939	3,392	1,230	730	1,230	1,730
股东权益	740	747	2,698	3,612	3,689	9,173	10,325	11,816
总资产	1,991	2,803	21,672	22,806	22,154	30,894	30,738	32,522
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-221	-849	-2,076	1,594	1,088	950	1,091	1,506
投资活动现金流	-1	-159	324	85	-180	105	139	190
筹资活动现金流	549	693	1,546	-836	-1,304	5,225	-2,442	-1,031
现金及现金等价物净增加额	328	-315	-208	839	-397	6,281	-1,213	666
期初现金及现金等价物余额	290	617	2,475	2,267	3,106	2,710	8,990	7,778
期末现金及现金等价物余额	617	302	2,267	3,106	2,710	8,990	7,778	8,444
财务指标								
毛利率	20.9%	17.7%	21.9%	18.9%	30.0%	36.0%	31.4%	31.8%
股息收益率	37.0%	33.5%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产收益率	2.4%	0.9%	0.8%	1.4%	2.6%	2.6%	3.7%	4.6%
净资产收益率	6.3%	3.5%	6.2%	8.8%	15.5%	8.8%	11.2%	0.0%
净现金/股东权益	-4.9%	130.5%	295.9%	189.0%	180.4%	20.3%	10.7%	-0.3%
每股净资产	0.66	0.68	2.59	3.42	3.47	8.21	9.24	10.58

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

浦东金桥 (600639.CH)：上调评级至“推荐”

图表 37：浦东金桥主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	B股		A股
主营业务收入	802	1,127	949	1,104	2,057	当前股价	美元1.06	人民币14.77
(+/-)	-19%	41%	-16%	16%	86%	股票代码	900911.CH	600639.CH
营业利润	410	501	476	593	924	日成交量(百万股)	0.61	3.33
(+/-)	-2%	22%	-5%	25%	56%	52周最高价/最低价	美元1.13/0.49	人民币18.15/7.6
净利润	207	277	335	388	452	发行股数(百万股)	247	597
(+/-)	5%	34%	21%	16%	16%	总市值(百万元)	1784	8,596
摊薄每股盈利(元)	0.25	0.33	0.40	0.46	0.54	流通股(百万股)	247	597
市盈率	58.6	43.8	36.3	31.3	26.9	主要股东(持股比例)	上海金桥(集团)有限公司(43.82%)	
市净率	4.1	4.0	3.6	3.2	2.9			
EV/EBITDA	38.7	30.7	25.0	21.8	17.5			
净资产收益率(%)	7.1%	9.0%	9.8%	10.2%	10.6%			
现金分红收益率(%)	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%			

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

上调公司评级至“推荐”：我们根据最新项目信息计算得到的 09 及 10 年净资产值为每股 15.60 元及每股 17.29 元。目前公司股价对于 10 年底净资产值折让约 17%，10 年 P/E 为 31.3 倍。我们上调公司评级至“推荐”，主要基于：1) 较为便宜的估值，公司目前股价对 10 年底净资产值折让约 17%，在持有类地产公司中处于最低端；2) 预计 10 年上海商业地产将触底反弹，公司出租业务有望实现较好增长，业绩存在提升空间。

关注

- 园区物业经营的典范：**浦东金桥主要侧重于金桥开发区的园区物业开发和经营，现有土地储备中持有物业约 157 万平方米，二级开发土地储备约 20 万平方米（主要为碧云新天地三期及四期）。目前可出租面积逾 150 万平方米，物业形态包括商业、住宅、酒店、研发楼、厂房等，预计 09 年将实现出租收入约 7.5 亿元。
- 上海商业地产市场预计将于 10 年触底反弹。**我们注意到上海商业物业市场已经出现企稳迹象，仲量联行的写字楼租金监测显示，三季度浦东地区的写字楼平均租金约为 10.3 元/平方米·天，环比下滑 2%，降幅已经比上季度大幅减小，而浦东写字楼的空置率已经从去年年底的 22% 下降至三季度的 18.4%。往后看，随着实际经济的逐步恢复，我们认为上海商业地产市场将于 10 年开始触底反弹，作为金桥地区物业经营龙头，公司将显著受益。
- 碧云新天地三期销售良好：**公司的碧云新天地三期项目已于 11 月 17 日开盘，当期推盘 508 套，精装修交房，共计 6.55 万平方米。根据网上房地产的信息，三期目前已经实现备案销售约 3 亿元，去化率约 20%，均价约 2.37 万元/平方米，伴随着上海市场持续向好，预计碧云新天地三期去化速度将加快，而该项目将主要于 11 年贡献业绩。
- 海通证券股票减持有助于公司业绩平稳：**公司目前持有海通证券约 1850 万股 (0.226%) 股权，初始账面成本约 2040 万元 (合 1.1 元/股)，公司公告将于 10 年底之前逐步将所持有的海通证券股权减持完毕。我们认为，随着公司 10 年的继续减持海通证券带来投资收益，公司业绩有望保持稳定增长。

财务

预计 09-11 年分别实现每股盈利 0.40 元、0.46 元及 0.54 元：公司公告将于 10 年底减持完毕其持有的 1850 万股海通证券股权，我们相应调整公司 09、10 年盈利至 3.35 亿元及 3.88 亿元，对应每股盈利 0.40 元和 0.46 元；预计 11 年将实现盈利每股 0.54 元，同比增长 16%，主要得益于碧云新天地三期项目的结算。

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。

图表 38: 项目收入分解

城市	所属区域	出售项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)			销售收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	碧云新天地三、四期	86%	200,000	130,000	24,948	3,243	1,219	2010-12	-	13,000	45,500	-	302	1,110
合计				200,000	130,000	24,948	3,243	1,219		0	13,000	45,500	0	302	1,110

城市	所属区域	租赁项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)			租金收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	别墅	100%	67,600	67,600	12,000	811	1,044	2008-12	33,800	33,800	40,560	57	58	72
上海	长三角	公寓	100%	150,500	150,500	12,000	1,806	1,564	2008-12	75,250	75,250	90,300	95	98	121
上海	长三角	新金桥大厦	100%	24,000	16,800	11,000	264	251	2006-01	9,240	9,240	11,760	16	16	21
上海	长三角	新金桥广场	90%	41,154	37,568	11,178	460	465	2006-10	26,298	26,298	26,298	44	46	47
上海	长三角	厂房仓储	100%	845,000	845,000	1,683	1,422	2,729	2007-04	541,645	561,080	676,000	198	211	262
上海	长三角	研发办公楼	100%	270,000	243,000	6,000	1,620	2,989	2007-12	157,950	170,100	182,250	202	224	247
上海	长三角	商铺	100%	74,300	74,300	12,000	892	1,509	2007-07	52,010	52,010	59,440	109	112	132
上海	长三角	教育休闲等	100%	100,000	90,000	3,600	360	456	2004-03	49,500	54,000	63,000	33	37	45
合计				1,572,554	1,524,768	5,007	7,635	11,007		945,693	981,778	1,149,608	753	802	947

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 39: NAV 拆分

1. 在建及在售物业 (NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
上海	碧云新天地三、四期	86%	200,000	172,000	130,000	6.6%	1,049	7.4%
小计			200,000	172,000	130,000	6.6%	1,049	7.4%

2. 投资物业 (NAV)

城市	项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
上海	别墅	100%	67,600	67,600	67,600	3.5%	1,044	7.4%
上海	公寓	100%	150,500	150,500	150,500	7.7%	1,564	11.1%
上海	新金桥大厦	100%	24,000	24,000	16,800	0.9%	251	1.8%
上海	新金桥广场	90%	41,154	36,977	37,568	1.9%	418	3.0%
上海	厂房仓储	100%	845,000	845,000	845,000	43.1%	2,729	19.3%
上海	研发办公楼	100%	270,000	270,000	243,000	12.4%	2,989	21.2%
上海	商铺	100%	74,300	74,300	74,300	3.8%	1,509	10.7%
上海	教育休闲等	100%	100,000	100,000	90,000	4.6%	456	3.2%
小计			1,572,554	1,568,377	1,524,768	77.8%	10,960	77.7%

3. 土地储备

城市	项目	权益	建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
上海	租赁土地	100%	380,000	380,000	304,000	15.5%	1,094	7.8%
小计			380,000	380,000	304,000	15.5%	1,094	7.8%

4. 证券类资产

总计	2,152,554	2,120,377	1,958,768	100.0%	14,109	100.0%
净债务					-935	
净资产值					13,174	
总股本					844	
2009年每股净资产值(元)					15.60	
2010年每股净资产值(元)					17.29	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

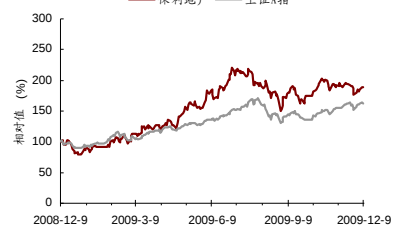
图表 40：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表（人民币百万元）									
主营业务收入	611	618	821	992	802	1,127	949	1,104	2,057
主营业务利润	205	187	368	421	410	501	476	593	924
减：营业费用	13	14	12	12	10	15	11	33	51
管理费用	32	30	63	80	82	62	62	57	93
财务费用	26	44	59	60	81	101	90	77	123
营业利润	135	101	235	276	251	320	313	425	656
税前利润	145	209	238	279	275	354	450	539	650
减：所得税	16	33	42	73	37	66	90	119	163
净利润	127	176	190	197	207	277	335	388	452
资产负债表（人民币百万元）									
应收款项	22	64	59	20	33	38	38	43	57
存货	2,587	1,855	1,467	782	1,090	1,315	1,615	1,777	1,955
货币资金	45	162	108	71	58	75	703	919	1,012
固定资产	33	23	23	3,747	3,726	3,994	4,094	4,340	4,774
短期借款	415	1,123	1,257	712	1,058	1,079	1,229	1,209	1,189
长期借款	0	0	1	0	280	390	410	510	610
负债合计	1,157	2,110	2,138	1,977	2,288	2,547	3,196	3,428	3,688
股东权益	1,936	2,285	2,436	2,669	2,937	3,077	3,412	3,800	4,252
总资产	3,118	4,668	4,854	4,929	5,551	5,958	7,009	7,710	8,518
现金流量表（人民币百万元）									
经营活动现金流	61	-48	-105	62	-40	280	638	482	708
投资活动现金流	136	-194	16	3	-58	24	18	-198	-523
筹资活动现金流	-281	243	35	-102	85	-288	-26	-67	-91
财务指标									
毛利率	34%	30%	45%	42%	51%	45%	50%	54%	45%
净利润率	21%	29%	23%	20%	26%	25%	35%	35%	22%
股息收益率	0.2%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
资产收益率	4.1%	3.8%	3.9%	4.0%	3.7%	4.7%	4.8%	5.0%	5.3%
净资产收益率	6.6%	7.7%	7.8%	7.4%	7.1%	9.0%	9.8%	10.2%	10.6%
资产负债率	37%	45%	44%	40%	41%	43%	46%	44%	43%
净现金/股东权益	19%	38%	42%	35%	40%	43%	25%	19%	16%
每股盈利	0.15	0.21	0.22	0.23	0.25	0.33	0.40	0.46	0.54
每股分红	0.03	0.14	0.10	0.11	0.11	0.13	0.15	0.18	0.20
每股净资产	2.3	2.7	2.9	3.2	3.5	3.6	4.0	4.5	5.0

资料来源：公司资料、中金公司研究部

保利地产 (600048.CH): 审慎推荐

图表 41: 保利地产主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	8,115	15,520	23,564	29,041	37,657	当前股价	人民币25.19
(+/-%)	101%	91%	52%	23%	30%	股票代码	600048.CH
营业利润	2,285	4,786	6,148	7,631	9,407	日成交量(百万股)	28.82
(+/-%)	102%	109%	28%	24%	23%	52周最高价/最低价	人民币30.9/10.769
净利润	1,489	2,239	3,516	4,231	4,758	发行股数(百万股)	3,520
(+/-%)	122%	50%	57%	20%	12%	其中: 流通股(百万股)	1,251
摊薄每股盈利(元)	0.42	0.64	1.00	1.20	1.35	总市值(百万元)	88,662
市盈率	59.5	39.6	25.2	21.0	18.6	主要股东(持股比例)	保利南方集团有限公司(48.97%)
市净率	7.4	6.3	4.8	3.9	3.2		
EV/EBITDA	41.0	26.9	19.6	16.8	15.1		
净资产收益率(%)	12.5%	15.9%	18.8%	18.5%	17.2%		
现金分红收益率(%)	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%		

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持对于保利地产“审慎推荐”投资评级: 我们根据公司最新拿地以及项目售价信息对公司净资产值进行了重新测算, 我们计算得到的公司 09 及 10 年净资产值分别为每股 21.04 元及每股 23.82 元。公司目前股价较 10 年 NAV 溢价 6%, 对应 10 年市盈率 21.0 倍。在我们覆盖的 A 股龙头地产公司中, 公司股价较 NAV 溢价较多, 目前的估值基本反映了市场对于公司高成长的预期, 我们维持对于保利地产“审慎推荐”的投资评级。

关注

- **年初至今销售形势依然良好, 但三大城市销售占比较上半年有所下降:** 2009 年 1 月至 10 月, 保利地产累计签约销售住宅面积 446.7 万平方米, 销售金额达到 368.6 亿元, 分别比 2008 年同期增长 143% 和 155%。北京、上海、广州三大城市的销售额占总销售额比重约在 4 成到 5 成左右, 较上半年占比 6 成左右的水平有所下滑。10 月单月, 公司实现签约销售面积 54.4 万平方米, 实现销售金额 45.3 亿元, 环比增长分别为 3% 和 2%。均价方面, 公司前 10 月销售均价达 8252 元/平方米, 同比增长 4%; 而 10 月份单月销售均价达 8315 元/平方米, 环比下滑 0.2%。
- **土地储备约 2896 万平米, 预计未来重心将逐步转向二、三线市场:** 公司目前的 2896 万平米土地储备(权益储备 2208 万平米)中, 约 798 万平米(28%) 分布在一线城市, 约 1681 万平米(58%) 分布在二线城市, 其中 09 年前 10 月共增加土地储备 944 万平米(计容积率建筑面积), 其中一线城市占 189 万平米, 占 20%。在经历 09 年北京、上海、广州三大城市约 200 亿左右销售额的高去化后, 核心城市储备仅能够供 2-3 年左右的开发, 意味着未来两三年公司的销售重心将逐步转移至二、三线城市。

财务

预计公司 09-11 年将实现每股盈利 1.00 元, 1.20 元及 1.35 元, 隐含复合增长率 16%: 我们根据最新的项目售价信息小幅调整了公司盈利预测, 我们预计公司将在 09-11 年实现营业收入 235.6 亿元、290.4 亿元及 376.6 亿元, 实现净利润 35.2 亿元、42.3 亿元及 47.6 亿元。

图表 42：项目收入分解

城市	所属区域	开发类-所有项目	权益	可估算部分 建筑面积 (平方米)	可估算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计竣工时 间	预计估算面积 (平方米)			预计销售收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
广州	珠三角	广州保利国际广场-出售	100%	39,414	33,502	15,750	638	486	2007-03	33,502	-	-	638	-	-
广州	珠三角	保利林海山庄	100%	39,541	35,587	7,500	325	235	2009-12	32,028	3,559	-	291	34	-
广州	珠三角	广州保利中心	100%	178,650	160,785	9,450	1,903	1,062	2009-06	64,314	80,393	16,079	735	965	203
广州	珠三角	广州林语山庄	60%	119,058	107,152	7,500	1,024	511	2009-12	26,788	48,218	32,146	243	459	322
广州	珠三角	广州紫薇花园	50%	100,222	90,200	8,190	937	491	2010-06	31,570	31,570	27,060	313	328	296
广州	珠三角	广州保利康桥	26%	88,584	79,726	26,250	2,558	1,682	2008-12	63,780	15,945	-	2,026	532	-
广州	珠三角	广州保利心语花园	51%	191,002	171,902	15,800	3,387	2,098	2009-12	103,141	34,380	34,380	1,972	690	725
广州	珠三角	广州保利威座	51%	120,532	108,479	18,900	2,750	1,219	2011-08	-	21,696	54,240	-	521	1,368
广州	珠三角	广州中环广场	100%	286,700	258,030	19,950	6,744	3,116	2010-12	51,606	64,508	77,409	1,246	1,635	2,060
广州	珠三角	广州天利广场	51%	78,563	70,707	12,600	1,218	458	2011-12	-	-	35,353	-	-	594
广州	珠三角	保利世茂中心-出售部分	51%	200,000	180,000	10,500	2,438	1,143	2010-12	36,000	54,000	90,000	457	720	1,261
广州	珠三角	科学城香雪山	100%	251,778	226,600	12,600	3,686	1,865	2010-12	67,980	67,980	45,320	1,036	1,088	762
广州	珠三角	广州A4项目	51%	72,420	65,178	21,000	1,900	843	2012-12	-	-	26,071	-	-	730
广州	珠三角	广州保利公馆2010	100%	166,526	149,873	7,800	1,561	703	2010-12	-	44,962	59,949	-	446	624
广州	珠三角	广州西海岸	100%	573,891	516,502	16,800	12,647	4,845	2011-12	-	-	-	-	-	-
广州	珠三角	广州好望角	100%	37,368	33,631	9,450	439	170	2012-12	-	-	13,452	-	-	170
广州	珠三角	广州保利增城公馆	51%	113,332	101,999	4,500	637	181	2012-12	-	-	40,800	-	-	245
广州	珠三角	金沙洲保利西子湾	100%	111,384	100,246	6,500	788	622	2009-06	100,246	-	-	788	-	-
广州	珠三角	广州昌岗中路项目	51%	33,495	30,146	15,750	637	308	2012-12	-	-	27,131	-	-	570
广州	珠三角	广州中宇广场	100%	73,071	58,457	12,000	993	397	2012-12	-	-	11,691	-	-	187
广州	珠三角	金沙洲B3702A09地块	100%	196,641	153,591	9,500	2,148	845	2015-12	-	-	-	-	-	-
佛山	珠三角	南海保利水城	100%	362,654	326,389	7,350	3,127	1,354	2010-03	65,278	97,917	97,917	581	914	960
佛山	珠三角	佛山顺德保利合园	100%	273,440	246,096	5,500	1,843	674	2011-12	12,305	24,610	98,438	82	172	722
佛山	珠三角	佛山保利星座	100%	117,089	105,380	8,400	1,188	575	2010-12	-	31,614	31,614	-	337	354
佛山	珠三角	佛山南海保利花园	100%	430,810	387,729	8,400	4,193	1,996	2010-12	96,932	135,705	116,319	985	1,448	1,303
佛山	珠三角	南海张槎项目	100%	356,110	266,110	5,000	1,993	640	2015-12	-	-	-	-	-	-
佛山	珠三角	南海东风水库项目	100%	402,928	327,928	5,000	2,413	656	2015-12	-	-	-	-	-	-
佛山	珠三角	南海容奇路项目	100%	410,447	325,447	7,000	3,353	1,156	2015-12	-	-	-	-	-	-
北京	环渤海	北京保利望上别墅	80%	104,533	83,627	16,000	1,819	748	2010-12	8,363	16,725	16,725	162	340	357
北京	环渤海	北京保利蔷薇苑	100%	11,306	10,175	18,900	233	162	2008-12	10,175	-	-	233	-	-
北京	环渤海	北京保利西山林语	100%	1,165,771	932,617	15,000	20,353	6,579	2011-12	46,631	111,914	139,893	846	2,133	2,799
北京	环渤海	北京百合花园	100%	173,897	139,118	14,500	2,453	1,645	2009-12	125,206	13,912	-	2,197	256	-
北京	环渤海	北京保利嘉园	100%	406,250	365,625	5,670	2,687	929	2010-06	-	219,375	146,250	-	1,580	1,106
北京	环渤海	北京保利香槟花园	100%	51,069	45,962	14,800	823	621	2008-12	45,962	-	-	823	-	-
北京	环渤海	北京云水名苑	100%	341,015	306,914	5,500	2,484	687	2012-12	-	-	-	-	-	-
北京	环渤海	北京大兴区新城北区2号地块	100%	260,883	224,883	12,000	3,972	1,620	2015-12	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	保利上河雅颂	100%	895,756	757,450	5,500	6,051	1,468	2013-08	-	75,745	75,745	-	529	556
天津	环渤海	天津和平路项目	100%	72,000	64,800	15,000	1,424	463	2013-08	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津昆仑路项目	100%	706,482	582,232	7,000	5,999	1,911	2015-12	-	-	-	-	-	-
沈阳	环渤海	沈阳保利花园	60%	467,118	420,406	4,200	2,301	934	2011-12	84,081	105,102	168,163	427	561	942
沈阳	环渤海	沈阳百合花园	50%	177,799	142,239	5,250	926	523	2009-12	71,120	71,120	-	452	474	-
沈阳	环渤海	沈阳心语花园	100%	585,624	527,062	3,990	2,899	550	2012-12	-	79,059	158,118	-	401	842
沈阳	环渤海	沈阳上林湾	92%	344,367	309,930	3,675	1,466	668	2010-12	77,483	77,483	154,965	345	362	760
沈阳	环渤海	沈阳十二橡树庄园	100%	117,000	105,300	6,500	983	247	2013-06	-	-	-	-	-	-
沈阳	环渤海	沈阳长青桥项目	100%	121,414	111,829	6,000	988	315	2015-12	-	-	-	-	-	-
沈阳	环渤海	丹东保利锦江林语	47%	525,868	473,281	3,150	2,142	395	2011-12	-	-	94,656	-	-	398
包头	其他区域	包头保利百合花园	55%	216,312	194,681	2,940	738	241	2010-12	38,936	58,404	97,341	139	218	382
包头	其他区域	包头保利花园	55%	822,144	739,930	3,780	3,646	1,200	2010-12	147,986	221,979	221,979	677	1,066	1,119
包头	其他区域	包头香槟花园	55%	497,636	422,991	4,500	2,720	558	2012-06	-	-	-	-	-	-
长春	环渤海	长春保利罗兰香谷	80%	512,790	461,511	4,725	2,836	1,191	2011-06	115,378	115,378	138,453	660	693	873
长春	环渤海	长春净月项目	100%	250,906	213,270	3,675	1,104	293	2011-12	-	-	63,981	-	-	314
长春	环渤海	长春创业文化广场	100%	315,030	277,750	5,500	2,248	655	2015-12	-	-	-	-	-	-
青岛	环渤海	青岛保利百合花园	100%	229,000	206,100	6,000	1,693	518	2010-12	-	41,220	61,830	-	314	495
青岛	环渤海	青岛孤山村项目	100%	180,542	157,800	5,000	1,161	317	2015-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	上海十二橡树庄园	90%	55,787	50,208	18,900	1,148	799	2008-12	50,208	-	-	1,148	-	-
上海	长三角	上海保利香槟苑	77%	109,492	98,543	16,000	1,949	1,406	2012-12	88,689	-	-	1,717	-	-
上海	长三角	上海保利叶上海	100%	704,113	633,702	14,000	13,633	4,649	2014-03	-	31,685	63,370	-	564	1,184
上海	长三角	上海保利海上五月花	100%	243,124	218,812	9,200	2,509	1,396	2010-06	109,406	87,525	21,881	1,218	1,023	269
上海	长三角	上海保利西子湾	85%	301,478	271,330	8,715	3,044	1,737	2010-09	67,833	94,966	81,399	715	1,051	946
上海	长三角	保利林语溪	100%	198,933	179,040	13,500	3,291	1,354	2011-06	-	35,808	53,712	-	614	967
上海	长三角	上海陈露路项目	50%	403,913	363,522	12,500	6,721	2,088	2013-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	上海黄浦江项目	100%	136,836	88,836	45,000	5,884	2,785	2015-12	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 43：项目收入分解

城市	所属区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计竣工时 间	预计结算面积 (平方米)			预计销售收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
杭州	长三角	杭州保利东湾	100%	848,063	763,257	10,000	10,680	3,904	2011-12	-	114,489	114,489	-	1,455	1,527
杭州	长三角	杭州下沙R21-A-12 项目	100%	165,489	136,903	15,000	3,022	1,219	2015-12	-	-	-	-	-	-
南京	长三角	南京金沙江东街项目	100%	278,770	210,770	13,000	4,033	1,614	2015-12	-	-	-	-	-	-
武汉	其他区域	武汉保利心语花园	100%	637,361	573,625	5,200	4,002	1,174	2010-12	-	172,087	172,087	-	1,137	1,194
武汉	其他区域	保利十二橡树庄园	100%	301,598	271,438	9,000	3,278	1,194	2010-12	-	81,431	81,431	-	931	978
武汉	其他区域	武汉保利圆梦城	70%	1,706,849	1,536,164	2,700	6,234	659	2012-12	-	-	153,616	-	-	553
重庆	其他区域	重庆保利高尔夫花园	100%	424,884	382,396	6,300	3,094	1,244	2010-06	114,719	114,719	114,719	875	918	964
重庆	其他区域	重庆保利国际院	100%	10,415	9,373	6,000	68	49	2008-12	8,436	937	-	61	7	-
重庆	其他区域	重庆保利金岛花园	100%	77,330	69,597	5,250	490	161	2011-03	-	-	62,637	-	-	439
重庆	其他区域	重庆香樟花园	100%	273,596	246,236	3,500	1,096	518	2009-12	73,871	98,944	73,871	313	438	345
重庆	其他区域	重庆二棉项目	100%	197,956	178,160	4,725	1,174	360	2011-12	-	-	53,448	-	-	337
重庆	其他区域	重庆艺校项目	100%	219,811	197,830	4,200	1,159	339	2011-12	-	-	59,349	-	-	333
重庆	其他区域	重庆洪恩寺地块	100%	1,459,428	1,313,485	7,000	13,532	3,806	2012-12	-	-	-	-	-	-
重庆	其他区域	重庆通用厂项目	100%	694,645	595,066	6,000	5,254	1,563	2015-12	-	-	-	-	-	-
重庆	其他区域	重庆九龙坡项目	100%	255,860	215,861	6,000	1,906	606	2015-12	-	-	-	-	-	-
重庆	其他区域	重庆大渡口项目	100%	122,000	104,416	5,000	768	212	2015-12	-	-	-	-	-	-
成都	其他区域	成都公园198	85%	671,002	603,902	6,500	5,426	1,546	2011-12	-	120,780	120,780	-	997	1,047
成都	其他区域	成都领事馆项目	51%	383,948	299,929	7,500	3,311	1,195	2015-12	-	-	-	-	-	-
长沙	其他区域	湖南洞庭东岸	80%	67,023	60,321	4,725	345	255	2009-12	60,321	-	-	345	-	-
长沙	其他区域	保利国际峰云墅	100%	133,051	119,746	9,975	1,526	735	2010-12	35,924	35,924	47,898	434	455	637
长沙	其他区域	湖南保利花园一期	80%	68,089	61,280	2,700	204	116	2008-06	36,768	24,512	-	120	84	-
长沙	其他区域	长沙保利花园二期	56%	259,876	229,705	3,000	951	202	2011-12	-	-	68,912	-	-	276
长沙	其他区域	长沙麓谷林语（绿之城）	80%	1,380,545	1,242,491	3,800	7,562	1,197	2015-12	-	-	-	-	-	-
阳江	其他区域	阳江城南项目	100%	273,217	245,895	3,400	1,243	255	2012-12	-	-	-	-	-	-
南昌	其他区域	南昌保利国际高尔夫花园	75%	674,000	606,600	7,800	6,448	1,924	2010-12	60,660	90,990	121,320	573	902	1,262
开发类项目合计				28,716,647	25,173,232	10,670	268,604	98,032		2,263,625	3,068,819	3,938,388	25,871	29,795	37,655

城市	所属区域	开发类-非并表项目	权益	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计竣工时 间	预计结算面积 (平方米)			预计销售收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
广州	珠三角	广州紫薇花园	50%	100,222	90,200	8,190	937	491	2010-06	31,570	31,570	27,060	313	328	296
广州	珠三角	广州保利康桥	26%	88,584	79,726	26,250	2,558	1,682	2008-12	63,780	15,945	-	2,026	532	-
沈阳	环渤海	沈阳百合花园	50%	177,799	142,239	5,250	926	523	2009-12	71,120	71,120	-	452	474	-
沈阳	环渤海	丹东保利锦江林语	47%	525,868	473,281	3,150	2,142	395	2011-12	-	-	94,656	-	-	398
上海	长三角	上海陈富路项目	50%	403,913	363,522	12,500	6,721	2,088	2013-12	-	-	-	-	-	-
非并表开发类项目合计				1,296,387	1,148,968	11,562	13,285	5,179		166,470	118,635	121,716	2,790	1,335	693
并表类开发项目合计				27,420,260	24,024,263	10,628	255,320	92,852		2,097,154	2,950,184	3,816,672	23,081	28,461	36,961

城市	所属区域	投资类项目	权益	可出租部分建 筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	预期成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计竣工时 间	预计租赁面积 (平方米)			预计租金收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
广州	珠三角	保利国际广场	100%	80,000	52,000	12,000	624	1,289	2007-06	562	562	562	123	127	131
广州	珠三角	保利世茂中心-出租部分	51%	163,542	130,834	12,000	1,570	3,598	2010-12	1,256	1,413	1,413	321	372	384
投资类项目合计				243,542	182,834	12,000	2,194	4,887		1,818	1,975	1,975	445	499	514

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 44：NAV 拆分

1. 在建及在售物业(NAV)

城市	出售项目	权益	可结算部分 总建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	占比	权益净资产 (百万元)	占比
广州	广州保利国际广场-出售	100%	39,414	33,502	33,502	33,502	0.2%	486	0.5%
广州	保利林海山庄	100%	39,541	35,587	35,587	35,587	0.2%	235	0.3%
广州	广州保利中心	100%	178,650	160,785	160,785	160,785	0.7%	1,062	1.2%
广州	广州林语山庄	60%	119,058	64,291	107,152	64,291	0.3%	307	0.3%
广州	广州紫薇花园	50%	100,222	45,100	90,200	45,100	0.2%	246	0.3%
广州	广州保利康桥	26%	88,584	20,729	79,726	20,729	0.1%	437	0.5%
广州	广州保利心语花园	51%	191,002	87,670	171,902	87,670	0.4%	1,070	1.2%
广州	广州保利威座	51%	120,532	55,324	108,479	55,324	0.3%	622	0.7%
广州	广州中环广场	100%	286,700	258,030	258,030	258,030	1.2%	3,116	3.4%
广州	广州天利广场	51%	78,563	36,060	70,707	36,060	0.2%	234	0.3%
广州	保利世茂中心-出售部分	51%	200,000	91,800	180,000	91,800	0.4%	583	0.6%
广州	科学城香雪山	100%	251,778	226,600	226,600	226,600	1.0%	1,865	2.1%
广州	广州A4项目	51%	72,420	33,241	65,178	33,241	0.2%	430	0.5%
广州	广州保利公馆2010	100%	166,526	149,873	149,873	149,873	0.7%	703	0.8%
广州	广州西海岸	100%	573,891	516,502	516,502	516,502	2.3%	4,845	5.3%
广州	广州好望角	100%	37,368	33,631	33,631	33,631	0.2%	170	0.2%
广州	广州保利增城公馆	51%	113,332	52,019	101,999	52,019	0.2%	93	0.1%
广州	金沙洲保利西子湾	100%	111,384	100,246	100,246	100,246	0.5%	622	0.7%
广州	广州昌岗中路项目	51%	33,495	15,374	30,146	15,374	0.1%	157	0.2%
广州	广州中宇广场	100%	73,071	58,457	58,457	58,457	0.3%	397	0.4%
广州	金沙洲B3702A09地块	100%	196,641	153,591	153,591	153,591	0.7%	845	0.9%
佛山	南海保利水城	100%	362,654	326,389	326,389	326,389	1.5%	1,354	1.5%
佛山	佛山顺德保利合园	100%	273,440	246,096	246,096	246,096	1.1%	674	0.7%
佛山	佛山保利星座	100%	117,089	105,380	105,380	105,380	0.5%	575	0.6%
佛山	佛山南海保利花园	100%	430,810	387,729	387,729	387,729	1.8%	1,996	2.2%
佛山	南海张槎项目	100%	356,110	266,110	266,110	266,110	1.2%	640	0.7%
佛山	南海东风水库项目	100%	402,928	327,928	327,928	327,928	1.5%	656	0.7%
佛山	南海容奇路项目	100%	410,447	325,447	325,447	325,447	1.5%	1,156	1.3%
北京	北京保利垄上别墅	80%	104,533	66,901	83,627	66,901	0.3%	598	0.7%
北京	北京保利蔷薇苑	100%	11,306	10,175	10,175	10,175	0.0%	162	0.2%
北京	北京保利西山林语	100%	1,165,771	932,617	932,617	932,617	4.2%	6,579	7.3%
北京	北京百合花园	100%	173,897	139,118	139,118	139,118	0.6%	1,645	1.8%
北京	北京保利嘉园	100%	406,250	365,625	365,625	365,625	1.7%	929	1.0%
北京	北京保利香槟花园	100%	51,069	45,962	45,962	45,962	0.2%	621	0.7%
北京	北京云水名苑	100%	341,015	306,914	306,914	306,914	1.4%	687	0.8%
北京	北京大兴区新城北区2号地块	100%	260,883	224,883	224,883	224,883	1.0%	1,620	1.8%
天津	保利上河雅颂	100%	895,756	757,450	757,450	757,450	3.4%	1,468	1.6%
天津	天津和平路项目	100%	72,000	64,800	64,800	64,800	0.3%	463	0.5%
天津	天津昆仑路项目	100%	706,482	582,232	582,232	582,232	2.6%	1,911	2.1%
沈阳	沈阳保利花园	60%	467,118	252,244	420,406	252,244	1.1%	561	0.6%
沈阳	沈阳百合花园	50%	177,799	71,120	142,239	71,120	0.3%	262	0.3%
沈阳	沈阳心语花园	100%	585,624	527,062	527,062	527,062	2.4%	550	0.6%
沈阳	沈阳上林湾	92%	344,367	285,136	309,930	285,136	1.3%	615	0.7%
沈阳	沈阳十二棵树庄园	100%	117,000	105,300	105,300	105,300	0.5%	247	0.3%
沈阳	沈阳长青桥项目	100%	121,414	111,829	111,829	111,829	0.5%	315	0.3%
沈阳	丹东保利锦江林语	47%	525,868	221,969	473,281	221,969	1.0%	185	0.2%
包头	包头保利百合花园	55%	216,312	107,075	194,681	107,075	0.5%	133	0.1%
包头	包头保利花园	55%	822,144	406,961	739,930	406,961	1.8%	660	0.7%
包头	包头香槟花园	55%	497,636	232,645	422,991	232,645	1.1%	307	0.3%
长春	长春保利罗兰香谷	80%	512,790	369,209	461,511	369,209	1.7%	953	1.1%
长春	长春净月项目	100%	250,906	213,270	213,270	213,270	1.0%	293	0.3%
长春	长春创业文化广场	100%	315,030	277,750	277,750	277,750	1.3%	655	0.7%
青岛	青岛保利百合花园	100%	229,000	206,100	206,100	206,100	0.9%	518	0.6%
青岛	青岛孤山村项目	100%	180,542	157,800	157,800	157,800	0.7%	317	0.4%
上海	上海十二棵树庄园	90%	55,787	45,187	50,208	45,187	0.2%	719	0.8%
上海	上海保利香槟苑	77%	109,492	75,484	98,543	75,484	0.3%	1,077	1.2%
上海	上海保利叶上海	100%	704,113	633,702	633,702	633,702	2.9%	4,649	5.1%
上海	上海保利海上五月花	100%	243,124	218,812	218,812	218,812	1.0%	1,396	1.5%
上海	上海保利西子湾	85%	301,478	230,631	271,330	230,631	1.0%	1,477	1.6%
上海	保利林语溪	100%	198,933	179,040	179,040	179,040	0.8%	1,354	1.5%
上海	上海陈富路项目	50%	403,913	181,761	363,522	181,761	0.8%	1,044	1.2%
上海	上海黄浦江项目	100%	136,836	88,836	88,836	88,836	0.4%	2,785	3.1%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 45: NAV 拆分

1. 在建及在售物业(NAV)

城市	出售项目	权益	可结算部分 总建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	占比	权益净资产值 (百万元)	占比
杭州	杭州保利东湾	100%	848,063	763,257	763,257	763,257	3.5%	3,904	4.3%
杭州	杭州下沙R21-A-12 项目	100%	165,489	136,903	136,903	136,903	0.6%	1,219	1.3%
南京	南京金沙江东街项目	100%	278,770	210,770	210,770	210,770	1.0%	1,614	1.8%
武汉	武汉保利心语花园	100%	637,361	573,625	573,625	573,625	2.6%	1,174	1.3%
武汉	保利十二橡树庄园	100%	301,598	271,438	271,438	271,438	1.2%	1,194	1.3%
武汉	武汉保利圆梦城	70%	1,706,849	1,075,315	1,536,164	1,075,315	4.9%	462	0.5%
重庆	重庆保利高尔夫花园	100%	424,884	382,396	382,396	382,396	1.7%	1,244	1.4%
重庆	重庆保利国宾上院	100%	10,415	9,373	9,373	9,373	0.0%	49	0.1%
重庆	重庆保利金岛花园	100%	77,330	69,597	69,597	69,597	0.3%	161	0.2%
重庆	重庆香樟花园	100%	273,596	246,236	246,236	246,236	1.1%	518	0.6%
重庆	重庆二棉项目	100%	197,956	178,160	178,160	178,160	0.8%	360	0.4%
重庆	重庆艺校项目	100%	219,811	197,830	197,830	197,830	0.9%	339	0.4%
重庆	重庆洪恩寺地块	100%	1,459,428	1,313,485	1,313,485	1,313,485	5.9%	3,806	4.2%
重庆	重庆通用厂项目	100%	694,645	595,006	595,006	595,006	2.7%	1,563	1.7%
重庆	重庆九龙坡项目	100%	255,860	215,861	215,861	215,861	1.0%	606	0.7%
重庆	重庆大渡口项目	100%	122,000	104,416	104,416	104,416	0.5%	212	0.2%
成都	成都公园198	85%	671,002	513,317	603,902	513,317	2.3%	1,314	1.5%
成都	成都领事馆项目	51%	383,948	152,964	299,929	152,964	0.7%	610	0.7%
长沙	湖南洞庭东岸	80%	67,023	48,257	60,321	48,257	0.2%	204	0.2%
长沙	保利国际峰云墅	100%	133,051	119,746	119,746	119,746	0.5%	735	0.8%
长沙	湖南保利花园一期	80%	68,089	49,024	61,280	49,024	0.2%	93	0.1%
长沙	长沙保利花园二期	56%	259,876	128,635	229,705	128,635	0.6%	113	0.1%
长沙	长沙麓谷林语(绿之城)	80%	1,380,545	993,992	1,242,491	993,992	4.5%	958	1.1%
阳江	阳江城南项目	100%	273,217	245,895	245,895	245,895	1.1%	255	0.3%
南昌	南昌保利国际高尔夫花园	75%	674,000	454,950	606,600	454,950	2.1%	1,443	1.6%
小计			28,716,647	21,959,537	25,173,232	21,959,537	99.5%	87,476	96.6%
2. 投资性物业(NAV)									
广州	保利国际广场	100%	80,000	52,000	52,000	52,000	0.2%	1,289	1.4%
广州	保利世茂中心-出租部分	51%	163,542	66,725	130,834	66,725	0.3%	1,835	2.0%
小计			243,542	118,725	182,834	118,725	0.5%	3,124	3.4%
出售和出租项目合计			28,960,189	22,078,263	25,356,065	22,078,263	100.0%	90,600	100.0%
3. 已建成未出售物业(NAV) (百万元)									
								1,266	
4. 物业管理和其它业务(NAV) (百万元)									
								628	
09年底未付土地款(百万元)								-8,950	
公司净资产值合计(百万元)								83,545	
净债务(百万元)								-9,477	
公司股权净资产值合计(百万元)								74,068	
总股本(百万)								3,520	
每股净资产值 2009E (元)								21.04	
每股净资产值 2010E (元)								23.82	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

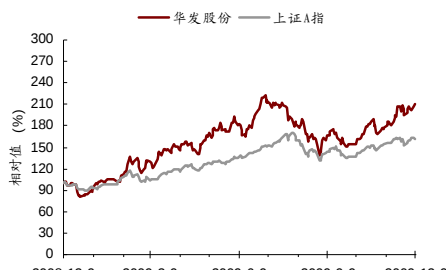
图表 46：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表（人民币百万元）									
主营业务收入	621	1,559	2,356	4,031	8,115	15,520	23,564	29,041	37,657
主营业务利润	170	423	848	1,129	2,285	4,786	6,148	7,631	9,407
营业利润	103	305	657	852	1,846	3,740	5,121	6,150	6,997
税前利润	102	304	656	1,051	2,403	4,023	5,171	6,150	6,997
减：所得税	36	100	238	317	775	980	1,355	1,599	1,819
净利润	70	189	407	672	1,489	2,239	3,516	4,231	4,758
资产负债表（人民币百万元）									
应收款项	183	932	1,057	4,057	7,910	7,545	8,378	9,313	11,211
存货	1,449	3,001	6,143	11,265	28,084	40,196	55,470	59,908	65,898
货币资金	198	258	714	920	4,626	5,470	10,739	9,762	5,749
流动资产合计	1,830	4,191	7,915	16,243	40,622	53,211	74,587	78,984	82,859
固定资产	11	15	24	42	141	189	245	319	414
应付款项	723	1,542	4,533	7,589	15,791	15,198	33,949	32,495	31,637
短期借款	155	608	354	655	618	70	170	270	370
流动负债合计	878	2,370	5,599	8,863	18,910	19,515	35,366	34,212	32,454
长期借款	435	1,061	1,211	3,622	9,038	18,301	18,801	19,801	20,301
负债合计	1,316	3,434	6,812	12,490	28,060	37,959	54,382	54,271	53,065
股东权益	404	570	950	3,638	11,925	14,079	18,663	22,893	27,652
总资产	1,854	4,218	8,015	16,508	40,895	53,632	75,116	79,650	83,700
现金流量表（人民币百万元）									
经营活动现金流	-569	-1,167	-837	-4,022	-9,376	-7,590	7,218	-1,528	-2,750
投资活动现金流	-3	-52	-98	-216	-117	-62	-108	-137	-174
筹资活动现金流	545	1,279	1,391	4,444	13,199	8,496	-1,841	688	-1,088
现金及现金等价物净增加额	-27	60	456	206	3,706	844	5,269	-977	-4,013
期末现金及现金等价物余额	198	258	714	920	4,626	5,470	10,739	9,762	5,749
财务指标									
毛利率	27.3%	27.1%	36.0%	28.0%	28.2%	30.8%	26.1%	26.3%	25.0%
净利率	11.3%	12.1%	17.3%	16.7%	18.3%	14.4%	14.9%	14.6%	12.6%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
净资产收益率	17.3%	33.2%	42.8%	18.5%	12.5%	15.9%	18.8%	18.5%	17.2%
资产负债率	71.0%	81.4%	85.0%	75.7%	68.6%	70.8%	72.4%	68.1%	63.4%
净现金/股东权益	72.8%	207.8%	128.7%	98.9%	58.7%	109.4%	45.7%	46.3%	50.2%
每股盈利	0.02	0.05	0.12	0.19	0.42	0.64	1.00	1.20	1.35
每股分红	0.02	0.02	0.04	0.00	0.13	0.09	0.14	0.17	0.20
每股净资产	0.1	0.2	0.3	1.0	3.4	4.0	5.3	6.5	7.9

资料来源：公司资料、中金公司研究部

华发股份 (600325.CH): 审慎推荐

图表 47: 华发股份主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	2,166	3,479	4,945	5,277	6,449	当前股价	人民币22.72
(+/-%)	156%	61%	42%	7%	22%	股票代码	600325.CH
主营业务利润	590	1,031	1,387	1,521	1,740	日成交量 (百万股)	9.46
(+/-%)	127%	75%	34%	10%	14%	52周最高价/最低价	人民币25.81/8.74
净利润	359	651	786	850	933	发行股数 (百万股)	817
(+/-%)	143%	82%	21%	8%	10%	其中: 流通股 (百万股)	817
摊薄每股盈利(元)	0.44	0.80	0.96	1.04	1.14	总市值 (百万元)	18,563
(+/-%)	143%	82%	21%	8%	10%	主要股东 (持股比例)	珠海华发集团有限公司 (21.91%)
市盈率	51.8	28.5	23.6	21.8	19.9		
市净率	9.3	4.1	3.6	3.1	2.8		
EV/EBITDA	48.2	28.7	23.4	20.9	18.8		
净资产收益率(%)	18.0%	14.5%	15.2%	14.4%	13.9%		
现金分红收益率(%)	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%		

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持“审慎推荐”的投资评级: 我们对公司项目信息进行了梳理, 更新了公司 09 及 10 年的净资产值为每股 21.46 元及每股 23.27 元。公司目前股价对应的 10 年 P/E 为 21.8 倍, 对 10 年 NAV 折让约 2%, 作为珠海市场龙头, 我们认为公司将受益于港珠澳一体化建设, 以及珠海市房地产市场繁荣, 公司目前估值相对合理, 维持“审慎推荐”的投资评级。

关注

- 珠海地区的龙头地产企业, 将受益于本地市场向好:** 公司目前在珠海拥有 312 万平米土地储备 (占总储备的 50%), 基本处于城市核心区。随着《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》获批, 我们认为, 公司作为占有珠海市场约 1/5 的地产龙头企业, 将在长期受益于港珠澳一体化建设推动的珠海本地房地产市场向好。
- 09 年销售良好, 业绩确定性强:** 下半年公司销售依然维持向好态势, 华发新城三期剩余 300 余套高层已经售罄, 尾盘均价约 1.1 万元/平米, 华发水郡 188 栋别墅也已经清空, 往后看, 随着公司明年将加推华发新城四期 (四期总建面约 40 万方), 公司 10 年的销售资源依然丰富。公司三季度末预售房款 52.7 亿元, 占我们 4 季度结算收入预测的 110%, 业绩可预见性强。
- 能否顺利实现跨区域扩张是公司未来主要看点:** 公司近日公告其全资的广西华诚房地产投资有限公司获得了总地价为 24.7 亿元的南宁市英华路地块 (总建筑面积为 53.77 万平方米, 楼面地价约 4593 元/平米), 我们注意到这是公司自包头项目之后又一新增城市, 且是公司第一块在广东之外的招拍挂地块, 我们认为, 南宁相对包头而言, 管理半径更小, 跨区域扩张难度相对较小, 但公司拿地成本并不便宜, 该项目能否实现较好回报, 获得当地市场认可将是公司顺利实现跨区域扩张的重要一环。

财务

我们小幅调整了对于公司的盈利预测, 预计公司 09-11 年将实现盈利每股 0.96 元、每股 1.04 元及每股 1.14 元, 年均复合增长率 9%。

图表 48：项目收入分解

城市	所属区域	开发类-所有项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计竣工时 间	预计结算面积 (平方米)			预计销售收入 (百万元)		
											2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
珠海	珠三角	华发世纪城一期	100%	27,270	10,553	9,497	32,300	354	264	2008-12	193,957	-	-	354	-	-
珠海	珠三角	华发世纪城二期	100%	107,000	215,508	193,957	15,000	3,394	2,235	2009-03	155,166	38,791	-	2,688	706	-
珠海	珠三角	华发世纪城以后各期	100%	270,442	544,695	490,226	10,500	6,744	2,053	2010-12	-	48,489	48,489	-	1,561	1,639
珠海	珠三角	华发新城西	100%	354,400	726,600	653,940	11,000	9,196	4,336	2011-12	98,091	98,091	130,788	1,246	1,309	1,832
珠海	珠三角	云湖翠谷	100%	95,500	265,000	238,500	8,075	2,560	847	2010-12	-	23,850	40,545	-	234	417
珠海	珠三角	华发水郡	50%	1,182,755	494,500	445,050	6,650	3,862	1,015	2010-12	66,758	66,758	66,758	513	538	565
珠海	珠三角	淇澳桥东地块	100%	211,833	254,199	228,779	8,550	2,736	849	2010-12	-	-	44,505	-	-	249
珠海	珠三角	华发山庄（西柠地块）	100%	213,914	213,914	192,522	14,850	4,056	1,657	2013-12	-	-	-	-	-	-
珠海	珠三角	珠国土储2009-06/07地块	100%	261,040	391,559	352,403	7,000	3,553	1,024	2015-12	-	-	-	-	-	-
中山	珠三角	中山华发生态园一期	100%	68,750	14,477	13,029	13,300	203	136	2008-12	9,121	3,909	-	140	63	-
中山	珠三角	中山华发生态园后期	100%	437,941	875,881	788,293	4,750	4,848	1,200	2010-12	78,829	157,659	157,659	432	908	954
中山	珠三角	中山紫悦山苑	100%	177,279	354,558	319,102	4,800	2,008	356	2012-12	-	67,331	63,820	-	392	390
中山	珠三角	石岐区悦来中路尾地块	100%	27,300	248,260	223,434	6,650	2,017	601	2012-12	-	-	31,910	-	-	189
中山	珠三角	三乡镇白石环村沙螺坑地块	100%	444,491	666,737	600,063	5,700	4,714	1,256	2012-12	-	-	31,910	-	-	436
南宁	珠三角	南宁英华路南项目	100%	185,981	537,752	483,977	9,000	6,436	2,223	2015-12	-	-	-	-	-	-
内蒙古	其它区域	包头昆区项目	85%	168,000	420,001	378,001	2,660	1,372	205	2012-12	-	-	63,820	-	-	256
内蒙古	其它区域	包头市府广场项目	85%	4,653	14,521	12,343	2,850	42	17	2009-12	127,641	191,461	-	16	26	-
开发类项目合计				4,238,547	6,248,715	5,623,118	10,331	58,094	20,273		729,562	696,339	680,205	5,390	5,736	6,926

城市	所属区域	开发类-非并表项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	预计竣工时 间	预计结算面积 (平方米)			预计销售收入 (百万元)		
											2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
珠海	珠三角	华发水郡	50%	1,182,755	494,500	445,050	6,650	3,862	1,015	2010-12	66,758	66,758	66,758	513	538	565
非并表开发类项目合计				1,182,755	494,500	445,050	8,678	3,862	1,015		66,758	66,758	66,758	513	538	565
并表类开发项目合计				3,055,793	5,754,215	5,178,068	10,473	54,231	19,259		662,805	629,581	613,447	4,878	5,197	6,361

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 49: NAV 拆分

1. 在建及在售物业 (NAV)								
城市	出售项目	权益	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	占比	权益净资产值 (百万元)	占比
珠海	华发世纪城一期	100%	10,553	9,497	9,497	0.2%	264	1.3%
珠海	华发世纪城二期	100%	215,508	193,957	193,957	3.6%	2,235	11.3%
珠海	华发世纪城以后各期	100%	544,695	490,226	490,226	9.2%	2,053	10.4%
珠海	华发新城西	100%	726,600	653,940	653,940	12.2%	4,336	22.0%
珠海	云湖翠谷	100%	265,000	238,500	238,500	4.5%	847	4.3%
珠海	华发水郡	50%	494,500	445,050	222,525	4.2%	507	2.6%
珠海	淇澳桥东地块	100%	254,199	228,779	228,779	4.3%	849	4.3%
珠海	华发山庄 (西柠地块)	100%	213,914	192,522	192,522	3.6%	1,657	8.4%
珠海	珠国土储2009-06/07地块	100%	391,559	352,403	352,403	6.6%	1,024	5.2%
中山	中山华发生态园一期	100%	14,477	13,029	13,029	0.2%	136	0.7%
中山	中山华发生态园后期	100%	875,881	788,293	788,293	14.8%	1,200	6.1%
中山	中山紫悦山苑	100%	354,558	319,102	319,102	6.0%	356	1.8%
中山	石岐区悦来中路尾地块	100%	248,260	223,434	223,434	4.2%	601	3.0%
中山	三乡镇白石环村沙螺坑地块	100%	666,737	600,063	600,063	11.2%	1,256	6.4%
南宁	南宁英华路南项目	100%	537,752	483,977	483,977	9.1%	2,223	11.3%
内蒙古	包头昆区项目	85%	420,001	378,001	321,301	6.0%	174	0.9%
内蒙古	包头市府广场项目	85%	14,521	12,343	10,491	0.2%	14	0.1%
总计			6,248,715	5,623,118	5,342,041	100.0%	19,733	100.0%
2. 已建成未出售物业 (NAV) (百万元)							761	
3. 物业管理和其它业务 (NAV) (百万元)							962	
公司净资产值合计(百万元)							21,456	
净债务(百万元)							3,922	
公司股权净资产值合计(百万元)							17,535	
总股本 (百万)							817	
每股净资产值 2009E (元)							21.46	
每股净资产值 2010E (元)							23.27	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

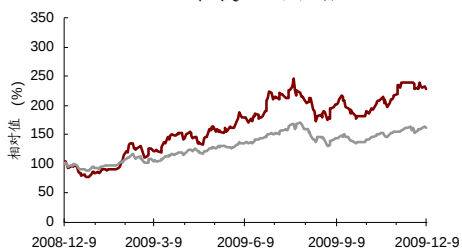
图表 50：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表（人民币百万元）									
主营业务收入	393	530	714	847	2,166	3,479	4,945	5,277	6,449
主营业务利润	94	158	206	260	590	1,031	1,387	1,521	1,740
营业利润	66	100	125	162	433	768	971	1,073	1,170
税前利润	66	100	158	176	433	769	971	1,073	1,170
减：所得税	10	16	29	29	78	124	194	236	257
净利润	56	86	129	148	359	651	786	850	933
资产负债表（人民币百万元）									
应收款项	16	584	130	525	563	42	64	100	157
存货	766	1,038	2,409	2,957	5,279	9,509	11,886	12,481	13,105
货币资金	132	569	838	1,493	1,572	1,852	966	1,483	1,891
应付款项	299	308	653	1,898	4,251	4,190	4,783	5,342	5,695
短期借款	40	530	861	100	310	430	530	630	730
预收帐款	136	109	514	1,391	3,369	3,129	3,442	3,614	3,795
长期借款	-	270	835	2,261	2,675	3,359	3,859	3,959	4,059
负债合计	494	1,264	2,436	4,310	7,238	8,725	9,674	10,333	10,888
股东权益	447	990	1,098	1,195	1,992	4,501	5,179	5,912	6,716
总资产	941	2,316	3,535	5,508	9,527	13,529	15,165	16,570	17,950
现金流量表（人民币百万元）									
经营活动现金流	125	119	278	763	2,292	436	-1,011	793	628
投资活动现金流	-2	-839	2	-618	-3,052	-3,934	-121	-259	-292
筹资活动现金流	-43	1,156	-12	511	839	3,779	246	-17	71
现金及现金等价物净增加额	81	437	268	656	79	280	-886	517	408
期末现金及现金等价物余额	132	569	837	1,493	1,572	1,852	966	1,483	1,891
财务指标									
毛利率	24.0%	29.8%	28.9%	30.7%	27.3%	29.6%	28.0%	28.8%	27.0%
净利润率	14.3%	16.2%	18.0%	17.5%	16.6%	18.7%	15.9%	16.1%	14.5%
资产收益率	6.0%	3.7%	3.6%	2.7%	3.8%	4.8%	5.2%	5.1%	5.2%
净资产收益率	12.6%	8.7%	11.7%	12.4%	18.0%	14.5%	15.2%	14.4%	13.9%
资产负债率	52.5%	54.6%	68.9%	78.3%	76.0%	64.5%	63.8%	62.4%	60.7%
净负债/股东权益	-20.5%	22.0%	78.1%	72.5%	61.7%	55.8%	71.4%	56.2%	46.7%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

北京城建 (600266.CH): 审慎推荐

图表 51: 北京城建主要财务, 股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股
主营业务收入	2,143	1,580	2,440	2,918	3,837	4,916	当前股价 人民币19.83
(+/-)	18%	-26%	54%	20%	31%	28%	股票代码 600266.CH
营业利润	215	339	439	608	901	1,097	日成交量 (百万股) 5.24
(+/-)	69%	57%	30%	39%	48%	22%	52周最高价/最低价 人民币22.98/6.96
净利润	108	265	316	458	598	668	发行股数 (百万股) 741
(+/-)	-26%	146%	19%	45%	31%	12%	其中: 流通股 (百万股) 721
每股盈利(元)	0.15	0.36	0.43	0.62	0.81	0.90	总市值 (百万元) 14,694
(+/-)	-26%	146%	19%	45%	31%	12%	主要股东 (持股比例) 北京城建集团有限责任公司 (51.84%)
市盈率	136.6	55.5	46.5	32.1	24.6	22.0	
市净率	7.1	4.2	4.1	3.6	3.1	2.6	
EV/EBITDA	92.0	37.1	40.3	24.7	17.1	14.4	
净资产收益率	5.5%	7.9%	9.0%	11.7%	13.3%	13.0%	
现金分红收益率	27.9%	28.0%	11.7%	8.1%	6.2%	5.5%	

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持对于北京城建“审慎推荐”的投资评级: 我们根据最新的项目信息更新了公司 09、10 年的净资产值至每股 19.03 元及每股 20.41 元。我们维持对于公司“审慎推荐”的投资评级, 主要基于两点, 1) 公司目前股价对于 10 年 NAV 值折让 3%, 估值有一定吸引力, 2) 公司大股东实力强劲, 未来仍然具有规模扩张和资产整合空间。

关注

- **深耕本地, 开发资源相对丰富的地方国有地产企业:** 公司目前拥有 379 万平米二级土地储备及 516 万平米一级土地开发资源, 同时旗下持有较多优质的长期股权, 如持股 5% 的国信证券, 30% 的中科招商股权等, 沉淀资源价值较高。
- **三年业绩稳定增长:** 我们认为公司 09 年超过 55 亿进账将为未来两年业绩增长提供较好的支撑, 预计未来三年公园 2008、世华水岸及首城国际将是主要的结算项目, 09-11 年净利润年均复合增长率 34%。
- **379 万平米二级土地储备资源中 87% 集中在北京:** 公司目前二级土地储备约 379 万平米, 其中 87% 集中在北京, 剩余 13% 在重庆。但公司平均的土地成本大约为 5500 元/平米, 占我们预期售价的 37%, 在我们覆盖的 A 股上市公司中处于中高端。
- **增发将改善公司财务状况, 拿地扩张速度有望加快:** 按公告最低增发价来计算, 在费率 2% 的情况下, 将增加股本 2.068 亿股, 摊薄 21.8% 左右, 公司摊薄后的 09、10 年盈利分别为 0.48 和 0.63 元; 考虑新增的西彭项目带来的 NAV 增厚影响, 此次增发摊薄 NAV 约 1.3%; 我们认为此次增发将明显改善公司的资产负债结构, 将缓解公司过去偏紧的现金状况, 预计公司完成此次融资后, 在北京区域拿地、扩张步伐将加快。

财务

我们暂维持对于公司 09-11 年的盈利预测每股 0.62 元、每股 0.81 元及每股 0.90 元不变。

图表 52：项目收入分解

城市	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	世华水岸	74%	253,800	203,040	12,500	2,987	1,624	2009-12	71,064	91,368	40,608	977	1,382	645
北京	花市枣苑-世华诚合写字楼	100%	75,096	67,916	12,182	910	713	2009-10	67,916	-	-	910	-	-
北京	公园2008 (北苑家园一区)	100%	209,600	125,760	10,200	1,484	856	2009-12	62,880	59,107	3,773	706	730	49
北京	广渠路36#地项目 (首城国际)	50%	594,600	505,410	14,500	9,650	4,334	2011-06	-	80,866	101,082	-	1,419	1,862
北京	来广营4号地	55%	306,700	260,695	12,000	4,986	2,135	2012-12	-	-	39,104	-	-	701
北京	北苑南区	100%	209,300	177,905	13,200	3,111	1,362	2012-12	-	-	53,372	-	-	895
北京	望坛项目	100%	1,248,500	1,061,225	10,000	15,021	5,018	2012-12	-	-	-	-	-	-
北京	宣武区骡马市大街南侧商业项目	100%	18,000	15,300	20,000	412	165	2013-12	-	-	-	-	-	-
北京	房山区长阳4号地项目	100%	363,800	331,058	8,000	3,652	1,400	2013-12	-	-	49,659	-	-	505
重庆	尚源·印象	100%	110,000	93,500	3,800	403	247	2009-12	65,450	28,050	-	274	129	-
重庆	重庆西彭项目	100%	401,500	316,200	3,000	1,396	180	2013-06	-	-	-	-	-	-
开发类项目合计			3,790,896	3,158,009	13,937	44,012	18,035		267,310	259,391	287,597	2,866	3,659	4,657
并表类开发项目合计			3,790,896	3,158,009	13,937	44,012	18,035		267,310	259,391	287,597	2,866	3,659	4,657

城市	投资类项目	权益	可出租部分 建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	平均成本 (元/平方米)	总成本 (万元)	净资产 (百万元)	计划竣工 时间	租赁面积(平方米)			租金收入(百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	出租物业	100%	87,600	70,080	6,500	456	425	1900-01	45,552	49,056	4,550	48	53	55
投资类项目合计			87,600	70,080	6,500	456	425		45,552	49,056	4,550	48	53	55

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 53: NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	世华水岸	74%	253,800	188,827	203,040	151,062	6.4%	1,208	5.4%
北京	花市枣苑-世华诚合写字楼	100%	75,096	75,096	67,916	67,916	2.2%	713	3.2%
北京	公园2008 (北苑家园一区)	100%	209,600	209,600	125,760	125,760	4.0%	856	3.8%
北京	广渠路36#地项目 (首城国际)	50%	594,600	297,300	505,410	252,705	16.0%	2,167	9.6%
北京	来广营4号地	55%	306,700	168,685	260,695	143,382	8.3%	1,175	5.2%
北京	北苑南区	100%	209,300	209,300	177,905	177,905	5.6%	1,362	6.1%
北京	望坛项目	100%	1,248,500	1,248,500	1,061,225	1,061,225	33.6%	5,018	22.3%
北京	宣武区骡马市大街南侧商业项目	100%	18,000	18,000	15,300	15,300	0.5%	165	0.7%
北京	房山区长阳4号地项目	100%	363,800	363,800	331,058	331,058	10.5%	1,400	6.2%
重庆	尚源·印象	100%	110,000	110,000	93,500	93,500	3.0%	247	1.1%
重庆	重庆西彭项目	100%	401,500	401,500	316,200	316,200	10.0%	180	0.8%
总计			3,790,896	3,290,608	3,158,009	2,736,013	100%	14,491	64%

2. 投资物业净资产值(NAV)

城市	项目	权益	可出租部分 建筑面积 (平方米)	权益可出租部分 建筑面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	出租物业	100%	87,600	87,600	100.0%	425	1.9%

3. 土地一级开发

城市	项目	权益	土地面积 (平方米)	权益土地面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	北京清河小营项目	100%	251,800	251,800	512,600	512,600	9.3%	36	0.2%
北京	北京动感花园	80%	105,800	84,640	124,300	99,440	2.3%	37	0.2%
北京	北京东坝项目	100%	80,800	80,800	139,600	139,600	2.5%	45	0.2%
重庆	重庆西彭项目	100%	318,700	318,700	721,800	721,800	13.1%	144	0.6%
浙江舟山	长峙岛项目	40%	4,400,000	1,760,000	4,000,000	1,600,000	72.7%	160	0.7%
			5,157,100	2,495,940	5,498,300	3,073,440	100%	422	1.9%

4. 长期股权投资

投资项目	权益	项目公司 净资产	PB估值乘数	项目公司净 资产值 (百万元)	权益净资产值 (百万元)	比例
国信3.43亿股股权	5%	11,200	9.0	100,800	4,939	22.0%
深圳市中科招商创业投资有限公司	30%	508	5.0	2,538	762	3.4%
北京科技园建设(集团)股份有限公司	21.54%	1,568	2.5	3,920	844	3.8%
国奥投资发展有限公司	20.00%	1,334	1.5	2,001	400	1.8%
北京五棵松体育中心有限公司	25.00%	517	0.7	362	90	0.4%
其他	100.00%	76	1.5	115	115	0.5%
合计				109,736	7,151	31.8%

总计

09年底未付土地款(百万元)	22,489
净负债(净现金)(百万元)	6,800
净负债(净现金)(百万元)	1,589
净资产值(百万元)	14,100
摊薄股本(百万)	741
2009E年每股净资产值(人民币)	19.03
2010E年每股净资产值(人民币)	20.41

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 54：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	1,822	1,818	2,143	1,580	2,440	2,918	3,837	4,916
主营业务成本	1,408	1,314	1,480	962	1,399	1,796	2,254	2,988
营业税金及附加	97	103	102	94	406	306	422	516
主营业务利润	317	402	562	524	636	815	1,161	1,412
营业费用	56	88	71	60	39	47	69	88
管理费用	114	129	127	116	131	146	161	197
财务费用	73	57	73	3	20	15	30	30
营业利润	74	128	215	339	439	608	901	1,097
税前利润	141	290	237	417	431	668	1,021	1,177
净利润	88	146	108	265	316	458	598	668
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	678	596	801	1,145	1,369	1,506	1,657	1,822
存货	3,523	3,146	3,659	6,016	6,203	7,443	7,815	8,206
货币资金	553	327	859	1,304	1,211	3,099	2,483	3,098
固定资产	112	303	60	61	109	114	119	124
应付款项	1,623	1,544	2,435	4,301	3,410	5,174	4,216	4,508
短期借款	1,900	1,400	2,000	1,350	500	700	800	800
股东权益	1,778	1,928	1,966	3,363	3,507	3,927	4,488	5,119
总资产	5,971	5,600	7,102	10,216	10,625	13,953	13,925	15,165
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	319	522	-145	-206	-154	851	-796	578
投资活动现金流	-15	-230	-43	150	-205	-10	47	4
筹资活动现金流	-317	-518	721	501	266	1,048	133	33
现金及现金等价物净增加额	-13	-226	532	445	-93	1,888	-616	615
期初现金及现金等价物余额	566	553	327	859	1,304	1,211	3,099	2,483
期末现金及现金等价物余额	553	327	859	1,304	1,211	3,099	2,483	3,098
财务指标								
毛利率	17.4%	22.1%	26.2%	33.2%	26.1%	27.9%	30.3%	28.7%
股息收益率	0.0%	82.4%	27.9%	28.0%	11.7%	8.1%	6.2%	0.0%
资产收益率	1.5%	2.6%	1.5%	2.6%	3.0%	3.3%	4.3%	4.4%
净资产收益率	4.9%	7.6%	5.5%	7.9%	9.0%	11.7%	13.3%	0.0%
净现金/股东权益	77.5%	63.0%	78.9%	29.5%	65.8%	39.0%	50.1%	33.5%
每股净资产	2.52	2.73	2.81	4.78	4.87	5.50	6.48	7.62

资料来源：公司资料、中金公司研究部

荣盛发展 (002146.CH): 审慎推荐

图表 55: 荣盛发展主要财务, 股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	1,366	1,744	2,029	3,272	4,668	6,979	当前股价	人民币 23.64
(+/-)	14%	28%	16%	61%	43%	50%	股票代码	002146.CH
营业利润	264	434	498	775	1,134	1,563	日成交量 (百万股)	6.69
(+/-)	34%	65%	15%	56%	46%	38%	52周最高价/最低价	人民币 24.45/5.28
净利润	173	284	371	587	852	1,174	发行股数 (百万股)	896
(+/-)	33%	64%	30%	58%	45%	38%	其中: 流通股 (百万股)	156
每股盈利(元)	0.19	0.32	0.41	0.65	0.95	1.31	总市值 (百万元)	21,181
(+/-)	33%	64%	30%	58%	45%	38%	主要股东 (持股比例)	荣盛控股股份有限公司 (42.95%)
市盈率	122.3	74.5	57.1	36.1	24.9	18.0		
市净率	35.6	12.0	10.1	5.6	4.8	4.0		
EV/EBITDA	81.1	49.7	44.4	27.1	19.5	14.8		
净资产收益率	29.1%	16.2%	17.8%	15.7%	19.3%	22.0%		
现金分红收益率	0.0%	28.1%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%		

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持“审慎推荐”的投资评级: 公司目前股价对应其 2010 年 NAV 溢价 48%, 10 年 P/E 24.9 倍, 已较为充分反映其快速周转和成本控制下的业绩高增长, 但我们认为公司具有长期增长潜力且将受益于二、三线城市城市化进程, 维持“审慎推荐”的投资评级, 建议中长期持有。

关注

- **布局经济发展较好的三线城市, 将受益于城镇化过程:** 公司专注于环渤海及长三角三线城市, 03 年以来已成功在 6 省 13 市开发 27 个地产项目, 所进入的城市人口规模一般为 40-100 万, 人均 GDP 在 10000 元~20000 元、城市化率在 40% 左右。中央经济工作会议提出要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务, 放宽中小城市和城镇户籍限制, 我们认为, 该项举措将增加公司所处区域的住房需求, 提升公司的长期增长空间。
- **土地储备规模大、成本低, 可满足 4 年快速发展:** 公司现有土地储备达到 925 万平米 (其中权益土地面积达 922 万平米), 平均土地成本 880 元/平米, 以每年 150 万方的开发速度估计, 现有土地储备将可满足公司 4 年左右的开发需要。
- **激励方案推出有利于保持管理层与股东的利益一致:** 公司近期公布了股权激励方案, 授予激励对象 3000 万份股票期权, 约占目前公司股本总额的 3.35%, 行权价格为 19.29 元每股, 且需满足 09-11 年核心净利润复合增长 35% 的目标, 预计激励费用对于 10 年业绩、11 年业绩摊薄分别为 0.08 元及 0.06 元。我们认为, 公司股权激励对于公司业绩摊薄有限, 且方案推出将促使管理层特别是新加入公司管理层与股东利益趋于一致, 将更有利公司保持长期快速增长。

财务

我们小幅调整对于公司 09-11 年的盈利预测至每股 0.65 元、0.95 元及 1.31 元, 隐含 09-11 年复合增长率 41%。

图表 56：项目收入分解

城市	开发类-所有项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
廊坊	君兰苑	100%	83,800	100,060	85,051	3,900	365	284	2008-12	85,051	-	-	365	-	-
廊坊	文安锦绣家园	100%	36,600	72,910	61,974	4,500	307	236	2009-09	61,974	-	-	307	-	-
廊坊	江南水郡	100%	100,000	180,000	153,000	5,000	982	366	2012-12	-	30,600	76,500	-	185	486
廊坊	阳光逸墅	100%	75,000	134,900	114,665	4,200	674	218	2012-12	-	-	17,200	-	-	92
廊坊	恒盛鑫纳河谷项目	100%	83,800	380,500	323,425	6,500	2,852	917	2010-12	-	32,343	58,217	-	254	481
廊坊	廊坊市2009-19 号地块	100%	60,009	120,018	102,015	6,000	836	304	2014-12	-	-	15,302	-	-	117
沧州	沧州0704地块	100%	106,700	240,000	192,000	3,500	948	206	2013-12	-	-	28,800	-	-	128
沧州	沧州阿尔卡迪亚	100%	175,400	390,200	331,670	3,800	1,533	553	2010-12	82,918	116,085	82,918	347	534	400
石家庄	石家庄阿尔卡迪亚	100%	152,400	607,900	486,320	5,800	4,611	1,585	2011-12	48,632	72,948	97,264	388	640	896
香河	香河县2009-20 号地块	100%	100,000	300,000	240,000	2,500	1,057	225	2014-12	-	-	24,000	-	-	95
邯郸	锦绣花园	100%	118,600	259,800	220,830	3,500	1,177	359	2012-12	-	55,208	77,291	-	275	404
邯郸	邯郸市五仓区[2009]09-1 号地块	100%	203,718	611,154	519,481	4,000	3,445	815	2014-12	-	-	51,948	-	-	311
蚌埠	蚌埠阿尔卡迪亚	100%	175,400	314,600	254,826	3,800	1,181	483	2009-12	63,707	63,707	101,930	266	293	492
蚌埠	蚌埠D9-1地块	100%	127,400	203,800	163,040	4,200	1,004	301	2013-12	-	-	-	-	-	-
徐州	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	75,200	210,600	189,540	5,000	1,132	523	2011-12	47,385	104,247	37,908	261	631	241
徐州	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	48,100	90,460	81,414	4,500	409	297	2011-12	69,202	12,212	-	343	66	-
徐州	徐州九里峰景项目	100%	132,800	261,600	209,280	5,000	1,464	379	2012-12	-	-	31,392	-	-	199
郑州	郑州文景苑	100%	110,300	84,600	67,680	2,700	216	97	2010-12	27,072	27,072	6,768	80	88	23
南京	盛家苑	100%	70,800	152,300	121,840	4,000	624	154	2008-12	-	24,368	67,012	-	118	341
南京	南京阿尔卡迪亚	100%	156,400	309,580	247,664	3,800	1,128	465	2011-12	74,299	86,682	86,682	311	399	418
南京	南京六合C葫芦套地块	100%	1,712,523	2,225,200	1,780,160	3,000	7,870	1,339	2012-12	35,603	71,206	106,810	117	258	407
南京	仙林湖C2地块	100%	70,700	127,600	102,080	9,000	1,301	508	2011-12	-	-	-	-	-	-
常州	常州恐龙园B地块	100%	62,500	112,600	90,080	6,500	829	259	2011-12	-	-	-	-	-	-
聊城	山东聊城阿尔卡迪亚	100%	326,400	755,900	604,720	3,200	2,459	822	2014-12	90,708	120,944	133,038	319	468	541
聊城	聊城西湖馨苑及酒店	100%	297,300	345,800	276,640	3,000	1,068	229	2014-12	-	55,328	96,824	-	201	369
沈阳	沈北2009-055 号地块	100%	132,287	291,031	232,825	4,500	1,427	272	2014-12	-	-	46,565	-	-	266
浏阳	浏阳财智广场	90%	218,800	370,573	296,458	2,000	730	140	2014-12	59,292	88,937	88,937	130	215	226
开发类项目合计			5,012,937	9,253,686	7,548,678	5,515	41,629	12,339		745,841	961,886	1,333,306	3,234	4,626	6,934
非开发类项目合计			5,012,937	9,253,686	7,548,678	5,515	41,629	12,339		745,841	961,886	1,333,306	3,234	4,626	6,934

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 57: NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
廊坊	君兰苑	100%	100,060	100,060	85,051	85,051	1.1%	284	2.3%
廊坊	文安锦绣家园	100%	72,910	72,910	61,974	61,974	0.8%	236	1.9%
廊坊	江南水郡	100%	180,000	180,000	153,000	153,000	2.0%	366	2.9%
廊坊	阳光逸墅	100%	134,900	134,900	114,665	114,665	1.5%	218	1.7%
廊坊	恒盛塞纳河谷项目	100%	380,500	380,500	323,425	323,425	4.3%	917	7.3%
廊坊	廊坊市2009-19 号地块	100%	120,018	120,018	102,015	102,015	1.4%	304	2.4%
沧州	沧州0704地块	100%	240,000	240,000	192,000	192,000	2.5%	206	1.6%
沧州	沧州阿尔卡迪亚	100%	390,200	390,200	331,670	331,670	4.4%	553	4.4%
石家庄	石家庄阿尔卡迪亚	100%	607,900	607,900	486,320	486,320	6.4%	1,585	12.6%
香河	香河县2009-20 号地块	100%	300,000	300,000	240,000	240,000	3.2%	225	1.8%
邯郸	锦绣花园	100%	259,800	259,800	220,830	220,830	2.9%	359	2.8%
邯郸	邯郸市五仓区[2009]09-1 号地块	100%	611,154	611,154	519,481	519,481	6.9%	815	6.5%
蚌埠	蚌埠阿尔卡迪亚	100%	314,600	314,600	254,826	254,826	3.4%	483	3.8%
蚌埠	蚌埠D9-1地块	100%	203,800	203,800	163,040	163,040	2.2%	301	2.4%
徐州	徐州阿尔卡迪亚二期	100%	210,600	210,600	189,540	189,540	2.5%	523	4.1%
徐州	徐州阿尔卡迪亚一期	100%	90,460	90,460	81,414	81,414	1.1%	297	2.4%
徐州	徐州九里峰景项目	100%	261,600	261,600	209,280	209,280	2.8%	379	3.0%
邳州	邳州文景苑	100%	84,600	84,600	67,680	67,680	0.9%	97	0.8%
南京	盛棠苑	100%	152,300	152,300	121,840	121,840	1.6%	154	1.2%
南京	南京阿尔卡迪亚	100%	309,580	309,580	247,664	247,664	3.3%	465	3.7%
南京	南京六合C葫芦套地块	100%	2,225,200	2,225,200	1,780,160	1,780,160	23.6%	1,339	10.6%
南京	仙林湖C2地块	100%	127,600	127,600	102,080	102,080	1.4%	508	4.0%
常州	常州恐龙园B地块	100%	112,600	112,600	90,080	90,080	1.2%	259	2.1%
聊城	山东聊城阿尔卡迪亚	100%	755,900	755,900	604,720	604,720	8.0%	822	6.5%
聊城	聊城西湖餐苑及酒店	100%	345,800	345,800	276,640	276,640	3.7%	229	1.8%
沈阳	沈北2009-055 号地块	100%	291,031	291,031	232,825	232,825	3.1%	272	2.2%
浏阳	浏阳财智广场	90%	370,573	333,515	296,458	266,812	3.9%	126	1.0%
总计			9,253,686	9,216,629	7,548,678	7,519,032	100%	12,325	97.7%

2. 投资物业净资产值(NAV)

3. 存货变现价值

城市	项目	权益	存货账面值 (百万元)	毛利率	权益净资产值 (百万元)	比例
廊坊	廊坊阿尔卡迪亚项目	100%	133	35%	205	1.6%
			存货合计账面值	35%	205	1.6%
总计					12,621	
09年底未付土地款(百万元)					1,243	
净负债(净现金)(百万元)					284	
净资产值(百万元)					11,094	
摊薄股本(百万)					896	
2009E年每股净资产值(人民币)					12.38	
2010E年每股净资产值(人民币)					15.96	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

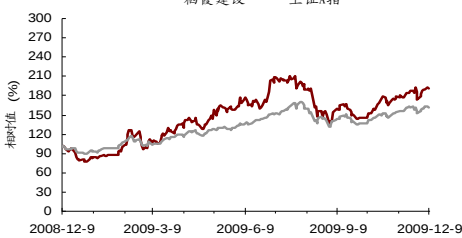
图表 58：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	735	1,195	1,366	1,744	2,029	3,272	4,668	6,979
主营业务成本	494	875	977	1,149	1,239	2,119	2,925	4,468
营业税金及附加	41	81	91	110	135	245	378	565
主营业务利润	200	239	298	485	655	907	1,365	1,946
营业费用	12	14	11	12	36	52	70	140
管理费用	13	25	22	45	64	82	163	223
财务费用	-0	-1	-2	-4	-2	-2	-2	20
营业利润	177	197	264	434	498	775	1,134	1,563
税前利润	177	197	264	433	496	782	1,136	1,565
净利润	122	131	173	284	371	587	852	1,174
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	104	87	129	82	903	1,720	2,544	3,287
存货	802	1,098	1,894	4,040	4,514	6,817	8,180	9,816
货币资金	52	184	160	512	690	3,074	2,719	1,632
固定资产	20	79	94	101	163	254	254	254
应付款项	384	513	921	1,691	2,207	5,218	5,882	6,653
短期借款	25	0	0	55	84	114	114	114
股东权益	317	434	594	1,757	2,087	3,747	4,415	5,336
总资产	991	1,467	2,324	4,840	6,530	12,331	14,163	15,454
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	18	-35	-258	-1,013	-221	277	-665	-405
投资活动现金流	-13	-9	-2	-15	-204	-98	-8	-8
筹资活动现金流	0	177	236	1,381	602	2,205	318	-673
现金及现金等价物净增加额	6	133	-24	353	178	2,384	-355	-1,087
期初现金及现金等价物余额	46	52	184	160	512	690	3,074	2,719
期末现金及现金等价物余额	52	184	160	512	690	3,074	2,719	1,632
财务指标								
毛利率	27.2%	20.0%	21.8%	27.8%	32.3%	27.7%	29.2%	27.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	21.6%	21.6%	21.6%	0.0%
资产收益率	12.3%	8.9%	7.5%	5.9%	5.7%	4.8%	6.0%	7.6%
净资产收益率	38.7%	30.1%	29.1%	16.2%	17.8%	15.7%	19.3%	0.0%
净现金/股东权益	75.2%	76.6%	109.2%	49.9%	73.5%	7.6%	25.8%	34.2%
每股净资产	0.35	0.49	0.66	1.96	2.33	4.19	4.93	5.96

资料来源：公司资料、中金公司研究部

栖霞建设 (600533.CH): 上调评级至审慎推荐

图表 59: 栖霞建设主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	2,857	1,592	2,415	3,141	3,563	当前股价	人民币7.44
(+/-)	23%	-44%	52%	30%	13%	股票代码	600533.CH
主营业务利润	740	514	664	927	1,051	日成交量(百万股)	15.23
(+/-)	72%	-31%	29%	40%	13%	52周最高价/最低价	人民币8.98/3.05
净利润	344	188	228	342	445	发行股数(百万股)	1,050
(+/-)	48%	-45%	21%	50%	30%	其中: 流通股(百万股)	1,050
每股盈利(元)	0.33	0.18	0.22	0.33	0.42	总市值(百万元)	7,812
市盈率	22.7	41.6	34.2	22.9	17.6	主要股东(持股比例)	南京栖霞建设集团有限公司(32.33%)
市净率	4.8	3.0	2.8	2.5	2.2		
EV/EBITDA	16.0	28.3	19.1	13.6	11.6		
净资产收益率(%)	21.1%	7.3%	8.1%	10.8%	12.3%		
现金分红收益率(%)	2.9%	1.1%	1.3%	2.0%	2.5%		

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

上调评级至“审慎推荐”: 基于最新的项目信息, 我们更新了公司 09 及 10 年的净资产值至每股 6.59 元及每股 7.39 元。目前股价较我们计算得到的净资产值溢价 3%, 对应 10 年市盈率 22.9 倍。我们上调公司的评级至审慎推荐, 原因在于: 1) 我们认为长三角市场向好将在 10 年持续, 公司在无锡、苏州、南京等地可售资源丰富, 有望持续受益; 2) 09 年销售已达 38 亿元, 预计将锁定 10 年收入 50%, 10 年业绩确定性较强。

关注

- 南京起家的长三角区域地产公司, 土地储备 276 万平方米:** 公司立足南京, 重点发展以南京为中心的“3 小时经济圈”范围内二线城市项目, 目前的土地储备达 276 万平方米(权益储备 230 万平米), 其中 53%位于无锡, 31%位于南京, 16%位于苏州。
- 长三角市场向好+可结算资源丰富=10 年后较好的业绩增长:** 受益于年初以来长三角市场的向好, 公司 09 年的销售已经达 38 亿元, 约 44 万方, 其中约 20 亿元来自于南京(主力项目为南京栖园约 8 亿元及上城风景约 4.5 亿元), 约 10.5 亿元来自于苏州(主要为枫情水岸及 IALA 国际), 约 7.5 亿元来自于无锡瑜憬湾, 随着公司 09 年上调竣工计划, 我们认为 10 年开始, 公司的可结算资源将较为丰富, 业绩增长确定。
- 10 年公司销售看点将在于无锡市场:** 我们预计公司 10 年的可售资源将超过 50 万方, 但其中南京地区占比不多, 主要为奥体 B5 栖庭地块新推及上城风景、栖园加推; 我们注意到近期无锡市场成交量从 6-9 月份月均成交约 60 万平米快速增长至 10-11 月份的 90 万平米, 随着 10 年无锡瑜憬湾、无锡栖园加推及新推(总推案量预计在 25 万方以上), 我们认为成交逐步向好的无锡市场将成为 10 年公司主要看点, 公司 09 年良好销售势头将维持。
- 可转债发行将提升公司成长空间:** 公司拟发行 10 亿元可转债投入无锡锡山区东北塘项目, 我们认为, 随着该可转债发行成功, 公司整体流动性有望进一步改善, 未来回归南京拿地发展的可能性将加大, 有望支撑公司长期发展。

财务

预计 09-11 年分别实现每股盈利 0.22 元、0.33 元及 0.42 元: 我们认为随着南京栖园、苏州枫情水岸、无锡瑜憬湾等项目结算以及长三角市场持续向好, 公司收入将稳定增长, 毛利率也将小幅提升, 我们预计公司 09-11 年将分别实现营业收入 24.2 亿元、31.4 亿元及 35.6 亿元; 实现净利润 2.28 亿元、3.42 亿元及 4.45 亿元, 年复合增长率 40%。

图表 60：项目收入分解

城市	所属区域	所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)			销售收入 (百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
南京	长三角	上城风景一期剩余	75%	42,000	37,800	5,900	253	2010-12	26,460	11,340	-	172	81	-
南京	长三角	上城风景二期	100%	111,400	94,690	5,900	691	2009-12	18,938	23,673	28,407	123	169	213
南京	长三角	天泓山庄	100%	18,044	16,240	9,500	170	2007-06	16,240	-	-	170	-	-
南京	长三角	东方天郡	51%	81,556	73,400	7,600	626	2009-06	58,720	14,680	-	491	135	-
南京	长三角	南京栖园	100%	124,556	112,100	11,000	1,518	2009-06	22,420	33,630	33,630	271	448	470
南京	长三角	百水芊城二期	100%	165,900	149,310	3,000	565	2011-12	22,397	22,397	44,793	74	81	171
南京	长三角	栖庭	100%	78,200	70,380	15,000	1,355	2009-12	-	14,076	28,152	-	255	537
南京	长三角	仙林G84号地块	100%	235,500	211,950	7,800	2,272	2012-12	-	-	-	-	-	-
苏州	长三角	枫情水岸二期	50%	133,240	119,916	7,400	1,076	2010-05	23,983	59,958	23,983	195	537	225
苏州	长三角	IALA国际·自由水岸II期	50%	182,300	164,070	6,750	1,368	2010-12	16,407	65,628	65,628	122	536	563
苏州	长三角	IALA国际	50%	47,633	42,870	6,750	325	2009-06	34,296	8,574	-	255	70	-
苏州	长三角	苏地2009-B-71	100%	86,000	167,300	7,500	1,759	2012-12	-	-	-	-	-	-
无锡	长三角	瑜憬湾	70%	454,556	409,100	6,700	3,417	2013-12	73,638	102,275	122,730	543	829	1,045
无锡	长三角	瑜憬湾四期-宝通电子地块	70%	66,794	60,115	7,300	621	2014-12	-	-	-	-	-	-
无锡	长三角	无锡栖园	70%	239,800	167,300	8,000	1,795	2011-12	-	-	33,460	-	-	340
无锡	长三角	东北塘地块	100%	687,900	619,110	6,000	5,207	2013-12	-	-	-	-	-	-
合计				2,755,378	2,515,650	9,149	23,017		313,498	356,230	380,783	2,415	3,141	3,563

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 61：NAV 拆分

净资产值(NAV)计算：

1. 在建及在售物业 (NAV)

城市	所属区域	出售项目	权益 (%)	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	占比	权益净资产值 (百万元)	占比
南京	长三角	上城风景一期剩余	75.0%	42,000	31,500	37,800	28,350	1.5%	118	1.9%
南京	长三角	上城风景二期	100.0%	111,400	111,400	94,690	94,690	3.8%	300	4.7%
南京	长三角	天泓山庄	100.0%	18,044	18,044	16,240	16,240	0.6%	118	1.9%
南京	长三角	东方天郡	51.0%	81,556	41,593	73,400	37,434	2.9%	214	3.4%
南京	长三角	南京栖园	100.0%	124,556	124,556	112,100	112,100	4.5%	566	8.9%
南京	长三角	百水芊城二期	100.0%	165,900	165,900	149,310	149,310	5.9%	170	2.7%
南京	长三角	栖庭	100.0%	78,200	78,200	70,380	70,380	2.8%	381	6.0%
南京	长三角	仙林G84号地块	100.0%	235,500	235,500	211,950	211,950	8.4%	983	15.5%
苏州	长三角	枫情水岸二期	50.0%	133,240	66,620	119,916	59,958	4.8%	217	3.4%
苏州	长三角	IALA国际·自由水岸II期	50.0%	182,300	91,150	164,070	82,035	6.5%	266	4.2%
苏州	长三角	IALA国际	50.0%	47,633	23,817	42,870	21,435	1.7%	108	1.7%
苏州	长三角	苏地2009-B-71	100.0%	86,000	86,000	167,300	167,300	6.7%	573	9.0%
无锡	长三角	瑜憬湾	70.0%	454,556	318,189	409,100	286,370	16.3%	700	11.0%
无锡	长三角	瑜憬湾四期-宝通电子地块	70.0%	66,794	46,756	60,115	42,080	2.4%	84	1.3%
无锡	长三角	无锡栖园	70.0%	239,800	167,860	167,300	117,110	6.7%	408	6.4%
无锡	长三角	东北塘地块	100.0%	687,900	687,900	619,110	619,110	24.6%	1,153	18.1%
合计				2,755,378	2,294,984	2,515,650	2,115,852	100.0%	6,358	100.0%
2. 已建成未出售项目 (NAV)									2,155	
总计									8,513	
净债务									(1,591)	
净资产值									6,922	
总股本(百万)									1,050	
每股净资产值 2009E (元)									6.59	
每股净资产值 2010E (元)									7.39	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 62: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	481	976	1,325	2,313	2,857	1,592	2,415	3,141	3,563
主营业务利润	137	209	317	466	740	514	664	927	1,051
减: 营业费用	11	20	36	37	36	36	53	63	71
管理费用	14	25	43	55	63	75	85	110	118
财务费用	1	2	9	11	17	60	90	108	114
营业利润	112	163	231	362	622	318	436	646	749
税前利润	111	161	233	372	631	318	436	646	749
减: 所得税	37	57	80	124	218	81	111	165	191
减: 少数股东损益	3	(1)	5	16	69	49	97	139	113
净利润	70	106	149	232	344	188	228	342	445
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	277	165	287	511	185	360	451	567	713
存货	928	2,588	3,288	3,008	4,939	5,730	5,959	6,555	6,883
货币资金	187	449	482	1,259	1,156	1,105	1,215	1,435	2,140
流动资产合计	1,393	3,206	4,058	4,777	6,281	7,195	7,625	8,557	9,736
固定资产	10	34	39	39	38	36	43	51	61
应付款项	305	736	973	744	1,057	726	1,540	1,726	2,035
短期借款	720	1,249	1,120	685	765	888	1,188	1,488	1,788
流动负债合计	1,025	1,985	2,613	1,778	2,906	2,914	3,728	4,114	4,623
长期借款	0	426	504	1,284	1,410	1,318	618	718	818
负债合计	1,029	2,420	3,126	3,068	4,322	4,239	4,353	4,838	5,447
股东权益	561	617	696	1,431	1,629	2,591	2,819	3,161	3,605
总资产	1,599	3,257	4,136	4,869	6,390	7,317	7,757	8,701	9,895
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	(279)	(610)	(20)	209	(726)	(910)	921	85	619
投资活动现金流	(181)	(25)	(1)	0	6	(23)	(10)	(12)	(15)
筹资活动现金流	482	798	54	567	618	846	(802)	147	101
现金及现金等价物净增加额	22	163	33	777	(102)	(87)	109	220	706
期初现金及现金等价物余额	165	286	449	482	1,259	1,156	1,070	1,179	1,399
期末现金及现金等价物余额	187	449	482	1,259	1,156	1,070	1,179	1,399	2,105
财务指标									
毛利率	29%	21%	24%	20%	26%	32%	28%	30%	30%
净利率	15%	11%	11%	10%	12%	12%	9%	11%	12%
股息收益率	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%	2.8%	1.0%	1.3%	1.9%	2.5%
资产负债率	64%	74%	76%	63%	68%	58%	56%	56%	55%
净现金/股东权益	93%	146%	165%	59%	102%	78%	47%	43%	28%
每股分红	0.05	0.07	0.10	0.14	0.21	0.08	0.10	0.15	0.19

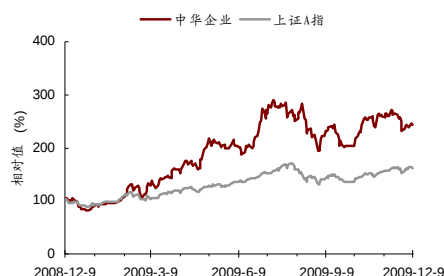
资料来源: 公司资料、中金公司研究部

中华企业 (600675.CH)：中性

图表 63：中华企业主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,697	3,612	3,569	4,642	5,665
(+/-)	35%	34%	-1%	30%	22%
主营业务利润	1,108	886	933	1,201	1,556
(+/-)	85%	-20%	5%	29%	30%
净利润	575	464	639	740	800
(+/-)	19%	-19%	38%	16%	8%
摊薄每股盈利(元)	0.53	0.43	0.59	0.68	0.73
市盈率	30.8	38.2	27.8	24.0	22.2
市净率	6.1	5.5	4.6	3.8	3.3
EV/EBITDA	16.0	25.0	20.6	17.9	16.9
净资产收益率(%)	19.8	14.3	16.5	16.0	14.8
现金分红收益率(%)	-	0.98	1.35	1.57	1.69

	A股
当前股价	人民币16.30
股票代码	600675.CH
日成交量(百万股)	17.89
52周最高价/最低价	人民币20.80/5.6
发行股数(百万股)	1,088
其中：流通股(百万股)	749
总市值(百万元)	17,735
主要股东(持股比例)	上海地产(集团)有限公司(36.17%)



资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持对于公司“中性”的投资评级：我们基于最新的项目信息对公司净资产值进行了更新，09 及 10 年分别为 11.88 元/股及 13.08 元/股，公司目前股价对应的 10 年市盈率为 24.0 倍，对 10 年底净资产值溢价约 25%。我们认为公司将受益于上海地区房地产市场的持续向好，良好销售表现将在 10 年维持，但限于目前比较饱满的估值水平，我们维持“中性”的投资评级。我们认为，在资金面改善之后，公司在上海的拿地举措或国资层面的整合预期将是公司股价上行的推动力。

关注

- 上海地区的老牌国有地产企业，10 年可销售资源丰富：**公司是上海老牌的地产企业，拥有二级开发储备 210 万平米（权益面积 190 万平米），同时持有约 37 万平米出租物业，其中约 90% 的二级开发土地储备集中在上海。近两年南郊中华园、周浦印象春城及江苏第五元素项目将是公司的主要利润贡献来源，随着项目开始进入成熟期，我们预计明年公司的可销售资源将在 50 万平米以上，主要将来自于周浦印象春城、宝山美兰湖及华泾等三个项目。
- 受益于长三角市场回暖，09 年公司累计销售预计超过 31 亿元，销售面积超过 20 万平米：**09 年至今公司主力销售项目合计销售预计将超过 31 亿元（不包括与方兴合作的国客项目），其中，南郊中华园销售超过 5 亿元，均价约 1.4 万元/平米，印象春城项目销售约 7.8 万平米，金额约 6.6 亿元，古北国际花园及港泰广场的出售则各自贡献约 5 亿元；苏州的第五元素二期，销售额已经超过了 4.5 亿元，全年均价约 7500 元/平米。而公司与方兴地产合作的国客项目，已售未结款项已达约 40 亿元，预计将于近两年结算分红贡献投资收益。
- 国资整合预期是未来股价动力：**公司大股东上海地产集团，是上海政府土地储备运作方面的主要载体，目前和上市公司存在一定程度的同业竞争，我们认为公司将在大股东对于旗下公司的改制、重组、转让等资源整合过程中受益，但目前这一整合尚未有明确时间表，过程可能相对较为漫长。

财务

我们预计公司 09、10 年及 11 年将分别实现每股盈利 0.59 元、0.68 元和 0.73 元，年复合增长率 12%。

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。

图表 64：项目收入分解

城市	所属区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	南郊中华园	100%	184,000	156,400	13,500	2,487	1,056	2010-12	62,560	62,560	31,280	929	1,022	537
上海	长三角	印象春城	98%	494,143	420,022	8,400	4,341	1,561	2010-12	63,003	168,009	126,006	582	1,708	1,345
上海	长三角	三灶镇曙光村6/2丘地块	88%	56,000	47,600	20,000	1,234	395	2010-12	-	4,760	19,040	-	115	484
上海	长三角	花木镇三街坊42丘地块	88%	110,000	93,500	25,000	3,151	927	2012-12	-	-	18,700	-	-	594
上海	长三角	顾村项目2(商业部分)	88%	21,000	17,850	4,273	97	8	2011-12	-	-	17,850	-	-	97
上海	长三角	华泾项目	90%	380,000	323,000	6,500	2,775	276	2011-06	-	-	129,200	-	-	1,067
上海	长三角	上海港国际客运中心(B块)	40%	191,995	118,000	45,000	6,210	2,624	2009-12	53,100	47,200	17,700	2,628	2,570	1,012
上海	长三角	万泰大厦	100%	24,579	22,121	32,000	830	484	2008-12	8,848	11,061	2,212	311	428	90
上海	长三角	华宁国际广场	89%	41,879	35,597	25,000	1,028	625	2008-12	17,799	17,799	-	489	538	-
上海	长三角	美兰湖中华园	100%	200,000	170,000	7,500	1,660	325	2012-12	-	-	17,799	-	-	810
上海	长三角	古北国际花园7#	100%	16,000	11,200	28,000	345	183	已竣工	35,597	-	-	345	-	-81
上海	长三角	宝山区罗店新镇D1-2 地块	100%	153,369	130,364	20,000	3,655	1,028	2013-12	-	-	-	-	-	-
苏州	长三角	江苏第五元素花园	100%	179,308	152,412	6,965	1,218	467	2008-12	21,358	12,459	1,780	701	450	67
苏州	长三角	太湖古北雅园(二期)	79%	40,000	34,000	10,000	434	112	2009-12	-	10,200	10,200	-	123	130
开发类项目合计				2,092,273	1,732,065	17,012	29,465	10,071		262,266	334,047	391,767	5,986	6,954	6,151

城市	所属区域	开发类-非并表项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	上海港国际客运中心(B块)	40%	191,995	118,000	45,000	6,210	2,624	2009-12	53,100	47,200	17,700	2,628	2,570	1,012
非并表开发类项目合计				191,995	118,000	52,631	6,210	2,624		53,100	47,200	17,700	2,628	2,570	1,012
并表类开发项目合计				1,900,278	1,614,065	14,408	23,255	7,447		209,166	286,847	374,067	3,358	4,384	5,139

城市	所属区域	投资类项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	出租面积(平方米)			租金收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	港泰广场写字楼	60%	3,000	2,100	9,825	29	40	1998-01	1,995	1,995	1,995	4	4	4
上海	长三角	港泰广场裙楼	60%	13,400	9,380	9,824	132	160	2006-12	7,504	8,442	8,911	12	14	16
上海	长三角	中华企业大厦	100%	26,000	18,200	8,000	146	352	在租	17,290	17,290	17,290	32	33	34
上海	长三角	上海春城商业中心	90%	23,400	16,380	2,917	68	105	在租	13,104	13,104	13,104	10	10	10
上海	长三角	淮海公寓	100%	11,200	7,840	14,072	158	226	招租	6,272	6,272	6,272	21	21	22
上海	长三角	古北国际广场裙楼	53%	8,500	5,950	5,140	44	72	招租	4,760	4,760	4,760	7	7	7
上海	长三角	古北国际花园裙楼	100%	4,000	2,800	9,165	37	45	招租	2,100	2,240	2,240	4	4	4
上海	长三角	恒盛苑商铺	88%	5,000	3,500	3,196	16	23	招租	2,800	2,800	2,800	2	2	2
上海	长三角	上海国际客运中心	40%	32,000	32,000	4,969	159	930	2009-12	6,400	8,000	12,800	24	30	50
上海	长三角	古北商业分区9-4A	88%	39,000	27,300	8,974	350	494	2008-12	5,460	21,840	24,570	10	42	48
上海	长三角	古北商业分区9-3	88%	186,900	130,830	8,026	1,500	2,723	2009-12	-	-	78,498	-	-	237
上海	长三角	上海崇明地块4655亩	100%	-	-	-	-	3,100	2015-12	-	-	-	-	-	-
杭州	长三角	杭州锦华大酒店	75%	21,100	14,770	4,976	105	115	2006-12	7,385	10,339	11,816	7	10	12
投资类项目合计				373,500	271,050	10,120	2,743	8,387		75,070	97,082	185,056	132	178	446

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 65: NAV 拆分

1. 在建及在售物业(NAV)

城市	出售项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面 积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
上海	南郊中华园	100%	184,000	184,000	156,400	156,400	9%	1,056	13%
上海	印象春城	98%	494,143	483,025	420,022	410,571	24%	1,526	19%
上海	三灶镇曙光村6/2丘地块	88%	56,000	49,000	47,600	41,650	3%	346	4%
上海	花木镇三街坊42丘地块	88%	110,000	96,250	93,500	81,813	5%	811	10%
上海	顾村项目2(商业部分)	88%	21,000	18,375	17,850	15,619	1%	7	0%
上海	华泾项目	90%	380,000	342,000	323,000	290,700	19%	249	3%
上海	上海港国际客运中心(B块)	40%	191,995	77,163	118,000	47,424	7%	1,055	13%
上海	万泰大厦	100%	24,579	24,579	22,121	22,121	1%	484	6%
上海	华宁国际广场	89%	41,879	37,168	35,597	31,592	2%	555	7%
上海	美兰湖中华园	100%	200,000	200,000	170,000	170,000	10%	325	4%
上海	古北国际花园7#	100%	16,000	16,000	11,200	11,200	1%	183	2%
上海	宝山区罗店新镇D1-2 地块	100%	153,369	153,369	130,364	130,364	8%	1,028	13%
苏州	江苏第五元素花园	100%	179,308	179,308	152,412	152,412	9%	467	6%
苏州	太湖古北雅园(二期)	79%	40,000	31,500	34,000	26,775	2%	88	1%
合计			2,092,273	1,891,736	1,732,065	1,588,641	100%	8,178	100%

2. 投资性物业(NAV)

城市	租赁项目	权益	可出租部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	权益可出租面 积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
上海	港泰广场写字楼	60%	3,000	1,800	2,100	1,260	1%	24	0%
上海	港泰广场裙楼	60%	13,400	8,040	9,380	5,628	3%	96	1%
上海	中华企业大厦	100%	26,000	26,000	18,200	18,200	7%	352	5%
上海	上海春城商业中心	90%	23,400	21,060	16,380	14,742	6%	95	1%
上海	淮海公寓	100%	11,200	11,200	7,840	7,840	3%	226	3%
上海	古北国际广场裙楼	53%	8,500	4,463	5,950	3,124	2%	38	1%
上海	古北国际花园裙楼	100%	4,000	4,000	2,800	2,800	1%	45	1%
上海	恒盛苑商铺	88%	5,000	4,375	3,500	3,063	1%	20	0%
上海	上海国际客运中心	40%	32,000	12,861	32,000	12,861	12%	374	5%
上海	古北商业分区9-4A	88%	39,000	34,125	27,300	23,888	10%	432	6%
上海	古北商业分区9-3	88%	186,900	163,538	130,830	114,476	48%	2,383	33%
上海	上海崇明地块4655亩	100%	-	-	-	-	-	3,100	43%
杭州	杭州锦华大酒店	75%	21,100	15,770	14,770	11,039	5%	86	1%
合计			373,500	307,231	271,050	218,920	100%	7,272	100%

3. 已完工未出售产品(NAV)

总计	2,465,773	2,198,967	2,003,115	1,807,560	351
净债务(百万元)					15,801
净资产值(百万元)					-2,876
总股本(百万)					12,924
每股净资产值 2009E(元)					1,088
每股净资产值 2010E(元)					11.88
					13.08

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 66: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	2,110	2,339	1,995	2,697	3,612	3,569	4,642	5,665
主营业务利润	743	728	600	1,108	886	933	1,201	1,556
减: 营业费用	118	73	75	58	63	71	93	113
管理费用	177	145	209	208	183	207	279	312
财务费用	58	28	98	110	143	158	173	191
营业利润	395	494	225	755	499	499	659	944
税前利润	429	654	724	1,215	700	866	1,017	1,083
减: 所得税	156	244	180	452	191	216	254	271
减: 少数股东损益	60	59	58	188	45	10	23	12
净利润	217	354	485	575	464	639	740	800
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	568	350	570	1,439	251	302	375	465
存货	4,227	4,228	4,088	5,827	6,585	7,572	8,708	10,015
货币资金	1,525	1,563	1,349	1,339	1,553	1,418	1,476	1,474
流动资产合计	6,322	6,142	6,009	8,725	8,389	9,292	10,560	11,954
固定资产	209	218	187	177	169	220	286	372
应付款项	2,564	2,371	2,581	2,565	1,967	2,453	2,984	3,633
短期借款	2,335	1,615	1,197	1,926	1,312	1,482	1,582	1,682
流动负债合计	4,902	4,239	3,810	4,813	4,608	4,440	5,071	5,820
长期借款	360	590	1,236	2,083	1,813	2,313	2,313	2,313
负债合计	5,262	4,830	5,075	7,034	6,421	6,752	7,383	8,133
股东权益	1,684	1,948	2,286	2,900	3,242	3,881	4,621	5,421
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-97	528	-197	-1,362	349	40	79	331
投资活动现金流	-51	-9	109	226	221	216	155	-136
筹资活动现金流	486	-483	-126	1,084	-356	-393	-177	-199
现金及现金等价物净增加额	337	36	-214	-52	214	-135	59	-3
期初现金及现金等价物余额	1,189	1,526	1,563	1,390	1,339	1,553	1,418	1,476
期末现金及现金等价物余额	1,526	1,562	1,349	1,339	1,553	1,418	1,476	1,474
财务指标								
毛利率	35%	31%	30%	41%	25%	26%	26%	27%
经营利润率	19%	21%	11%	28%	14%	14%	14%	17%
净利率	10%	15%	24%	21%	13%	18%	16%	14%
股息收益率	0.5%	0.7%	0.0%	0.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%
资产收益率	3.0%	4.9%	6.3%	5.5%	4.6%	5.7%	5.9%	5.6%
净资产收益率	12.9%	18.2%	21.2%	19.8%	14.3%	16.5%	16.0%	14.8%
资产负债率	73%	67%	66%	67%	64%	61%	59%	57%
净现金/股东权益	59%	37%	42%	88%	79%	66%	56%	49%
每股盈利	0.20	0.33	0.45	0.53	0.43	0.59	0.68	0.73
每股分红	0.08	0.12	-	-	0.16	0.22	0.26	0.28
每股净资产	1.5	1.8	2.1	2.7	3.0	3.57	4.25	4.98

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

阳光股份 (000608.CH)：中性

图表 67：阳光股份主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,296	1,514	1,047	2,062	1,657
(+/-%)	31%	17%	-31%	97%	-20%
营业利润	363	465	389	699	535
(+/-%)	30%	28%	-16%	80%	-23%
净利润	184	28	251	261	237
(+/-%)	58%	-85%	786%	4%	-9%
每股盈利 (元)	0.34	0.05	0.47	0.49	0.44
市盈率	36.6	237.5	26.8	25.8	28.4
市净率	3.9	3.8	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	23.9	48.6	17.6	16.8	21.6
净资产收益率(%)	10.6%	1.6%	12.4%	11.4%	9.4%
现金分红收益率(%)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

A股	
当前股价	人民币12.56
股票代码	000608.SZ
日成交量 (百万股)	12.00
52周最高价/最低价	人民币14.26/3.45
发行股数 (百万股)	536
其中：流通股 (百万股)	380
总市值 (百万元)	6,728
主要股东 (持股比例)	Reco Shine Pte Ltd (29.12%)



资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

维持“中性”投资评级：目前，公司 A 股股价对应 10 年市盈率分别为 25.8 倍，对 10 年底净资产有 19% 的溢价，估值并不便宜，因此我们维持“中性”的投资评级。

关注

- **受益于环渤海地区房地产市场向好：**目前公司权益土地储备约 210 万平方米，其中开发类物业占 45%，投资类物业占 14%，一级土地开发占 41%。公司项目主要项目集中在北京、天津、青岛、烟台四个城市，均位于环渤海区域内，受益于该区域年初至今房地产市场量价齐升，公司有望在 10 年持续获得良好销售表现。
- **受让合作项目股权将提高公司盈利能力：**公司于今年 10 月通过受让项目合作开发公司的股权取得了阳光上东和青岛千千树项目的 100% 股权，该两项目之前公司所拥有权益分别为 73.43% 和 70%。在未取得新项目的情况下，股权受让相当于扩大了土地储备，同时使得公司对项目的管理和操控能力得到加强，公司未来收益将有所增加。
- **09 年结算进度推迟，10 年业绩有较大保障：**09 年原主要结算项目阳光上东二期 C9 组团结算进度推迟至 10 年初进行竣工结算，因而明年的结算业绩已经锁定较多，确定性较强。

财务

预计 09-11 年分别实现每股盈利 0.47 元、0.49 元及 0.44 元：我们认为随着高毛利的阳光上东项目发展进入尾声，公司未来利润率水平将呈下降趋势。我们预计公司 09-11 年将分别实现营业收入 10.5 亿元、20.6 亿元及 16.6 亿元；实现净利润 2.5 亿元、2.6 亿元及 2.4 亿元。

图表 68: 项目收入分解

城市	区域	出售项目	权益	规划建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	计划竣工时间	结算面积 (平方米)			销售收入 (百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	阳光上东二期西班牙组团 (C5, C8)	100%	5,600	4,015	21,000	93	2007-12	4,015	-	-	93	-	-
北京	环渤海	阳光上东二期丹麦组团 (C9及其他)	100%	104,500	85,000	23,700	2,421	2009-11	25,500	42,500	-	665	1,219	-
北京	环渤海	阳光上东三期-公寓	100%	35,000	31,500	20,000	807	2009-06	-	11,025	4,725	-	267	120
天津	环渤海	天津万东小马路项目	100%	104,000	85,000	8,000	830	2010-03	12,750	34,000	38,250	112	329	389
青岛	环渤海	青岛千千树项目	100%	140,000	126,000	7,000	1,154	2011-12	-	-	50,400	-	-	448
青岛	环渤海	青岛城阳项目	100%	140,000	109,980	7,000	1,033	2011-12	-	-	21,996	-	-	196
烟台	环渤海	烟台银河项目	100%	430,300	371,880	4,000	2,034	2011-12	-	-	37,188	-	-	189
合计				959,400	813,375	10,293	8,372		42,265	87,525	152,559	870	1,815	1,342

城市	区域	租赁项目	权益	可出租部分 建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	计划竣工时间	出租面积 (平方米)			租金收入 (百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	北京阳光丽景底商 (商场)	92%	17,600	14,960	5,950	105	2003-12	8,976	10,472	11,968	17	20	24
北京	环渤海	北京阳光大厦	65%	51,000	46,000	6,314	322	2005-01	45,540	46,000	46,000	50	51	53
北京	环渤海	北京A-Z Town 项目商业楼	55%	87,000	40,600	6,897	600	2010-01	-	16,240	32,480	-	23	47
北京	环渤海	中环商业广场	74%	18,000	18,000	7,000	126	2004-05	12,600	13,500	14,400	13	14	16
北京	环渤海	其它北京物业	100%	6,000	6,000	7,000	42	2005-12	5,100	5,100	5,400	9	9	10
北京	环渤海	通州瑞都景园北区物业	51%	46,000	31,000	4,730	218	2006-10	29,760	29,760	29,760	34	35	36
北京	环渤海	北苑科创大厦	51%	62,329	42,740	7,000	436	2008-12	4,274	19,233	38,466	5	25	52
北京	环渤海	酒仙桥科研培训中心	100%	67,000	53,600	3,881	260	2009-12	-	-	-	-	-	-
成都	其他区域	成都A-Z Town 项目商业楼	55%	86,173	59,800	3,481	300	2009-11	2,990	23,920	35,880	2	17	26
沈阳	环渤海	沈阳物业	30%	29,344	29,344	4,907	144	2007-12	-	-	-	-	5	5
合计				470,446	342,044	7,463	2,553		109,240	164,225	214,354	130	200	269

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 69: NAV 拆分

城市	项目名称	权益	总建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租或可结 算面积 (平方米)	权益可出租或可 结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	北京阳光丽景底商 (商场)	91.7%	17,600	16,134	14,960	13,714	1.3%	252	4.4%
北京	北京阳光大厦	65.0%	51,000	33,150	46,000	29,900	4.0%	373	6.5%
北京	北京A-Z Town 项目商业楼	55.0%	87,000	47,850	40,600	22,330	3.5%	267	4.7%
成都	成都A-Z Town 项目商业楼	55.0%	86,173	47,395	59,800	32,890	5.2%	189	3.3%
北京	中环商业广场	74.0%	18,000	13,320	18,000	13,320	1.6%	125	2.2%
北京	其它北京物业	100.0%	6,000	6,000	6,000	6,000	0.5%	108	1.9%
北京	通州瑞都景园北区物业	51.0%	46,000	23,460	31,000	15,810	2.7%	200	3.5%
北京	北苑科创大厦	51.0%	62,329	31,806	42,740	21,810	3.7%	269	4.7%
北京	酒仙桥科研培训中心	100.0%	67,000	67,000	53,600	53,600	4.6%	209	3.7%
沈阳	沈阳物业	30.0%	29,344	8,803	29,344	8,803	2.5%	32	0.6%
持有物业合计			470,446	294,919	342,044	218,177	29.6%	2,025	35.4%
北京	阳光上东二期西班牙组团 (C5, C8)	100.0%	5,600	5,600	4,015	4,015	0.3%	66	1.2%
北京	阳光上东二期丹麦组团 (C9及其他)	100.0%	104,500	104,500	85,000	85,000	7.4%	1,214	21.2%
北京	阳光上东三期-公寓	100.0%	35,000	35,000	31,500	31,500	2.7%	409	7.2%
天津	天津万东小马路项目	100.0%	104,000	104,000	85,000	85,000	7.4%	286	5.0%
青岛	青岛千千树项目	100.0%	140,000	140,000	126,000	126,000	10.9%	379	6.6%
青岛	青岛城阳项目	100.0%	140,000	140,000	109,980	109,980	9.5%	354	6.2%
烟台	烟台银河项目	100.0%	430,300	430,300	371,880	371,880	32.2%	416	7.3%
开发类物业合计			959,400	959,400	813,375	813,375	70.4%	3,123	54.7%
北京	酒仙桥危改项目	85.0%	1,010,000	858,500				566	
一级土地开发			1,010,000	858,500				566	
总计			2,439,846	2,112,819	1,155,419	1,031,552	100.0%	5,714	100.0%
净债务								-477	
净资产值 (百万元)								5,237	
总股本 (百万)								536	
2009年每股净资产值(元)								9.78	
2010年每股净资产值(元)								10.59	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

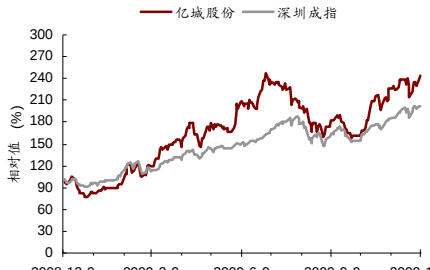
图表 70：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	455	956	1,135	987	1,296	1,514	1,047	2,062	1,657
主营业务利润	91	238	341	278	363	465	389	699	535
减：营业费用	17	32	49	42	50	58	84	124	83
管理费用	14	16	33	35	67	73	73	124	99
财务费用	-3	-3	12	17	15	31	18	20	22
营业利润	63	193	247	227	298	92	128	431	330
税前利润	65	194	248	228	299	134	412	431	330
减：所得税	23	64	85	81	99	55	115	110	84
减：少数股东损益	4	22	44	31	16	51	45	60	9
净利润	39	109	120	116	184	28	251	261	237
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	27	48	17	145	1,187	261	350	439	480
存货	1,453	2,055	1,568	1,660	2,160	3,129	3,755	3,943	4,140
货币资金	411	180	500	912	773	585	1,079	1,342	1,613
流动资产合计	1,918	2,330	2,127	2,786	4,264	4,345	5,627	6,253	6,868
固定资产	6	6	6	16	18	886	1,063	1,276	1,531
应付款项	894	1,193	956	1,644	2,159	2,025	3,068	3,452	3,896
短期借款	-	-	-	-	-	270	270	270	270
流动负债合计	965	1,203	1,097	1,876	2,973	2,718	3,538	3,922	4,366
长期借款	350	400	529	1,014	465	886	1,086	1,286	1,486
负债合计	1,315	1,603	1,626	2,907	3,469	3,606	4,625	5,209	5,853
股东权益	556	661	776	904	1,739	1,767	2,018	2,279	2,516
总资产	1,930	2,382	2,565	4,011	5,465	5,687	7,020	7,940	8,912
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	-152	-178	461	381	-468	-196	283	357	429
投资活动现金流	50	-37	-387	-487	-316	-168	234	-294	-358
筹资活动现金流	351	-15	246	533	646	176	-23	200	200
现金及现金等价物净增加额	248	-231	319	426	-138	-188	494	263	271
期初现金及现金等价物余额	162	411	180	486	912	774	586	1,079	1,342
期末现金及现金等价物余额	411	180	500	912	774	586	1,079	1,342	1,613
财务指标									
毛利率	20%	25%	30%	28%	28%	31%	37%	34%	32%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产收益率	2.0%	4.6%	4.7%	2.9%	3.4%	0.5%	3.6%	3.3%	2.7%
净资产收益率	7.0%	16.4%	15.4%	12.8%	10.6%	1.6%	12.4%	11.4%	9.4%
净债务/股东权益	1%	28%	17%	30%	25%	47%	20%	15%	11%
每股盈利	0.07	0.20	0.22	0.22	0.34	0.05	0.47	0.49	0.44
每股净资产	1.0	1.2	1.4	1.7	3.2	3.3	3.8	4.3	4.7

资料来源：公司资料、中金公司研究部

亿城股份 (000616.CH): 中性

图表 71: 亿城股份主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	2,074	1,047	2,149	2,565	3,043	当前股价	人民币8.35
(+/-%)	47%	-50%	105%	19%	19%	股票代码	000616.CH
主营业务利润	621	328	613	762	940	日成交量(百万股)	58.84
(+/-%)	56%	-47%	87%	24%	23%	52周最高价/最低价	人民币8.66/2.653
净利润	298	271	292	343	433	发行股数(百万股)	903
(+/-%)	116%	-9%	8%	17%	26%	其中: 流通股(百万股)	795
摊薄每股盈利(元)	0.33	0.30	0.32	0.38	0.48	总市值(百万元)	7,539
(+/-%)	116%	-9%	8%	17%	26%	主要股东(持股比例)	乾通科技实业有限公司(20.52%)
市盈率	25.3	27.8	25.8	22.0	17.4		
市净率	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1		
EV/EBITDA	15.1	25.0	20.9	19.1	16.9		
净资产收益率(%)	13.1%	10.9%	10.5%	10.9%	12.2%		
现金分红收益率(%)	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%		

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

维持“中性”投资评级: 我们重新计算得到的公司项目净资产值为每股 5.76 元及每股 6.19 元。公司目前股价较 10 年 NAV 值溢价 35%，对应 10 年市盈率 22.0 倍。公司规模较小，业绩较为依赖个别项目，所以我们估值上更多的是考虑净资产值的价值，目前公司股价较 10 年净资产值溢价 35%，估值吸引力有限，我们维持“中性”的投资评级。

关注

- 北京本地区域地产股, 未来有望受益北京房价上涨:** 公司属于小型区域性地产公司, 145 万平方米的土地储备中 31% 位于北京, 29% 位于苏州和 21% 位于天津, 其中, 公司 09-11 年业绩将主要来自于北京西山华府、北京中关村、苏州亿城新天地等项目贡献。我们看好明年北京的房地产市场, 公司项目所处位置靠近城区, 将有望受益于北京市场房价上升。
- 西山华府销售情况良好, 全年业绩可预见性强:** 截止目前, 公司的主力项目, 西山华府共实现销售约 31 亿元, 一期均价约 2 万元/平米, 二期均价约 2.2 万元/平米; 苏州亿城新天地二期实现销售约 7 亿元, 均价约 5500 元/平米。前三季度预售款达 28.8 亿元, 较年初上涨 280%, 占到我们 4 季度收入预测的 313%, 09 年业绩可预见性强。
- 9 亿元公司债发行成功, 未来扩张有望加速:** 对于区域性地产公司, 瓶颈在于持续的扩张能力及薄弱的资金状况。公司最近已经完成了 9 亿元公司债券的发行, 公司也在天津获得了总建面 30.5 万平方米的红光地块, 我们认为, 资金面的改善将使得公司在未来保持一个较快的土地资源获取步伐, 增长速度有望提升。

财务

我们预计公司 09-11 年盈利维持小幅增长态势, 分别为每股 0.32 元、每股 0.38 元及每股 0.48 元, 其中 09、10 年将主要结算西山华府及苏州亿城新天地项目, 而 11 年开始中关村地块将开始贡献收入。

图表 72：项目收入分解

城市	所属区域	出售项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	销售均价 (人民币)	预计总收入 (百万元)	净资产 (百万元)	计划竣工时 间	结算面积 (平方米)			销售收入 (百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	西山华府	100%	371,900	297,520	20,000	7,053	2,685	2009-12	84,436	84,436	74,380	1,672	2,043	1,890
北京	环渤海	中关村软件园项目	100%	82,595	66,076	24,000	2,106	715	2011-12	-	-	16,519	-	-	504
秦皇岛	环渤海	昌黎黄金海岸滨海区I期	51%	240,000	204,000	6,000	1,724	146	2012-03	-	-	-	-	-	-
天津	环渤海	天津津红光项目	100%	304,784	259,066	13,000	4,840	1,456	2013-12	-	-	-	-	-	-
苏州	长三角	亿城新天地	100%	286,000	228,800	6,000	1,658	648	2011-10	68,640	68,640	68,640	453	498	523
苏州	长三角	胥口镇项目	55%	140,000	119,000	6,800	1,152	74	2013-12	-	-	11,900	-	-	103
三亚	珠三角	三亚东河项目	90%	22,541	19,160	10,000	263	80	2013-12	-	-	-	-	-	-
合计				1,447,820	1,193,622	15,748	18,797	5,803		153,076	153,076	171,439	2,125	2,542	3,020

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 73：NAV 拆分

1. 在建及在售物业 (NAV)：

城市	项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产 (百万元)	比例
北京	西山华府	100.0%	371,900	371,900	297,520	297,520	24.9%	2,685	47.2%
北京	中关村软件园项目	100.0%	82,595	82,595	66,076	66,076	5.5%	715	12.6%
秦皇岛	昌黎黄金海岸滨海区I期	51.0%	240,000	122,400	204,000	104,040	17.1%	74	1.3%
天津	天津津红光项目	100.0%	304,784	304,784	259,066	259,066	21.7%	1,456	25.6%
苏州	亿城新天地	100.0%	286,000	286,000	228,800	228,800	19.2%	648	11.4%
苏州	胥口镇项目	55.0%	140,000	77,000	119,000	65,450	10.0%	41	0.7%
三亚	三亚东河项目	90.0%	22,541	20,287	19,160	17,244	1.6%	72	1.3%
小计			1,447,820	1,264,966	1,193,622	1,038,196	100.0%	5,690	100.0%

2. 已完工开发产品 (NAV):

总计

净债务(百万元)

09年底未付土地款(百万元)

净资产(百万元)

2008年每股净资产(元)

2009年每股净资产(元)

2,138

7,829

-1,311

1,314

5,204

5.76

6.19

资料来源：公司资料、中金公司研究部

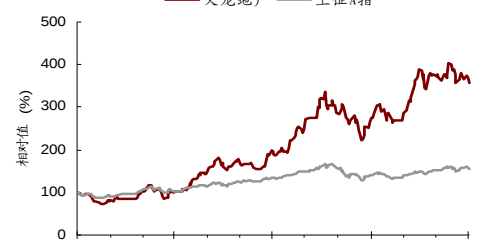
图表 74: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	560	2,398	681	1,407	2,074	1,047	2,149	2,565	3,043
主营业务利润	104	281	144	398	621	328	613	762	940
减: 营业费用	27	39	41	47	38	36	69	82	97
管理费用	39	57	65	61	91	104	140	192	228
财务费用	8	13	9	24	56	19	35	29	33
营业利润	31	172	29	255	429	172	370	459	581
税前利润	35	189	45	248	464	308	390	459	581
减: 所得税	7	33	20	103	169	41	101	119	151
减: 少数股东损益	-9	-6	-2	7	-3	-3	-3	-3	-3
净利润	38	162	32	138	298	271	292	343	433
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	382	239	519	569	706	211	277	328	390
存货	1,748	1,340	1,443	2,332	2,549	3,602	4,630	5,589	7,318
货币资金	198	196	130	238	1,383	670	322	-145	-1,198
流动资产合计	2,328	1,775	2,153	3,140	4,638	4,484	5,229	5,772	6,509
固定资产	173	171	178	256	306	259	272	285	300
应付款项	1,524	745	1,121	1,787	1,383	1,285	1,417	1,701	2,041
短期借款	240	210	211	355	75	0	50	100	100
流动负债合计	1,766	1,030	1,375	2,277	1,981	1,885	1,867	2,001	2,141
长期借款	342	291	369	628	1,060	683	1,183	1,283	1,483
负债合计	2,108	1,321	1,745	2,905	3,041	2,568	3,050	3,284	3,624
股东权益	518	676	690	811	2,266	2,495	2,787	3,130	3,563
总资产	2,653	2,064	2,459	3,731	5,349	5,110	5,879	6,451	7,221
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	31	133	-5	-315	-237	-446	-661	-351	-973
投资活动现金流	-75	-52	-61	-320	7	244	-6	-29	-33
筹资活动现金流	31	-83	0	743	1,375	-511	319	-88	-48
现金及现金等价物净增加额	-13	-2	-65	108	1,145	-712	-348	-468	-1,053
期初现金及现金等价物余额	211	198	196	130	238	1,383	671	323	-145
期末现金及现金等价物余额	198	196	130	238	1,383	671	323	-145	-1,199
财务指标									
毛利率	19%	12%	21%	28%	30%	31%	29%	30%	31%
经营利润率	6%	7%	4%	18%	21%	16%	17%	18%	19%
净利率	7%	7%	5%	10%	14%	26%	14%	13%	14%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%
资产收益率	1.4%	7.8%	1.3%	3.7%	5.6%	5.3%	5.0%	5.3%	6.0%
净资产收益率	7.3%	24.0%	4.7%	17.0%	13.1%	10.9%	10.5%	10.9%	12.2%
资产负债率	79%	64%	71%	78%	57%	50%	52%	51%	50%
净现金/股东权益	71%	51%	69%	106%	12%	24%	46%	55%	77%
每股盈利	0.04	0.18	0.04	0.15	0.33	0.30	0.32	0.38	0.48
每股分红	-	0.00	0.02	0.00	0.01	0.03	0.04	0.04	0.05
每股净资产	0.6	0.7	0.8	0.9	2.5	2.8	3.09	3.47	3.95

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

大龙地产 (600159.CH)：中性

图表 75：大龙地产主要财务，股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	465	326	137	1,645	1,947	2,628	当前股价	人民币19.03
(+/-)	67%	-30%	-58%	1099%	18%	35%	股票代码	600159.CH
营业利润	45	57	3	398	530	728	日成交量 (百万股)	6.00
(+/-)	114%	27%	-94%	11887%	33%	37%	52周最高价/最低价	人民币21.99/3.9
净利润	30	35	2	298	398	546	发行股数 (百万股)	415
(+/-)	162%	19%	-93%	12593%	33%	37%	其中：流通股 (百万股)	390
每股盈利(元)	0.07	0.09	0.01	0.72	0.96	1.32	总市值 (百万元)	7,897
(+/-)	162%	19%	-93%	12593%	33%	37%	主要股东 (持股比例)	北京市顺义大龙城乡建设开发总公司 (35.98%)
市盈率	267.0	223.5	3360.6	26.5	19.9	14.5		
市净率	24.7	6.4	6.4	5.2	4.1	3.2		
EV/EBITDA	286.2	156.3	3000.3	24.6	18.2	13.2		
净资产收益率	9.4%	2.9%	0.2%	19.6%	20.7%	22.1%		
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们维持对于公司“中性”的投资评级：我们根据最新的项目信息重新计算得到公司 09 及 10 年净资产值为每股 12.95 元及每股 14.69 元。公司目前股价对应其 10 年 NAV 溢价 30%，对应的 10 年 P/E 为 19.9 倍，公司目前的估计已基本反映其未来资产注入以及新增土地储备的预期，维持“中性”的投资评级。

关注

- **顺义区国有地产龙头：**公司作为顺义区政府下属的老牌房地产开发企业，在本地人脉资源以及品牌积累较为深厚，未来将有较大机率参与顺义新城及老城区旧城改造等项目，从而获得更多土地资源，支撑公司发展。而母公司手握哈投集团的 4700 亩建设用地等资源注入预期也将成为公司股价上行的催化剂。
- **北京市场储备达 98 万平米：**公司目前拥有 181 万平米项目储备，54%集中在北京，但北京地区平均土地成本并不便宜，为 7540 元/平米。
- **公司销售表现良好，京内项目将进入结算期：**公司是北京市场回暖的主要受益者，目前在售项目主要为裕龙花园三区及满洲里项目，预计全年销售额将超 15 亿元，并将于明年内结算完毕。
- **天竺拿地对净资产值摊薄约 4%：**公司近日以 50.5 亿元竞得顺义区后沙峪镇天竺开发区 22 号住宅用地，该地块土地面积为 52.67 万平方米，其中代征地面积(即公共用地)25.52 万平方米，规划建筑面积 16.91 万平方米，未来将开发成联排别墅、叠拼别墅加公寓，以顺义区高端别墅 4 万/平米左右初略估计 22 号地对于公司净资产值摊薄约 4%。

财务

我们维持对于公司 09-11 年盈利预测每股 0.72 元，0.96 元及 1.32 元不变：公司 09 年将主要依赖于裕龙花园三区，五里仓公寓（仓上家园）及滨河加建（望潮家园）带来的结算收入，预计净利润将达到 2.98 亿元，合每股 0.72 元，同比增长 12593%；10 年将结算裕龙花园项目、满洲里裕龙园区及六区加建，预计每股盈利 0.96 元，同比增长 33%；11 年预计每股盈利 1.32 元。

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人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 76: 项目收入分解

城市	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
									2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	裕龙花园三区	100%	367,000	264,240	8,766	2,316	1,414	2009-06	171,756	92,484	-	1,455	862	-
北京	仓苑公寓(五里仓高层)	100%	40,000	30,000	5,640	169	117	2009-03	24,000	3,000	3,000	132	18	19
北京	西辛北区高层	100%	8,000	6,400	16,767	107	39	2011-12	-	-	1,280	-	-	20
北京	西部会馆	93%	73,000	58,400	34,050	1,989	795	2011-10	-	-	11,680	-	-	371
北京	裕龙花园续建	100%	150,000	127,500	13,331	1,700	640	2011-12	-	51,000	51,000	-	653	686
北京	大龙新都(原菜市场危改项目)	100%	172,600	138,080	40,540	5,598	2,341	2011-12	-	-	20,712	-	-	789
北京	后沙峪镇天竺开发区22号住宅用地	100%	169,126	135,301	63,078	8,534	4,286	2014-12	-	-	-	-	-	-
满洲里	满洲里裕龙园区一期	100%	292,838	234,270	4,439	1,040	196	2010-09	-	81,995	81,995	-	347	365
中山	中山项目-群英华庭南侧地块	95%	320,000	256,000	7,526	1,927	491	2013-06	-	-	25,600	-	-	179
中山	中山G15-08-9002地块	95%	217,525	174,020	7,561	1,316	299	2011-06	-	-	17,402	-	-	122
开发类项目合计			1,810,089	1,424,211	17,340	24,696	10,617		195,756	228,479	212,669	1,587	1,880	2,551

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 77: NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	裕龙花园三区	100%	367,000	366,560	264,240	263,923	18.6%	1,412	13.1%
北京	仓苑公寓(五里仓高层)	100%	40,000	39,952	30,000	29,964	2.1%	116	1.1%
北京	西辛北区高层	100%	8,000	7,990	6,400	6,392	0.4%	39	0.4%
北京	西部会馆	93%	73,000	68,219	58,400	54,575	4.1%	743	6.9%
北京	裕龙花园续建	100%	150,000	149,820	127,500	127,347	9.0%	639	5.9%
北京	大龙新都(原菜市场危改项目)	100%	172,600	172,393	138,080	137,914	9.7%	2,338	21.7%
北京	后沙峪镇天竺开发区22号住宅用地	100%	169,126	168,923	135,301	135,138	9.5%	4,281	39.7%
满洲里	满洲里裕龙园区一期	100%	292,838	292,487	234,270	233,989	16.4%	196	1.8%
中山	中山项目-群英华庭南侧地块	95%	320,000	304,000	256,000	243,200	18.0%	466	4.3%
中山	中山G15-08-9002地块	95%	217,525	206,649	174,020	165,319	12.2%	284	2.6%
总计			1,810,089	1,776,992	1,424,211	1,397,762	100%	10,514	97%
2. 建筑公司价值								131	1.2%

3. 存货变现价值

城市	项目	权益	存货账面值 (百万元)	毛利率	权益净资产值 (百万元)	比例
存货合计账面值			102	29%	145	1%

总计

09年底未付土地款(百万元)

10,790

净负债(净现金)(百万元)

4,035

净资产值(百万元)

1,382

摊薄股本(百万)

5,373

2009E年每股净资产值(人民币)

415

2010E年每股净资产值(人民币)

12.95

14.69

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

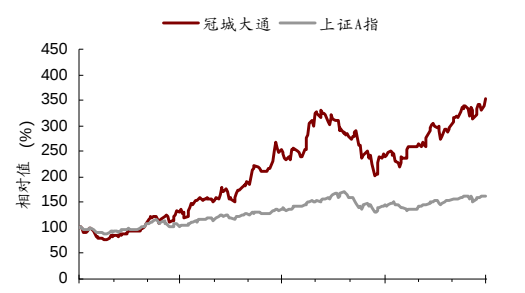
图表 78：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	6	278	465	326	137	1,645	1,947	2,628
主营业务成本	7	218	350	224	92	1,082	1,206	1,577
营业税金及附加	3	15	24	18	7	95	123	210
主营业务利润	-4	45	90	83	38	467	619	841
营业费用	2	4	13	4	8	16	19	26
管理费用	31	10	17	14	24	33	45	58
财务费用	20	10	18	5	3	20	24	29
营业利润	-57	21	45	57	3	398	530	728
税前利润	-90	23	45	57	3	398	530	728
净利润	-90	11	30	35	2	298	398	546
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	96	180	286	900	665	632	695	765
存货	22	844	651	1,187	2,251	3,151	3,467	3,987
货币资金	0	104	132	879	81	32	78	61
固定资产	67	17	15	29	84	91	97	102
应付款项	35	575	655	570	882	1,059	1,090	1,123
短期借款	45	155	183	241	145	195	195	195
股东权益	68	284	315	1,222	1,223	1,522	1,919	2,465
总资产	215	1,218	1,159	3,075	3,176	4,001	4,430	5,009
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-38	16	18	-1,116	-679	-373	75	18
投资活动现金流	0	-0	0	-16	-15	-6	-6	-6
筹资活动现金流	-1	88	10	1,879	-104	330	-24	-29
现金及现金等价物净增加额	-38	104	29	746	-798	-48	45	-16
期初现金及现金等价物余额	38	0	104	132	879	81	32	78
期末现金及现金等价物余额	0	104	132	879	81	32	78	61
财务指标								
毛利率	-62.9%	16.2%	19.3%	25.5%	27.8%	28.4%	31.8%	32.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产收益率	-41.7%	0.9%	2.6%	1.1%	0.1%	7.5%	9.0%	10.9%
净资产收益率	-132.6%	4.0%	9.4%	2.9%	0.2%	19.6%	20.7%	0.0%
净现金/股东权益	142.4%	80.7%	16.0%	32.4%	80.0%	90.5%	69.4%	54.8%
每股净资产	0.16	0.70	0.77	2.96	2.96	3.68	4.64	5.95

资料来源：公司数据、中金公司研究部

冠城大通 (600067.CH): 中性

图表 79: 冠城大通主要财务, 股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	3,897	4,625	4,486	4,275	7,944	6,531	当前股价	人民币17.78
(+/-)	76%	19%	-3%	-5%	86%	-18%	股票代码	600067.CH
营业利润	283	315	309	377	754	1,109	日成交量 (百万股)	5.15
(+/-)	71%	11%	-2%	22%	100%	47%	52周最高价/最低价	人民币18.2/3.94
净利润	181	207	174	245	510	772	发行股数 (百万股)	613
(+/-)	90%	14%	-16%	41%	108%	51%	其中: 流通股 (百万股)	515
每股盈利(元)	0.30	0.34	0.28	0.40	0.83	1.26	总市值 (百万元)	10,899
(+/-)	90%	14%	-16%	41%	108%	51%	主要股东 (持股比例)	福建丰榕投资有限公司 (22.87%)
市盈率	60.3	52.7	62.7	44.5	21.4	14.1		
市净率	11.0	9.3	6.4	5.5	4.5	3.5		
EV/EBITDA	46.9	46.9	51.4	35.5	19.5	12.9		
净资产收益率	22.9%	21.9%	12.0%	14.8%	24.6%	28.5%		
现金分红收益率	10.3%	23.2%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%		

资料来源: 公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们暂维持“中性”投资评级: 公司10年P/E为21.4倍, 较10年NAV溢价13%, 考虑到目前市场对于公司业绩预期较高, 我们暂维持“中性”的投资评级。

关注

- **房地产业务是目前公司主要利润来源:** 公司是一家以房地产开发和特种漆包线生产销售为主营业务的上市公司, 漆包线业务市场占有率全国第二, 但毛利率低 (约5%), 利润贡献小; 房地产业务主要为北京太阳星城、名敦道两个项目, 北京区域拿地成本锁定较好, 未来毛利率有望保持较好水平。
- **未来三年业绩确定性强:** 公司09年房地产销售额预计将超过55亿元, 其中约70%将于明后两年结算, 我们预计公司09年、10年将分别实现净利润2.45亿元及5.10亿元, 年均复合增长率达78%。
- **238万平方米土地储备中, 46%集中在北京:** 公司现有可结算土地资源达到约238万平方米 (其中权益土地面积达207万平方米), 平均土地成本2650元/平米, 且46%的土地集中在北京。我们认为随着一线城市的房价上涨, 公司土地成本优势将更加明显。
- **经营稳健、费用控制较好, 财务状况进入改善期:** 公司是典型的家族式管理的民营企业, 经营稳健, 费用控制较好。伴随配股完成, 困扰公司多年的资金问题将逐步解决, 财务状况将有所改善。

财务

我们维持09-11年每股收益分别为0.40元、0.83元及1.26元不变, 隐含09-11年复合增长率78%: 公司全年近60亿的销售款将有约40亿留给10、11年, 今年冠城·名敦道项目的成功销售也将锁定全年收入超过15亿元, 因此, 公司2009-2011年间将会迎来业绩的高速增长, 预计公司09-11年将实现净利润2.45亿元、5.10亿元和7.72亿元。

图表 80：项目收入分解

城市	开发类-所有项目	权益	占地面积 (平方米)	可结算部分建 筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产 (百万元)	计划竣工 时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	太阳星城F区	95%	107,500	29,111	26,200	16,000	477	302	2008-03	17,030	9,170	-	300	178	-
北京	太阳星城B区(1-8#及写字楼)	100%	94,500	241,556	217,400	7,799	2,052	666	2010-09	-	217,400	-	-	2,052	-
北京	太阳星城B区(剩余六栋)	100%	94,500	221,778	199,600	26,000	6,933	2,673	2011-09	-	19,960	39,920	-	628	1,319
北京	太阳星城C区-凯德	100%	56,900	79,800	79,800	12,529	1,210	534	2009-06	-	79,800	-	-	1,210	-
北京	太阳星城C区-太阳广场	100%	56,900	268,000	202,100	25,000	6,898	2,717	2011-10	-	-	40,420	-	-	1,284
北京	太阳星城E区	100%	45,900	9,176	7,800	16,000	139	97	2008-12	7,020	780	-	124	15	-
北京	冠城·名敦道	80%	50,500	256,222	230,600	11,000	3,303	1,857	2010-12	115,300	57,650	50,732	1,550	853	788
桂林	桂林清秀花园	75%	34,100	1,000	1,000	4,500	6	1	2008-12	-	100	150	-	1	1
桂林	桂林清秀庭院	75%	39,400	40,500	40,500	4,500	227	63	1900-01	4,050	8,100	16,200	20	44	93
福州	冠城鼓楼庭院	100%	58,700	5,600	5,600	4,500	32	9	2009-12	560	1,120	2,240	3	6	13
衡阳	冠城江景	51%	6,100	7,400	7,400	2,800	27	6	2010-12	-	1,480	2,960	-	5	11
衡阳	朱陵阁	51%	2,300	7,800	7,300	2,800	26	5	2010-12	-	1,460	2,920	-	5	10
苏州	苏州宏业项目	100%	66,900	120,000	102,000	4,700	562	239	2008-12	40,800	51,000	10,200	211	290	61
南京	万盛世纪新城	80%	600,000	850,000	834,200	3,500	4,185	1,180	2013-09	-	41,710	58,394	-	177	260
深圳	深圳月亮湾项目	70%	49,600	240,000	205,700	12,000	3,376	1,180	2009-12	-	-	-	-	-	-
开发类项目合计			1,363,800	2,377,943	2,167,200	13,590	29,452	11,528		184,760	489,730	224,136	2,207	5,462	3,838

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 81：NAV 拆分

1. 在建及土地储备(NAV)

城市	项目	权益	可结算部分建 筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产 (百万元)	比例
北京	太阳星城F区	95%	29,111	27,656	26,200	24,890	1.2%	287	2.5%
北京	太阳星城B区(1-8#及写字楼)	100%	241,556	241,556	217,400	217,400	10.0%	666	5.8%
北京	太阳星城B区(剩余六栋)	100%	221,778	221,778	199,600	199,600	9.2%	2,673	23.2%
北京	太阳星城C区-凯德	100%	79,800	79,800	79,800	79,800	3.7%	534	4.6%
北京	太阳星城C区-太阳广场	100%	268,000	268,000	202,100	202,100	9.3%	2,717	23.6%
北京	太阳星城E区	100%	9,176	9,176	7,800	7,800	0.4%	97	0.8%
北京	冠城·名敦道	80%	256,222	204,978	230,600	184,480	10.6%	1,485	12.9%
桂林	桂林清秀花园	75%	1,000	750	1,000	750	0.0%	1	0.0%
桂林	桂林清秀庭院	75%	40,500	30,375	40,500	30,375	1.9%	47	0.4%
福州	冠城鼓楼庭院	100%	5,600	5,600	5,600	5,600	0.3%	9	0.1%
衡阳	冠城江景	51%	7,400	3,774	7,400	3,774	0.3%	3	0.0%
衡阳	朱陵阁	51%	7,800	3,978	7,300	3,723	0.3%	3	0.0%
苏州	苏州宏业项目	100%	120,000	120,000	102,000	102,000	4.7%	239	2.1%
南京	万盛世纪新城	80%	850,000	680,000	834,200	667,360	38.5%	944	8.2%
深圳	深圳月亮湾项目	70%	240,000	168,000	205,700	143,990	9.5%	826	7.2%
总计			2,377,943	2,065,420	2,167,200	1,873,642	100%	10,530	91%

2. 土地一级开发

太阳星城D区	95%	201,700	191,615	201,700	191,615	100.0%	117	1.0%
		201,700	191,615	201,700	191,615	100.0%	117	1.0%

3. 漆包线业务

4. 长期投资(北京海淀科技园建设股份有限公司)								600	5.2%
--------------------------	--	--	--	--	--	--	--	-----	------

总计

09年底未付土地款(百万元)								0	
净负债(净现金)(百万元)								2,295	
净资产(百万元)								9,219	
摊薄股本(百万)								613	
2009E年每股净资产(人民币)								15.04	
2010E年每股净资产(人民币)								15.68	

资料来源：公司资料、中金公司研究部

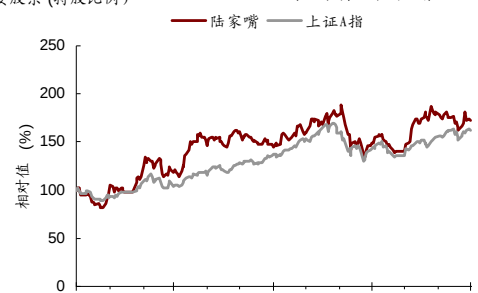
图表 82: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	1,618	2,211	3,897	4,625	4,486	4,275	7,944	6,531
主营业务成本	1,389	1,886	3,362	4,026	3,689	3,437	6,448	4,599
营业税金及附加	24	42	74	87	240	256	477	555
主营业务利润	205	282	462	511	557	581	1,019	1,377
营业费用	34	45	56	57	61	64	95	91
管理费用	41	51	69	66	79	77	119	111
财务费用	18	20	52	66	79	63	50	66
营业利润	112	166	283	315	309	377	754	1,109
税前利润	114	169	282	335	329	412	749	1,109
净利润	63	95	181	207	174	245	510	772
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	949	789	734	855	1,132	1,245	1,369	1,506
存货	1,104	1,170	3,090	3,932	4,627	5,553	6,108	6,719
货币资金	221	527	863	1,122	748	840	1,577	3,338
固定资产	287	420	436	439	446	428	410	391
应付款项	552	680	1,268	1,198	1,292	3,369	2,724	3,055
短期借款	489	540	1,648	2,851	2,670	1,670	2,170	2,670
股东权益	437	522	791	945	1,447	1,649	2,069	2,705
总资产	2,657	2,977	5,404	6,791	7,377	8,508	9,926	12,438
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	-467	455	-601	-457	-334	1,391	-697	490
投资活动现金流	-118	-142	-357	-381	-109	16	-25	-27
筹资活动现金流	194	-7	916	1,144	70	-1,316	1,460	1,298
现金及现金等价物净增加额	-391	306	-42	306	-374	92	737	1,761
期初现金及现金等价物余额	612	221	527	485	791	417	509	1,246
期末现金及现金等价物余额	221	527	485	791	417	509	1,246	3,007
财务指标								
毛利率	12.7%	12.8%	11.8%	11.1%	12.4%	13.6%	12.8%	21.1%
股息收益率	0.0%	67.9%	10.3%	23.2%	17.6%	17.6%	17.6%	0.0%
资产收益率	2.4%	3.2%	3.3%	3.0%	2.4%	2.9%	5.1%	6.2%
净资产收益率	14.4%	18.2%	22.9%	21.9%	12.0%	14.8%	24.6%	0.0%
净现金/股东权益	248.1%	152.2%	230.2%	278.2%	210.1%	116.8%	130.4%	93.6%
每股净资产	0.88	1.14	1.61	1.91	2.79	3.21	3.95	5.05

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

陆家嘴 (600663.CH)：中性

图表 83：陆家嘴主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
主营业务收入	2,051	1,700	3,141	2,556	3,250	B股	A股
(+/-)	-28%	-17%	85%	-19%	27%	当前股价	美元2.02 人民币27.46
主营业务利润	886	1,109	2,415	1,861	2,067	股票代码	900932.CH 600663.CH
(+/-)	-38%	25%	118%	-23%	11%	日成交量(百万股)	1 7
净利润	754	880	1,032	1,044	1,205	52周最高价/最低价	美元2.24/0.86 人民币31.58/13.25
(+/-)	25%	17%	17%	1%	15%	发行股数(百万股)	510 1,358
摊薄每股盈利	0.40	0.47	0.55	0.56	0.65	其中：流通股(百万股)	510 1,358
市盈率	68.0	58.2	49.7	49.1	42.6	市值(百万)	1,031 37,293
市净率	6.2	6.1	5.4	4.9	4.4	主要股东(持股比例)	上海陆家嘴(集团)有限公司(57.64%)
EV/EBITDA	61.8	49.6	23.0	30.7	29.0		
净资产收益率	9.2%	10.5%	10.9%	10.0%	10.3%		
现金分红收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

维持 A 股“中性”投资评级及 B 股“推荐”投资评级：我们根据最新的项目信息更新了公司 09、10 年 NAV 值至每股 18.39 元及每股 18.79 元。目前，公司 A 股股价对应 10 年市盈率分别为 49.1 倍，对 10 年底净资产有 46% 的溢价，估值并不便宜，因此我们维持“中性”的投资评级。而目前 B 股股价对 10 年底净资产价值仍折让 28%，维持“推荐”评级及 2.25 美元目标价。

关注

- **逐步转型商业地产：**陆家嘴之前主要是陆家嘴金融贸易区土地的一级开发商，土地批租收益一直是公司的主要利润来源，公司正在逐步向物业持有型公司转型，但我们认为，目前公司较多物业依然处于开业培育期，出租率和租金水平并不十分理想，短期内完全抵消批租收入逐步减少带来的负面影响尚有难度，公司近年的业绩波动性将加大。
- **258 万平米土地储备，其中 79% 集中在上海核心区域：**我们估计公司的土地储备达到约 258 万平米，其中约 203 万平米的投资物业集中在上海陆家嘴核心区域，而占比 21% 的开发物业主要为建面 55 万平米的天津红桥国际社区。

财务

我们预计公司 09-11 年将分别实现每股盈利 0.55 元、0.56 元及 0.65 元：公司于 09 年上半年结算了出让给和记黄埔的世纪大都会地块，我们预计公司 09 年将实现盈利约 10.3 亿元，合每股收益 0.55 元；随着公司出租物业完工，出租率提升，我们预计 10 年，11 年公司的出租收入将分别有 34% 及 55% 左右的增长，而整体营业收入约 25.6 亿元及 32.5 亿元。

图表 84：项目收入分解

城市	所属区域	开发类-所有项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
天津	环渤海	天津红桥国际社区陆家嘴河滨公寓	100%	550,982	468,335	12,000	7,881	2,008	2013-12	-	-	46,833	-	-	714
开发类项目合计				550,982	468,335	16,829	7,881	2,008		0	0	46,833	0	0	714

城市	所属区域	租赁项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元/平方米)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	出租面积(平方米)			租金收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	现有办公楼	100%	16,200	12,960	7,000	113	198	In use	12,312	12,312	12,312	18	19	19
上海	长三角	现有商铺	100%	40,700	32,560	7,500	305	498	In use	29,304	29,304	29,304	45	47	48
上海	长三角	明城大酒店	100%	40,083	32,066	5,000	200	953	In use	19,240	24,050	24,050	62	79	82
上海	长三角	东怡大酒店	100%	41,500	33,200	5,000	208	889	In use	16,033	19,240	24,050	49	60	77
合计				138,483	110,786	7,461	827	2,539		76,889	84,906	89,716	174	205	226

城市	所属区域	租赁项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	单位成本 (元)	总成本 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	出租面积(平方米)			租金收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	陆家嘴金融投资大厦 (星展银行大厦)	100%	46,000	36,800	11,000	506	985	2009-05	11,040	5,500	481	30	52	102
上海	长三角	上海中心大厦	45%	196,600	157,280	27,467	5,400	6,597	2011-12	-	-	2,160	-	-	365
上海	长三角	浦项大厦	78%	98,531	78,825	17,862	1,760	1,730	2011-12	70,942	16,076	1,672	142	147	159
上海	长三角	上海新国际博览中心	25%	226,500	181,200	12,768	2,892	6,568	2001-11	90,600	6,384	1,880	496	511	684
上海	长三角	陆家嘴信息服务中心	100%	5,000	4,000	4,000	20	87	2010-06	-	-	19	-	-	9
上海	长三角	陆家嘴渣打大厦	100%	44,000	35,200	12,000	528	968	2008-05	29,920	10,200	502	80	82	94
上海	长三角	软件园7号楼	55%	12,000	9,600	6,500	78	130	2007-03	8,640	5,850	70	12	12	13
上海	长三角	软件园8号楼	100%	29,700	23,760	5,000	149	249	2007-06	22,572	4,750	141	23	23	24
上海	长三角	软件园9号楼	100%	39,000	31,200	6,000	234	352	2008-06	28,080	5,400	222	31	32	34
上海	长三角	软件园10号楼	100%	25,000	20,000	4,000	100	228	2009-12	-	1,200	90	-	8	26
上海	长三角	软件园11号楼	100%	71,452	57,162	6,000	429	515	2011-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	金杨商业中心	100%	6,000	4,800	9,000	54	91	n.a.	4,560	8,550	51	8	9	9
上海	长三角	陆家嘴96广场	55%	29,000	23,200	10,000	290	610	2008-09	17,400	8,000	261	47	51	59
上海	长三角	陆家嘴1885文化中心	100%	7,500	6,000	11,000	83	128	2008-04	4,800	9,350	74	11	12	13
上海	长三角	钻石大厦	55%	39,000	31,200	9,700	378	561	2009-06	4,680	4,850	284	9	32	50
上海	长三角	金桥科创园	100%	32,000	25,600	9,000	288	297	2008-05	20,480	7,200	230	28	29	30
上海	长三角	竹园2-11地块陆家嘴基金大厦	55%	32,500	26,000	8,000	260	196	2011-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	软件园C区(上好佳厂房)改造装修项目	100%	11,000	8,800	3,000	33	10	2008-12	4,400	1,500	26	1	1	2
上海	长三角	塘东总部基地	100%	300,000	240,000	8,000	2,400	891	2014-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	竹园2-9地块陆家嘴投资大厦	55%	33,300	26,640	8,000	266	200	2011-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	竹园2-3地块世纪大都会	55%	164,000	131,200	8,000	1,312	707	2014-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	竹园2-16地块竹园绿地配套用房	55%	3,500	2,800	3,000	11	5	2014-12	-	-	-	-	-	-
上海	长三角	东银公寓	100%	42,000	33,600	6,000	252	266	2010-12	-	-	189	-	-	23
上海	长三角	东和花苑	100%	84,000	67,200	7,000	588	292	2009-12	23,520	2,800	353	10	12	19
天津	环渤海	天津红桥国际社区	100%	310,000	248,000	8,000	2,480	2,701	2013-12	-	-	992	-	-	144
合计				1,887,583	1,510,066	10,192	15,390	18,765		341,634	97,610	9,698	928	1,013	1,859

城市	所属区域	租赁类-非并表项目	权益	可结算部分建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	预期售价 (元/平方米)	总收入 (百万元)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	结算面积(平方米)			销售收入(百万元)		
										2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
上海	长三角	上海中心大厦	45%	196,600	157,280	27,467	5,400	6,597	2011-12	-	-	2,160	-	-	365
上海	长三角	上海新国际博览中心	25%	226,500	181,200	12,768	2,892	6,568	2001-11	90,600	6,384	1,880	496	511	684
租赁类非并表项目总计				423,100	338,480	24,498	8,292	13,165		90,600	6,384	4,040	496	511	1,050

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 85: NAV 拆分

1. 在建出售物业(NAV)

城市	出售项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
天津	天津红桥国际社区陆家嘴河滨公寓	100%	550,982	550,982	468,335	16%	2,008	6%
	小计		550,982	550,982	468,335	16%	2,008	6%

2. 投资性物业(NAV)

城市	租赁项目	权益	可结算部分 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
上海	现有办公楼	100%	16,200	16,200	12,960	0%	198	1%
上海	现有商铺	100%	40,700	40,700	32,560	1%	498	1%
上海	明城大酒店	100%	40,083	40,083	32,066	1%	953	3%
上海	东怡大酒店	100%	41,500	41,500	33,200	1%	889	3%
上海	陆家嘴金融投资大厦（星展银行大厦）	100%	46,000	46,000	36,800	1%	985	3%
上海	上海中心大厦	45%	196,600	88,470	157,280	5%	2,969	9%
上海	浦项大厦	78%	98,531	76,362	78,825	3%	1,341	4%
上海	上海新国际博览中心	25%	226,500	56,625	181,200	6%	1,642	5%
上海	陆家嘴信息服务中心	100%	5,000	5,000	4,000	0%	87	0%
上海	陆家嘴渣打大厦	100%	44,000	44,000	35,200	1%	968	3%
上海	软件园7号楼	55%	12,000	6,600	9,600	0%	71	0%
上海	软件园8号楼	100%	29,700	29,700	23,760	1%	249	1%
上海	软件园9号楼	100%	39,000	39,000	31,200	1%	352	1%
上海	软件园10号楼	100%	25,000	25,000	20,000	1%	228	1%
上海	软件园11号楼	100%	71,452	71,452	57,162	2%	515	2%
上海	金杨商业中心	100%	6,000	6,000	4,800	0%	91	0%
上海	陆家嘴96广场	55%	29,000	15,950	23,200	1%	336	1%
上海	陆家嘴1885文化中心	100%	7,500	7,500	6,000	0%	128	0%
上海	钻石大厦	55%	39,000	21,450	31,200	1%	308	1%
上海	金桥科创园	100%	32,000	32,000	25,600	1%	297	1%
上海	东银公寓	100%	42,000	42,000	33,600	1%	266	1%
上海	东和花苑	100%	84,000	84,000	67,200	2%	292	1%
上海	竹园2-9地块陆家嘴投资大厦	55%	33,300	18,315	26,640	1%	110	0%
上海	竹园2-3地块世纪大都会	55%	164,000	90,200	131,200	4%	389	1%
上海	竹园2-16地块竹园绿地配套用房	55%	3,500	1,925	2,800	0%	3	0%
天津	天津红桥国际社区	100%	310,000	310,000	248,000	8%	2,701	8%
上海	竹园2-11地块陆家嘴基金大厦	55%	32,500	17,875	26,000	1%	108	0%
上海	软件园C区(上好佳厂房)改造装修项目	100%	11,000	11,000	8,800	0%	10	0%
上海	塘东总部基地	100%	300,000	300,000	240,000	8%	891	3%
	小计		2,026,066	1,584,907	1,620,853	55%	17,874	53%
	3. 其它前期策划项目 (NAV)		1,004,248	1,004,248	853,611	29%	8,034	24%
	4. 土地转让 (NAV)						5,318	16%
	5. 其它股票投资等 (NAV)						460	1%

总计(百万元)	3,581,296	3,140,137	2,942,798	33,694
净现金(百万元)				646
净资产值(百万元)				34,341
总股本(百万)				1,868
每股净资产值 2009E(元)				18.39
每股净资产值 2010E(元)				18.79

资料来源：公司资料、中金公司研究部

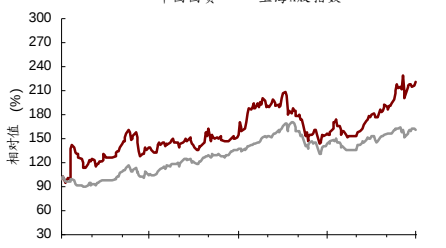
图表 86: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	2,266	2,104	1,828	2,868	2,051	1,700	3,141	2,556	3,250
主营业务利润	853	843	1,059	1,423	886	1,109	2,415	1,861	2,067
营业利润	760	667	849	1,174	863	1,013	2,128	1,661	1,810
税前利润	798	753	859	1,352	879	1,117	2,255	1,768	1,881
减: 所得税	117	138	148	218	17	201	404	318	339
净利润	664	536	570	605	754	880	1,032	1,044	1,205
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	260	752	1,064	963	781	441	530	635	762
存货	4,167	3,768	4,389	5,258	6,076	9,542	10,496	11,546	12,123
货币资金	3,173	3,641	4,239	4,588	4,190	2,426	2,661	2,684	2,955
固定资产	139	132	62	938	1,059	243	267	294	323
应付款项	2,551	2,811	3,932	4,572	4,761	8,294	7,478	6,447	6,996
短期借款	175	90	0	0	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,730	3,041	3,972	4,581	4,775	8,307	7,480	6,448	6,997
长期借款	120	0	0	0	0	0	2,015	4,015	4,215
负债合计	2,850	3,058	4,020	4,678	5,055	8,410	9,607	10,585	11,345
股东权益	5,594	6,024	6,344	7,122	8,210	8,411	9,443	10,488	11,693
总资产	8,889	9,608	11,011	12,783	14,304	17,787	20,209	22,463	24,707
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	1,475	631	909	940	339	-1,083	-461	-715	1,580
投资活动现金流	31	25	1	-273	-552	-430	-1,057	-1,010	-1,217
筹资活动现金流	-122	-187	-312	-346	-181	-250	1,754	1,747	-91
现金及现金等价物净增加额	1,383	469	598	318	-398	-1,764	236	23	271
期初现金及现金等价物余额	1,790	3,173	3,642	4,270	4,588	4,190	2,426	2,661	2,684
期末现金及现金等价物余额	3,173	3,642	4,239	4,588	4,190	2,426	2,661	2,684	2,955
财务指标									
毛利率	38%	40%	58%	50%	43%	65%	77%	73%	64%
经营利润率	34%	32%	46%	41%	42%	60%	68%	65%	56%
净利率	29%	25%	31%	21%	37%	52%	33%	41%	37%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
资产收益率	7.5%	5.6%	5.2%	4.7%	5.3%	5.0%	5.1%	4.6%	4.9%
净资产收益率	11.9%	8.9%	9.0%	8.5%	9.2%	10.5%	10.9%	10.0%	10.3%
资产负债率	32%	32%	37%	37%	35%	47%	48%	47%	46%
净现金/股东权益	-48%	-52%	-60%	-57%	-45%	-26%	-6%	11%	9%
每股盈利	0.36	0.29	0.31	0.32	0.40	0.47	0.55	0.56	0.65
每股分红	0.06	0.05	0.06	0.07	0.08	0.11	0.13	0.14	0.16
每股净资产	3.0	3.2	3.4	3.8	4.4	4.5	5.06	5.62	6.26

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

中国国贸 (600007.CH)：中性

图表 87：中国国贸主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	886	897	879	1,229	1,428	当前股价	人民币13.29
(+/-)	4%	1%	-2%	40%	16%	股票代码	600007.CH
主营业务利润	504	495	480	580	742	日成交量(百万股)	3.93
(+/-)	2%	-2%	-3%	21%	28%	52周最高价/最低价	人民币14.25/7.08
净利润	289	354	303	319	434	发行股数(百万股)	1007
(+/-)	19%	23%	-14%	5%	36%	其中：流通股(百万股)	1007
摊薄每股盈利(元)	0.29	0.35	0.30	0.32	0.43	总市值(百万元)	13387
市盈率	46.3	37.8	44.1	42.0	30.8	主要股东(持股比例)	中国国际贸易中心有限公司(80.26%)
市净率	3.3	3.2	3.0	2.8	2.5		
EV/EBITDA	28.0	28.1	25.9	22.9	28.1		
净资产收益率(%)	7.2	8.4	6.7	6.6	8.2		
现金分红收益率(%)	0.90	1.13	0.97	1.02	1.38		

资料来源：公司数据、彭博咨询、中金公司研究部

投资建议

我们依然维持“中性”的投资评级：我们根据最新的项目信息更新了公司 09 及 10 年的净资产值为每股 10.94 元及每股 10.89 元。公司目前股价较 10 年 NAV 值溢价 22%，对应的 10 年市盈率为 42.0 倍，公司目前的估值并不便宜，而三期开业初期将受限于较长的装修免租期及大额的开办费用，短期内对业绩增厚将较为有限，因此我们维持对于公司“中性”投资评级。

关注

- 北京 CBD 核心地区的持有物业运营商：**中国国贸是一家纯物业持有类公司，目前经营的主要物业为共计 27.5 万平米建筑面积的国贸一期、二期写字楼和商场以及建筑面积 1 万平米的国贸展厅，而在开发的物业为总建面达 24 万平米的国贸三期写字楼、商场及酒店。往后看，随着三期的竣工、公司可出租面积提升，持有物业经营收入有望快速增长。
- 北京写字楼市场有望于 10 年走出低谷：**随着经济的逐步回升，北京写字楼市场租金已经基本见底，CBRE 的市场监测报告显示三季度北京优质写字楼租金报价为 192.6 元/平米·月，较上季度环比微升 0.1%，空置率也较上季度回落了 0.6 个百分点，达 22.4%。往后看，我们认为，随着实体经济的进一步恢复，北京写字楼市场有望于 10 年走出低谷，租金获得恢复性增长。
- 国贸三期年底开业尚有难度：**根据公司三季报披露，国贸主塔楼公共区域及酒店的装修工程进度完成在 80%~90%之间，目前正在进行消防验收，我们预计国贸三期在年底前开业尚有难度，而建成初始时期较高的折旧、房地产税及运营成本入账也将拉低公司毛利率水平。根据我们的测算，我们预计国贸三期整体 10 年将贡献收入约 3 亿元。

财务

我们预计 09-11 年分别实现每股盈利 0.30 元、0.32 元及 0.43 元，09-11 年的复合增长率为 20%：随着国贸三期整体开业，我们认为公司的出租收入将录得较好的增长，但高额的开办费用及折旧将在短期内拖累公司业绩，我们预计公司 09-11 年将分别实现营业收入 8.79 亿元、12.29 亿元及 14.2 亿元；实现净利润 3.03 亿元、3.19 亿元及 4.34 亿元。

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。

图表 88: 项目收入分解

城市	所属区域	租赁项目	权益	可出租部分建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	净资产值 (百万元)	计划竣工时间	出租面积 (平方米)			租金收入 (百万元)		
								2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
北京	环渤海	国贸一期写字楼	100%	100,000	60,000	2,381	在租	51,000	57,000	57,000	224	258	266
北京	环渤海	国贸二期写字楼	70%	75,000	45,000	1,761	在租	38,250	42,750	42,750	168	194	200
北京	环渤海	国贸一和二期商场	100%	40,000	29,368	2,438	在租	29,074	29,074	29,074	251	258	266
北京	环渤海	国贸一和二期公寓	100%	60,000	51,000	1,136	在租	43,350	43,350	43,350	119	123	127
北京	环渤海	国贸展厅	100%	10,000	10,000	505	在用	6,000	6,500	6,500	48	54	55
北京	环渤海	国贸三期A写字楼	100%	135,000	94,500	2,609	2010-06	-	23,625	33,075	0	110	158
北京	环渤海	国贸三期A商场	100%	63,000	44,100	2,874	2010-06	-	15,000	24,000	0	98	161
北京	环渤海	国贸三期A酒店	100%	42,000	29,400	1,431	2010-06	-	7,350	13,230	0	73	135
合计				525,000	363,368	15,136		167,674	224,649	248,979	811	1,167	1,368

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 89: NAV 拆分

投资物业(NAV)

城市	项目	权益	可结算规划 建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可出租面积 (平方米)	比例	权益净资产值 (百万元)	比例
北京	国贸一期写字楼	100%	100,000	100,000	60,000	16.5%	2,381	16.3%
北京	国贸二期写字楼	70%	75,000	52,500	45,000	12.4%	1,233	8.4%
北京	国贸一和二期商场	100%	40,000	40,000	29,368	8.1%	2,438	16.7%
北京	国贸一和二期公寓	100%	60,000	60,000	51,000	14.0%	1,136	7.8%
北京	国贸展厅	100%	10,000	10,000	10,000	2.8%	505	3.5%
北京	国贸三期A写字楼	100%	135,000	135,000	94,500	26.0%	2,609	17.9%
北京	国贸三期A商场	100%	63,000	63,000	44,100	12.1%	2,874	19.7%
北京	国贸三期A酒店	100%	42,000	42,000	29,400	8.1%	1,431	9.8%
小计			525,000	502,500	363,368	100.0%	14,608	100.0%
其它							275	
总计							14,883	
净债务							-3,860	
净资产值							11,023	
2009年每股净资产值(元)							10.94	
2010年每股净资产值(元)							10.89	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 90：历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)									
主营业务收入	647	711	778	853	886	897	879	1,229	1,428
主营业务利润	359	390	449	496	504	495	480	580	742
减：营业费用	5	7	8	4	6	11	11	18	23
管理费用	48	50	50	58	54	54	53	80	93
财务费用	-2	12	22	67	5	-4	5	50	40
营业利润	308	321	369	367	439	434	411	432	586
税前利润	315	318	371	364	437	474	405	426	580
减：所得税	104	107	124	122	147	119	102	107	146
净利润	212	211	247	242	289	354	303	319	434
资产负债表 (人民币百万元)									
应收款项	11	20	17	18	31	27	30	32	35
货币资金	203	171	585	252	322	193	200	144	131
流动资产合计	226	203	610	278	361	229	239	186	178
固定资产	2,810	2,696	2,529	2,494	2,389	2,165	6,908	7,424	7,917
应付款项	252	269	273	317	488	597	660	719	785
短期借款	450	450	650	890	170	50	200	100	50
流动负债合计	702	719	923	1,207	658	647	860	819	835
长期借款	0	0	0	0	1,460	2,260	2,860	3,060	3,110
负债合计	1,944	1,960	3,134	2,207	3,118	3,907	4,720	4,879	4,945
股东权益	2,449	2,536	2,562	3,849	4,018	4,221	4,525	4,844	5,278
总资产	4,393	4,496	5,696	6,058	7,137	8,130	9,246	9,724	10,225
现金流量表 (人民币百万元)									
经营活动现金流	373	385	414	454	445	430	492	511	682
投资活动现金流	-994	-280	-1,025	-767	-878	-897	-1,106	-531	-509
筹资活动现金流	367	-137	1,029	-68	503	337	621	-36	-185
现金及现金等价物净增加额	-254	-32	414	-380	71	-130	7	-56	-12
期初现金及现金等价物余额	457	203	171	632	252	323	193	200	144
期末现金及现金等价物余额	203	171	585	252	323	193	200	144	132
财务指标									
毛利率	55%	55%	58%	58%	57%	55%	55%	47%	52%
净利率	33%	30%	32%	28%	33%	40%	35%	26%	30%
股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	1.1%	0.9%	1.0%	1.4%
资产收益率	4.8%	4.7%	4.3%	4.0%	4.1%	4.4%	3.3%	3.3%	4.2%
净资产收益率	8.6%	8.3%	9.6%	6.3%	7.2%	8.4%	6.7%	6.6%	8.2%
资产负债率	44%	44%	55%	36%	44%	48%	51%	50%	48%
净现金/股东权益	15%	15%	16%	12%	11%	10%	11%	11%	13%
每股盈利	0.21	0.21	0.24	0.24	0.29	0.35	0.30	0.32	0.43
每股分红	0.12	0.12	0.15	0.12	0.12	0.15	0.13	0.14	0.18
每股净资产	2.4	2.5	2.5	3.8	4.0	4.2	4.49	4.81	5.24

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 91: 每股净收益、每股净资产预测调整

公司名称	每股收益 (元)									NAV/股(元)					
	调整前			调整后			调整百分比			调整前		调整后		调整百分比	
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
万科A	0.50	0.65	0.81	0.50	0.67	0.83	0%	4%	2%	9.3	10.1	10.6	11.6	14%	14%
金地集团	0.55	0.75	0.97	0.55	0.80	1.10	0%	8%	14%	13.8	15.2	15.8	17.7	15%	17%
金融街	0.54	0.62	0.73	0.55	0.66	0.75	2%	6%	3%	14.7	15.4	15.4	16.2	5%	6%
首开股份	0.70	1.00	1.30	0.70	1.00	1.30	0%	0%	0%	23.6	26.8	24.0	27.3	2%	2%
保利地产	1.00	1.25	1.35	1.00	1.20	1.35	0%	-4%	0%	19.5	22.0	21.0	23.8	8%	8%
华发股份	0.96	0.99	1.11	0.96	1.04	1.14	0%	5%	3%	19.0	21.0	21.5	23.3	13%	11%
北京城建	0.62	0.81	0.90	0.62	0.81	0.90	0%	0%	0%	18.9	20.2	19.0	20.4	1%	1%
荣盛发展	0.65	0.99	1.32	0.65	0.95	1.31	0%	-4%	-1%	12.4	16.0	12.4	16.0	0%	0%
栖霞建设	0.21	0.28	0.35	0.22	0.33	0.42	5%	17%	22%	5.8	6.4	6.4	7.2	10%	12%
中华企业	0.59	0.63	0.71	0.59	0.68	0.73	0%	8%	4%	11.1	12.1	11.9	13.1	7%	8%
阳光股份	0.47	0.45	0.42	0.47	0.49	0.44	-1%	8%	6%	8.4	9.0	9.8	10.6	17%	18%
亿城股份	0.32	0.35	0.38	0.32	0.38	0.48	0%	9%	25%	5.3	5.6	5.8	6.2	9%	10%
大龙地产	0.72	0.96	1.32	0.72	0.96	1.32	0%	0%	0%	13.4	15.2	12.9	14.7	-4%	-4%
冠城大通	0.40	0.83	1.26	0.40	0.83	1.26	0%	0%	0%	15.0	15.7	15.0	15.7	0%	0%
浦东金桥	0.30	0.45	0.53	0.40	0.46	0.54	34%	1%	2%	14.4	15.9	15.6	17.3	9%	9%
陆家嘴	0.55	0.56	0.61	0.55	0.56	0.65	0%	0%	5%	17.8	18.2	18.4	18.8	3%	3%
中国国贸	0.28	0.33	0.40	0.30	0.32	0.43	7%	-5%	7%	10.8	10.8	10.9	10.9	1%	1%
中间值							0%	2%	3%					6%	7%
平均值							3%	3%	5%					6%	6%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 92：收入、基本净利润预测调整

公司名称	营业收入（百万）									净利润（百万）								
	调整前			调整后			调整百分比			调整前			调整后			调整百分比		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
万科A	48,665	57,259	66,532	48,922	60,498	68,522	1%	6%	3%	5,530	7,094	8,884	5,550	7,362	9,093	0%	4%	2%
金地集团	12,656	16,330	20,852	12,655	17,054	22,338	0%	4%	7%	1,364	1,851	2,398	1,364	1,997	2,726	0%	8%	14%
金融街	4,187	7,268	10,324	4,797	7,875	11,981	15%	8%	16%	1,337	1,549	1,819	1,369	1,637	1,865	2%	6%	3%
首开股份	5,314	8,166	10,007	5,314	8,166	10,007	0%	0%	0%	810	1,152	1,491	810	1,152	1,491	0%	0%	0%
保利地产	22,932	28,001	35,832	23,564	29,041	37,657	3%	4%	5%	3,507	4,397	4,761	3,516	4,231	4,758	0%	-4%	0%
华发股份	4,945	5,277	6,263	4,945	5,277	6,449	0%	0%	3%	786	810	907	786	850	933	0%	5%	3%
北京城建	2,918	3,837	4,916	2,918	3,837	4,916	0%	0%	0%	458	598	668	458	598	668	0%	0%	0%
荣盛发展	3,272	4,668	6,979	3,272	4,668	6,979	0%	0%	0%	587	883	1,184	587	852	1,174	0%	-4%	-1%
栖霞建设	2,449	2,807	3,420	2,415	3,141	3,563	-1%	12%	4%	216	292	363	228	342	445	5%	17%	22%
中华企业	3,569	4,219	5,664	3,569	4,642	5,665	0%	10%	0%	639	685	771	639	740	800	0%	8%	4%
阳光股份	953	1,890	1,554	1,047	2,062	1,657	10%	9%	7%	254	242	224	251	261	237	-1%	8%	6%
亿城股份	2,157	2,371	2,452	2,149	2,565	3,043	0%	8%	24%	293	316	346	292	343	433	0%	9%	25%
大龙地产	1,645	1,947	2,628	1,645	1,947	2,628	0%	0%	0%	298	398	546	298	398	546	0%	0%	0%
冠城大通	4,275	7,944	6,531	4,275	7,944	6,531	0%	0%	0%	245	510	772	245	510	772	0%	0%	0%
浦东金桥	949	1,557	2,057	949	1,104	2,057	0%	-29%	0%	249	384	445	335	388	452	34%	1%	2%
陆家嘴	3,141	2,556	3,072	3,141	2,556	3,250	0%	0%	6%	1,032	1,044	1,146	1,032	1,044	1,205	0%	0%	5%
中国国贸	1,088	1,396	1,537	879	1,229	1,428	-19%	-12%	-7%	284	337	406	303	319	434	7%	-5%	7%
中间值							0%	2%	3%							0%	2%	3%
平均值							0%	1%	4%							3%	3%	5%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

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: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。