

房地产行业

地产央企整合加速，谁将受益？

——地产央企整合专题报告

背景：国资委于今年3月18日召开新闻发布会，重申“处于调整阶段的中央企业集团下属控股或参股的房地产公司，要加快调整步伐，在完成阶段性任务后有序退出”。紧接着，3月22日，国资委就召开部分中央企业会议，明确“78户不以房地产为主业的中央企业，要加快结构调整步伐，15个工作日内制定有序退出的方案”。

研究结论

- **央企整合有望加速：**在限定时间内，要求主业非地产央企制定出退出方案是此次国资委重申地产央企整合的最大突破，我们认为国资委的强硬态度一方面在于落实国务院的政策，同时也是借助中央平抑地价房价的决心而顺势推进央企整合步伐，地产央企整合有望加速。
- **意义：**地产央企整合限制部分资金流入地产行业，短期有利于促使楼市，特别是土地市场的降温。更为重要的是，央企整合将进一步提高行业集中度，以地产为主业的央企有望从资源整合中受益。
- **集团层面：中房集团和华侨城受益可能性最大。**根据房地产业务在集团中地位和集团房地产业务区域分布情况两个指标，我们将16家地产央企按受益程度分为四个梯队，其中第一梯队包括中房集团和华侨城；第二梯队包括中国建筑、中国保利和招商局集团；第三梯队包括中粮集团、中化集团、华润集团、中国铁建、中国中铁、中国中冶、和中国五矿；第四梯队包括中国水利水电、葛洲坝集团、港中旅和南光集团。
- **公司层面：首推华侨城，其次为招商地产、保利地产，关注中粮地产（未评级）。**整理后发现，16家央企关联A股地产公司共有13家，分别是华侨城A、招商地产、保利地产、中粮地产、中国中冶、中国铁建、中国中铁、中国建筑、葛洲坝、中铁二局、ST重实、ST中房和万科。考虑集团受益程度、上市公司在集团中地位、上市公司房地产业务比重和上市公司资金实力四个因素，我们认为受益程度最大的是华侨城A，其次为招商地产、保利地产和中粮地产。

后附华侨城和保利地产首次覆盖报告。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A股

行业

房地产

报告日期

2010年04月06日

行业表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	7.3	1.1	33.5
相对表现 (%)	4.5	3.7	4.1

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10 EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
华侨城 A	0.58*	0.93	1.38	16.79	买入
保利地产	1.00	1.39	1.78	21.44	买入
招商地产	1.00*	1.30	1.70	25.20	买入
苏宁环球	0.89	1.23	1.64	14.22	买入

*标注为预测数据

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、地产央企整合加速.....	3
1、重组步履艰难.....	3
2、整合有望加速.....	4
二、谁将受益	5
1、集团层面：中房集团和华侨城受益可能性最大.....	5
2、上市公司层面：首推华侨城，其次为招商地产、保利地产和中粮地产	7
附录：16 家地产主业央企旗下上市公司名单	10

图表目录

表 1：16 家央企被确定以地产为主业的批次和日期.....	3
表 2：北京土地市场国企与民企拿地情况比较	4
表 3：去年以来主业非地产央企北京拿地情况	4
表 4：地产央企整合政策动向	5
表 5：16 家地产央企预计受益程度列表.....	6
表 6：16 家央企旗下 A 股地产上市公司名单	7
表 7：上市公司按集团受益程度排序.....	8
表 8：上市公司在集团中地位排序	8
表 9：上市公司 08 年地产业务收入占比排序.....	9
表 10：上市公司 09 年三季度末现金余额排序.....	9
表 11：16 家地产主业央企旗下上市公司名单	10

一、地产央企整合加速

1、重组步履艰难

房地产央企主辅分离工作发轫于 2004 年。当年 6 月，国资委发布了《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》，提出由中国建筑、招商局集团、房开集团、保利集团和华侨城集团等 5 家企业牵头整合央企的房地产业务。

由于当时的业务整合是建立在“自愿协作”的基础上，国资委只是居中协调，重组进展较为缓慢。截至 2005 年 8 月，仅有中房集团先后从华能集团和中国航空器材进出口集团公司先后获得无偿划拨和收购两单房地产资产。

虽然在 2008 年 8 月的国资委新闻发布会上，李荣融明确指出“奥运会后，中央企业的重组步伐将会加快，将会由企业自愿组合转向由国资委主动推进”，同时也提到了地产央企的重组问题，但由于没有后续政策跟进，国资委态度的转变并没有加快地产央企整合的步伐。

在要求加快央企地产业务整合的同时，国资委从 04 年开始分七批披露了央企的主业情况，明确了中国建筑工程总公司等 16 家央企主业含房地产业务。

根据国资委初步统计，2009 年，这 16 家央企房地产板块的资产总额为 5616 亿元，占全部中央企业房地产板块资产总额的 85%；销售收入为 1899 亿元，占全部中央企业房地产业务销售收入的 86%；净利润为 188 亿元，占全部中央企业房地产业务净利润的 94%。

虽然中央企业的房地产业务已主要集中在 16 家以房地产为主业的企业中，但目前尚有 78 家不以房地产为主业的中央企业开展了房地产业务，2008 年，这些企业所属三级以上房地产子企业共有 227 户，占中央企业全部三级以上房地产企业数量的 60%。地产央企整合任重而道远。

表 1：16 家央企被确定以地产为主业的批次和日期

企业	批次	日期
中国建筑工程总公司	第一批	2004 年 11 月 30 日
中国粮油食品（集团）有限公司	第一批	2004 年 11 月 30 日
中国中化集团公司	第二批	2005 年 04 月 29 日
中国保利集团公司	第二批	2005 年 04 月 29 日
招商局集团有限公司	第二批	2005 年 04 月 29 日
华润(集团)有限公司	第二批	2005 年 04 月 29 日
中国铁路工程总公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
中国铁道建筑总公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
中国冶金科工集团有限公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
中国水利水电建设集团公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
香港中旅（集团）有限公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
华侨城集团公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
南光（集团）有限公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
中国葛洲坝集团公司	第三批	2005 年 09 月 21 日
中国房地产开发集团公司	第四批	2006 年 05 月 23 日
中国五矿集团公司	第七批	2007 年 06 月 12 日

资料来源：国资委网站，东方证券研究所

2、整合有望加速

进入 2009 年，随着金融危机的爆发，国家制定了宽松的货币信贷政策，此外，为了依托房地产市场而刺激经济，政府也开始鼓励居民购买住房。一方面，大量的信贷资金流入国企，另一方面，楼市再次进入量价齐升的景气通道。自从中化方兴在去年 6 月以溢价 147% 拿下热门地块广渠路 15 号后，国企特别是央企在土地市场上可谓大手笔不断，“国进民退”、“央企推高地价和房价”的说法甚嚣尘上。

中原地产的统计数据显示，2009 年以来，国企在北京土地市场上完全占据了主导地位，从楼面地价中可以看出，地王基本上是由国企制造。

为了遏制土地市场过热的势头，国务院在今年 1 月 10 日出台的国 11 条中明确指出“国有资产资产监管部门要进一步规范国有大企业的房地产投资行为”。

表 2：北京土地市场国企与民企拿地情况比较

	建筑面积 (平方米)	成交价格 (万元)	楼面价 (元/平方米)	地块数量 (个)
2009 年北京土地市场国企与民企拿地情况比较				
民企	4,874,218	2,107,906	4,325	44
国企	7,264,305	4,982,819	6,859	34
2010 年 3 月 18 日前北京土地市场国企与民企拿地情况比较				
民企	1,591,419	1,266,378	7,958	11
国企	2,716,538	3,092,803	11,385	18

数据来源：中原地产，东方证券研究所

虽然去年以来活跃在土地市场上的国企主要是 16 家主业为地产的央企以及一些地方性国有企业，但还是可以看到主业非地产央企的身影。中国电子和中国兵器装备旗下地产公司就分别于去年 6 月和今年 3 月在北京土地市场上高价竞得土地。地产央企整合出现了倒退的迹象。

表 3：去年以来主业非地产央企北京拿地情况

拿地时间	地块名称	总建面 (万平米)	总地价 (亿元)	楼面地价 (元/平米)	溢价率	拿地企业	对应央企
2009 年 6 月 26 日	奥运村乡住宅地块	14.88	19.60	13171	124%	成都中泽置业	中国电子
2010 年 3 月 15 日	东升乡商住地块	10.45	17.60	16836	193%	北京世博宏业	中国兵器装备

数据来源：北京市土地整理储备中心，东方证券研究所

在此背景下，国资委于今年 3 月 18 日召开新闻发布会，重申“处于调整阶段的中央企业集团下属控股或参股的房地产公司，要加快调整步伐，在完成阶段性任务后有序退出”。紧接着，3 月 22 日，国资委就召开部分中央企业会议，明确“78 户不以房地产为主业的中央企业，要加快结构调整步伐，15 个工作日内制定有序退出的方案”。随后，银监会在 3 月 26 日也在信贷方面对国资委表态进行了回应，支持 78 家央企推出房地产业务。

在限定时间内，要求主业非地产央企制定出退出方案是此次国资委重申地产央企整合的最大突破，我们认为国资委的强硬态度一方面在于落实国务院的政策，同时也是借助中央平抑地价房价的决心而顺势推进央企整合步伐，地产央企整合有望加速。

国资委表态后，中远集团第一个给出了退出时间表，表示中远香港集团会在半年内推出其间接持有的远洋地产约 8% 的股权。此外，中国核工业集团和中国航天科工集团也分别将旗下的地产公司股权挂牌出让。

表 4：地产央企整合政策动向

日期	会议/文件	相关内容
2004 年 6 月 28 日	《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》	建议拟寻求重组合作方并准备将房地产业作为非主业剥离的中央企业，可与中国建筑、招商局集团、中房集团、保利集团和华侨城集团联系，在自愿协商的基础上，研究有关重组问题。国资委将做好有关协调工作。
2008 年 8 月 11 日	李荣融答中外记者问	李荣融指出，奥运会后，中央企业的重组步伐将会加快。将会由企业自愿组合转向由国资委主动推进。在答记者问中还提到相当一部分央企从事房地产业是作为一个过渡，重组和退出是必然的。
2010 年 1 月 10 日	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	国有资产监管部门要进一步规范国有大企业的房地产投资行为。
2010 年 3 月 18 日	国务院国资委新闻发布会	重申处于调整阶段的中央企业集团下属控股或参股的房地产公司，要加快调整步伐，在完成阶段性任务后有序退出
2010 年 3 月 22 日	国资委召开部分中央企业会议	明确提出 78 户不以房地产为主业的中央企业，要加快结构调整步伐，15 个工作日内制订有序退出的方案。
2010 年 3 月 26 日	银监会	对国资委公布的 78 家不以房地产为核心主业的中央企业，对非在建工程为抵押贷款的一切项目不受理授信申请，已授信的要保全，并要停止对其新增授信。

资料来源：东方证券研究所

二、谁将受益

地产央企整合限制部分资金流入地产行业，短期有利于促使楼市，特别是土地市场的降温。更为重要的是，央企整合将进一步提高行业集中度，以地产为主业的央企有望从资源整合中受益。

央企的整合模式包括兼并和业务整合等，由于以地产为第一主业的央企较少，直接兼并对于地产央企来讲并不适合，更有可能的整合模式应该是业务整合，即非主业资产向主业资产集中。参照国资委年初给酒店业务整合的收购方式，地产业务整合也基本会以以下三种方式进行：无偿划转、协议转让和市场转让。

我们从集团和公司两个层面来分析 A 股地产上市公司的受益程度，分析角度包括地产业务比重、地产业务规模、资金实力和地产业务区域分布等四个方面。

1、集团层面：中房集团和华侨城受益可能性最大

从集团层面来看，根据国资委做大做强央企的意图和整合的便利性，我们选取地产业务在集团中地位和集团地产业务区域分布情况两个指标来分析受益的可能性大小。

通过筛选，我们选取华侨城集团和中房集团为整合受益程度第一梯队的公司。理由如下：这两家是央企中唯一以地产为第一主业的企业，地产业务基本实现全国布局，且都是 04 年《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》被推荐企业。

进入受益程度第二梯队的集团有中国建筑、中国保利和招商局集团。理由如下：中国建筑和中国保利以地产为第二主业，地产业务已实现全国布局，招商局集团虽然地产为第三主业，但与中国建筑和中国保利一起被《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》列为推荐企业。

进入受益程度第三梯队的集团有中粮集团、中化集团、华润集团、中国铁建、中国中铁、中国中冶、和中国五矿七家企业。理由如下：这七家企业的地产业务在公司主业中处于第三或第四位置，但地产业务都基本实现了全国布局。需要指出的是，中化集团除了方兴地产外，还持有远洋地产 10.55% 权益，在远洋集团明确要退出的情况下，中化集团接手远洋集团在远洋地产的股权具有一定的可能性。

列为受益程度第四梯队的集团是中国水利水电、葛洲坝集团、港中旅和南光集团。理由如下：中国水利水电地产业务虽然也已进入近 10 个城市，但总量体仅有 160 万平米，规模偏小，葛洲坝集团总部位于武汉，地产业务基本集中在湖北省，规模也不大，此外，中国水利水电和葛洲坝的地产业务在公司主业中均处于第四位置；港中旅总部位于香港，虽然在大陆多个城市有地产业务，但规模不大，集团本身有可能在央企酒店整合中受益，从平衡角度出发，预计地产业务受益程度较小；南光集团总部位于澳门，地产业务仅在澳门、杭州、太原和上海等地有分布，预计受益可能性较小。

表 5：16 家地产央企预计受益程度列表

企业	总部	地产业务地位	地产业务分布	预计受益程度
华侨城集团公司	深圳	第一主业	全国布局	第一梯队
中国房地产开发集团公司	北京	第一主业	全国布局	第一梯队
中国建筑工程总公司	北京	第二主业	全国布局	第二梯队
中国保利集团公司	北京	第二主业	全国布局	第二梯队
招商局集团有限公司	香港	第三主业	全国布局	第二梯队
中国粮油食品（集团）有限公司	北京	第三主业	全国布局	第三梯队
中国中化集团公司	北京	第三主业	上海、北京、珠海、丽江等	第三梯队
华润（集团）有限公司	香港	第三主业	全国布局	第三梯队
中国铁道建筑总公司	北京	第三主业	全国布局	第三梯队
中国铁路工程总公司	北京	第三主业	全国布局	第三梯队
中国冶金科工集团有限公司	北京	第三主业	全国布局	第三梯队
中国五矿集团公司	北京	第四主业	全国布局	第三梯队
中国水利水电建设集团公司	北京	第四主业	全国布局	第四梯队
中国葛洲坝集团公司	武汉	第四主业	宜昌、武汉和上海等	第四梯队
香港中旅（集团）有限公司	香港	第三主业	全国布局	第四梯队
南光（集团）有限公司	澳门	第二主业	澳门、杭州、太原和上海等	第四梯队

资料来源：国资委网站，东方证券研究所

2、上市公司层面：首推华侨城，其次为招商地产、保利地产，关注中粮地产（未评级）

整理后发现，16 家央企关联 A 股地产公司共有 13 家。

表 6：16 家央企旗下 A 股地产上市公司名单

央企	A 股地产上市公司	上市公司主营构成
中国建筑工程总公司	中国建筑（SH.601668）	建筑房地产
中国房地产开发集团	ST 中房（SH.600890）	房地产
	ST 重实（SZ.000736）	房地产
中国保利集团	保利地产（SH.600048）	房地产
华侨城集团	华侨城 A（SZ.000069）	旅游、地产
中国铁路工程总公司	中国中铁（SH.601390）	工程施工、房地产
	中铁二局（SH.600528）	工程施工、房地产
中国铁道建筑总公司	中国铁建（SH.601186）	工程施工、房地产
中粮集团有限公司	中粮地产（SZ.000031）	房地产
中国冶金科工集团	中国中冶（SH.601618）	工程承包、资源开发、房地产
中国葛洲坝集团	葛洲坝（SH.600068）	水利建筑、房地产
招商局集团有限公司	招商地产（SZ.000024）	房地产
华润集团有限公司	万科（SZ.000002）	房地产

资料来源：WIND，东方证券研究所

我们从集团受益程度、上市公司在集团中地位、上市公司地产业务比重和上市公司资金实力四个方面来分析上市公司受益央企地产整合的可能性大小。

这四个方面中我们更为强调集团受益程度和上市公司在集团中地位这两个因素，这两方面是上市公司能够受益的前提，在此基础上，我们再分析上市公司地产业务比重和上市公司资金实力。

我们的结论是，上市公司中预计受益程度最大的是华侨城 A。理由是集团在受益程度排序中排名第一，且已整体上市，08 年地产业务比重达到 61.9%。

预计受益程度较大的上市公司有招商地产、保利地产和中粮地产。理由是这三家公司均为集团地产旗舰，地产业务比重高。其中招商地产和保利地产的集团受益程度排序均为第二。但需要注明的是，保利集团旗下还有保利香港，近年连续获得集团资产注入，对于保利地产来讲存在资源分流问题；中粮地产的不利因素在于中粮集团旗下除中粮地产外，尚有中粮置业和深圳中粮在运作集团商业地产，且中粮集团在受益程度排序中仅位列第三。

此外，中国建筑、中国中铁、中国铁建和中国中冶虽然实现了集团整体上市，但考虑到公司规模和地产业务比重等因素，预计整合对公司影响不大。万科、中铁二局、ST 中房和 ST 重实由于不是集团地产旗舰，所以受益可能性不大，而葛洲坝由于集团受益程度较低，预计上市公司受益可能性也较小。

此外，ST 中房和 ST 重实均为中房集团旗下上市公司，2008 年 1 月 2 日，ST 中房发布公告称“考虑中房集团在房地产主营业务之外，还有相关的物业类资产的经营管理和城市市政建设的主营业

务，未来从市场和产品细分出发，中房集团可以用二至三年时间通过调整上市公司主营业务布局，以一家上市公司作为相关的物业类资产的经营管理和城市市政建设的上市载体，以另一家上市公司作为集团未来房地产主营业务的发展平台同时拥有两家上市公司，或根据业务发展需要通过换股等模式完成一家上市公司对另一家上市公司的并购等方式彻底解决两家上市公司的同业竞争问题。”当前，中房集团全资子公司中住地产已将资产注入 ST 重实，但中房集团是否会以 ST 重实作为集团地产业务运作平台尚有很大的不确定性。

从央企地产整合角度出发，我们首推华侨城，其次为招商地产、保利地产，关注中粮地产（未评级）。

表 7：上市公司按集团受益程度排序

集团受益程度排序	上市公司	对应集团
1	华侨城 A	华侨城集团
	ST 中房	房开集团
	ST 重实	房开集团
2	保利地产	保利集团
	招商地产	招商局集团
	中国建筑	中国建筑
3	中国中铁	中国中铁
	中铁二局	中国中铁
	中国铁建	中国铁建
	中粮地产	中粮集团
	中国中冶	中国中冶
	万科	华润集团
4	葛洲坝	葛洲坝

资料来源：WIND，东方证券研究所

表 8：上市公司在集团中地位排序

上市公司在集团中地位排序	上市公司	公司级别	是否是集团地产旗舰	上市公司在集团中权益
1	华侨城 A	整体上市	是	56%
	中国中冶	整体上市	是	64%
	中国铁建	整体上市	是	63%
	中国中铁	整体上市	是	58%
	中国建筑	整体上市	是	53%
	葛洲坝	整体上市	是	41%
2	招商地产	二级子公司	是	54%
	中粮地产	一级子公司	是	51%
	保利地产	二级子公司	是	46%
3	ST 重实	二级子公司	否	54%
	中铁二局	一级子公司	否	30%
	ST 中房	一级子公司	否	25%
	万科	一级子公司	否	15%

资料来源：WIND，东方证券研究所

表 9：上市公司 08 年房地产业务收入占比排序

上市公司房地产业务比重排序	上市公司	08 年房地产业务收入占比
1	ST 重实	100.0%
1	ST 中房	100.0%
3	万科	98.8%
4	保利地产	97.4%
5	中粮地产	86.6%
6	招商地产	68.4%
7	华侨城 A	61.9%
8	中国建筑	9.4%
9	中国中冶	2.8%
10	中国中铁	1.7%
11	葛洲坝	1.6%
12	中国铁建	0.5%
13	中铁二局	0.4%

数据来源：WIND，东方证券研究所

表 10：上市公司 09 年三季度末现金余额排序

上市公司资金实力排序	上市公司	09 年三季度末现金余额（万元）
1	中国建筑	8,469,884
2	中国中冶	6,349,626
3	中国铁建	6,308,958
4	中国中铁	4,819,098
5	万科	2,761,462
6	保利地产	1,664,673
7	招商地产	1,001,597
8	葛洲坝	371,817
9	中铁二局	352,614
10	中粮地产	154,535
11	华侨城 A	124,471
12	ST 重实	26,809
13	ST 中房	3,272

数据来源：WIND，东方证券研究所

注：华侨城 A 是整体上市前的资金状况

附录：16 家地产主业央企旗下上市公司名单

表 11：16 家地产主业央企旗下上市公司名单

央企	旗下上市公司	股票类别	上市公司主营构成
中国建筑工程总公司	中国建筑	A 股	建筑房地产
	中国海外发展	H 股	房地产
	中国建筑国际	H 股	房地产
中国房地产开发集团公司	ST 中房	A 股	房地产
	ST 重实	A 股	房地产
中国保利集团公司	保利地产	A 股	房地产
	保利香港	H 股	房地产
华侨城集团公司	华侨城 A	A+H 股	旅游、房地产
	深康佳 A	A 股	电子
中国铁路工程总公司	中国中铁	A+H 股	工程施工、房地产
	中铁二局	A 股	工程施工、房地产
中国铁道建筑总公司	中国铁建	A+H 股	工程施工、房地产
中国中化集团公司	中化国际	A 股	外贸
	中化化肥	H 股	化肥
	方兴地产	H 股	房地产
	远洋地产	H 股	房地产
中粮集团有限公司	中国食品	H 股	食品类
	中粮地产	A 股	房地产
	中粮控股	H 股	生物燃料、食品加工
	中粮屯河	A 股	番茄酱
	蒙牛乳业	H 股	乳制品
	丰原生化	A 股	生物工程、有机酸制造等
	中粮包装	H 股	产品外包装
中国冶金科工集团有限公司	中国中冶	A+H 股	工程承包、资源开发、房地产
	锌业股份	A 股	有色金属
	美利纸业	A 股	造纸
中国五矿集团公司	五矿发展	A 股	钢铁
	关铝股份	A 股	有色
	五矿资源	H 股	有色金属销售
	五矿建设	H 股	房地产及建筑
	湖南有色	H 股	有色
	金瑞科技	A 股	新材料
	株冶集团	A 股	有色
	ST 中钨	A 股	有色
中国葛洲坝集团公司	葛洲坝	A 股	水利建筑、房地产
港中旅集团有限公司	香港中旅	H 股	旅游
招商局集团有限公司	招商银行	A+H 股	金融
	招商证券	A 股	金融
	招商轮船	A 股	航运
	招商地产	A+B 股	房地产
	中集集团	A+B 股	集装箱制造

	招商局国际	H 股	制造业、港口
	招商局亚太	新加坡	公路运营
华润集团有限公司	万科	A+B 股	房地产
	华润创业	H 股	超市连锁
	华润电力	H 股	公用事业
	华润置地	H 股	房地产
	华润燃气	H 股	公用事业
	华润水泥	H 股	建材
	华润锦华	A 股	纺织
	东阿阿胶	A 股	药业
	华润微电子	H 股	电子
中国水利水电建设集团公司	无		
南光集团有限公司	无		

资料来源：WIND，东方证券研究所

央企整合最大受益者

投资要点:

- 公司主营房地产开发和酒店旅游业务，目前，公司在深圳、北京、上海、成都和武汉等地拥有项目储备逾 500 万平米。公司是国内最大的主题公园经营企业，品牌产品欢乐谷已在深圳、北京、成都和上海等地成功运营，下一步公司将拓展武汉和天津等地，全国布局基本成型。
- 公司亮点主要在以下几个方面：
 - 不可复制的“旅游+地产”模式：1) 独特的拿地模式。相比地产，旅游业更容易被地方政府认可，公司可以凭借成熟的主题公园运作经验获取低价土地资源，公司现有储备项目中大部分就是以这种方式获取；2) 主题公园提升项目附加值。主题公园通过景观配套设施和人气聚集提升地产项目的附加值；3) 业绩和现金流匹配。地产的快速周转给予公司短期资金和业绩支持，旅游则保障了公司经营的持续性。
 - 稀缺的豪宅资源：富有阶层的急速扩张是中国豪宅市场前景向好的基础，政府控制豪宅资源用地的供给则将进一步刺激豪宅价格的上涨。公司拥有丰富的豪宅开发经验，在深圳和上海等地尚有稀缺豪宅项目资源 100 多万平米。这些项目绝大部分都是早年获取，利润率极高，充分保证了公司未来几年的业绩水平。
 - 地产央企整合的最大受益者：华侨城集团是 16 家地产央企中仅有的两家以地产为第一主业的央企之一，在国资委突出主业，做大做强央企的整合思路下，集团受益央企整合的可能性很大。目前，华侨城集团已实现整体上市，公司有望成为地产央企整合的最大受益者。
- 假定房价涨跌幅为 0%，地产业务贴现率为 10%，其它业务贴现率为 8%，测算得出公司 2010 年末 NAV 为 18.27 元/股，P/NAV=0.92。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.58 元、0.93 元和 1.38 元，对应 PE 分别为 29X、18X 和 12X。其中公司 09 和 10 年业绩已基本锁定。
- 考虑到公司 NAV 水平和 EPS 较高的弹性，首次给予“买入”评级，参考 P/NAV=1.2，给予 6 个月目标价 23.92 元。
- 催化剂：央企整合加速。
- 风险因素：如果房价出现下跌，公司 NAV 存在下调风险，此外，楼市调整也会影响公司的估值水平。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 04 月 02 日) 16.79 元

目标价格 (6 个月) 23.92 元

总股本/A 股 (万股) 310748/310748

A 股市值 (百万元) 52175

国家/地区 中国

行业 房地产

报告日期 2010 年 04 月 06 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.8	1.3	29.2
相对表现 (%)	5.0	3.9	-0.2

资料来源: WIND

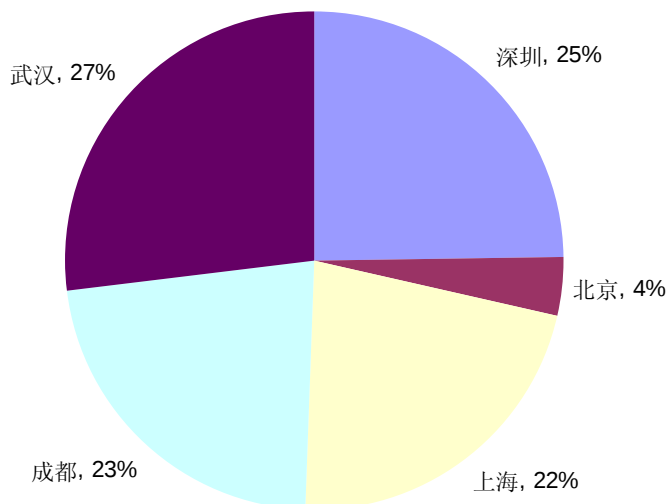
财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	3491	9377	12601	16577
主营业务利润 (百万)	1283	2561	4497	6323
净利润 (百万)	917	1817	2883	4282
EBITDA (百万)	1810	3340	5445	7363
每股收益 (元)	0.35	0.58	0.93	1.38
净资产收益率 (%)	16.4%	12.9%	17.7%	21.9%
每股经营现金流 (元)	0.36	-0.64	-0.77	1.16
市盈率(X)	56.87	28.71	17.24	11.09
EV/EBITDA(X)	29	16	10	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：公司项目区域分布情况（按 09 年末未结算权益建面口径）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司项目表

序号	项目	权益	建筑面积 (万平米)	预计 09 年末未结 算权益建面 (万平米)	未结建面售价 (元/平方米)	未结建面 毛利率	利润现值 (万元)
1	深圳波托菲诺纯水岸四期	100%	5.4	1.3	60,000	67%	20,705
2	深圳纯水岸其他	100%	40.0	40.0	49,500	65%	326,508
3	深圳天鹅堡四期	100%	10.0	10.0	40,000	72%	77,851
4	深圳东方花园 N1	100%	0.4	0.4	80,000	73%	6,871
5	深圳华侨城其它片区	100%	50.0	50.0	40,000	73%	337,033
6	深圳东侨城-天麓一区	100%	0.8	0.8	180,000	89%	31,487
7	深圳东侨城-天麓二区	100%	1.7	0.0	65,000	71%	0
8	深圳东侨城-天麓七区	100%	1.8	1.1	60,000	69%	15,740
9	深圳东侨城-剩余部分	100%	10.0	10.0	93,000	79%	196,572
10	深圳四海公寓	79%	5.8	1.8	14,200	56%	6,107
11	深圳曦城一期	50%	10.7	0.7	38,788	70%	7,303
12	深圳曦城二期	50%	19.7	9.8	50,000	70%	111,641
13	深圳宝安区 A122-0332 地块	50%	2.8	1.4	50,000	49%	9,389
14	北京华侨城 2 期	56%	15.0	2.5	15,000	65%	11,598
15	北京华侨城 3 期	56%	35.0	17.7	16,650	64%	52,153
16	上海新浦江城	85%	130.0	96.1	21,833	73%	383,872
17	上海普陀合利坊项目	100%	11.2	11.2	40,000	67%	86,090
18	上海苏河湾项目	100%	6.0	6.0	120,000	45%	91,997

19	成都华侨城	100%	130.0	117.0	9,675	39%	127,308
20	武汉华侨城	100%	139.1	139.1	10,000	38%	148,160
合计			625.3	517.1			2,048,386

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：利润现值=2010 及以后的利润贴现，未包含 09 年的利润

表 2：公司 NAV 测算

明细	金额
项目利润现值合计（万元）	2,048,386
持有物业增值（万元）	679,500
酒店业务净利润现值（万元）	410,584
旅游业务净利润现值（万元）	1,036,191
旅游业务净利润现值（万元）	93,291
09 年末净资产（万元）	1,409,131
总股本（万股）	310,748
2010 年末 NAV（元/股）	18.27

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：假定增发价格 17.92 元/股，增发募集资金 96 亿

表 3：公司 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
6%	17.02	17.54	18.05	18.54	19.03	19.53	20.01	20.47	20.91
7%	16.88	17.38	17.87	18.35	18.83	19.31	19.78	20.22	20.65
8%	16.74	17.23	17.71	18.17	18.63	19.10	19.56	19.99	20.40
9%	16.61	17.08	17.55	18.00	18.45	18.90	19.34	19.76	20.16
10%	16.49	16.95	17.40	17.83	18.27	18.71	19.14	19.54	19.93
11%	16.37	16.81	17.25	17.67	18.10	18.52	18.94	19.33	19.71
12%	16.25	16.68	17.11	17.52	17.93	18.34	18.75	19.13	19.50
13%	16.14	16.56	16.97	17.37	17.77	18.17	18.57	18.94	19.30
14%	16.03	16.44	16.84	17.23	17.62	18.01	18.39	18.76	19.11

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：公司 EPS 敏感性分析

EPS	房价涨跌幅								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
10 年 ESP	0.84	0.86	0.88	0.90	0.93	0.95	0.97	1.00	0.84
11 年 ESP	1.11	1.17	1.24	1.31	1.38	1.45	1.51	1.58	1.11

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：假定结算面积不变

表 5：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3139	27715	31159	34994	营业收入	3491	9377	12601	16577
现金	931	9888	6709	8126	营业成本	1844	4802	5557	6936
应收账款	35	200	220	242	营业税金及附加	400	516	693	912
其他应收款	117	230	230	230	营业费用	96	328	441	580
预付账款	378	1120	1232	1355	管理费用	487	1032	1260	1658
存货	1678	16227	22718	24990	财务费用	145	380	418	460
其他流动资产	0	50	50	50	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	10808	13056	12464	11829	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3384	440	440	440	投资净收益	765	241	265	291
固定资产	4058	6405	6677	6658	营业利润	1283	2561	4497	6323
无形资产	526	806	806	806	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	2839	5405	4542	3925	营业外支出	4	4	5	4
资产总计	13947	40771	43623	46823	利润总额	1282	2560	4495	6322
流动负债	6965	23275	19279	18683	所得税	112	502	972	1470
短期借款	4200	9000	5000	4000	净利润	1169	2057	3523	4853
应付账款	1202	1800	1900	2000	少数股东损益	252	240	640	571
其他流动负债	1562	12475	12379	12683	归属母公司净利润	917	1817	2883	4282
非流动负债	71	1837	5839	5841	EBITDA	1810	3340	5445	7363
长期借款	11	1211	5211	5211	EPS (元)	0.35	0.58	0.93	1.38
其他非流动负债	60	626	628	630					
负债合计	7036	25112	25118	24524	主要财务比率				
少数股东权益	1327	1568	2208	2779		2008	2009E	2010E	2011E
股本	2621	3107	3107	3107	成长能力				
资本公积	324	6843	6843	6843	营业收入	101.9%	168.6%	34.4%	31.6%
留存收益	4495	4141	6347	9570	营业利润	50.6%	99.5%	75.6%	40.6%
归属母公司股东权益	5584	14091	16298	19520	归属母公司净利润	22.3%	98.1%	58.6%	48.5%
负债和股东权益	13947	40771	43623	46823	获利能力				
					毛利率(N)	47.2%	48.8%	55.9%	58.2%
现金流量表					净利率(N)	26.3%	19.4%	22.9%	25.8%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	16.4%	12.9%	17.7%	21.9%
经营活动现金流	1125	-2000	-2408	3590	ROIC(%)	20.0%	15.0%	17.7%	22.6%
净利润	1169	2057	3523	4853	偿债能力				
折旧摊销	381	400	530	580	资产负债率(N)	50.4%	61.6%	57.6%	52.4%
财务费用	145	380	418	460	净负债比率(N)	51.79%	8.45%	24.33%	9.35%
投资损失	-765	-241	-265	-291	流动比率	0.45	1.19	1.62	1.87
营运资金变动	144	-4557	-6619	-2013	速动比率	0.21	0.49	0.44	0.54
其他经营现金流	50	-39	5	1	营运能力				
投资活动现金流	-1079	-2054	323	347	总资产周转率	0.26	0.34	0.30	0.37
资本支出	2007	3200	0	0	应收账款周转率	92	77	60	72
长期投资	112	-2356	0	0	应付账款周转率	1.78	3.20	3.00	3.56
其他投资现金流	1040	-1209	323	347	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-834	13011	-1094	-2519	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.58	0.93	1.38
短期借款	-335	4800	-4000	-1000	每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	-0.64	-0.77	1.16
长期借款	-301	1200	4000	0	每股净资产(最新摊薄)	1.80	4.53	5.24	6.28
普通股增加	1311	486	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1282	6519	0	0	P/E	56.87	28.71	18.10	12.19
其他筹资现金流	-226	6	-1094	-1519	P/B	9.34	3.70	3.20	2.67
现金净增加额	-787	8957	-3179	1418	EV/EBITDA	29	16	10	7

数据来源：东方证券研究所

王气显现

投资要点:

- 公司实际控制人为保利集团，主营房地产开发，目前，公司在全国 21 个城市拥有未结算权益建面 3465 万平米，其中珠三角、环渤海、长三角和中西部地区分别占比 31%、27%、14%和 29%。
- 公司亮点主要在以下几个方面：
 - **理想的融资节奏：**公司可谓利用资产市场融资的典范，从 06 年上市以来，每年均有融资，在 08 年股票市场低迷的环境下也采用发债方式募集资金 43 亿。不考虑今年的融资预案，公司从 06 年以来已募集资金 209.5 亿，给公司快速扩张提供了充足的弹药。
 - **理想的拿地节奏：**凭借良好的融资，公司在土地市场上也扩张迅速。即便在市场低迷的 2008 年，公司也新增权益建面 515 万平米，成为行业领头羊。进入 2009 年，公司更是加快拿地步伐，全年新增权益建面 1374 万平米，所需支付地价 447 亿，稳居行业首位。
 - **理想的开发节奏：**与快速拿地相呼应，公司在项目开发上也动作迅速。06 年以来新开工和竣工面积稳步上升，即便在 08 年市场低迷环境下，公司也未有放慢扩张步伐。在项目开发快速推进的情况下，公司销售业绩也屡创佳绩。2009 年，公司销售面积已达到 527 万平米，销售金额 434 亿元，突破 500 亿指日可待。
 - **有望受益央企整合：**公司实际控制人保利集团已被国资委列为 16 家以地产为主业的央企之一，随着央企地产业务整合的加速，保利集团有望从中受益。虽然公司为保利集团二级子公司，但集团均参与或计划参与公司 09 年和 10 年的增发，彰显出集团对于公司的扶持态度。截至 09 年末，公司账面资金高达 152 亿，这也是公司能够从央企整合中分一杯羹的重要筹码。
- 假定房价涨跌幅为 0%，贴现率为 10%，测算得出公司 2010 年末 NAV 为 18.13 元/股，P/NAV=1.18。考虑增发后，2010 年末 NAV 为 18.10 元/股。预计公司摊薄前 10—12 年 EPS 分别为 1.39 元、1.78 元和 2.24 元，对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X。
- 考虑到公司理想的节奏把握以及受益央企整合的潜力，首次给予“买入”评级，参考 2010 年动态 20 倍 PE，给予 6 个月目标价 27.71 元。
- **催化剂：**央企整合加速。
- **风险因素：**公司理想的拿地节奏和开发节奏部分原因在于近年景气的楼市环境，甚至 08 年的金融危机也是促成公司得以快速扩张的重要因素，所以公司在未来市场能否延续光彩仍需观察；此外，公司销售规模在突破 500 亿后能否摆脱大企业扩张瓶颈也有待检验。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 04 月 02 日)	21.44 元
目标价格 (6 个月)	27.71 元
总股本/A 股 (万股)	351972/351972
A 股市值 (百万元)	75463
国家/地区	中国
行业	房地产
报告日期	2010 年 04 月 06 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.1	-2.1	24.3
相对表现 (%)	5.4	0.5	-5.1

资料来源: WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万)	22987	31501	35651	46796
主营业务利润 (百万)	5220	7071	9193	12175
净利润 (百万)	3519	4877	6261	7899
EBITDA (百万)	5206	7033	9155	12161
每股收益 (元)	1.00	1.39	1.78	2.24
净资产收益率 (%)	14.0%	16.3%	17.4%	18.2%
每股经营现金流 (元)	-0.33	-0.91	-0.14	-3.56
市盈率(X)	21.44	15.47	12.05	9.55
EV/EBITDA(X)	17	13	10	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

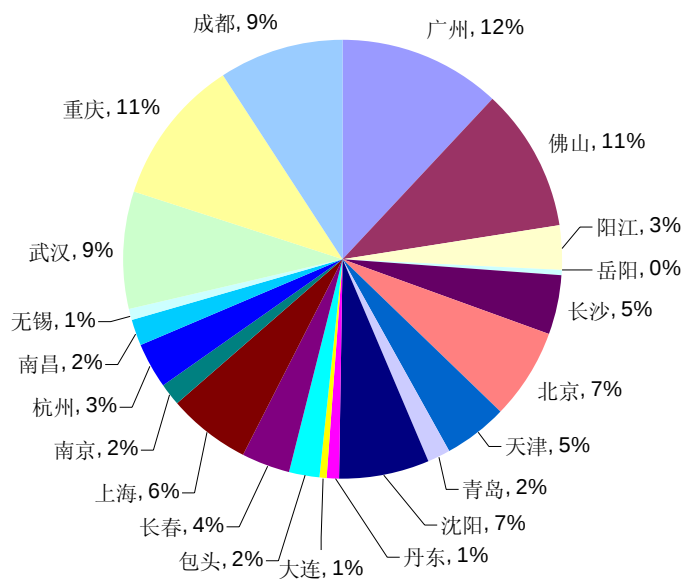
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图表目录

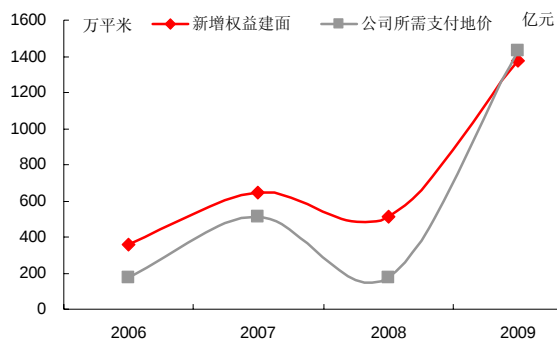
图 1：公司项目区域分布情况（按 09 年末未结算权益建面口径）	18
图 2：公司 06-09 年获取土地情况	18
图 3：公司 06-09 年新开工和竣工面积情况	18
图 4：公司 06-09 年项目销售情况	19
图 5：公司 06-09 年项目结算情况	19
表 1：公司上市以来募集资金情况	19
表 2：公司 NAV 测算	19
表 3：公司 NAV 敏感性分析	20
表 4：公司 EPS 敏感性分析	20
表 5：财务报表预测与比率分析	21
表 6：公司项目表	22

图 1：公司项目区域分布情况（按 09 年末未结算权益建面口径）



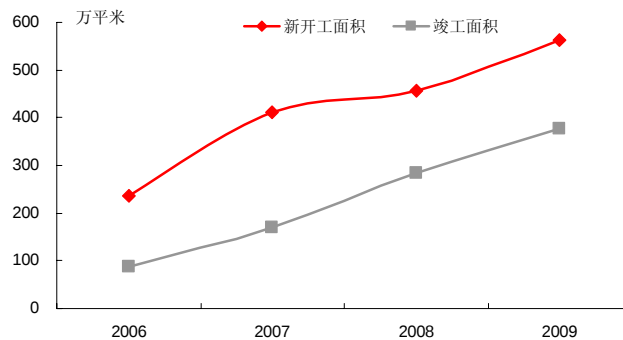
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司 06-09 年获取土地情况

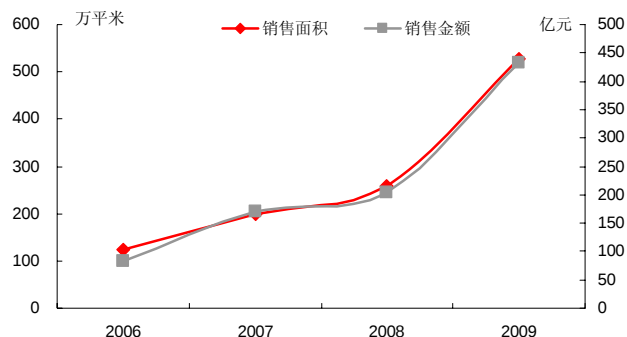


数据来源：公司公告，东方证券研究所

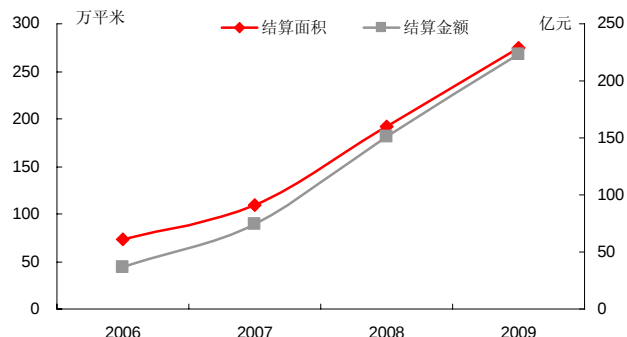
图 3：公司 06-09 年新开工和竣工面积情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司 06-09 年项目销售情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司 06-09 年项目结算情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司上市以来募集资金情况

年份	类型	募集资金 (亿元)	状态
2006 年	新股发行	20.19	完成
2007 年	增发	68.15	完成
2008 年	债券	43.00	完成
2009 年	增发	78.15	完成
2010 年	增发	96.00	预案

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：公司 NAV 测算

	不考虑增发	考虑增发
项目利润现值合计 (万元)	3,336,963	3,336,963
持有物业增值 (万元)	534,858	534,858
09 年末净资产 (万元)	2,508,824	2,508,824
募集资金 (万元)		960,000
总股本 (万股)	351,972	405,544
2010 年末 NAV (元/股)	18.13	18.10

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：假定增发价格 17.92 元/股，增发募集资金 96 亿

表 3：公司 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
6%	12.67	14.43	16.07	17.61	19.08	20.52	21.91	23.28	24.63
7%	12.60	14.30	15.90	17.39	18.83	20.23	21.58	22.91	24.23
8%	12.53	14.18	15.73	17.19	18.59	19.94	21.26	22.56	23.84
9%	12.46	14.07	15.58	16.99	18.35	19.68	20.95	22.22	23.47
10%	12.39	13.96	15.43	16.80	18.13	19.42	20.66	21.89	23.11
11%	12.33	13.85	15.28	16.62	17.91	19.17	20.38	21.58	22.77
12%	12.26	13.75	15.14	16.45	17.71	18.93	20.11	21.28	22.44
13%	12.20	13.65	15.01	16.28	17.51	18.70	19.85	20.99	22.12
14%	12.14	13.55	14.88	16.12	17.32	18.48	19.61	20.72	21.82

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：公司 EPS 敏感性分析

EPS	房价涨跌幅								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
10 年 ESP	1.24	1.28	1.32	1.35	1.39	1.42	1.45	1.48	1.51
11 年 ESP	1.20	1.35	1.50	1.64	1.78	1.91	2.04	2.17	2.29
12 年 ESP	1.30	1.55	1.79	2.02	2.24	2.46	2.67	2.87	3.05

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：假定结算面积不变

表 5: 财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产					营业收入				
现金	88504	104948	124860	140777	营业收入	22987	31501	35651	46796
应收账款	15228	15121	19809	12384	营业成本	14524	18755	19329	24868
应付账款	467	573	645	865	营业税金及附加	2536	4406	5676	7778
其他应收款	470	898	1016	1334	营业费用	591	770	872	1149
预付账款	12235	11253	11597	14921	管理费用	457	616	698	919
存货	60099	77100	91788	111266	财务费用	-66	-64	-60	-33
其他流动资产	5	4	5	7	资产减值损失	-274	0	0	0
非流动资产					公允价值变动收益				
长期投资	1327	1314	1284	1251	公允价值变动收益	-0	0	0	0
固定资产	246	246	246	246	投资净收益	2	50	50	50
无形资产	206	183	159	135	营业利润				
其他非流动资产	7	6	6	5	营业外收入	5220	7069	9187	12165
其他非流动资产	867	879	873	864	营业外支出	195	195	195	195
资产总计					利润总额				
负债合计	38234	46233	54382	56350	所得税	5379	7237	9351	12331
短期借款	308	100	100	100	净利润	1371	1809	2338	3083
应付账款	2721	4689	4832	6217	少数股东损益	4008	5428	7014	9248
其他流动负债	35204	41444	49450	50033	归属于母公司净利润	489	553	757	1356
非流动负债					EBITDA				
长期借款	24636	27640	32641	37640	EBITDA	3519	4875	6256	7892
其他非流动负债	20250	23250	28250	33250	EPS (元)	5206	7033	9155	12161
负债合计	4386	4390	4391	4390		1.00	1.39	1.78	2.24
少数股东权益	62869	73873	87023	93990	主要财务比率				
股本	1873	2426	3183	4539		2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	3520	3520	3520	3520	成长能力				
留存收益	14282	14282	14282	14282	营业收入	48.1%	37.0%	13.2%	31.3%
归属母公司股东权益	7286	12161	18136	25696	营业利润	36.1%	35.4%	30.0%	32.4%
负债和股东权益	25088	29963	35938	43498	归属于母公司净利润	57.2%	38.5%	28.3%	26.1%
	89831	106262	126144	142027	获利能力				
					毛利率(N)	36.8%	40.5%	45.8%	46.9%
现金流量表					净利率(N)	15.3%	15.5%	17.5%	16.9%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	14.0%	16.3%	17.4%	18.1%
经营活动现金流	-1145	-3320	-636	-12672	ROIC(%)	9.7%	10.9%	12.3%	11.8%
净利润	4008	5428	7014	9248	偿债能力				
折旧摊销	52	29	28	29	资产负债率(N)	70.0%	69.5%	69.0%	66.2%
财务费用	-66	-64	-60	-33	净负债比率(N)	38.57%	37.02%	37.75%	40.80%
投资损失	-2	-50	-50	-50	流动比率	2.31	2.27	2.30	2.50
营运资金变动	-4987	-8677	-7578	-21897	速动比率	0.74	0.60	0.61	0.52
其他经营现金流	-149	15	10	31	营运能力				
投资活动现金流	-403	45	46	46	总资产周转率	0.32	0.32	0.31	0.35
资本支出	38	0	0	0	应收账款周转率	65	57	56	59
长期投资	-367	0	0	0	应付账款周转率	5.66	5.06	4.06	4.50
其他投资现金流	-732	45	46	46	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	11306	3169	5278	5201	每股收益(最新摊薄)	1.00	1.39	1.78	2.24
短期借款	238	-208	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.33	-0.94	-0.18	-3.60
长期借款	6201	3000	5000	5000	每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.51	10.21	12.36
普通股增加	1067	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	7482	0	0	0	P/E	21.44	15.48	12.06	9.56
其他筹资现金流	-3683	377	278	201	P/B	3.01	2.52	2.10	1.73
现金净增加额	9758	-107	4688	-7425	EWBITDA	17	13	10	7

数据来源：东方证券研究所

表 6：公司项目表

序号	项目	权益	建筑面积 (万平方米)	09 年末未结算权益 建面 (万平方米)	未结算面售价 (元/平方米)	未结算面 毛利率	利润现值 (万元)
1	广州保利中心	100%	19.8	5.0	28,000	75%	31,677
2	广州保利心语花园	51%	25.0	5.5	20,419	75%	24,922
3	广州保利紫薇花园	50%	14.3	5.2	10,333	55%	9,865
4	广州保利威座	51%	20.5	10.5	25,000	67%	47,103
5	广州保利中环广场	100%	29.2	29.2	23,250	64%	132,332
6	广州保利中辰广场	51%	7.9	4.1	22,000	49%	13,819
7	广州保利世贸中心	51%	53.7	10.4	25,000	55%	45,692
8	广州保利克洛维广场	51%	7.7	3.9	25,000	40%	11,791
9	广州香雪山	100%	29.3	15.5	12,868	33%	21,680
10	广州保利西子湾	100%	20.1	2.0	6,500	16%	463
11	广州保利中宇广场	100%	7.3	7.3	22,600	56%	29,046
12	广州保利公馆 2010	100%	16.7	16.7	8,250	24%	9,504
13	广州保利西海岸	100%	72.3	72.3	13,000	14%	17,945
14	广州保利好望角	100%	4.1	4.1	10,000	32%	4,016
15	广州保利昌岗中路项目	51%	3.3	1.7	15,000	29%	1,715
16	广州保利东站项目	60%	12.6	7.6	13,000	44%	12,942
17	广州保利金沙洲 B3702A09	100%	19.7	19.7	13,000	27%	18,436
18	广州琶洲村项目	80%	134.8	107.8	15,000	30%	114,524
19	广州增城保利公馆	51%	12.7	6.5	7,000	39%	5,499
20	广州增城新塘项目	100%	83.8	83.8	7,000	15%	12,498
21	佛山南海保利水城	100%	57.7	17.3	12,000	58%	38,593
22	佛山南海保利花园	100%	64.1	38.5	10,667	48%	67,780
23	佛山南海保利星座	100%	11.8	11.8	8,100	25%	7,562
24	佛山顺德保利合园	100%	27.6	27.6	6,800	33%	18,338
25	佛山张槎项目	100%	35.3	35.3	8,000	26%	18,041
26	佛山保利东语花园	100%	40.3	40.3	8,000	36%	30,939
27	佛山保利外滩一号	100%	41.0	41.0	10,000	34%	32,864
28	佛山保利东平新城一期项目	100%	74.1	74.1	10,000	20%	29,112
29	佛山保利东平新城二期项目	100%	79.4	79.4	10,000	34%	60,310
30	阳江保利罗兰香谷	100%	29.8	29.8	4,250	26%	8,939
31	阳江海陵岛项目	100%	82.9	82.9	7,000	33%	45,291
32	岳阳保利洞庭东岸	80%	10.3	4.1	5,000	35%	2,822
33	长沙保利花园一期	80%	10.0	2.0	5,000	39%	1,469
34	长沙保利花园二期	56%	25.1	14.1	5,000	28%	6,054
35	长沙保利润峰云墅	80%	14.5	4.3	11,541	61%	11,648
36	长沙保利麓谷林语	80%	138.1	110.4	4,455	21%	24,678
37	长沙保利南湖项目	50%	61.8	30.9	7,000	26%	13,745
38	北京保利垄上别墅	80%	33.5	9.4	16,429	55%	22,941
39	北京保利百合花园	100%	17.4	1.7	16,000	35%	3,668
40	北京保利西山林语	100%	119.3	99.0	22,000	68%	406,572

41	北京保利云水名苑	100%	34.8	34.8	7,000	41%	25,791
42	北京保利嘉园	100%	40.1	40.1	5,500	12%	2,679
43	北京保利东风乡项目	100%	16.2	16.2	33,000	25%	31,039
44	北京大兴项目	100%	26.1	26.1	16,000	34%	41,226
45	天津保利上河雅颂	100%	89.6	80.6	7,000	34%	60,387
46	天津保利香槟花园	100%	9.6	9.6	25,000	56%	32,439
47	天津昆仑路项目	100%	70.6	70.6	12,000	43%	96,768
48	青岛保利百合花园	100%	23.3	23.3	7,175	21%	11,392
49	青岛保利百合花园西区	100%	18.1	18.1	7,500	31%	10,300
50	青岛保利玻璃厂项目	100%	21.1	21.1	9,000	36%	19,403
51	沈阳保利百合花园	50%	31.0	2.8	5,500	42%	2,482
52	沈阳保利花园	60%	103.7	25.5	5,000	39%	17,175
53	沈阳保利上林湾	92%	46.0	27.5	4,500	24%	9,129
54	沈阳保利十二橡树庄园	100%	11.8	11.8	10,000	54%	19,873
55	沈阳保利心语花园	100%	71.9	69.1	4,458	19%	14,692
56	沈阳保利康桥	92%	12.1	11.2	7,000	18%	2,712
57	沈阳文大路项目	92%	93.4	85.9	4,500	28%	26,950
58	丹东保利锦江林语	47%	54.7	25.7	3,600	28%	6,809
59	大连海运学院项目	100%	22.3	22.3	6,000	38%	13,122
60	包头保利百合花园	55%	22.5	7.4	3,500	25%	1,950
61	包头保利花园	55%	100.5	35.9	3,477	19%	6,271
62	包头保利拉菲公馆项目	55%	52.1	28.6	4,680	27%	9,593
63	长春保利净月项目	100%	25.1	25.1	6,000	45%	17,718
64	长春保利罗兰香谷	80%	61.9	19.8	6,250	36%	15,933
65	长春创业文化广场项目	100%	31.5	31.5	6,000	20%	8,427
66	长春远达大街项目	100%	52.0	52.0	5,000	26%	15,946
67	上海保利香槟苑	77%	13.6	8.4	22,000	64%	31,198
68	上海保利海上五月花	100%	39.3	7.9	12,000	51%	16,733
69	上海保利叶上海	100%	70.4	70.4	15,800	41%	144,990
70	上海保利西子湾	100%	37.6	13.9	12,149	46%	28,016
71	上海保利林语溪	100%	19.3	19.3	15,600	39%	40,864
72	上海陈富路项目	100%	48.6	48.6	16,000	55%	110,341
73	上海黄浦江项目	100%	13.7	13.7	60,000	31%	57,317
74	上海嘉戩路项目	100%	8.8	8.8	13,000	22%	5,681
75	上海临港新城项目	100%	18.6	18.6	14,000	23%	14,066
76	南京金沙江东街项目	100%	27.9	27.9	16,000	38%	43,049
77	南京栖霞仙林项目	100%	31.5	31.5	18,000	44%	66,454
78	杭州保利东湾	100%	85.7	85.7	13,100	50%	171,392
79	杭州下沙 R21-A-12 项目	100%	16.5	16.5	15,000	30%	18,514
80	杭州申花路项目	100%	6.4	6.4	20,000	31%	9,707
81	南昌保利国际高尔夫花园	60%	42.4	19.1	14,200	63%	53,465
82	南昌保利湾里项目	75%	67.4	50.6	9,000	44%	57,779
83	无锡保利 XDG-2009-85 地块	100%	27.0	27.0	13,000	31%	33,195
84	武汉保利十二橡树庄园	100%	24.6	16.0	14,385	59%	45,713
85	武汉保利心语花园	100%	75.3	55.0	6,197	23%	24,489

86	武汉保利圆梦花园	70%	215.9	151.1	2,995	18%	18,406
87	武汉保利图兰朵	100%	28.3	28.3	8,000	28%	15,183
88	武汉保利海上五月花	100%	51.7	51.7	5,000	25%	16,098
89	武汉保利海寓项目	100%	4.0	4.0	6,000	33%	2,010
90	重庆保利国际高尔夫花园	100%	83.2	41.6	7,600	47%	51,820
91	重庆保利香槟花园	100%	64.4	29.0	4,300	31%	13,588
92	重庆保利椰岛花园	100%	6.5	6.5	5,000	25%	2,559
93	重庆保利心语	100%	26.2	26.2	6,060	47%	24,175
94	重庆保利康桥	100%	19.5	19.5	6,320	43%	17,070
95	重庆洪恩寺项目	100%	145.9	145.9	8,000	26%	71,752
96	重庆通用厂项目	100%	69.5	69.5	8,000	27%	36,612
97	重庆保利港湾国际	100%	25.6	25.6	8,000	27%	13,460
98	重庆大渡口项目	100%	12.2	12.2	7,000	28%	5,859
99	成都保利公园 198 一期	90%	67.1	45.3	4,900	31%	22,193
100	成都保利公园 198 二期	90%	64.7	58.2	4,955	31%	26,433
101	成都保利公园 198 三期	90%	29.0	26.1	5,200	13%	1,904
102	成都保利中心	51%	38.4	19.6	10,000	24%	10,999
103	成都保利香槟花园	100%	16.7	16.7	8,000	25%	8,027
104	成都保利心语花园	100%	85.4	85.4	5,000	34%	36,194
105	成都保利花园	100%	62.1	62.1	8,000	27%	32,612
合计			4,502	3,465			3,336,963

数据来源：公司公告，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn