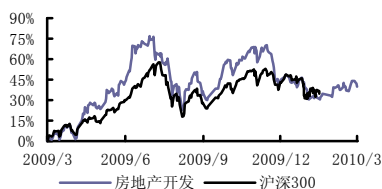


房地产 - 房地产开发

Real estate — real estate development

2010 年 3 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
房地产开发	0.52%	-3.49%	39.89%
沪深 300	0.99%	-4.72%	33.64%

代码	名称	6m%	YTD	评级
000002	万科 A	-13.44	12.43	买入
600383	金地集团	1.56	67.62	买入
000024	招商地产	-2.82	13.20	买入
600223	鲁商置业	13.47	82.50	买入
000718	苏宁环球	-1.20	61.29	买入
002244	滨江集团	-5.41	17.52	增持
600376	首开股份	-2.84	49.50	增持
600266	北京城建	-1.52	30.28	增持
000656	ST 东源	11.95	179.03	增持
000926	福星股份	42.41	63.48	增持

相关报告

《2010 年 1-2 月全国房地产市场运行情况数据点评》，2010.3

《商品房成交周报第 12 期——一线城市成交量明显放大》，2010.3

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。

关注二三线城市房地产企业的投资机会

—2010 年 2 季度房地产投资策略

评级： 强于大市

- 未来房地产市场仍然面临偏紧的政策环境，但是出台更严厉调控政策的可能性不大。2009 年下半年以来，针对部分地区地价和商品房价格过快上涨，中央出台一系列的调控政策，未来一段时间房地产市场仍然面临偏紧的政策环境，但是由于房地产仍然是拉动国民经济发展和促进就业的重要行业，目前房价和地价水平处于历史高位，继续上涨动力不足，出台更严厉的调控政策的可能性不大。
- 房地产板块受益通货膨胀预期和二季度成交量回升。随着 CPI 的持续上涨，通货膨胀压力不断加大，房地产是抵御通货膨胀的有效品种。在经历 1 季度成交量下滑之后，随着 2 季度销售旺季的来临和 2009 年新增的新开工面积陆续进入供应期，2 季度商品房成交量将会逐步回升。
- 房地产板块估值水平处于较低水平。目前主流房地产企业 2010 年市盈率 15 倍，2011 年市盈率 13 倍，估值水平较低。
- 重点关注二三线城市房地产市场快速发展带来的投资机会。相比一线城市，二三线城市房价水平相对较为合理，自住需求占比较大，所承受的监管压力和舆论压力也小于一线城市，城镇化进程和开发商大举布局二三线城市，使得未来较长的一段时间内，二三线城市房地产市场快速扩容和高速增长成为我国房地产市场的主要特征。
- 公司推荐。建议重点关注二三线城市项目占比较高的一线房地产企业，包括万科 A、金地集团、首开股份、苏宁环球和优质的地区房地产龙头企业，包括福星股份、滨江集团、北京城建、st 东源、鲁商置业。
- 风险提示。目前房地产市场面临的主要风险仍然政策风险，预计未来房地产市场仍然面临偏紧的政策环境，政府可能会出台新的房地产市场调控政策，并且对房地产市场产生较大影响，进而影响上市公司业绩增长。

未来房地产市场仍然面临偏紧的政策环境，但是出台更严厉的调控政策的可能性不大

未来房地产市场仍然面临偏紧的政策环境

2009 年我国房地产市场快速回暖，房地产销售量快速回升，部分地区商品房价格过快上涨和土地闲置、囤地现象引起有关部门的高度重视。

2009 年 12 月以来，针对部分城市房价过快上涨和部分地区土地市场出现的炒地、囤地等现象，中央和地方陆续密集出台一系列针对房地产市场的调节政策，也标志着 2008 年以来实施的扶持房地产的政策完成转向，未来房地产开发商仍然面临偏紧的政策环境。

Figure 1 中央出台的房地产市场调节政策

时间	出台政策的国家机关	政策内容
2009年12月9日	财政部	自2010年1月1日起，个人将购买不足5年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过5年（含5年）的非普通住房或者不足5年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过5年（含5年）的普通住房对外销售的，免征营业税。
2009年12月14日	国务院	有效供给；2) 支持自住和改善性需求、抑制投资性需求；3) 支持自住和改善性需求、抑制投资性需求；4) 加大差别化信贷政策执行力度，切实防范各类住房按揭贷款风险。
2009年12月18日	国土部	则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%。
2010年1月10日	国务院	再次重申增加普通住房和保障性住房，规范土地市场，并且落实地方人民政府在规范房地产市场运行中的责任。特别提出：对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套（含）以上住房的家庭（包括借款人、配偶及未成年子女），贷款首付款比例不得低于40%，贷款利率严格按照风险定价。

数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

“地王”不断涌现，国资委要求主业非地产的央企退出房地产市场

随着房地产市场的回升，商品房销售的快速增长导致商品房库存快速消化，同时销售的增长也为开发商获取土地项目提供了保障，房价的不断上涨和成交量的持续放大，极大地提高了开发商对未来房地产市场的信心和投资意愿。

除了北京、上海等一线城市以外，杭州、南京、天津、苏州等地也不断出现新的“地王”。而央企由于资金实力雄厚，在土地市场拍卖中

频频竞得“地王”。

Figure 2 总价“地王”前 10 名

城市	项目名称	拿地企业	成交时间	成交价格（亿元）
广州	亚运城地块	富力、雅居乐、碧桂园联合体	2009.12.22	255.00
上海	外滩国际金融中心地块	上海证大置业有限公司	2010.2.1	92.20
成都	红星路广场地块	九龙仓成都有限公司	2007.09.20	72.41
福州	王庄地块	江西正荣集团	2010.2.4	60.00
北京	北京丰台区六圈村 A 居住项目用地	中海地产集团有限公司	2010.1.21	59.70
武汉	东湖景区地块	深圳华侨城集团	2009.12.25	43.00
青岛	青岛市原市南法院	绿城房地产集团有限公司	2010.1.22	40.41
大连		大连金赛置地有限公司	2009.4.28	37.48
天津	天嘉湖地块	中信集团	2009.11.2	36.00
苏州	苏园土挂(2009)06号地块	浙江绿城集团	2009.9.22	36.00

数据来源：世纪证券研究所

Figure 3 单价“地王”前 10 名

城市	项目名称	拿地企业	成交时间	楼面单价（元）
上海	苏河湾1号地块	华侨城集团	2010.2.11	52,855
沈阳	同仁堂地块	辽宁丽嘉百货有限公司	2009.12.24	52,376
北京	海淀区东升乡地块	北京世博宏业房地产开发有限公司	2010.3.15	30,197
苏州	苏园土挂(2009)06号地块	浙江绿城集团	2009.09.22	28,057
杭州	杭政储出[2009]29号 上城区南星桥地块	西子房产	2009.8.18	24,295
济南	解放路北侧、山大路西侧地块	深圳华强集团有限公司	2009.10.19	21,890
青岛	市南工人疗养院地块	北京远坤房地产公司	2010.3.12	19,500
深圳	宝安尖岗山居住用地	招商地产与华侨城地产联合体	2009.9.10	18,874
福州	秀冶里地块	福建高景地产有限公司	2010.3.5	16,144
南京	雨花台G75地块	南京长发都市房地产开发有限公司	2010.1.8	15,977

数据来源：世纪证券研究所

面对央企频频竞得“地王”的现象，国资委要求除 16 家央企外，主业非地产的其余央企要逐步退出房地产市场，并且在 15 个工作日内制定退出房地产市场的方案。

除 16 家央企外其余企业退出房地产市场，有利于规范房地产市场和央企加快整合，做强做大主业为房地产业的央企，对于日益竞争激烈的房地产市场来说，部分央企的退出在一定程度上能够减少资金的过度参与，对剩余的 16 家央企和其他民企形成利好。

国土资源部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》影响

2010 年 3 月 10 日，国土资源部出台《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，规定“确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地，确保上述用地不低于住房建设用地供应总量的 70%。要严格控制大套型住房建设用地，严禁向别墅供地。同时要求严格土地竞买人资格审查。”同时《通知》要求严格土地出让制度，“严格土地竞买人资格审查。对用地者欠缴土地出让价款、闲置土地、囤地炒地、土地开发规模超过实际开发能力以及不履行土地使用合同的，市、县国土资源管理部门要禁止其在一定期限内参加土地竞买。”

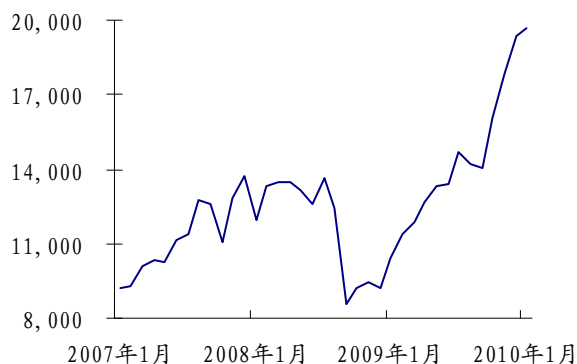
《通知》进一步严格和规范土地市场，限制高端项目和别墅用地供应，增加普通商品房用地有利于缓解普通商品房供应不足的局面。在《通

知》出台之后，北京市宣布暂停热点地区高价地块的出让，并表示土地竞买条例当中，将增加配建保障性房和承担公益性设施建设等要求。

短期之内不太可能出台更严厉的调节政策

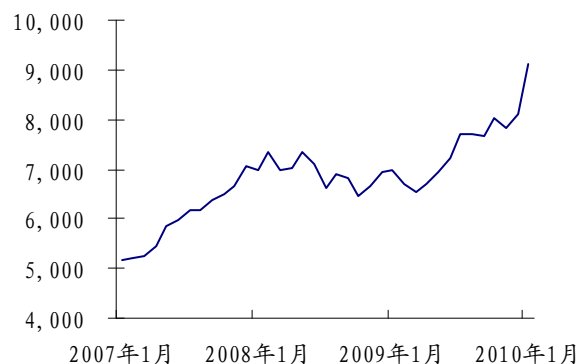
从历史水平来看，房价绝对水平处于历史高位，而在目前偏紧的政策环境下，房价继续快速上涨的动力不足。

Figure 4 北京市商品房成交价格走势图



数据来源：世纪证券研究所

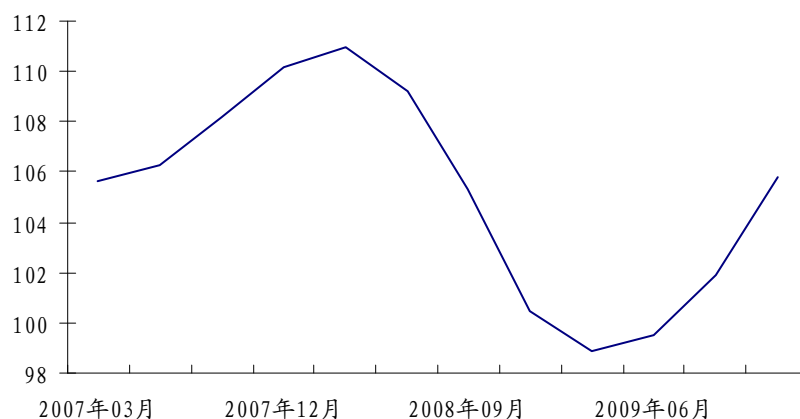
Figure 5 天津市商品房成交价格走势图



数据来源：世纪证券研究所

土地市场由于 2009 年以来购买需求持续增长，而土地供给不足，部分地区出现的炒地、囤地现象加剧了土地价格的不断攀升，目前全国地价水平接近历史最高水平，部分地区已经超过了历史最高水平，随着对土地市场监管力度的提高，地价持续上涨的趋势有望缓解。

Figure 6 全国地价指数走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

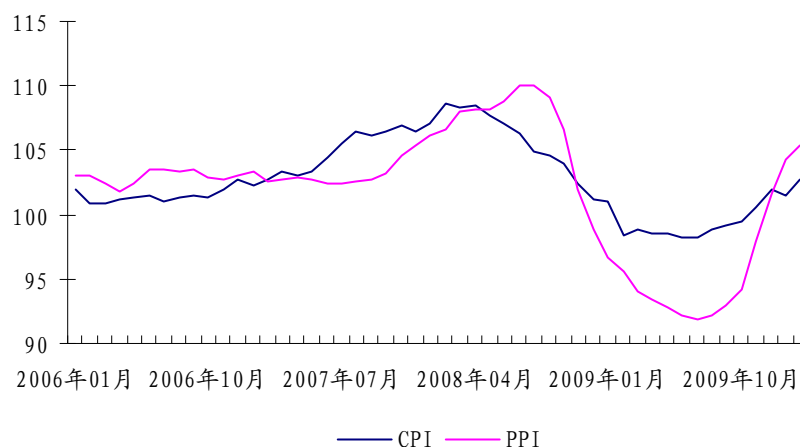
当前国际经济形势仍然不容乐观，国民经济复苏的基础还不稳固，房地产作为国民经济的支柱板块对经济增长和促进就业具有十分重要的作用，在目前的形势下出台更严厉的调节政策的可能性不大。

房地产板块受益通货膨胀预期

今年以来通货膨胀压力开始显现

2009 年下半年以来，居民消费价格指数（CPI）和工业品出厂价格指数（PPI）持续回升，通货膨胀压力开始显现。

Figure 7 2006 年以来 CPI、PPI 走势图



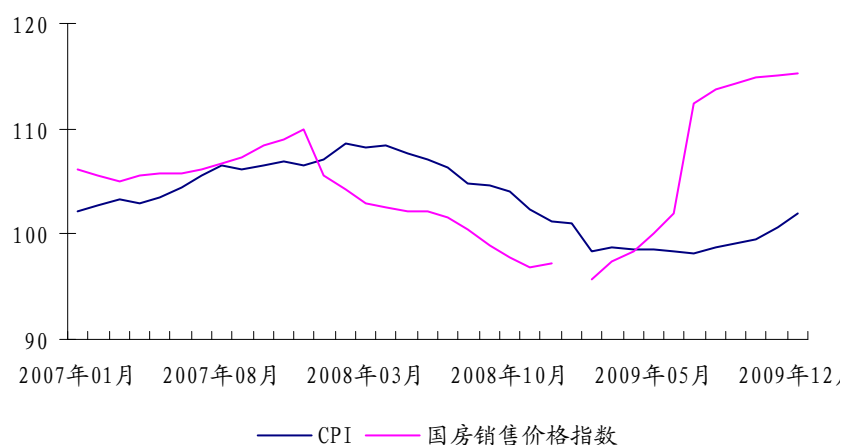
数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

房屋是抵御通货膨胀的有效品种

在通货膨胀预期开始显现的情况下，房屋具有实物形态，而且能产生稳定的现金流（租金收入），具有很好的保值增值的能力，是防御通货膨胀的有效品种。

从 CPI 与商品房销售价格走势图对比来看，二者相关性较高，商品房销售价格走势与 CPI 走势具有同步性。

Figure 8 国房销售价格指数与 CPI 走势相关性较高



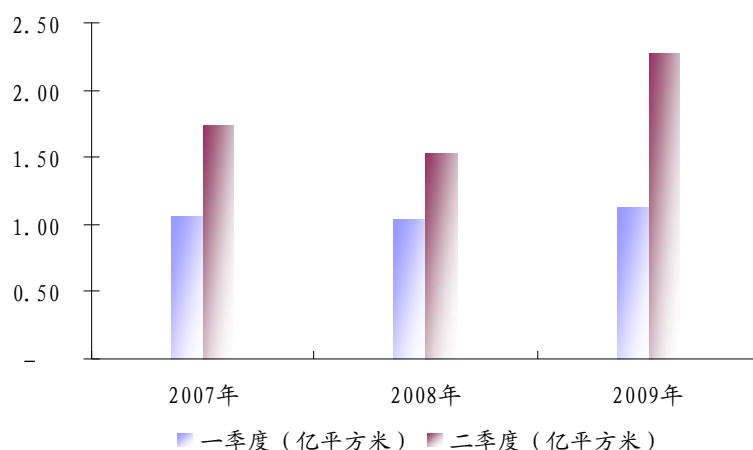
数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

二季度商品房销售有望持续回升

二季度是销售旺季

从历年走势来看，在经历了一季度节假日销售下滑之后，二季度商品房销售将会经历明显的反弹。

Figure 9 二季度销售量环比一季度明显增长

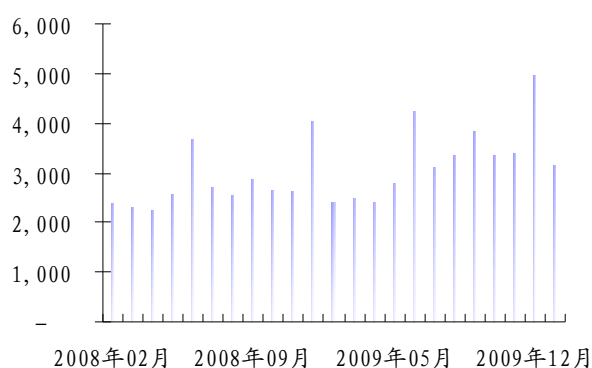


数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

二季度商品房供应量将会加大

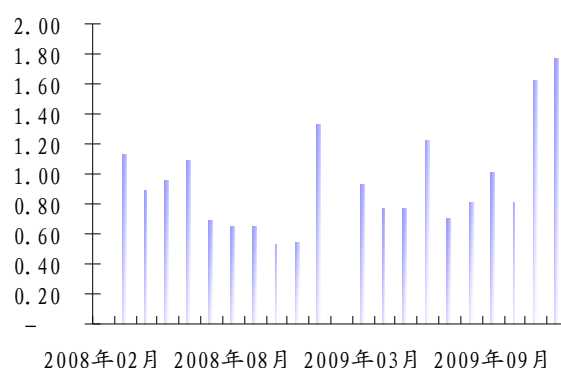
2009 年在房地产市场回暖的环境下, 开发商纷纷加大投资力度和新开工力度, 预计 2009 年新增的新开工面积最早在今年二季度会形成有效的市场供给。

Figure 10 完成土地投资额 (亿元)



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 11 新开工面积 (亿平方米)



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

从上面的图中可以看出, 在经历了 2008 年低谷之后, 2009 年房地产企业纷纷加大了投资力度和新开工力度。

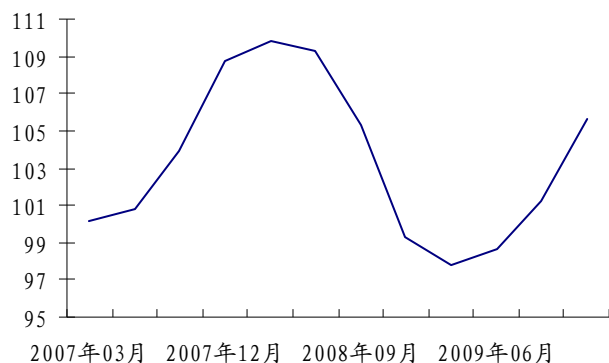
商品房供应量的有效增加, 有利于缓解供需矛盾, 抑制房价过快上涨, 促进房地产市场交易量的增长。

房地产企业加大在二三线城市的布局力度

一线城市地价不断高企

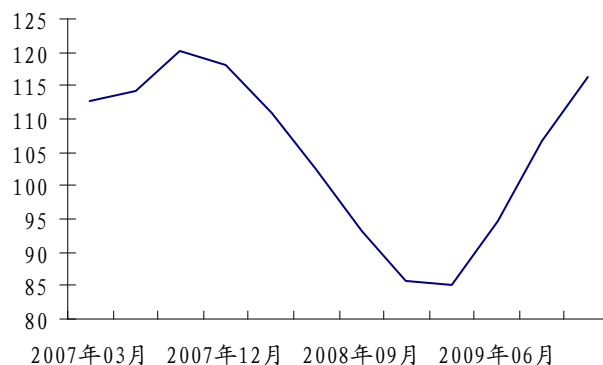
今年以来一线城市土地市场成交价格不断上涨, 土地交易量和交易价格不仅比 2008 年明显反弹, 甚至超过了 2007 年的水平, 地价的持续攀升使得未来开发商面临的风险大大提高。

Figure 12 上海地价指数



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 13 深圳地价指数



数据来源: wind、世纪证券研究所

开发商加大二三线城市布局力度

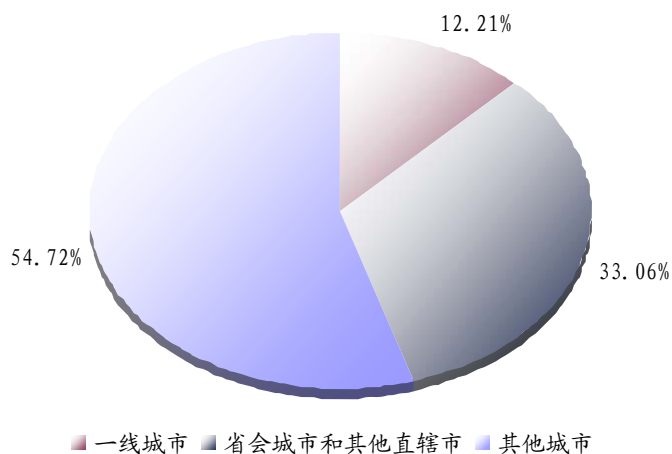
与一线城市相比,二三线城市地价和房价水平相对较为合理,自住型需求占比较大,所承受的监管压力和舆论压力也低于一线城市,同时随着城镇化进程的加快,二三线城市房地产市场发展前景广阔,开发商纷纷加大在二三线城市的布局力度。

万科A(000002)2009年新增权益建筑面积1,036.65万平方米,4个一线城市(北京、上海、深圳、广州)占比仅为12.21%,其中大部分位于福州、重庆、武汉、沈阳等二三线城市。

金地集团(600383)2009年新增建筑面积523万平方米,其中杭州、沈阳、武汉、佛山、宁波、绍兴、东莞等二三线城市项目获取力度较大。

首开股份(600376)2009年进军太原,同时公司在厦门、沈阳、扬州等地获取项目储备。

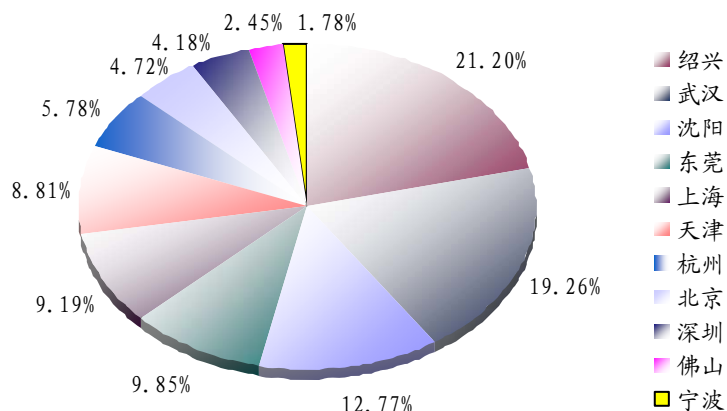
Figure 14 2009 年万科新增项目地区分布



■ 一线城市 ■ 省会城市和其他直辖市 ■ 其他城市

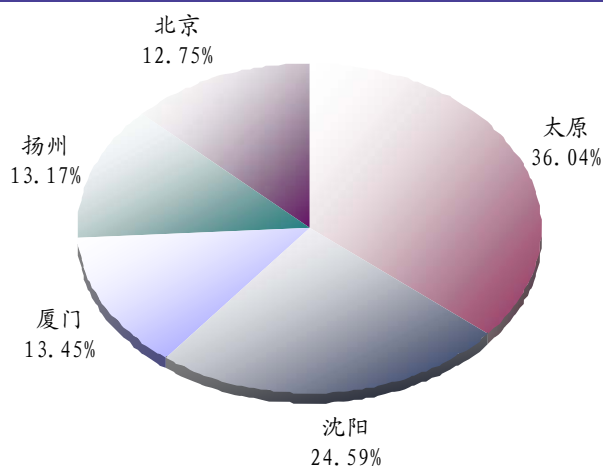
数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 15 2009 年金地新增项目城市分布



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 16 2009 年首开股份新增项目城市分布

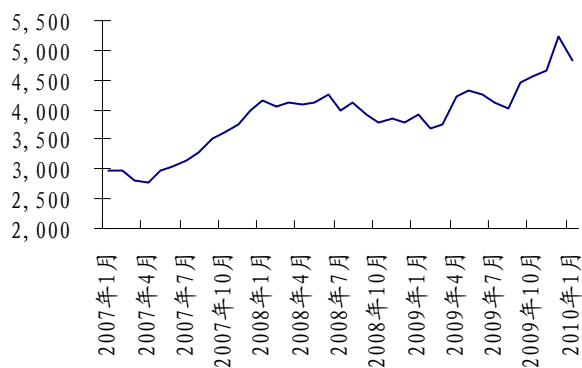


数据来源：公司公告、世纪证券研究所

二三线城市房价水平相对合理，自住型需求占比较高

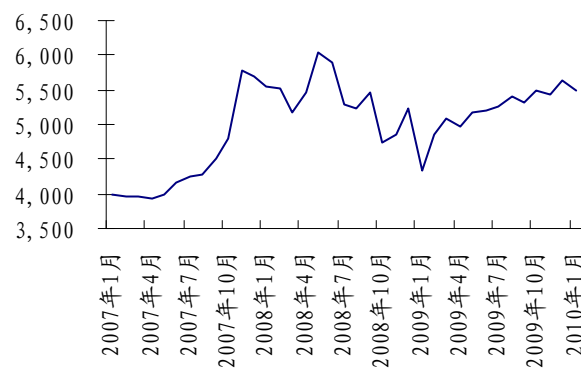
和一线城市相比，二三线城市房价涨幅相对较小，自住型需求占比较高，所受的监管压力和舆论压力也小于一线城市。

Figure 17 重庆市商品房价格走势



数据来源：世纪证券研究所

Figure 18 武汉市商品房价格走势



数据来源：世纪证券研究所

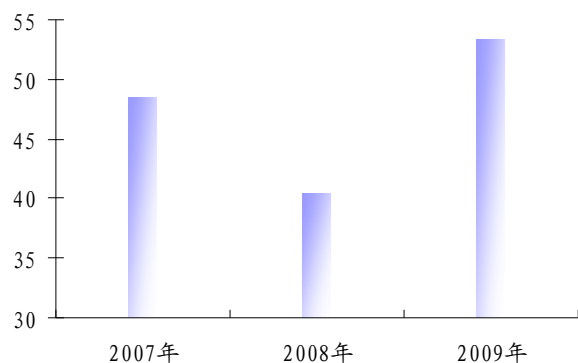
房地产板块估值水平较低

主要房地产企业业绩优异

受益于 2009 年房地产市场的快速回升，主要房地产企业 2009 年净利润增长明显，预收账款的大幅增长也为房地产企业未来业绩增长提供了有力保证。

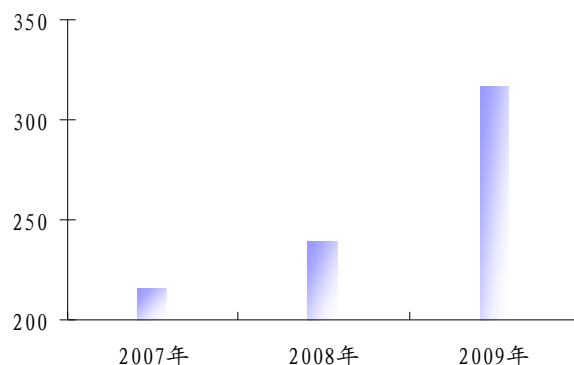
下面是已经公布年报的万科 A、金地集团、首开股份、滨江集团的净利润和预收账款增长情况。

Figure 19 万科 A 净利润增长情况



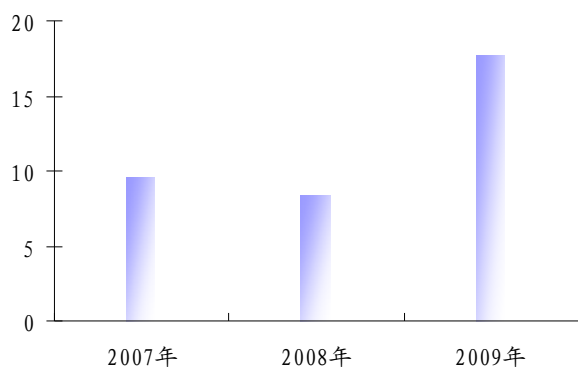
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 20 万科 A 预收账款增长情况



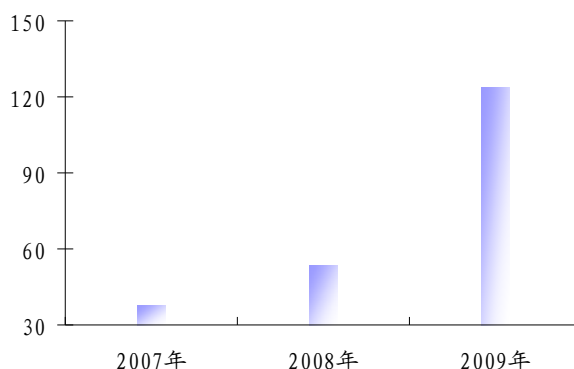
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 21 金地集团净利润增长情况



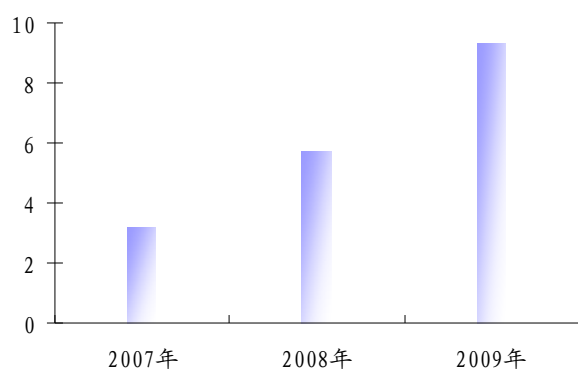
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 22 金地集团预收账款增长情况



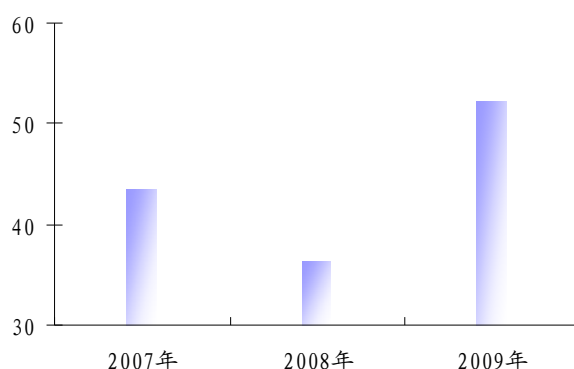
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 23 首开股份净利润增长情况



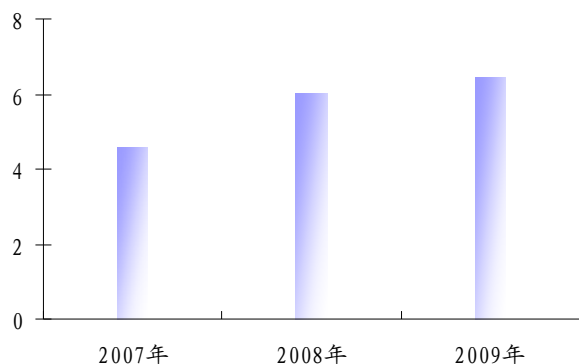
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 24 首开股份预收账款增长情况



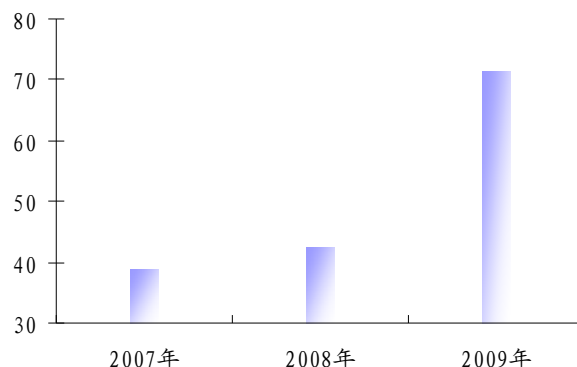
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 25 滨江集团净利润增长情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 26 滨江集团预收账款增长情况

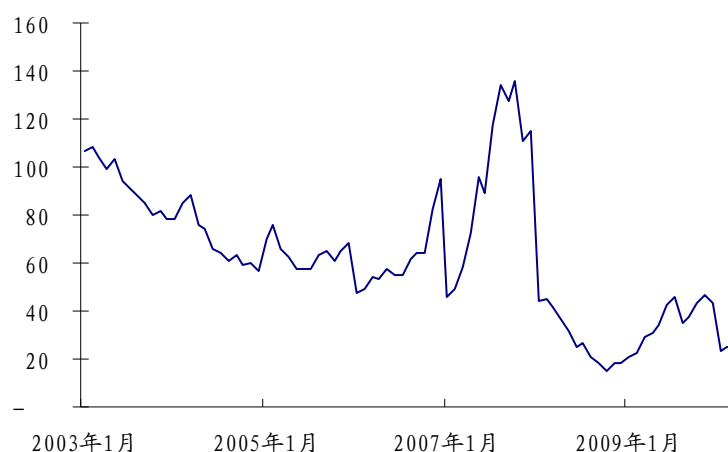


数据来源：公司公告、世纪证券研究所

目前房地产企业估值水平处于历史低位

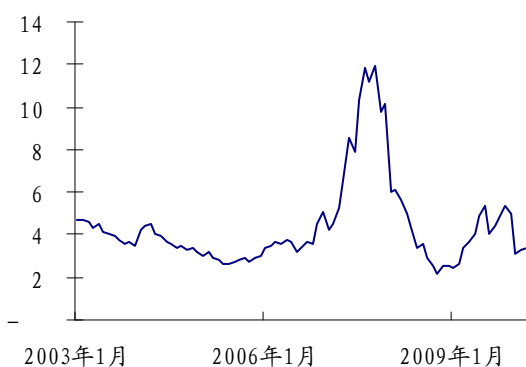
目前房地产板块静态市盈率为 25.31 倍，市净率为 3.32 倍，市售率为 3.41 倍，从历史走势来看，处于较低水平。目前主流房地产企业 2010 年市盈率 15 倍，2011 年市盈率 13 倍，估值水平较低。

Figure 27 房地产指数静态市盈率走势



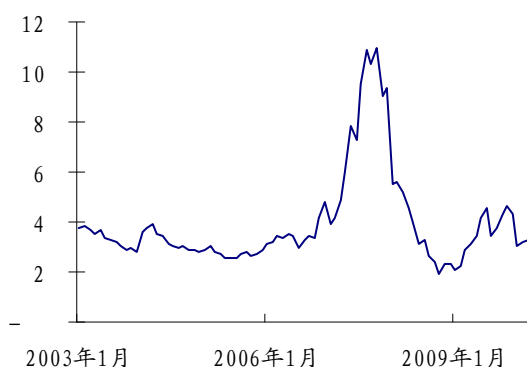
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 28 房地产指数市销率 (P/S) 走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 29 房地产指数市净率走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

重点关注二三线房地产企业投资机会

在经历持续的房地产调控政策以后，短期房地产市场仍然面临偏紧的政策环境，房价和低价水平目前处于历史高位，继续快速上涨动力不足，在国民经济复苏基础还不稳定的情况下，国家出台更严厉的调控政策的可能性较低，主要房地产企业商品房销售情况和业绩增长良好，估值水平处于历史低位。

相比一线城市，二三线城市房价水平相对较为合理，自住需求占比较大，所承受的监管压力和舆论压力也小于一线城市，**城镇化进程和开发商大举布局二三线城市**，使得很长未来一段时间内，**二三线城市房地产市场快速扩容和高速增长成为我国房地产市场的主要特征**。

建议重点关注二三线城市项目占比较高的一线房地产企业，包括万科 A、金地集团、首开股份、苏宁环球和优质的地区房地产龙头企业，包括福星股份、滨江集团、北京城建、st 东源、鲁商置业。

风险提示

目前房地产市场面临的主要风险仍然政策风险，预计未来房地产市场仍然面临偏紧的政策环境，政府可能会出台新的房地产市场调控政策，并且对房地产市场产生较大影响，进而影响上市公司业绩增长。

公司推荐：万科 A (000002)**2009 年业绩稳定增长**

2009 年公司实现销售面积 663.6 万平方米，金额 634.2 亿元，分别比 2008 年增长 19.1%和 32.5%，实现营业收入 488.8 亿元，同比增长 19.2%，实现净利润 53.3 亿元，同比增长 32.1%。

虽然万科 A2009 年业绩增长略低于预期，但是由于尚有 374.5 万平方米已销售资源未竣工结算，合同金额总计 382.3 亿元，大部分将会在 2010 年结算，为公司 2010 年业绩增长奠定基础。

加大二三线城市布局力度

面对一线城市日趋竞争激烈和地价水平不断攀升，2009 年公司新增项目 44 个，大多位于房价上涨较少、自住需求占主导地位的二三线城市。新增项目的平均楼面地价约 2,401 元/平方米左右，较 07 年下降 29.5%。

截至 2009 年末，公司已获取的规划中项目 125 个，建筑面积合计约 3,063 万平方米，其中按万科权益比例计算的规划中项目建筑面积约为 2,436 万平方米。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.62 元、0.79 元，对应的市盈率分别为 15.16 倍、12.37 倍，估值合理，给予“买入”的投资评级。

Figure 30 利润表预测

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	40,991.78	48,881.01	59,028.16	70,833.79
营业成本	25,005.27	34,514.72	37,778.02	44,625.29
营业税金及附加	4,533.87	3,602.58	5,902.82	7,083.38
营业费用	1,860.35	1,513.72	2,361.13	2,833.35
管理费用	1,530.80	1,441.99	2,361.13	2,833.35
财务费用	657.25	573.68	885.42	1,062.51
资产减值损失	1,268.11	-524.24	-	-
公允价值变动收益	19.26	2.44	-	-
投资净收益	209.41	924.08	590.28	708.34
营业利润	6,364.79	8,685.08	10,329.93	13,104.25
营业外收入	57.46	70.68	88.54	106.25
营业外支出	99.96	138.33	177.08	212.50
利润总额	6,322.29	8,617.43	10,241.39	12,998.00
所得税	1,682.42	2,187.42	2,560.35	3,249.50
净利润	4,639.87	6,430.01	7,681.04	9,748.50
少数股东损益	606.70	1,100.27	885.42	1,062.51
归属母公司净利润	4,033.17	5,329.74	6,795.62	8,685.99
EPS (元)	0.37	0.48	0.62	0.79

数据来源：世纪证券研究所

公司推荐：金地集团（600383）**2009 年公司净利润大幅增长**

2009 年公司实现营业收入 120.98 亿元，比 2008 年增长 23.93%，实现归属于母公司股东的净利润 17.76 亿元，比 2008 年增长 111.24%。

2009 年公司销售毛利率比 2008 年相比有所下降，主要是由于结构性原因，以及部分 2008 年销售价格较低的项目在 2009 年进入结算所导致的，随着 2009 年销售的项目在未来陆续进入结算，预计公司毛利率将会回升。

公司积极扩张，发展提速

2009 年新增土地储备 523 万平方米，地价成本较低，公司全部权益土地储备达到 1,358 万平方米，能够满足公司未来 4-5 年开发的需要。公司大幅上调 2010 年新开工计划至 388.85 万平方米，增幅达到 174.67%，显示了公司积极扩张的明确态度。

盈利预测与投资评级

预计 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.95 元、1.28 元，对应的市盈率分别为 14.38 倍、10.67 倍，估值水平合理，公司积极扩张的发展战略和管理层激励计划的实施，有利于公司业绩的高速增长，给予“买入”的投资评级。

Figure 31 利润表预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	97.62	120.98	163.33	220.49
二、营业总成本(元)	82.41	96.46	129.03	174.19
营业成本(元)	55.51	76.57	98.00	132.29
营业税金及附加(元)	11.91	11.75	16.33	22.05
销售费用(元)	4.08	4.12	6.53	8.82
管理费用(元)	4.79	4.96	6.53	8.82
财务费用(元)	2.53	1.80	1.63	2.20
资产减值损失(元)	3.58	-2.74	-	-
三、其他经营收益(元)				
投资净收益(元)	0.11	0.19	-	-
四、营业利润(元)	15.33	24.71	34.30	46.30
加：营业外收入(元)	0.24	0.34	-	-
减：营业外支出(元)	0.15	0.07	-	-
其中：非流动资产处置净损失(元)	0.00	0.01	-	-
五、利润总额(元)	15.42	24.98	34.30	46.30
减：所得税(元)	4.47	5.65	8.57	11.58
六、净利润(元)	10.94	19.33	25.72	34.73
减：少数股东损益(元)	2.53	1.57	2.12	2.87
归属于母公司所有者的净利润(元)	8.41	17.76	23.60	31.86
七、每股收益：	0.50	0.78	0.95	1.28

数据来源：世纪证券研究所

公司推荐：鲁商置业（600223）**山东地区房地产龙头**

2009 年公司通过重组实现了向房地产的完美转型，目前项目储备主要集中于以济南、青岛为核心的山东市场，地理位置优越，毛利率水平较高。2009 年公司实现新开工面积 54 万平方米、完工面积 57 万平方米，实现合同销售额 40 亿元。

与银座的合作提升公司盈利能力

山东省商业集团总公司零售业以“银座”为品牌，是山东省第一零售品牌，与银座联合的城市综合体开发模式，能够有效地提升公司的盈利空间及持续核心地段拿地的优势。

山东省经济实力全国领先，房地产市场发展潜力巨大

2009 年山东省全省实现生产总值 33805.3 亿元，按可比价格计算，增长 11.9%，经济实力全国第三位。目前国务院已经正式批复黄河三角洲高效生态经济区发展规划，将其上升为国家战略。同时山东省提出山东半岛蓝色经济区的指导意见，未来发展前景广阔。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.77 元、1.08 元，对应的每股收益分别为 14.22 倍、10.14 倍，公司作为山东省的房地产龙头企业，受益于山东省房地产市场的快速发展，给予“买入”的投资评级。

Figure 32 利润表预测

年度	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	26.10	25.00	37.50	52.50
二、营业总成本(元)	28.81	19.24	27.38	38.33
营业成本(元)	22.21	15.96	23.63	33.08
营业税金及附加(元)	0.94	2.34	1.88	2.63
销售费用(元)	0.38	0.57	0.75	1.05
管理费用(元)	1.78	0.38	0.75	1.05
财务费用(元)	2.60	0.01	0.38	0.53
资产减值损失(元)	0.88	-0.02	-	-
三、其他经营收益(元)		-	-	-
公允价值变动净收益(元)	-0.01	-	-	-
投资净收益(元)	0.71	0.12	0.19	0.26
四、营业利润(元)	-1.98	5.88	10.31	14.44
加：营业外收入(元)	0.02	0.01	0.01	0.02
减：营业外支出(元)	0.07	0.03	0.00	0.01
五、利润总额(元)	-2.05	5.86	10.32	14.45
减：所得税(元)	1.09	1.46	2.58	3.61
六、净利润(元)	-3.14	4.40	7.74	10.84
减：少数股东损益(元)	-0.16	0.01	0.01	0.02
归属于母公司所有者的净利润(元)	-2.97	4.39	7.73	10.82
七、每股收益：	-0.33	0.44	0.77	1.08

数据来源：世纪证券研究所

公司推荐：滨江集团（002244）**2009 年业绩增长良好**

2009 年公司实现的主营业务收入总额为 280,663.21 万元，比上年同期增长了 22.05%，公司主要结转的项目为万家花城一期和二期的部分，较上年有所增长。但由于上述项目当初售价并不是很高，毛利率较上年的金色海岸项目有所下降，利润总额仅增长了 3.13%。

费用控制合理，预收账款大幅增长

2009 年公司销售费用和财务费用下降明显，三项费用率为 4.59%，相比 2008 年的 6.36% 明显下降。

2009 年底公司预收购房款达到 71.4 亿元，比 2008 年增长 72.64%，占 2009 年营业收入比例达到 250%，公司未来业绩增长基本锁定。

盈利预测与投资评级

预计 2010、2011 年公司每股收益分别为 0.81 元、1.00 元，对应的市盈率分别为 15.96 倍、12.94 倍，考虑到公司在杭州地区的龙头地位和业绩增长的确定性较高，给予“增持”的投资评级。

Figure 33 利润表预测

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2,325.91	2,833.61	4,700.06	5,833.38
营业成本	1,272.64	1,648.85	2,571.68	3,191.79
营业税金及附加	136.88	181.07	276.60	343.29
营业费用	37.80	26.39	66.78	85.32
管理费用	88.14	92.01	145.38	185.66
财务费用	21.77	11.53	-	-
资产减值损失	-16.49	30.57	-	-
投资净收益	1.48	-	-	-
营业利润	786.65	843.18	1,639.62	2,027.31
营业外收入	33.62	0.10	-	-
营业外支出	9.85	7.47	7.77	7.90
利润总额	810.42	835.80	1,631.84	2,019.41
所得税	208.22	207.64	419.27	518.85
净利润	602.20	628.16	1,212.57	1,500.56
少数股东损益	-2.07	-15.51	-	-
归属母公司净利润	604.27	643.67	1,212.57	1,500.56
EPS（元）	0.58	0.48	0.81	1.00

数据来源：世纪证券研究所

公司推荐：首开股份（600376）**2009 年业绩增长符合预期**

2009 年公司实现营业利润 118,153 万元，比上年增长 50.62%；实现归属于母公司所有者的净利润 93,170.23 万元，比上年增长 63.25%，符合我们的预期。

加大二三线城市布局，项目储备优势明显

2009 年公司继续在北京地区获取回龙观项目和限价房项目的同时，加大在太原、沈阳、扬州等二线城市的项目获取力度，全年获取项目储备 290 万平方米。目前公司项目储备 1,292.34 万平方米，项目储备丰富，能够满足公司至少 5 年的开发需要。

未来项目高利率不断提升，结算资源丰富

随着 2009 年销售的项目陆续进入结算期，公司项目毛利率和净利率将会逐步提升，公司管理层激励计划的实施将会刺激公司业绩的提升。

盈利预测与投资评级

维持公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.25 元、1.57 元的盈利预测和“增持”的投资评级。

Figure 34 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

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.