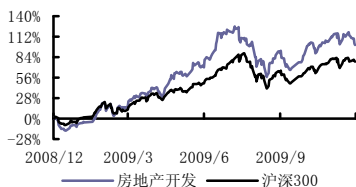


房地产 - 房地产开发

Real estate-real estate development

2009 年 12 月 17 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
房地产开发	-4.64%	5.82%	101.64%
沪深 300	-1.79%	9.28%	78.53%

代码	名称	6m%	YTD%	评级
000002	万科 A	-4.78	58.38	买入
600048	保利地产	-8.02	81.55	买入
600208	新湖中宝	-2.67	118.60	买入
600823	世茂股份	25.11	139.32	买入
000718	苏宁环球	15.04	194.12	买入
000402	金融街	28.80	71.82	增持
600376	首开股份	26.95	197.27	增持
002244	滨江集团	31.67	220.38	增持
000024	招商地产	3.45	149.35	增持
600895	张江高科	-2.84	80.32	增持
002146	荣盛发展	70.24	407.88	增持
600266	北京城建	30.37	148.70	增持

相关报告

《2009 年 9 月投资策略-估值合理, 建议增持》, 2009.10

《2009 年 4 季度投资策略-看好 4 季度成交量增长, 建议超配》, 2009.10

金融地产小组

+86 755 83199599ext8280
wangbq1@csc.com.cn

分析师申明

本人, 金融地产小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

短期压力消除, 增长更趋理性

—2010 年房地产行业投资策略

评级: 强于大市

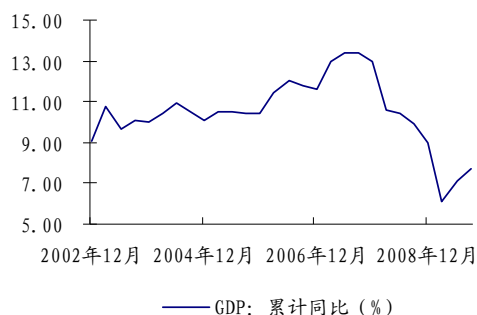
- **适度宽松的货币政策, 有利于房地产市场的稳定发展。**国民经济复苏的基础还不稳定, 短期通货膨胀压力较小, 未来仍然会保持较为宽松的货币政策, 这有利于房地产市场的稳定发展。
- **人口红利和城镇化进程加快, 将会刺激购房需求持续增长。**我国处于人口红利的有利发展时期, 放松户口限制和加速城镇化进程的政策, 将为二三线城市房地产市场带来机遇, 未来购房需求依然十分强劲。
- **商品住宅市场供不应求的局面短期不会改变。**2009 年上半年成交量快速增长, 库存消化加速, 虽然开发商纷纷上调了新开工计划, 然后由于开发周期较长, 短期将会维持供不应求的局面。
- **商业地产将会随着国民经济的好转而回升。**随着 2009 年国际形势的逐步好转和我国经济快速复苏, 写字楼销售面积不断增长, 预计未来写字楼租赁市场将会回升, 同时保险资金投资不动产开闸和 reits 可能推出, 将为写字楼市场带来新的发展契机。
- **2010 年下半年供求矛盾将会得到缓解。**2008 年底以来新增的投资最早将会在 2010 年下半年进入销售, 将会缓解当前供不应求的矛盾。
- **维持房地产行业“强于大势”的投资评级。**政策压力逐步消除, 短期商品住宅市场供求矛盾突出, 商业地产将会随着经济复苏逐步回升, 主要房地产上市公司业绩增长确定性高, 估值水平合理, 维持“强于大势”的投资评级。
- **推荐个股。**土地储备丰富的个股, 包括万科 A、保利地产、招商地产、新湖中宝、首开股份、北京城建; 核心地段商业地产, 包括世茂股份、张江高科、金融街; 二线城市龙头个股, 包括苏宁环球、荣盛发展、滨江集团。
- **风险提示。**2010 年下半年供给将会增加, 同时国家可能继续出台房地产市场微调的政策

适度宽松的货币政策，有利于房地产市场的稳定发展

国民经济复苏的基础还不稳定

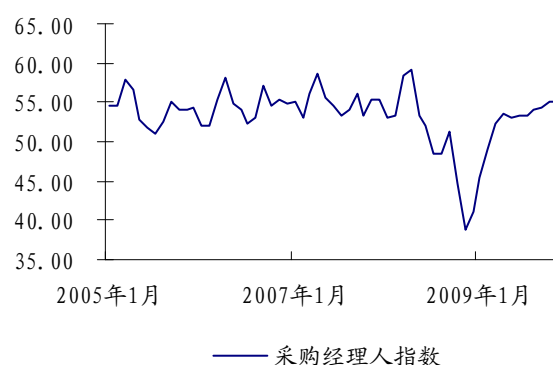
2008 年下半年以来，随着国际金融危机影响的减弱和国家出台一系列经济刺激政策，国民经济形势逐步好转，2009 年三季度 GDP 同比增长 7.7%，采购经理人指数从 2009 年 3 月以来稳定增长，显示国民经济复苏势头良好。

Figure 1 GDP 累计同比涨幅



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

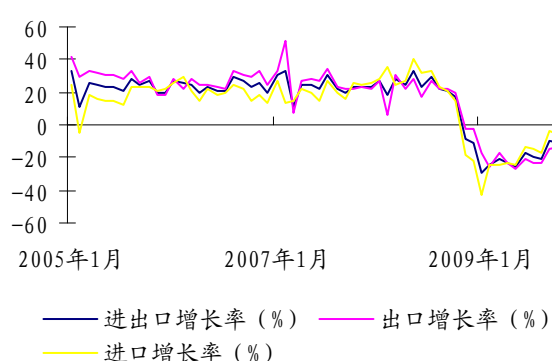
Figure 2 采购经理人指数走势



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

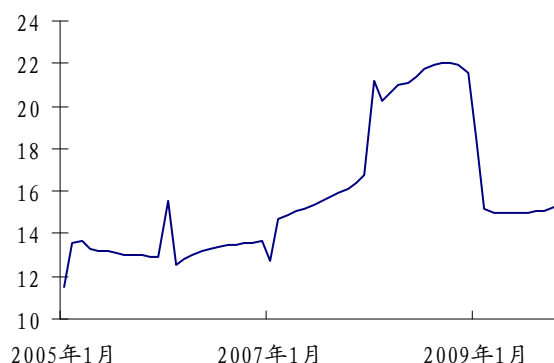
虽然国民经济处于复苏的进程中，然而国民经济复苏的基础还不稳固，受到国际经济复苏缓慢的影响，我国出口形势严峻，2009 年以来进出口商品总额长期处于负增长的状态，虽然 11 月份同比增长率转正，但是进出口形势依然严峻，消费增长缓慢，在经历了 2008 年社会消费品零售总额下滑以后，2009 年社会消费品零售总额长期处于较低的增长水平。

Figure 3 全国对外贸易商品总额同比增长率



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 4 全社会消费品零售总额同比增长率



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

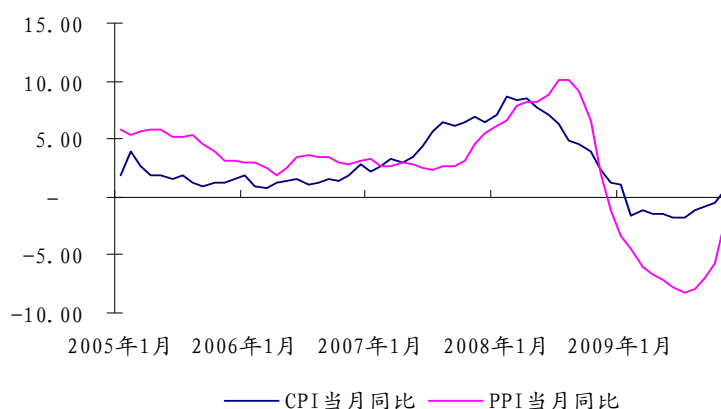
目前对国民经济拉动最大的仍然是固定资产投资，其中房地产投资占固定资产投资的比例不断加大，截止到 2009 年 9 月，今年累计完成房地产投资额 29,877.01 亿元，同比增长 22.40%，占全部固定资产投资的比例达到 22.43%，占前三季度 GDP 的比例达到 13.72%，房地产行业直接与银行业、建筑建材、钢铁、家电等国民经济支柱产业密切相关，

今年房地产市场的快速复苏，带动了房地产行业和相关行业的复苏，刺激了就业的增长，对于国民经济的复苏起到了重要作用。

短期通货膨胀压力较小

虽然国民经济复苏态势良好，但是从 CPI、PPI 增速来看，短期不存在通货膨胀的压力，虽然 11 月份 CPI 同比增长速度从负转正，然后总体来看价格总水平增长幅度较小。

Figure 5 CPI、PPI 同比增速



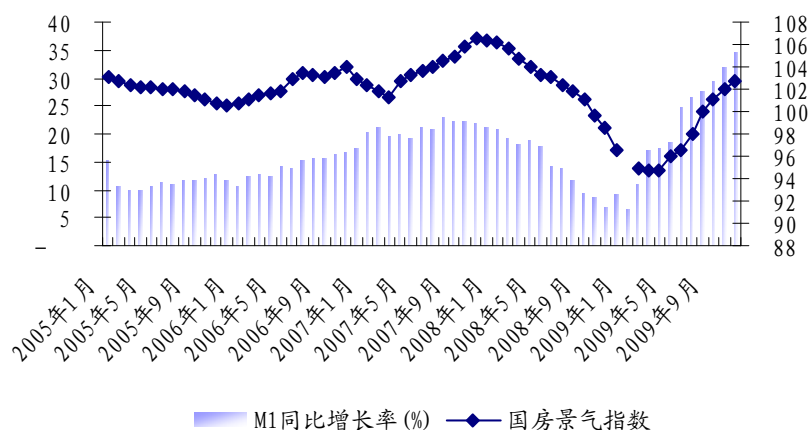
数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

未来将会继续保持适度宽松的货币政策

鉴于国际经济形势依然严峻，国民经济复苏的基础还不稳定，房地产行业在国民经济中的支柱地位日益重要，对于促进就业和刺激经济增长有十分重要的作用，同时短期通货膨胀压力较小，未来仍然会保持较为宽松的货币政策。

2009 年 12 月召开的中央经济工作提出，要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。从历史数据来看，货币供给与房地产投资和房地产销售高度关联，适度宽松的货币政策，将有利于房地产市场的稳定发展。

Figure 6 M1 增速与国房景气指数相关性较高



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

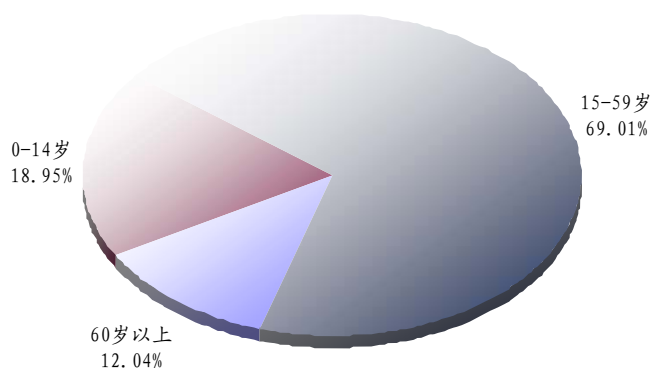
人口红利和城镇化进程促进购房需求持续增长

人口红利有利于购房需求的增长

所谓“人口红利”，是指一个国家的劳动年龄人口占总人口比重较大，抚养率比较低，为经济发展创造了有利的人口条件，整个国家的经济成高储蓄、高投资和高增长的有利局面，于此同时老龄人口占比较低，中青年人口在人口中占据较大比重。

随着我国实行计划生育政策的逐步实施，出生率不断降低，少儿抚养比亦迅速下降，劳动年龄人口比例上升，形成目前劳动力资源相对丰富、抚养负担轻、于经济发展十分有利的“黄金时期”，预计未来我国仍然处于人口红利的有利发展阶段。

Figure 7 2008 年中国人口年龄结构图



数据来源：人口和计划生育委员会、世纪证券研究所

人口红利被认为是我国改革开放以来经济增长奇迹的重要源泉之一。据世界银行估计，人口红利的结构性优势对中国经济增长的贡献度达到了30%以上。

与经济快速增长对应的是居民收入和储蓄的快速增长和不断增长的购房需求，由于中青年人口在人口中占据较大比例，对首次置业和改善性置业的需求都十分强烈，同时他们也是社会财富的主要创造者和拥有者，拥有较多的储蓄和收入，能够形成实际的购买力。

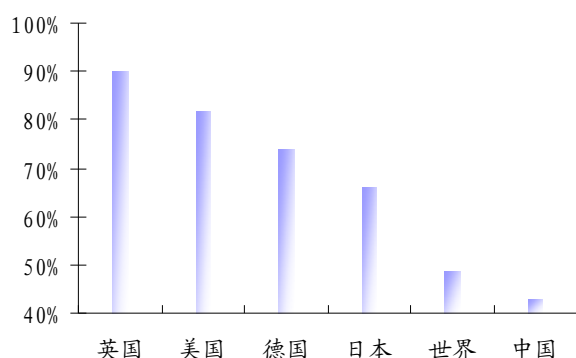
我国目前仍然处于城镇化进程之中

虽然随着我国工业化进程的发展，城镇人口不断增长，根据2008年人口与计划生育委员会公布的人口数据，目前我国城镇人口占比为43%，低于主要发达国家和世界平均水平农村人口依然占据全国人口的主要地位，农业在国民经济中起到基础产业的地位。根据统计，目前我国年城镇化率2.7%，高于主要发达国家和世界平均水平，城镇化进程正处于高速发展的阶段。

2009年中央经济工作会议提出，要积极稳妥推进城镇化，放宽中小城市和城镇户籍限制，这将为城镇化带来新的催化剂。随着城镇化进程的加速，大量农村人口涌入城镇，流动人口在城市人口中所占比例不断

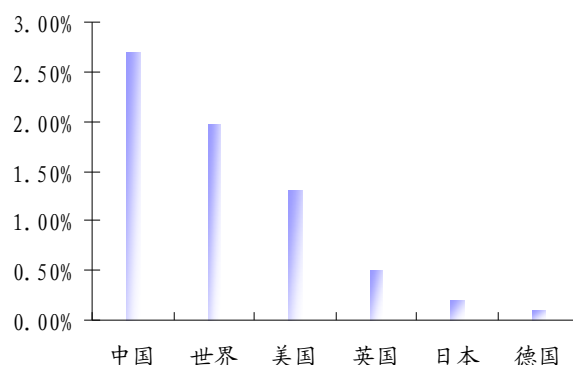
加大，在沿海和部分发达城市，外来流动人口持续增长，带动了购房需求的强劲增长。

Figure 8 2008 年城市化率



数据来源：CIA，世纪证券研究所

Figure 9 年城市化率比较



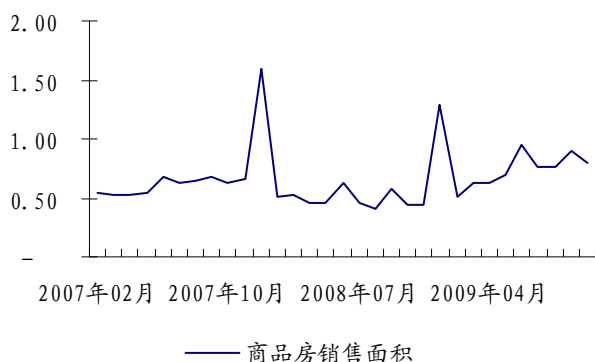
数据来源：CIA，世纪证券研究所

商品住宅市场短期将会维持供不应求的局面

2009 年库存消化加速，供销比持续下降

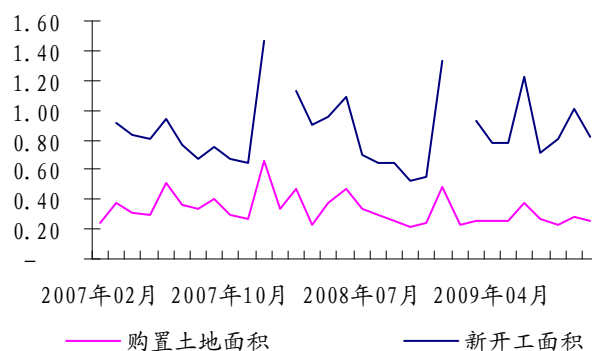
2008 年受到国际金融危机和国民经济增长放缓的不利影响，商品住宅成交量大幅下滑，成交价格不断下跌，开发商对房地产市场前景趋于悲观，投资意愿下降，同时由于连续实行的紧缩性货币政策，银行对房地产投资的贷款减少，使得开发商的资金链紧张，纷纷下调了土地开发和新开工计划。

Figure 10 全国商品房销售面积



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

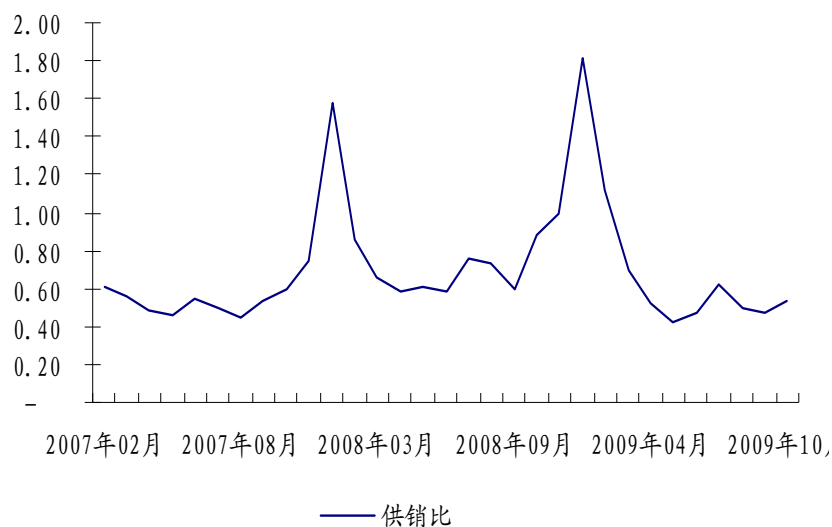
Figure 11 购置土地面积和新开工面积



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

随着 2008 年底出台一系列促进房地产市场的优惠政策和国际金融危机的影响逐渐降低，刚性需求得到释放，开发商纷纷加大了销售力度，2009 年上半年房地产市场快速回升，成交量和成交价格快速增长，库存消化加速，虽然开发商纷纷上调了新开工计划，然后由于房屋本身的开发周期较长，短期供给不能有效增加，库存量快速下降，供销比（竣工面积/销售面积）快速下降，供不应求的矛盾日益明显。

Figure 12 全国商品房供销比



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

主要城市商品住宅销售良好，库存消化时间不断缩短

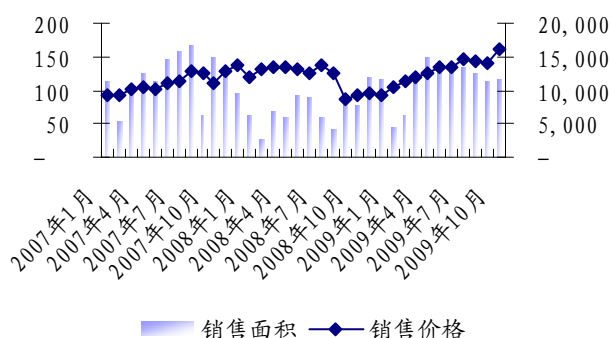
随着购房优惠政策的实施，居民刚性购房需求得到释放，投资型购房需求也不断高涨，数据显示，2009年1月-10月，一线城市北京、上海、深圳、广州商品住宅成交量同比分别增长73.04%、69.50%、102.39%、83.81%，其中深圳、广州商品住宅成交量已经超过2007年同期成交量，北京和上海商品住宅成交量逼近2007年同期水平。

从销售价格来看，北京、上海新建商品住宅销售价格都已经超过了2007年，深圳新建商品住宅平均销售价格更是一举突破20,000元。

随着库存的快速消化，商品住宅消化库存所需时间不断减少，按照目前的月度销售量，北京、上海、深圳新建商品住宅消化库存所需时间分别为9.73个月、2.12个月和8.42个月。

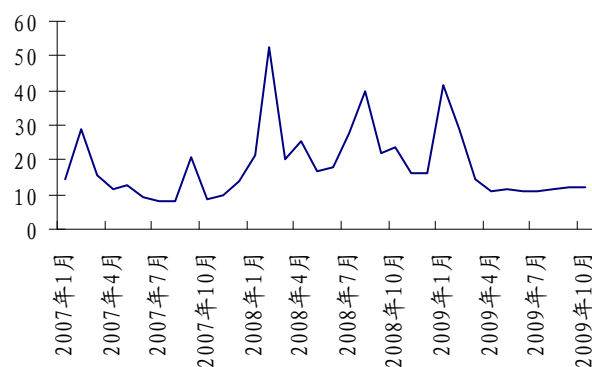
2009年11月，北京市商品住宅成交137.17万平方米，环比增长17.78%，平均售价17,813元/平方米，环比增长10.94%，按照目前的销售量，消化库存所需时间为9.73个月。

Figure 13 北京市商品住宅成交情况



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 14 北京市商品住宅消化库存所需时间（单位：月）

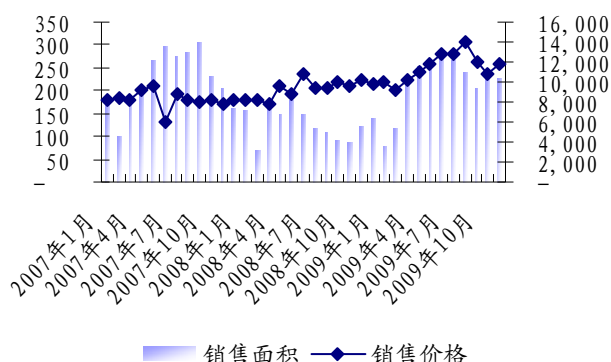


数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

2009年11月，上海市商品住宅成交227.19万平方米，环比小幅下

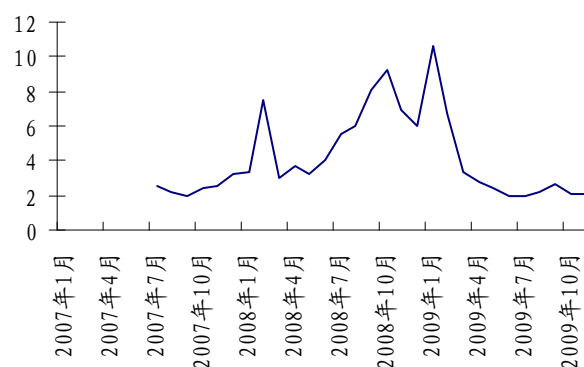
降 7.24%，平均售价 11,782 元/平方米，环比增长 8.09%，按照目前的销售量，消化库存所需时间仅为 2.12 个月。

Figure 15 上海市商品住宅成交情况



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

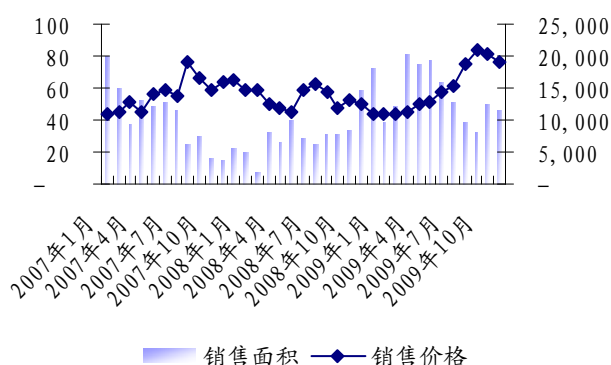
Figure 16 上海市商品住宅消化库存所需时间（单位：月）



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

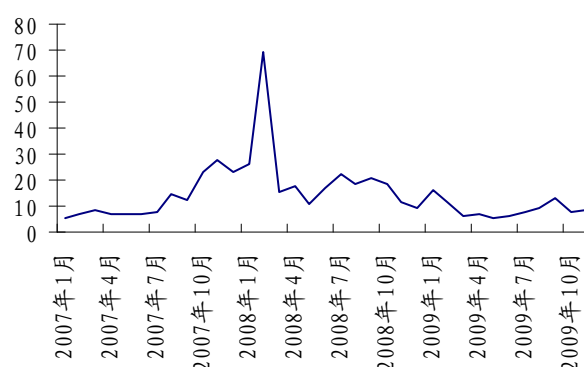
2009 年 11 月，深圳市商品住宅成交 46.46 万平方米，环比小幅下降 6.03%，平均售价 19,124 元/平方米，环比小幅下降增长 5.25%，按照目前的销售量，消化库存所需时间为 8.42 个月。

Figure 17 深圳市商品住宅成交情况



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

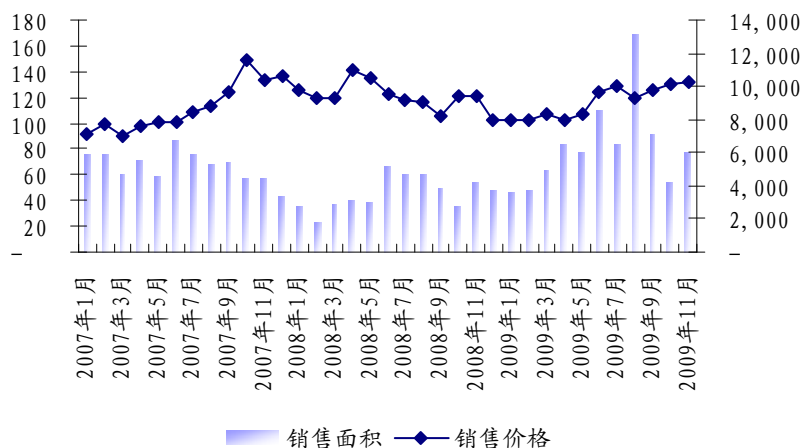
Figure 18 深圳市商品住宅消化库存所需时间（单位：月）



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

2009 年 11 月，广州市商品住宅成交 77.33 万平方米，环比上涨 40.86%，平均售价 10,282 元/平方米，环比小幅下降增长 2.02%。

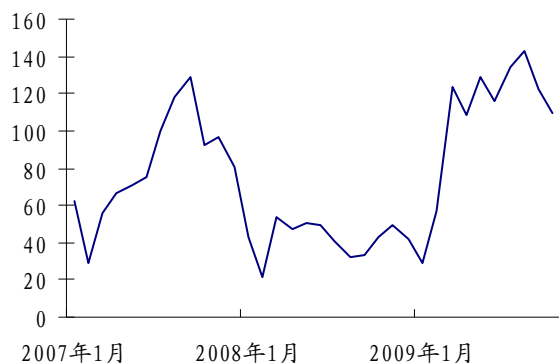
Figure 19 广州市商品住宅成交情况



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

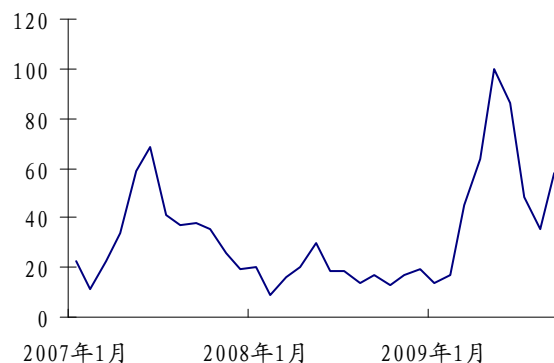
和一线城市相比，二线城市商品住宅成交量涨幅相对较小，但是与 2008 年相比仍然有较大的涨幅，从下面我们跟踪的六个重点城市销售面积可以看出，二线城市商品住宅销售快速增长。

Figure 20 天津市商品住宅成交面积（单位：万平方米）



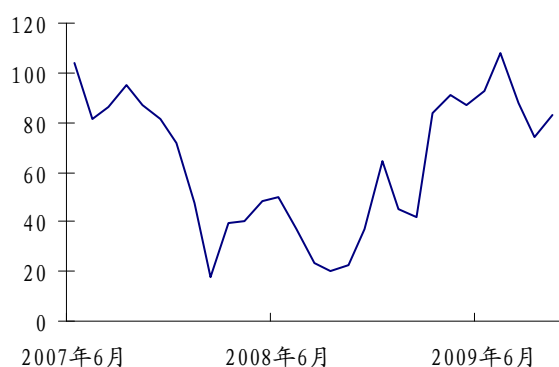
数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 21 杭州市商品住宅成交面积（单位：万平方米）



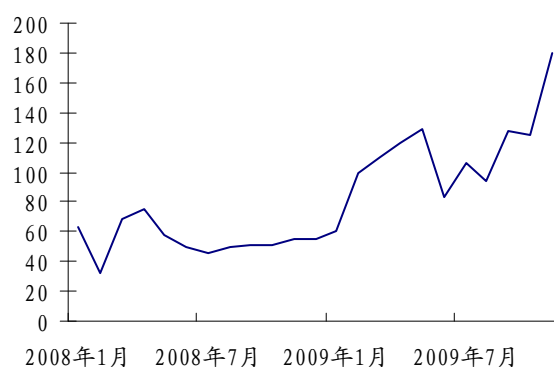
数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 22 南京市商品住宅成交面积（单位：万平方米）



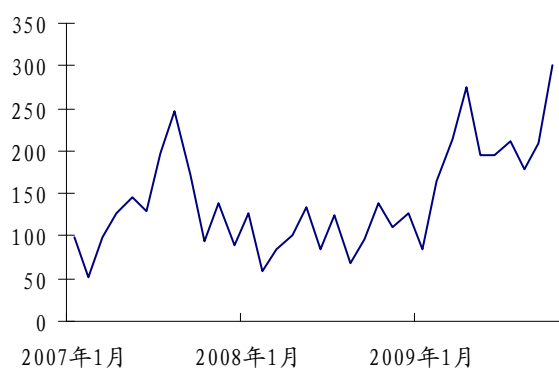
数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 23 成都市商品房成交面积（单位：万平方米）



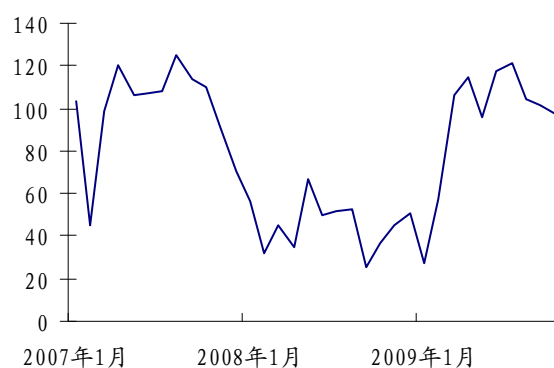
数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 24 重庆市商品住宅销售面积（单位：万平方米）



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 25 武汉市商品住宅销售面积（单位：万平方米）



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

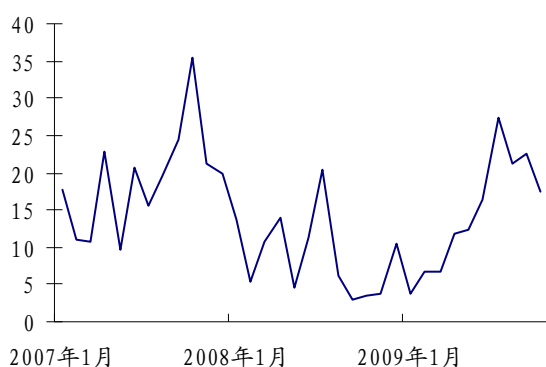
商品住宅销售快速增长的同时，使得可售商品住宅的快速减少和消化库存所需时间不断缩短，供不应求将会成为我国商品住宅市场短期的主要特征。

商业地产将会随着国民经济的好转而回升

商业地产销售面积增长明显

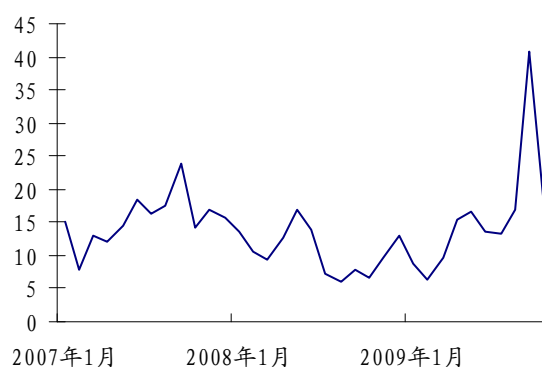
2008 年，由于受到国际金融危机的不利影响，写字楼销售面积出现了大幅下降，随着 2009 年国际形势的逐步好转和我国经济复苏，写字楼销售面积迅速回落，从北京、上海两地写字楼的销售情况来看，2009 年写字楼销售面积已经达到 2007 年的水平。

Figure 26 北京市写字楼销售面积（单位：万平方米）



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 27 上海市写字楼销售面积（单位：万平方米）



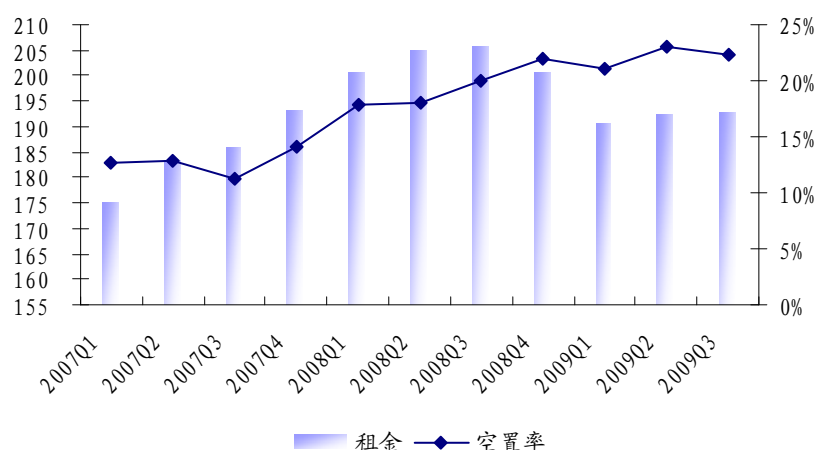
数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

写字楼租赁市场滞后于经济复苏

从我们跟踪的 4 个一线城市北京、上海、广州、深圳写字楼的租金水平和空置率情况来看，受到 2008 年国际金融危机的不利影响，写字楼平均租金水平较低，空置率较高，在 2009 年经济形势明显好转的情况下写字楼租赁市场明显滞后于经济复苏，仍然比较低迷。

2009 年 3 季度末，北京市写字楼平均租金为 192.6 元/平方米，空置率 22.4%，空置率处于较高水平。

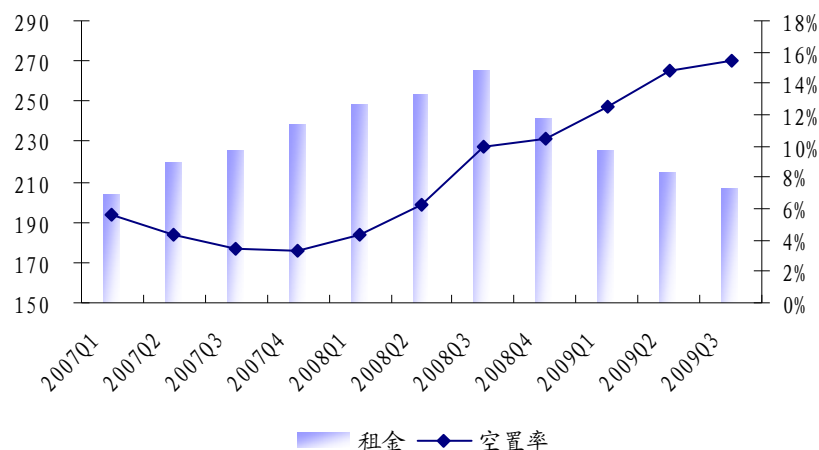
Figure 28 北京市写字楼平均租金与空置率



数据来源：世纪证券研究所

2009 年 3 季度末，上海市写字楼平均租金为 206.3 元/平方米，接近 2007 年最低水平，空置率 15.4%，达到 2007 年以来最高的空置率水平。

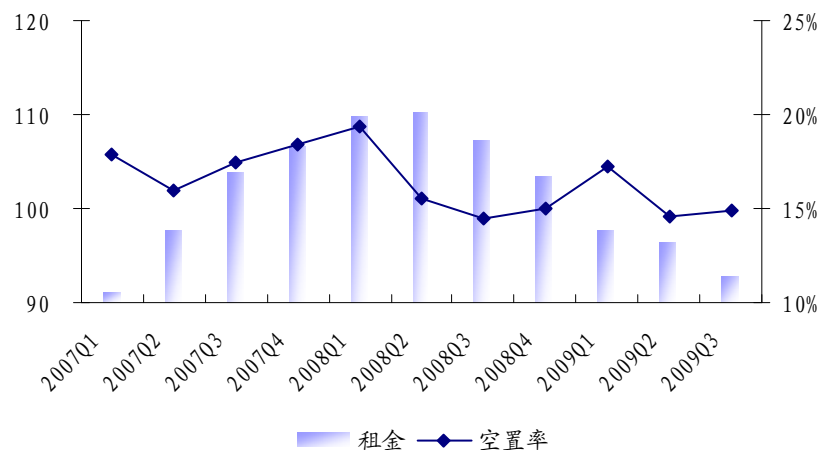
Figure 29 上海市写字楼平均租金与空置率



数据来源：世纪证券研究所

2009 年 3 季度末，广州市写字楼平均租金为 92.8 元/平方米，租金水平接近 2007 年最低水平，空置率 14.9%。

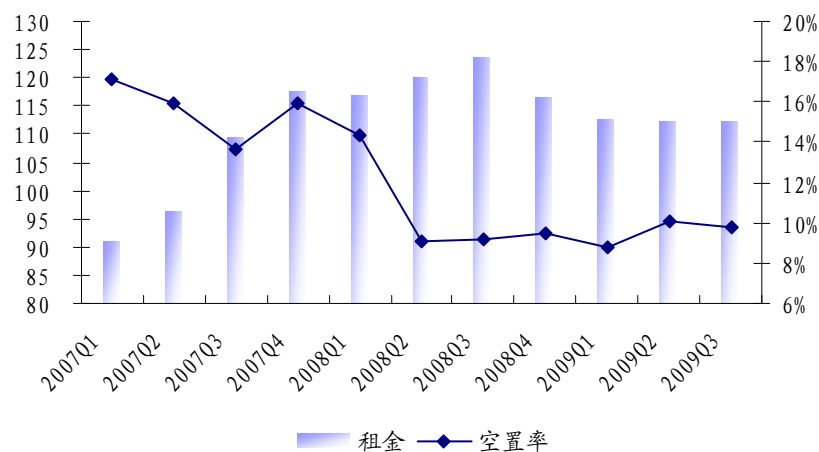
Figure 30 广州市写字楼平均租金与空置率



数据来源：世纪证券研究所

2009 年 3 季度末，深圳市写字楼平均租金为 112.2 元/平方米，空置率为 9.8%，与上述 3 个城市比较，深圳市写字楼市场发展良好，受国际金融危机影响较小。

Figure 31 深圳市写字楼平均租金与空置率



数据来源：世纪证券研究所

从 4 个一线城市的写字楼市场租金和空置率水平来看，虽然 2009 年国际经济形势好转，我国国民经济复苏势头良好，但是各类写字楼租户对于经济形势未来复苏前景仍然比较谨慎，写字楼租赁市场明显滞后于经济复苏的步伐，但是随着国民经济复苏的前景不断明朗和租户信心的恢复，写字楼的平均租金将会不断提高，空置率也会逐步下降。

保险资金投资不动产开闸对商业地产形成利好

修订后的保险法在 2009 年 10 月正式生效，根据新保险法的规定，保险资金可以投资于不动产，从保险资金投资的安全性和与保险资金期限匹配的角度出发，保险资金主要倾向于商业地产。

虽然配套的保险资金投资不动产试点办法没有出台，但是普遍预计投资上限为 5%，根据保监会统计，截止到 2009 年 10 月保险行业总资产为 38,268.85 亿元，据此估计将为商业地产带来投资 1,913.30 亿元，目前北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市的甲级写字楼存量为 2000 亿-2500 亿元，新增的保险资金可以接近买下 4 个一线城市的全部甲级写字楼。

REITs 即将发行为商业地产带来新的机遇

REITs（房地产投资信托）是通过向大众投资者发行股票或单位受益凭证来募集资金而形成的基金，基金资产被细分为单位受益凭证，可以自由流通。美国 REITs 发展迅速，目前美国房地产信托市值已经达到 3000 亿美元。我国目前 REITs 有两套方案，分别为银监会的抵押性 REITs 方案和证监会的权益型 REITs。

最先可能推出的为按照银监会方案设计的抵押型 REITs，以租金收益权发行租金收益凭证，在银行间市场融资。发行人保留物业的所有权。目前浦东新区政府发起的 REITs 方案涉及上海浦东新区 4 家上市公司，分别为张江高科、外高桥、陆家嘴、浦东金桥。

证监会方案，本质上为权益型 REITs，即发行 REITs 募集资金收购物业，REITs 拥有物业所有权，该方案发行的 REITs 拟在交易所交易，目前，该方案由于缺乏相关法律、政策支持，推出时间仍不确定。但是从国际发展经验来看，未来证监会方案是 REITs 的发展主要方向。

政策压力逐步消除，业绩增长确定

二手房营业税优惠政策取消，其他住房消费政策将延续

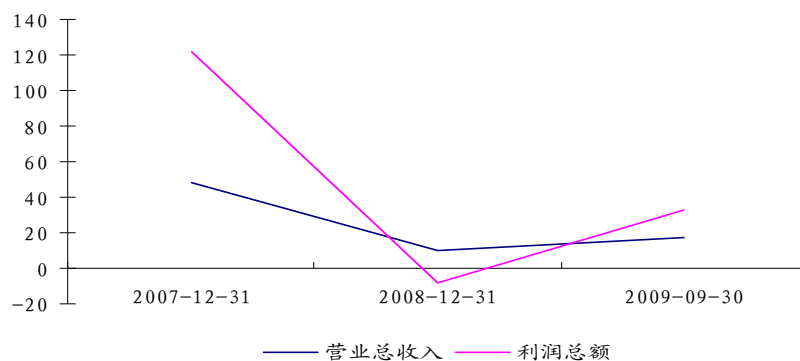
国务院于 2009 年 12 月召开常务会议，决定二手房营业税免征期限从 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施，符合市场普遍预期，二手房营业税免征期限的恢复，主要目标是抑制投机，遏制部分城市房价的过快上涨，这将对二手房市场形成一定的影响，同时会议指出其他

住房消费政策继续实施,使得房地产行业面临的政策风险大幅降低。

房地产行业主要上市公司业绩增长趋势良好

伴随着 2009 年房地产行业的快速复苏,房地产行业销售收入快速增长,2009 年前 3 季度,房地产行业营业收入同比增长率 17.12%,利润总额同比增长 32.49%。

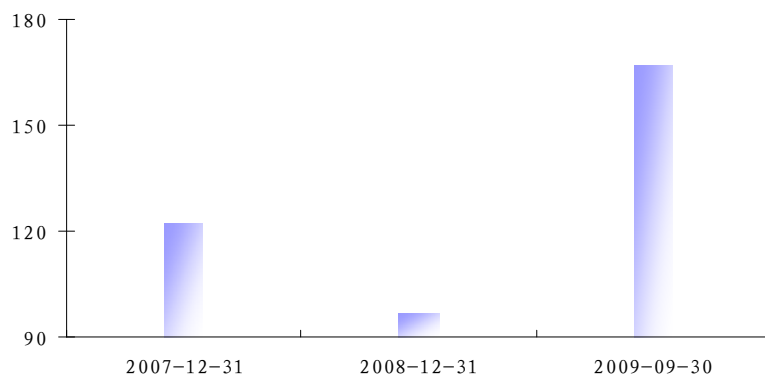
Figure 32 房地产行业营业收入和利润总额同比增长率 (%)



数据来源: wind、世纪证券研究所

2009 年前 3 季度,房地产行业销售收到的现金/营业收入之比达到 166.77,超过了 2007 年的水平,销售收入增长明显。

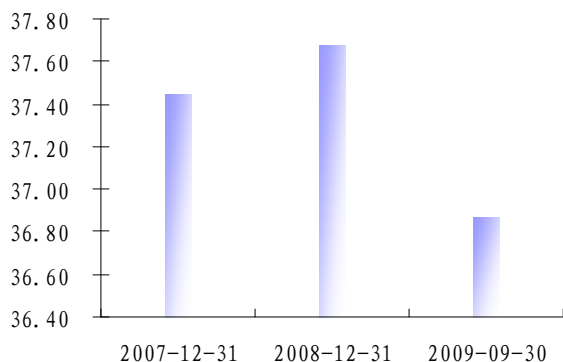
Figure 33 销售收到的现金/营业收入 (%)



数据来源: wind、世纪证券研究所

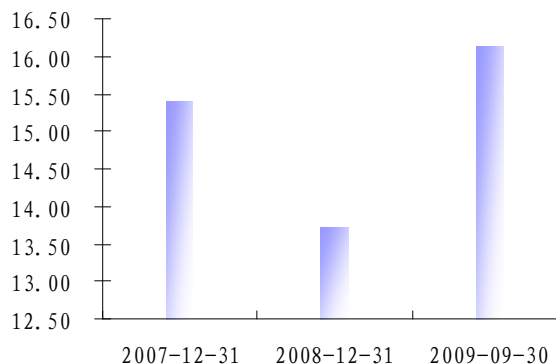
2009 年前 3 季度,房地产行业毛利率为 36.87%,略有下降,净利率为 16.12%,超过了 2007 年的水平,全行业净利率水平明显提高。

Figure 34 房地产行业毛利率 (%)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 35 房地产行业净利率 (%)

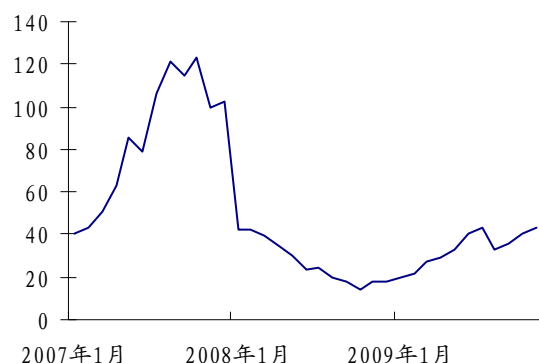


数据来源: wind、世纪证券研究所

房地产行业估值水平处于合理区间

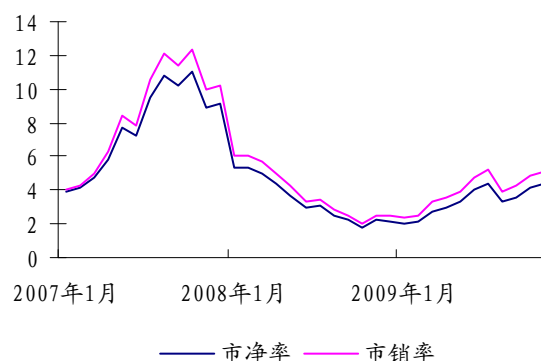
截止 2009 年 11 月 30 日, 按照 2008 年年报, 房地产行业全部上市公司平均市盈率为 43.34 倍, 市净率和市销率分别为 4.37 和 5.16。

Figure 36 房地产上市公司平均静态市盈率



数据来源: wind、世纪证券研究所

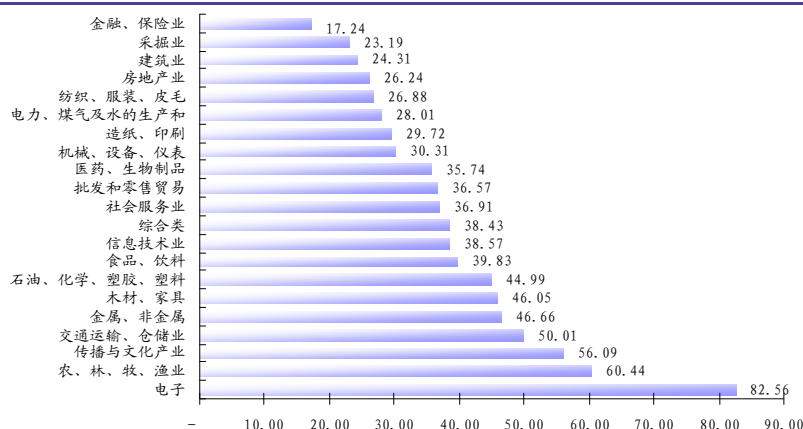
Figure 37 房地产上市公司平均市净率和市售率



数据来源: wind、世纪证券研究所

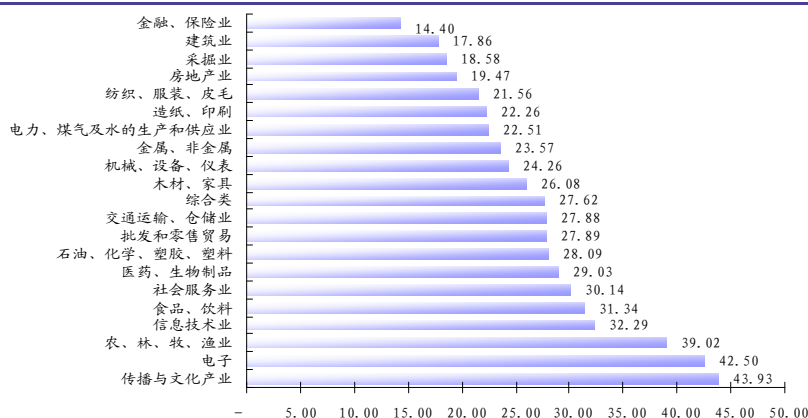
根据 wind 统计的机构平均的盈利预测, 截止 2009 年 12 月 16 日, 房地产行业 2009、2010 年动态市盈率分别为 26.24、19.27, 在所有行业中估值水平处于较低水平。

Figure 38 证监会行业 2009 年动态市盈率比较



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 39 证监会行业 2010 年动态市盈率比较



数据来源: wind、世纪证券研究所

2010 年下半年供求矛盾将会缓解

我们判断 2010 年下半年供求矛盾将会缓解，主要理由如下：

新建商品房供给将会明显增加

预计 2008 年底和 2009 年上半年新增的大量房地产投资将会最早在 2010 年下半年开始形成实际的供给，供给的增加将会缓解当前商品住宅供不应求的局面。

高房价遏制成交量的增长

今年以来一线城市和部分二线城市新建商品住宅成交价格快速上涨，其中深圳更是达到 2 万元的历史最高水平，快速上涨的房价，不仅遏制了刚性需求，也使得投资需求变得谨慎，高房价将对成交量增长的遏制作用将会不断显现。

通货膨胀可能导致紧缩性的货币政策

11 月，CPI 同比增速转正，随着国民经济的复苏，CPI 可能会继续上涨，为应对通货膨胀的风险，国家可能会出台紧缩性的货币政策，对房地产开发贷款增长造成压力。

对房地产的监管力度将会不断加强

部分一线城市房价非理性的快速上涨以及部分地区出现的囤地现象已经引起了相关部门的高度重视，不排除在未来出台更严厉的调节政策的可能性。

维持房地产行业“强于大势”的投资评级

维持房地产行业“强于大势”的投资评级

随着国家房地产政策的逐步明确，房地产行业面临的政策性风险得到了有效地降低，虽然 11 月份 CPI 同比增速转正，但是短期来看我国面临的通货膨胀压力较小，国家不会出台严厉的紧缩政策，房地产市场未来将会面临一个相对稳定的政策环境。

目前房地产市场供需矛盾依然突出，2009 年上半年新增的投资预计在 2010 年下半年才能进入销售阶段，中央明确提出放松户籍限制和加速城镇化进程，将为发展相对较慢的二三线城市房地产市场带来较好的发展机遇。

从主流房地产上市企业销售情况来看，营业收入和预收账款快速增长，资产负债率明显改善，未来业绩增长前景良好，目前估值水平处于一个合理的水平，维持房地产行业“强于大势”的投资评级。

选股思路

选股思路 1：土地储备丰富，受益于成交量上涨的个股：万科 A、保利地产、招商地产、新湖中宝、首开股份、北京城建。

选股思路 2：核心地段商业地产：世茂股份、张江高科、金融街。

选股思路 3：二线城市龙头个股：包括苏宁环球、荣盛发展、滨江集团。

重点推荐公司

万科 A、新潮中宝、首开股份、北京城建、滨江集团、金融街。

风险提示

商品房供求关系逆转的风险

2008 年底和 2009 年上半年新增的开发投资最早将会在 2010 年下半年开始形成实际的供给，缓解当前商品住宅市场供不应求的局面，同时不断高企的房价也对需求增长形成较大的压力。

政策风险

部分城市房价的快速增长和囤地现象已经引起了相关部门的高度重视，对于房地产市场的调节将会加强，同时随着 2010 年下半年通货膨胀压力逐步显现，不排除货币政策转向的可能性。

重点推荐公司

万科 A (000002): 稳定发展的房地产龙头企业

2009 年前 3 季度, 公司累计销售面积 510.3 万平方米, 销售金额 461.5 亿元, 分别比 08 年同期增长 26.8% 和 29.6%。

Figure 40 公司月度销售金额 (亿元)

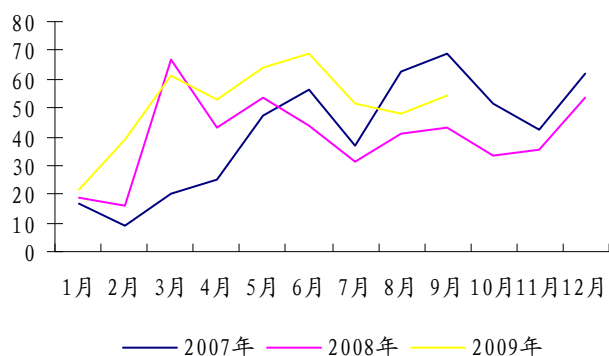
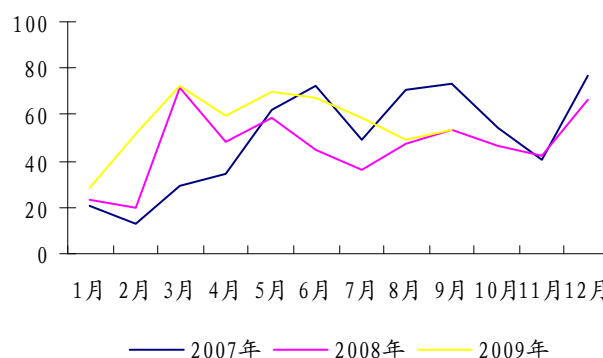


Figure 41 公司月度销售面积



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

公司大量项目储备处于价格涨幅较小的二线城市, 成交量受高房价的抑制相对较小。2009 年前 3 季度, 公司新增项目储备 27 个, 新增权益建筑面积 624.18 万平方米, 项目平均获取成本 2,678.38 元。

按照公开增发完成后股本计算, 2009、2010、2011 年公司每股收益分别为 0.56 元、0.69 元、0.86 元, 按照 12 月 16 日收盘价, 对应的市盈率分别为 20.26、16.45、13.20, 估值水平较低, 给予“买入”的投资评级。

利润表预测:

Figure 42 利润表预测

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	40,991.78	49,190.14	59,028.16	70,833.79
营业成本	25,005.27	31,973.59	37,778.02	44,625.29
营业税金及附加	4,533.87	3,935.21	4,722.25	5,666.70
营业费用	1,860.35	1,721.65	2,065.99	2,479.18
管理费用	1,530.80	1,721.65	2,065.99	2,479.18
财务费用	657.25	491.90	590.28	708.34
资产减值损失	1,268.11	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动收益	19.26	-	-	-
投资净收益	209.41	196.08	204.51	203.33
营业利润	6,364.79	9,742.21	12,210.14	15,278.43
营业外收入	57.46	-	-	-
营业外支出	99.96	-	-	-
利润总额	6,322.29	9,742.21	12,210.14	15,278.43
所得税	1,682.42	2,435.55	3,052.54	3,819.61
净利润	4,639.87	7,306.66	9,157.61	11,458.82
少数股东损益	606.70	631.05	906.27	1,196.60
归属母公司净利润	4,033.17	6,675.61	8,251.33	10,262.22
EPS (元)	0.37	0.56	0.69	0.86

数据来源: 世纪证券研究所

新湖中宝（600208）：地产+股权投资，助推公司业绩高增长

2009 年 8 月 28 日，公司完成吸收合并新湖创业之后，权益土地储备达到 707 万平方米，权益建筑面积达到 995 万平方米，公司项目储备主要分布于长三角浙江、江苏、上海等区域，同时，公司在辽宁、安徽、江西、山东以及天津拥有项目储备，广泛的地区分布，使得公司能够充分受益于房地产市场的复苏，分散地区风险。

公司是上市公司中唯一在杭州、上海两地均持有大量土地储备的公司，两地合计持有权益规划建筑面积 199.67 万平方米，升值潜力巨大。

除了地产业务，公司股权投资十分多样化，包括银行、证券、矿产、教育等。

Figure 43 公司所持有的股权投资情况

所持对象	持股比例
成都市农村信用合作联社	7.89
盛京银行股份有限公司	9.09
上海大智慧网络技术有限公司	11.00
青海碱业有限公司	10.83
吉林银行有限公司	1.88
丰宁承龙矿业	80.00
山东蓬莱金奥湾矿业公司	100.00
新湖期货经纪有限责任公司	86.11
湘财证券有限责任公司	24.96
浙江金洲管道科技有限公司	20.00
长城证券有限责任公司	0.72

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

预计 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.42 元、0.59 元、0.83 元，公司地产业务与股权投资重估价值为 10.47 元，公司拥有全国性的项目储备和价值较高的股权投资，未来业绩增长明确，给予“买入”的投资评级。

Figure 44 利润表预测

项目	2008 A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	35.05	55.02	77.03	107.85
营业成本	23.79	35.77	50.07	70.10
营业税金及附加	1.98	1.65	2.31	3.24
销售费用	1.03	1.65	2.31	3.24
管理费用	1.76	2.20	3.08	4.31
财务费用	1.20	-	-	-
资产减值损失	0.49	-	-	-
公允价值变动净收益(元)	-0.03	-	-	-
投资净收益	5.63	4.95	6.93	9.71
营业利润	10.40	18.71	26.19	36.67
营业外收入	0.01	-	-	-
营业外支出	0.12	-	-	-
利润总额	10.29	18.71	26.19	36.67
所得税	1.64	2.81	3.93	5.50
净利润	8.65	15.90	22.26	31.17
少数股东损益	0.24	0.55	0.77	1.08
归属于母公司所有者的净利润	8.41	15.35	21.49	30.09
每股收益:	0.30	0.42	0.59	0.83

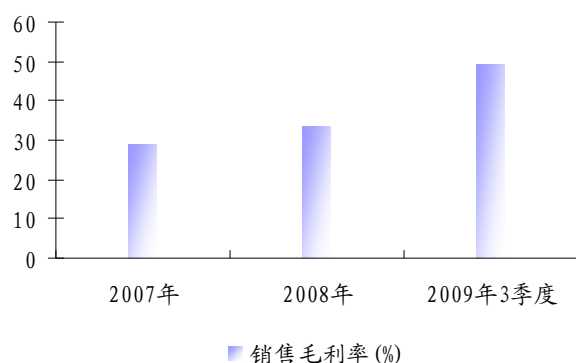
数据来源：世纪证券研究所

首开股份 (600376): 可结算资源丰富, 毛利率不断提升

公司现有规划建筑面积储备 1,033.41 万平方米, 其中北京地区 632.53 万平方米, 北京以外地区 400.87 万平方米, 公司权益建筑面积 814.89 万平方米, 现有的项目储备能够满足公司未来 5 年的开发需要。公司项目主要集中于北京、天津环渤海地区。公司土地获取成本较低, 其中北京地区平均土地获取成本 3,100 元。

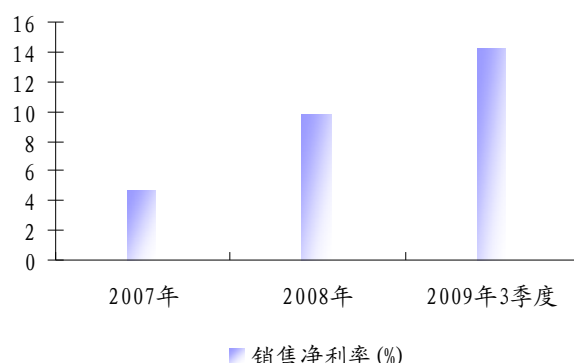
随着未来毛利率较高的项目逐步进入结算, 公司毛利率水平将会不断提高。

Figure 45 公司销售毛利率变化情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 46 公司销售净利率变化情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

公司在 2009 年上半年已经完成了非公开增发, 资金状况明显改善。公司项目销售情况良好, 未来可结算资源丰富, 将会受益于京津地区房地产市场中长期向好趋势。

预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.81、1.25、1.5 元, 以 12 月 16 日收盘价计算的市盈率分别为 27.44、17.78、14.82, 估值水平较低, 给予“增持”的投资评级。

Figure 47 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	72.55	58.40	59.12	91.18	114.82
营业总成本	66.76	51.09	46.71	72.03	90.71
营业成本	51.66	38.74	35.47	54.71	68.89
营业税金及附加	7.17	2.14	2.96	4.56	5.74
销售费用	2.10	2.25	2.36	3.65	4.59
管理费用	3.74	3.73	2.96	4.56	5.74
财务费用	2.10	3.35	2.96	4.56	5.74
资产减值损失	-0.00	0.89	-	-	-
公允价值变动净收益(元)	-0.29	-	-	-	-
投资净收益(元)	0.60	0.53	-	-	-
营业利润(元)	6.10	7.84	12.42	19.15	24.11
营业外收入	0.18	0.44	-	-	-
营业外支出	0.03	0.07	-	-	-
利润总额	6.25	8.21	12.42	19.15	24.11
所得税	2.86	2.48	3.10	4.79	6.03
净利润	3.39	5.74	9.31	14.36	18.08
少数股东损益	0.21	0.03	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	3.17	5.71	9.31	14.36	18.08
每股收益:	0.39	0.70	0.81	1.25	1.57

数据来源: 世纪证券研究所

北京城建（600266）：地产业务稳定发展，股权投资价值高

公司现有一级开发项目 5 个，分别为清河小营项目、望坛项目、东坝项目、西彭项目和动感花园项目，土地面积 135.34 万平方米，建筑面积 306.3 万平方米。

公司现有二级开发项目 11 个，建筑面积 352.54 万平方米，权益建筑面积 251.90 万平方米，公司项目主要集中于北京地区，此外公司在重庆市拥有尚源印象项目和刚刚竞得的西彭项目。公司目前在售的主要项目包括世华水岸、公园 2008、花市枣庄，以及与首开股份（600376）联合开发的奥运村项目和首城国际项目，项目销售情况良好。

公司主要的股权投资包括国信证券股份有限公司、深圳市中科招商创业投资有限公司、北京科技园建设（集团）股份有限公司、国奥投资发展有限责任公司，公司投资比例和各公司 2008 年经营情况如下：

Figure 48 公司股权投资情况

公司名称	占比	2008年净资产	2008年净利润
国信证券股份有限公司	4.90%	106.68	19.85
深圳市中科招商创业投资有限公司	30.00%	5.08	0.33
北京科技园建设（集团）股份有限公司	21.54%	15.68	1.67
国奥投资发展有限责任公司	20.00%	13.34	-0.34

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

其中国信证券和北京科技园建设正在筹划上市，中科招商在创业板上市以后将会面临较大的发展机遇，公司股权投资价值较高。

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.71 元、0.82 元、1.02 元，按照 12 月 16 日收盘价计算，对应的市盈率分别为 26.66、23.09、18.56，其中 2010 年、2011 年按照增发后股本计算，估值水平合理，给予“增持”的投资评级

Figure 49 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	15.80	24.40	30.26	39.04	49.24
营业总成本	12.41	20.01	23.21	27.99	35.31
营业成本	9.62	13.99	18.16	23.42	29.54
营业税金及附加	0.94	4.06	3.03	1.95	2.46
销售费用	0.60	0.39	0.30	0.39	0.49
管理费用	1.16	1.31	1.51	1.95	2.46
财务费用	0.03	0.20	0.21	0.27	0.34
资产减值损失	0.07	0.07	-	-	-
投资净收益	0.81	-0.07	0.49	0.45	0.45
营业利润	4.20	4.31	7.54	11.50	14.38
营业外收入	0.01	0.01	-	-	-
营业外支出	0.04	0.01	-	-	-
利润总额	4.17	4.31	7.54	11.50	14.38
所得税	1.03	1.20	1.89	2.87	3.60
净利润	3.13	3.11	5.66	8.62	10.79
少数股东损益	0.48	-0.05	0.40	0.70	1.00
归属于母公司所有者的净利润	2.65	3.16	5.26	7.92	9.79
每股收益	0.36	0.43	0.71	0.82	1.02

数据来源：世纪证券研究所

滨江集团（002244）：稳定发展的杭州地区龙头企业

公司在杭州地区拥有很高的品牌影响力，市场占有率 6%以上，形成了以金色蓝庭为代表的中端产品系列和金色海岸为代表的高端产品系列。

通信、IT、旅游是杭州市主要支柱产业，近年来杭州市经济发展迅速，2008 年，杭州市 GDP 为 4,781 亿元，人均 GDP 达到 70,832 元。2007 年以来，杭州市商品住宅价格一直处于高位运行，2009 年以来杭州商品住宅成交量持续上涨。浙江省是我国民营经济最为发达的地区之一，经济实力处于全国领先地位，除了自住需求，投资性需求也十分旺盛。

公司项目销售情况良好。万家花城 1 期已经交付，湖滨花园项目销售 50%以上，万家花城 2 期、新时代广场、金色蓝庭、阳光海岸已经销售完毕，城市之星、万家星城预计 4 季度进入销售期，未来业绩增长确定性较高。

公司在土地获取方面稳步推进，土地储备含金量高。公司在 2008 和 2009 年稳步推进土地储备获取力度，现有土地储备集中于杭州市区，地理位置优越、含金量高，目前公司拥有土地储备能够满足公司未来 5 年的开发需求。

按照非公开增发后股份统计，预计 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.57 元、0.81 元、1.00 元，按照 12 月 16 日收盘价，对应的市盈率分别为 26.49 倍、18.64 倍、15.10 倍，给予“增持”的投资评级。

Figure 50 利润表预测（2009、2010、2011 按照增发后股本计算）

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,325.91	3,309.56	4,700.06	5,833.38
营业成本	1,272.64	1,810.86	2,571.68	3,191.79
营业税金及附加	136.88	194.77	276.60	343.29
营业费用	37.80	47.80	66.78	85.32
管理费用	88.14	99.74	145.38	185.66
财务费用	21.77	-	-	-
资产减值损失	-16.49	-	-	-
投资净收益	1.48	-	-	-
营业利润	786.65	1,156.40	1,639.62	2,027.31
营业外收入	33.62	-	-	-
营业外支出	9.85	7.12	7.77	7.90
利润总额	810.42	1,149.28	1,631.84	2,019.41
所得税	208.22	295.28	419.27	518.85
净利润	602.20	853.99	1,212.57	1,500.56
少数股东损益	-2.07	-	-	-
归属母公司净利润	604.27	853.99	1,212.57	1,500.56
EBITDA	835.41	1,175.05	1,658.28	2,045.98
EPS（元）	0.58	0.57	0.81	1.00

数据来源：世纪证券研究所

金融街 (000402): 可结算资源丰富, 公允价值计量提升业绩

2009 年公司通过增资、收购方式新增金色漫香林、孙村项目, 截至三季度末, 未结算项目储备 6,367,557 平方米, 其中在北京地区项目储备 2,178,386 平方米。

公司商业地产项目主要位于北京市金融街区域, 地理位置优越, 出租率和租金水平持续上涨, 天津市商业地产市场发展迅速, 公司在天津的津门、津塔商业地产项目未来发展前景广阔。

公司可结算资源丰富。2009 年公司可结算的项目主要包括天津的津门、津塔项目中公寓部分、德胜国际中心、德胜凯旋、金色漫香林、南昌紫金园和惠州项目, 2010 年重庆江北城、大学城项目新进入结算。

2009 年通过对部分物业采用公允价值计量, 公允价值变动增加 7.9 亿元, 对公司业绩贡献较大, 预计未来公司将会有更多项目采用公允价值计量, 有效提升公司业绩。

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.59 元、0.78 元、0.92 元, 按照 12 月 16 日收盘价, 对应的市盈率分别为 22.02、16.65、14.12, 当前股价与 RNAV 相比有 22% 的折价率, 估值水平较低, 给予“增持”的投资评级

Figure 51 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	42.14	55.95	50.46	76.68	98.28
营业收入	42.14	55.95	50.46	76.68	98.28
二、营业总成本	34.08	42.33	38.85	56.75	72.73
营业成本	23.56	28.00	25.23	38.34	49.14
营业税金及附加	5.16	7.55	5.05	7.67	9.83
销售费用	0.89	1.32	2.52	3.83	4.91
管理费用	2.77	3.00	2.52	3.83	4.91
财务费用	1.52	0.23	2.52	1.53	1.97
资产减值损失	0.17	2.23	1.01	1.53	1.97
三、其他经营收益	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-	-0.65	7.98	6.00	5.00
投资净收益	3.13	0.74	-	-	-
四、营业利润	11.20	13.71	19.59	25.94	30.55
加: 营业外收入	0.00	0.54	-	-	-
减: 营业外支出	0.01	0.08	-	-	-
五、利润总额	11.19	14.17	19.59	25.94	30.55
减: 所得税	3.87	3.78	4.90	6.48	7.64
六、净利润	7.32	10.39	14.69	19.45	22.91
减: 少数股东损益	0.02	-0.01	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	7.30	10.39	14.69	19.45	22.91
七、每股收益:	0.68	0.43	0.59	0.78	0.92

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.