

房地产行业

评级：中性

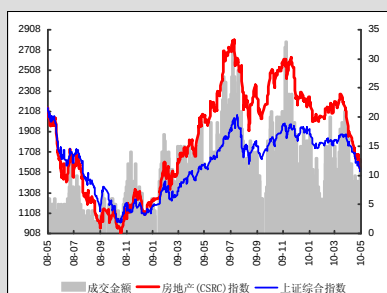
房地产行业研究员

邱晨翥

010-88086830-695

qiusy@rxzq.com.cn

房地产指数与上证指数走势对比图



地产板块还有下调空间、上升趋势等待政策信号

投资要点

- 结构调整引发经济短期下降，房地产行业在旺盛的需求下保持中长期趋势不变，预计刚性需求每年可达到 10.2 亿平米。市场整体将逐渐从供小于求的卖方市场进入供需平衡阶段，但区域性差距会比较明显，一线城市在需求高度集中下还处于供给不足状态，二、三、四线城市步入健康发展期。
- 市场总量保持稳定增长，行业集中度明显增加，在整合过程中大型房企竞争优势明显。上市房企当前持有现金总量近 1800 亿元，去除开工面积的增加的影响，比 2008 年金融危机前多出 89%，因此在 2010 年的逆周期中，房地产开发公司短期内不具备资金短缺而出现主动降价的动力。
- 从政府调控策略看，一季度过热的经济增速引发政府施加超预期的调控手段，相信目前过度的调控手段不会长期存在，预计未来在市场成交及价格方面显现了调控效果后部分过度的调控手段会逐渐退出以保持政策回归合理水平。
- 本次调控预计将至少延至年底至明年一季度，而二级市场在调控效果没有完全显现前将不会出现支持其中期趋势走强的基础。当成交持续下滑、房价出现下跌并带动投资回落时，房地产板块的二级市场悲观预期将接近终点，同时市场开始进入预期行业紧缩政策逐渐放松起点，市场会提前于行业拐点先期步入另一轮中期上升趋势，而中期趋势的确立会以政策变向作为时间窗口。
- 本次调整以来的最低 PE、PB 估值分别为 18.46 倍与 2.46 倍，已处于近两年内的低估值区域，PE、PB 分别距 2008 年的最低点还有 38.8%与 34.4%的空间。5 月 17 日房企 RNAV 平均折价率为 43%，与 2008 年调整最低点相比，折价差还有 23 个百分点。虽然地产板块的调整时间及空间已较多，但是考虑到政策压力的影响，预计未来 3-5 个月内整体板块还有 10-20%的下调空间。

目 录

一、 结构调整引阵痛，房地产中长期趋势不变	4
1、 结构调整	4
2、 房地产需求保持旺盛.....	4
二、 2009 年顺周期回顾	6
1. 行业集中度逐渐增加.....	7
2. 管理水平的增强及减值冲回提升公司盈利水平.....	8
● 期间费用全部降低，销售费用与财务费用呈周期性波动	8
● 资产减值随行业周期波动	8
3、 资金充裕，财务稳健.....	10
三、 2010 年逆周期运行	11
1、 2008 年逆周期运行	11
2、 2010 年 4 月开始的逆周期.....	13
四、 板块估值	15
1、 PE、PB估值	15
2、 预期净资产估值测试.....	16

图 表 目 录

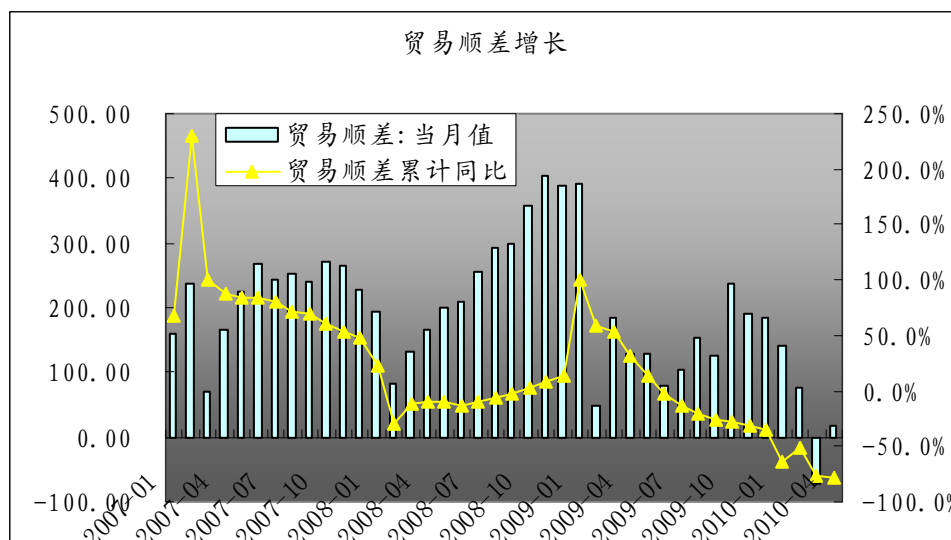
表格 1: 刚性需求测算.....	5
表格 2: 2007 年-2008 年城市房屋价格变动情况.....	12
表格 3: 上市房企的预期每股净资产折价情况.....	16
图表 1: 贸易顺差.....	4
图表 2: 商品住宅销售与商品房竣工.....	6
图表 3: 2009 年行业营业收入增长情况.....	6
图表 4: 2009 年行业盈利水平.....	7
图表 5: 房地产板块经营状况.....	7
图表 6: 房地产板块的盈利能力.....	9
图表 7: 房地产板块期间费用.....	9
图表 8: 房地产板块的资产减值.....	9
图表 9: 房地上市公司持有资金情况.....	10
图表 10: 房地产企业财务状况.....	11
图表 11: 70 城市房价指数.....	12
图表 12: 销售面积、销售金额.....	12
图表 13: 2010 年 4 月城市房价涨幅情况.....	14
图表 14: 房地产板块PE、PB.....	15

一、 结构调整引阵痛，房地产中长期趋势不变

1、 结构调整

结构调整使经济直接面临三大支柱的冲击，首先，固定资产投资在 4 万亿刺激政策影响下引领经济走出金融危机，2009 年固定资产投资同比增长 30.1%，比上年提高 4.2 个百分点，当前结构调整首要目标即降低增长对投资的过度依赖，可以预计在调整影响下 2010 年固定资产投资增速会稳步回落。其次，消费增速同收入增长呈现高度相关性，而收入的增长与 GDP 的增速基本保持一致，去年在政策刺激下全社会消费品零售额增长 15.5% 高于 GDP 8.7% 增速 6.8 个百分点，今年在收入增长限制下，消费的快速增长不具备可持续性。第三，外贸顺差延续负增长，金融危机后国外经济恢复速度明显低于国内，外需的缓慢恢复造成 2009 年贸易顺差同比减少 34.4%，今年一季度同比跌幅更是高达 76.7%，可以预期全年贸易顺差对 GDP 还将延续去年的负贡献。

图表 1：贸易顺差



数据来源：日信证券

结构调整将引领经济增长走向由科技更新提升工业企业生产效率并带动经济恢复动力的增长模式，但未来固定资产投资对经济增长还将保持着重要的地位，只是影响力相对当前会有减弱，2009 年固定资产投资额占 GDP 总额的 58%，结构调整会使其恢复到 45% 的正常水平，而房地产投资占固定资产投资的比重会保持在 21% 左右的合理水平，短期投资拉动的减速会导致经济增长在未来 3-4 个季度的放缓。

2、 房地产需求保持旺盛

中国发展现阶段，房地产的刚性需求主要体现在三方面，首先，城镇化进程带动城市移民对城镇住房的需求，2009 年全国城镇人口比例为 46.6% 距发达国家 70% 的城镇化相差 23.4

个百分点，如果每年有 1% 的农村居民移居城镇，将带来 1335 万人约 445 万户家庭对城市住房的需求。

其次，未来 10 年主要进入适婚年龄段 15-24 岁的人口占比为 14.7%，以城镇人口总数 6.22 亿作为基数，城镇适婚人口为 9143 万人，可成立家庭 4572 万户，假设适婚人群在 10 年内完婚平均每年会产生约 457 万家庭对婚房的刚性需求。

第三、经济增长带动的改善性需求，2009 年人均 GDP 为 25116 元（3693 美元），世界银行研究表明，人均 GDP 在 3000-8000 美元期间，房地产行业处于高速发展期，收入的增长增强了人们对房产、汽车等产品需求，假设中国未来 GDP 平均增速为 8%（预计实际增速要低于 8%），那么 10 年后人均 GDP 可达到 7974 美元，而这个周期很可能会多于 10 年。如果以 30-44 岁的人群作为改善性需求的主体，该年龄段人口占城镇总人口的 25.9% 即 1.61 亿约 5370 万家庭，假设他们在 10 年内完成住房改善，那么平均每年有 537 万家庭需要购买住房。

综上，作为刚性住房需求三方面在未来 10 年内都将保持着旺盛的态势，如果新移民与新婚的首次购房以 60 平米/套为主，而改善性住房以 90 平米/套为主，刚性需求量每年可达到 10.2 亿平米。去年商品住宅的销售面积及商品房的竣工面积达到自 2000 年房改以来的最高峰 8.53 亿平米与 7.02 亿平米，显现了供给的严重不足，而前期积累未获得购房的刚性需求部分也会对每年的实际刚需起到叠加作用。

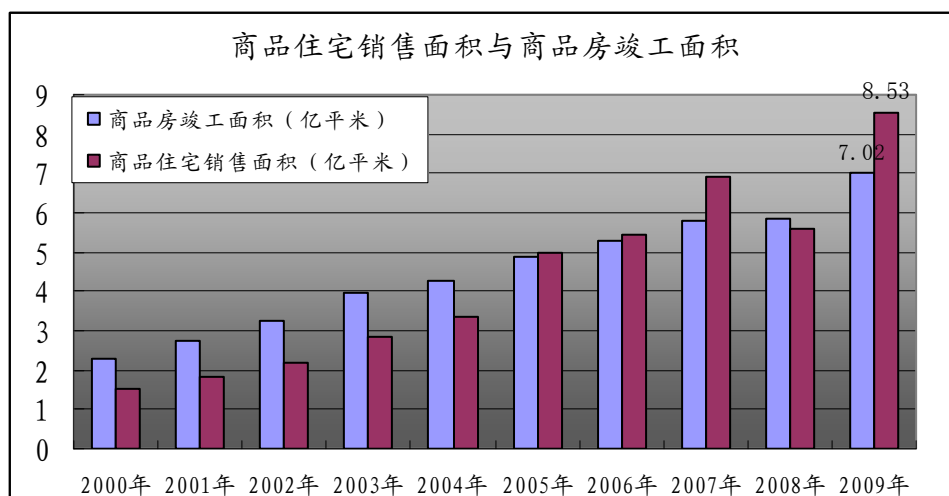
在供给方面，除新供商品房外二手房交易会对市场起到补充，其总量约占新房成交的 3 成左右，活跃地区主要集中在沿海一二线城市，但同时作为房产投资旺盛的集中地，二手房供给的补充并不能实际填补供需差；此外，今年政府从供地方面开始大幅增加对保障性住房的建设以满足市场低收入人群的需求，这对缓解刚性需求有一定的作用，但保障性住房对地方政府的吸引力远远小于商品房，其执行力度有待观察，如果保障性住房的建设具有持续性，这将会从根本上改变当前住房的分配方式（财富优先）。未来从开发总量的增速看，市场整体将逐渐从供小于求的卖方市场逐渐进入供需平衡阶段，但区域性差距会比较明显，一线城市在需求高度集中下还处于供给不足状态，二、三、四线城市步入健康发展期。

表格 1：刚性需求测算

类型	人口基数 (亿)	增加比 例	新增购房 人数(万)	人口家 庭数	新增购房家 庭(万户)	每年住房需求 家庭(万户)	每户需 求面积 (平米)	每年住房需 求面积(万 平米)
城镇化	13.35	1%	1,335	3	445	445	60	26,700
新婚人群(15-24岁)	6.22	14.7%	9,143	2	4,572	457	60	27,430
改善性	6.22	25.9%	16,110	3	5,370	537	90	48,329
合计			25,780		9,982	1,399		102,460

数据来源：日信证券

图表 2: 商品住宅销售与商品房竣工

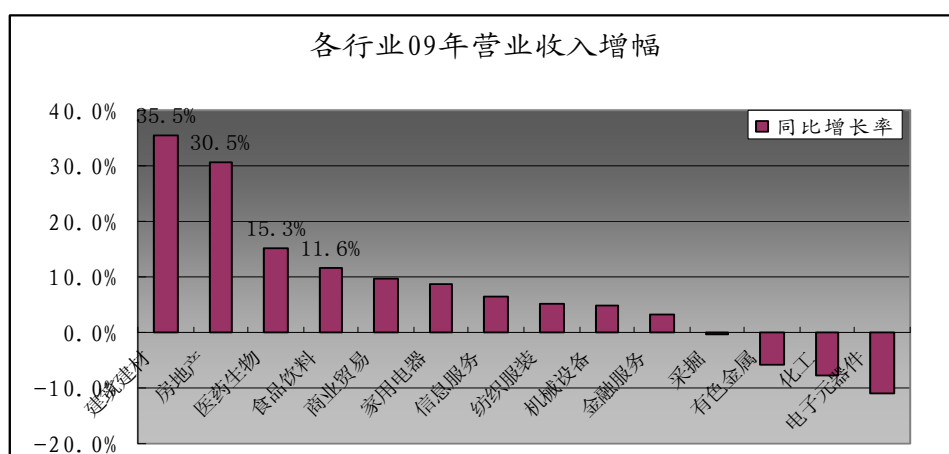


数据来源: 日信证券

二、2009 年顺周期回顾

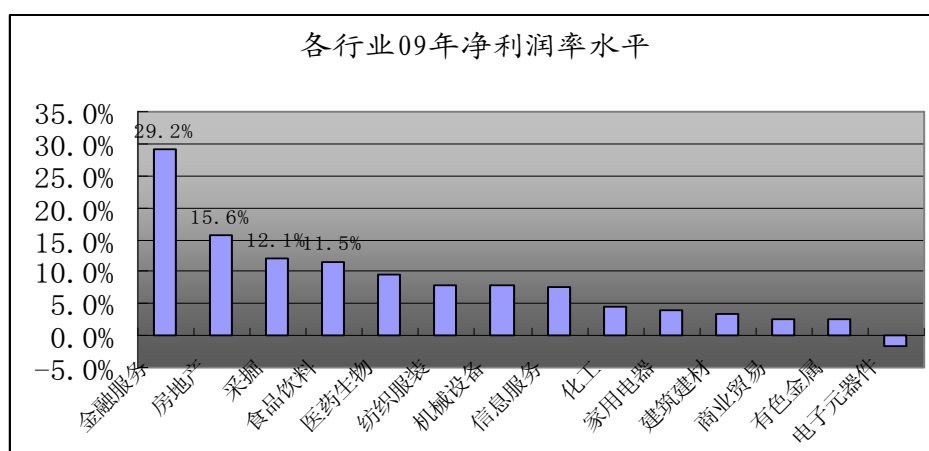
虽然对行业的中长期趋势保持乐观的态度, 但其发展过程呈现出波动性增长。2009 年在政策刺激下行业全年处于顺周期运行中, 并成为经济复苏的主要受益者之一。根据上市公司 2009 年年报披露显示, 房地产板块的营业收入增幅达 30.5%、净利润率为 15.6%, 排在所有行业的第二位。同期全部 A 股上市公司营业收入 12.27 万亿, 净利润 1.15 万亿, 分别同比增长 3.8%与 26.9%, 净利率为 9.37%。

图表 3: 2009 年行业营业收入增长情况



数据来源: 日信证券

图表 4：2009 年行业盈利水平



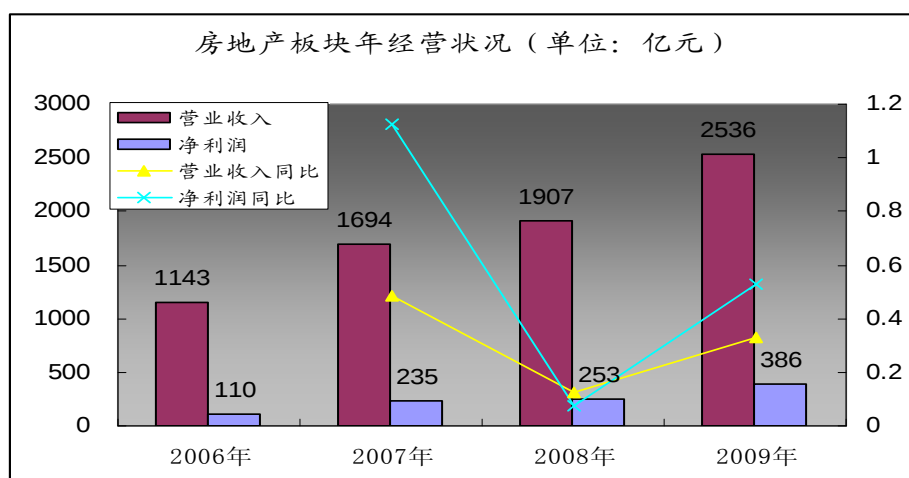
数据来源：日信证券

从房地产行业刺激政策的效果看，2009 年全年实现商品房销售面积 9.37 亿平米，销售额 4.4 万亿同比分别增长了 51%与 83%；同时实际完成投资额累计增速出现稳步增长，2 月份累计增速为 1%，年末达到了 16.1%；当月新开工面积自 7 月也出现了同比正增长。

1. 行业集中度逐渐增加

以申万房地产板块中的开发企业作为统计标的，2009 年整体板块营业收入 2536 亿元，净利润 386 亿元，同比分别增长 33%与 52.6%，营业收入超百亿企业达到 5 家，除了万科 A、保利，新增 3 家超百亿营业额的企业分别为金地集团、华侨城 A 与招商地产，而 2007 年仅万科一家是超百亿的上市房企。09 年营业收入前十位的房企营业收入占比达 53.6%，同 2008 年的 51.6%与 2007 年的 49.2%相比，显现了行业集中度的逐渐增加，在整合过程中大型房企在品牌、资金实力以及管理方面的竞争优势逐渐显现。

图表 5：房地产板块经营状况



数据来源：日信证券

2. 管理水平的增强及减值冲回提升公司盈利水平

2009 年房地产开发板块的整体毛利率为 34.6%，比 2008 年的 37.2% 降低了 2.6 个百分点，而净利润率为 15.2%，比 2008 年的 13.3% 增长了 2 个百分点。毛利率的降低与净利润的增长产生的 4.6 个百分点的反向增长主要体现在期间费用的降低与减值资产的冲回：

- 期间费用全部降低，销售费用与财务费用呈周期性波动

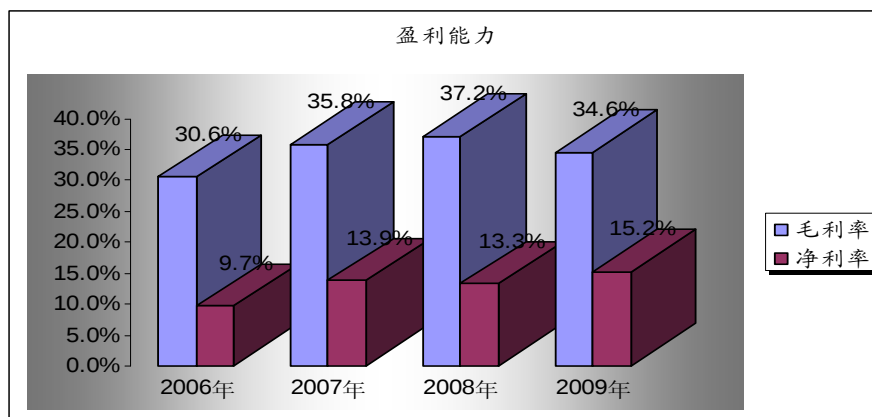
2009 年，上市房地产开发企业的期间费用总额达 232 亿元占营业收入比例为 9.2%，同 2008 年的 11.1% 相比减少了 1.9 个百分点，其中销售费用占比 3.1%、管理费用占比 4.5%、财务费用占比 1.6%，分别比 2008 年降低了 0.8 个百分点、0.7 个百分点与 0.4 个百分点。从近 4 年的数据看，上市公司管理水平的稳步提升带动了管理费用占比的逐渐降低，而销售费用占比与财务费用占比同行业周期显现出正相关的波动现象，行业逆周期运行中，销售的低迷与资金的紧张增加了上市公司销售费用支出与财务费用增长，而顺周期中，销售的火爆以及造成预收款的大幅增加可以使上市公司的两种费用得到合理的节省。

- 资产减值随行业周期波动

2009 年，上市房企的资产减值总额-5.6 亿元占营业收入比例的-0.2%，同 2008 年的 2.3% 相比，降低了 2.5 个百分点。在行业顺周期过程中，由于房屋的热销导致了土地市场的快速升温，在此期间开发性房企在土地市场的大量投资尤其是顺周期尾声非理性的高价抢地造成其在行业步入逆周期后在财务报表上出现的大量减值准备，相反，回到顺周期后，由于房价的快速上涨又会消化部分高价土地市场风险，减值准备的回拨又会提升房企的盈利水平，因此资产减值对开发性房企的盈利水平起到了助涨助跌的作用。

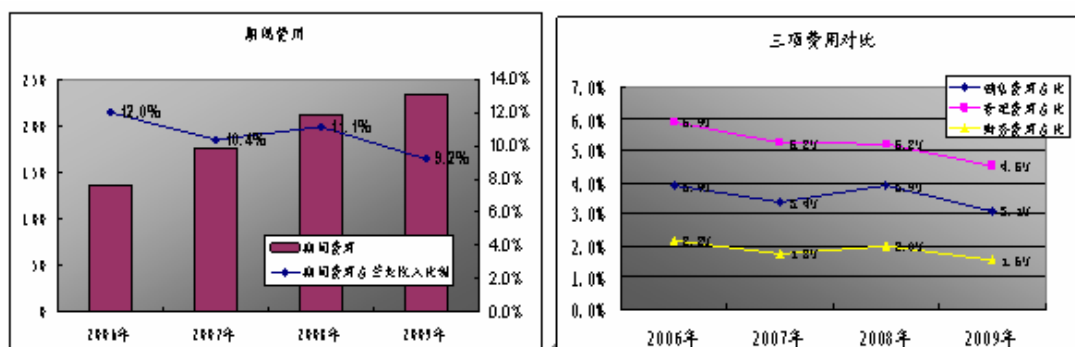
通过上述分析，行业在顺周期中，期间费用的减少可以提升企业的利润空间，并且资产减值的冲回又可增强房企的盈利水平，相反逆周期运行中的房企，虽然结算后置效应会提升毛利率水平，但在销售费用及财务费用的增加以及年底对顺周期中高价购地投资的资产减值的影响下，其净利润率会出现同高毛利率相反的走向，预计 2010 年房地产企业的平均毛利率在 37% 左右高于 2009 年而净利润率为 14%，会比 2009 年减少 1.2 个百分点。

图表 6：房地产板块的盈利能力



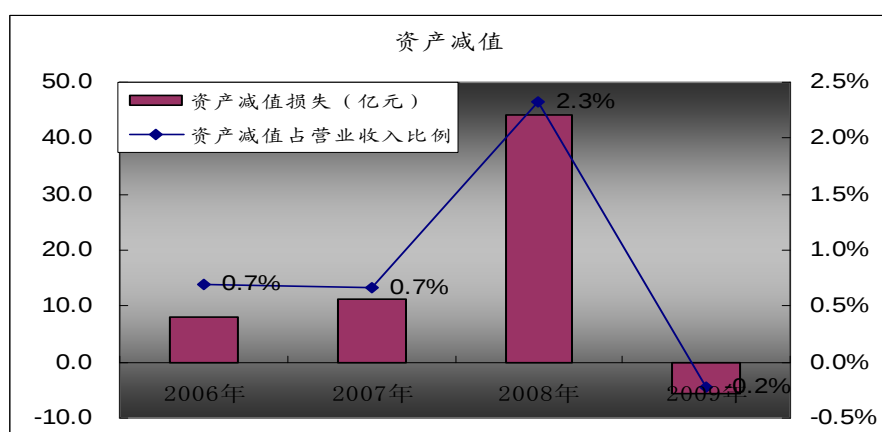
数据来源：日信证券

图表 7：房地产板块期间费用



数据来源：日信证券

图表 8：房地产板块的资产减值



数据来源：日信证券

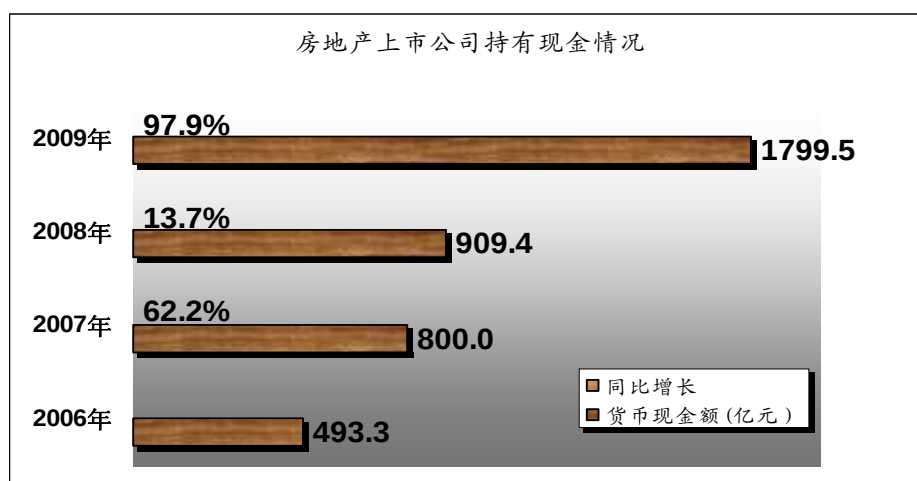
3、资金充裕，财务稳健

根据年报统计，2009 年底上市开发性房地产公司持有现金 1799.5 亿元同 2008 年底的 909.4 亿元相比增加了 97.9%，2010 年一季度末持有现金总额为 1792 亿元与上年末基本持平。持有现金超百亿的房企有 4 家分别为万科、首开、保利与金融街，在宽松的货币政策及销售火爆的推动下房地产公司的资金比较充裕，持有现金总额排名前 10 位的上市公司 2009 年末拥有 1007 亿元，占全部开发性房企持有现金总量的 56%，资金实力优势更多的倾向大型房地产公司，使其具有更强的抵御风险能力并有利于未来行业的整合。

如果资金紧张是造成 2008 年的房价大幅下跌的主要动因，那么同 2007 年底上市公司持有的现金 800 亿相比，2009 年底的持有现金是当时的 2.25 倍；逆周期中，房屋的滞销及融资的障碍造成房地产公司持有的现金成为在建项目的主要保障，资金的不足会成为房企主动降价的重要动力，以全国整体在施工面积数据作参考依据，2009 年底的施工面积是 2007 年底施工面积的 1.36 倍。换言之，去除开工面积的增加比例，2009 年末上市房企持有现金的总量比 2007 年底多出 89%，因此在 2010 年的逆周期中，短期内房地产开发公司不具备资金短缺而造成主动降价的动力。

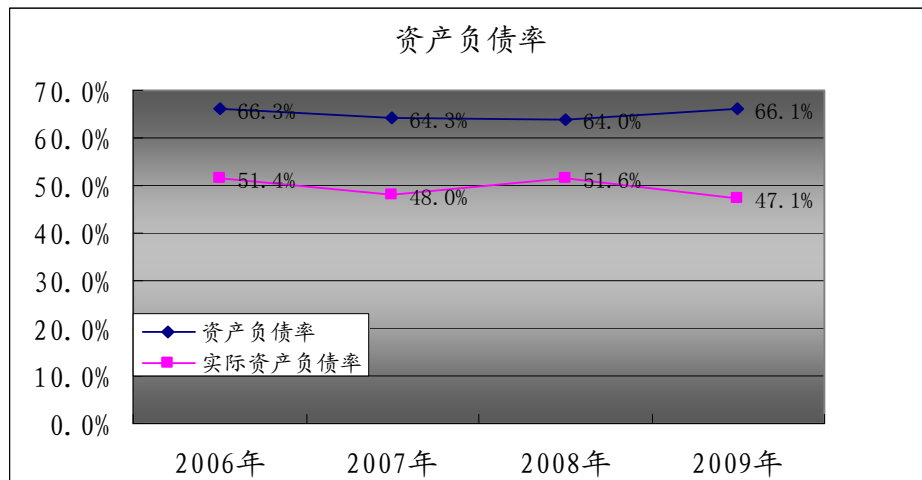
2009 年底，上市房企的资产负债率为 66.1%，去除预售款后实际资产负债率仅为 47.1%，为近 4 年内的最好水平，未来随着预售款的逐步结算而销售预收的减少，预计整体资产负债率会出现下降，这有利于未来企业的银行融资。

图表 9：房地上市公司持有资金情况



数据来源：日信证券

图表 10: 房地产企业财务状况



数据来源: 日信证券

三、2010 年逆周期运行

1、2008 年逆周期运行

2008 年房地产行业全年处于逆周期运行中, 此前 2007 年 1 月-12 月全国 70 个大中城市房价指数 (以 07 年 1 月为基数) 上涨了 11.3%, 2008 年 2 月起房屋销售面积开始同比下降, 而且基本贯穿全年 (3 月除外), 但是房价在持续坚挺到 2008 年 6 月后才开始出现环比下跌, 真正意义上的全国房价下跌开始。而造成这种现象的主要原因: 一方面, 开发商在经历了 2007 年房市的疯狂后, 由于对房市走势的模糊误判形成主观对房价下跌的抵抗, 此外, 销售回款的大幅减少、6 月份的再次上调准备金率至 17.5%, 利率处于近 10 年最高水平下等一系列因素促发下导致开发商资金严重周转困难, 融资成本超过承受范围 (融资成本高于降价售房), 同时金融危机的扩散影响等多种作用下推动了房价的整体下调。

从细分城市的房价跌幅看, 有 25 个城市在 2008 年出现房价下调, 而带动 2007 年房价泡沫的珠三角地区, 深圳、广州在 2008 年跌幅最大, 分别下跌了 14.91% 与 4.23%。2008 年全国虽然成交面积大幅减少但整体房价下跌较少, 更多呈现出的是结构性下跌, 有些三四线城市在 2008 年房价不但没有下跌, 还出现了上涨如银川、济宁等城市。纵观 07 年与 08 年房价走势, 房价具有强烈的上涨冲动与下跌抵抗特征, 究其原因如下:

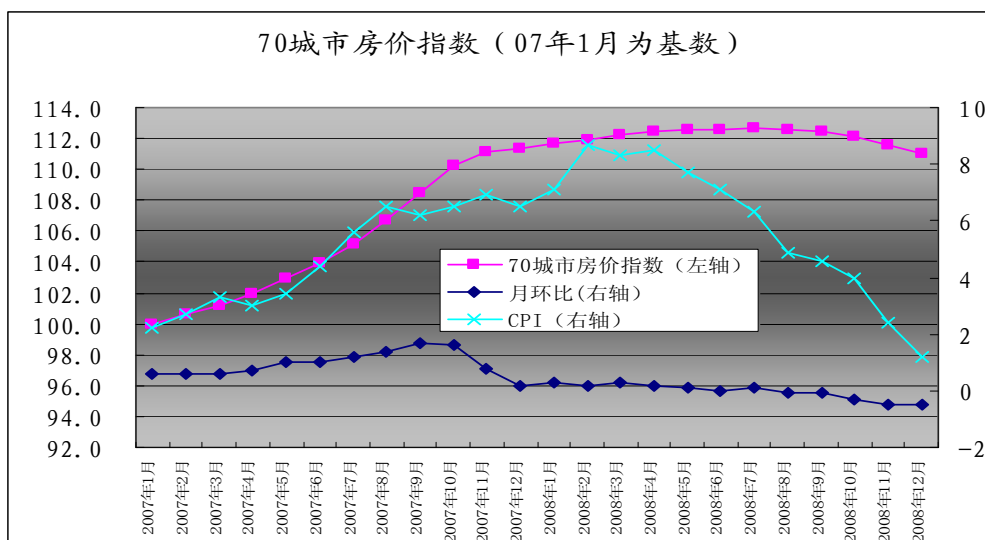
上涨动力

- 家庭人均收入水平的增加带动购买力的增强及对住房改善需求的增加。
- 房产的投资性能在通胀期间作为保值资产, 成为价格快速上涨的催化剂。
- 2007 年人民币升值预期推动资产价格上涨。
- 城市化进程所带动需求增长。

下跌抵抗力

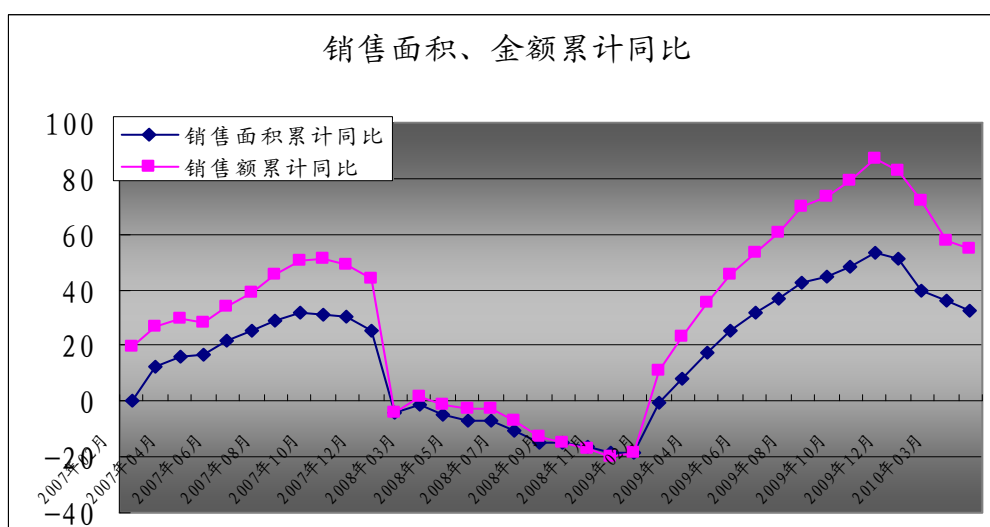
- 开发商的资金状况以及对市场的判断。
- 营销策略阻碍在售项目大幅减价, 主动降价以新开项目为主。

图表 11: 70 城市房价指数



数据来源：日信证券

图表 12: 销售面积、销售金额



数据来源：日信证券

表格 2: 2007 年-2008 年城市房屋价格变动情况

部分城市房屋价格指数年内变化		
	2007 年 1-12 月	2008 年 1-12 月
深圳:房屋销售价格指数:	115.0	85.1
广州:房屋销售价格指数:	105.3	95.8
岳阳:房屋销售价格指数:	116.0	95.8
厦门:房屋销售价格指数:	107.4	95.9

桂林:房屋销售价格指数:	104.5	96.0
南京:房屋销售价格指数:	106.9	96.3
南充:房屋销售价格指数:	108.0	96.7
成都:房屋销售价格指数:	108.9	97.3
重庆:房屋销售价格指数:	116.4	97.9
上海:房屋销售价格指数:	109.3	98.1
长沙:房屋销售价格指数:	118.5	98.5
常德:房屋销售价格指数:	110.2	98.9
武汉:房屋销售价格指数:	108.1	98.9
泉州:房屋销售价格指数:	107.2	99.0
惠州:房屋销售价格指数:	121.8	99.0
徐州:房屋销售价格指数:	107.7	99.2
吉林:房屋销售价格指数:	110.9	99.2
福州:房屋销售价格指数:	108.5	99.3
全国:房屋销售价格指数:	111.3	99.4
合肥:房屋销售价格指数:	107.8	99.5
泸州:房屋销售价格指数:	102.6	99.5
石家庄:房屋销售价格指数:	110.7	99.6
昆明:房屋销售价格指数:	105.9	99.7
大理:房屋销售价格指数:	113.1	99.7
无锡:房屋销售价格指数:	110.4	99.9
遵义:房屋销售价格指数:	111.6	100.1
南宁:房屋销售价格指数:	115.9	100.2
北京:房屋销售价格指数:	108.5	100.2
杭州:房屋销售价格指数:	118.5	100.2
赣州:房屋销售价格指数:	107.6	100.3
扬州:房屋销售价格指数:	106.8	100.6
呼和浩特:房屋销售价格指数:	100.4	100.7
秦皇岛:房屋销售价格指数:	104.0	100.7
青岛:房屋销售价格指数:	105.8	100.7

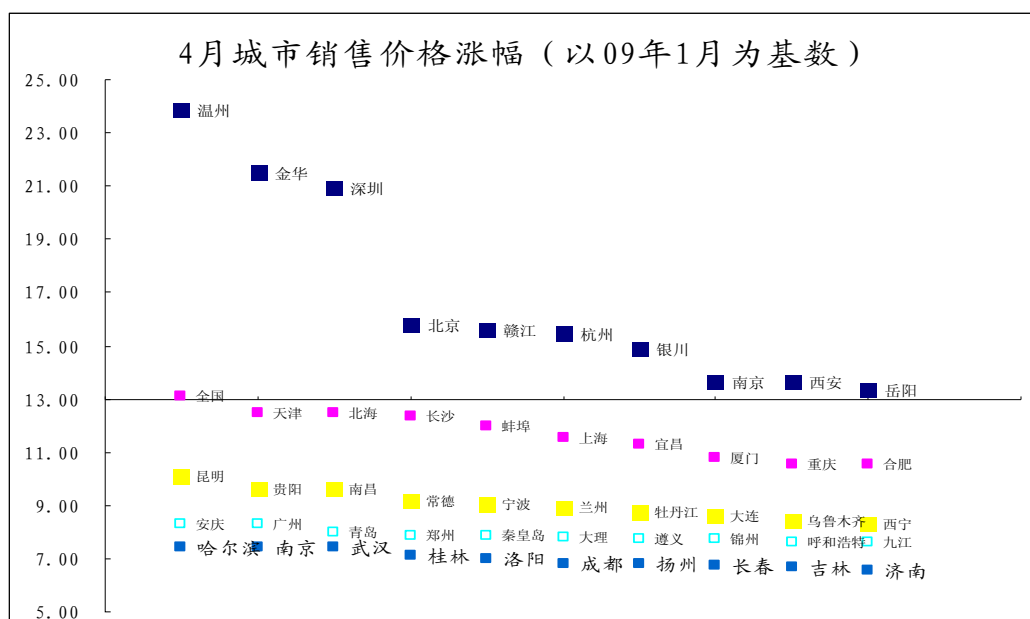
数据来源: 日信证券

2、2010年4月开始的逆周期

通过与2008年行业步入逆周期前相比,2010年上市公司财务状况良好,2009年底实际资产负债率为近三年最低的47.1%,剔除开发面积因素2009年末上市公司持有的现金水平是2007年末的189%,因此充裕的资金不会推动房企短期内大幅减价,这也是房价下跌抵抗力的主要根源。虽然在政策的引导下,市场对未来房市的判断在4月下旬达成一致,但是对在售楼盘大幅降价造成原业主的损失进而影响到公司声望的现象是众多大型房企所规避的,这种营销策略也会成为未来几个月内房价抵抗下跌的原因之一,在三、四季度大量新房以低价入市的策略将有可能成为带动房价走低的导火索。

以 2009 年 1 月为基数，截至今年 4 月份全国 70 个大中城市房价上涨了 13.13%，三亚、海口涨幅最大分别达到 55.81%与 52.91%，此外温州、金华、深圳与北京等城市的涨幅都大幅高于全国 70 个城市的水平，价格泡沫最大地区也将成为本次逆周期调整的主要城市，全国房价将呈结构性调整，我们预计前期出现泡沫较大的城市调整幅度在 10-20%之间，其他城市的调整幅度将会有限，部分三四线城市可能出现房价的稳定上涨。

图表 13：2010 年 4 月城市房价涨幅情况



数据来源：日信证券

政策方面，政府自去年 6 月份开始的对房地产行业的政策开始转向，从施政策略看，去年 6 月至今年一季度政策以挤压供给为主线的偏中性调控手段，在充裕流动性的背景下，政策对市场的影响明显偏弱。一季度 11.9% 的 GDP 增速，给予了政府足够的空间与时间对过热的房地产进行遏制，目前使用了包括行政手段在内的调控方式全面打压需求，相信过度调控手段不会持久，预计未来在市场成交及价格方面显现了调控效果后部分过度的调控手段会逐渐退出以保持政策回归合理水平，如缩小压制需求范围，区分改善性住房需求等政策会成为行业另一拐点的变向指标。

调控周期方面，将更多的依赖经济转型的效果。在中国经历了由廉价劳动力所支持的经济增长模式即农民加入工业化生产所带动的生产效率的提高拉动经济的增长模式，在工资增长造成劳动力成本增加下逐渐显现了不可持续性，刘易斯拐点后的经济增长将会是工业企业在科技引领下的生产效率提升并带动经济的增长，而这种转变不会一蹴而就，转型过程中，经济下滑的速度将决定房地产调控的周期，我们认为经济下滑越快房地产调控周期越短，相反经济下滑越慢，房地产行业调控的周期将会越长，这也是基于政府长期对 GDP 增长的高度关注。

目前看，本次调控将至少延至年底至明年一季度，而二级市场在调控效果没有完全显现前将不会出现支持其中期趋势走强的基础，当成交持续下滑、房价出现下跌并带动投资回落时，房地产板块的二级市场悲观预期将接近终点，同时市场开始进入预期行业紧缩政策逐渐放松起点，二级市场会提前于行业拐点先期步入另一轮中期上升趋势，而中期趋势的确立会以政策变向作为时间窗口。

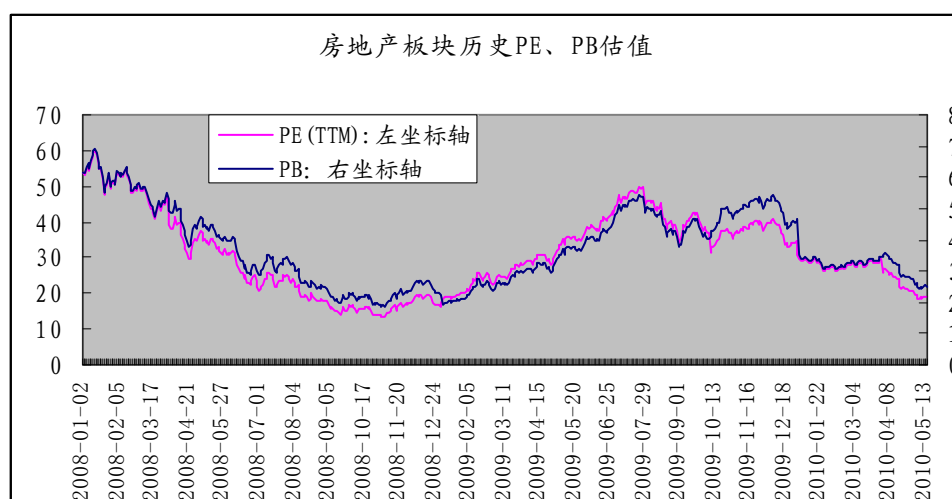
四、板块估值

1、PE、PB 估值

从 2008 年 1 月至今，房地产板块的 PE 估值区间为 13.3-59.3 倍，中值为 36.3 倍，均值为 31.2 倍；PB 估值区间为 1.83-6.89 倍，中值为 4.36 倍，均值为 3.73 倍。自 2009 年 7 月调整以来的最低 PE、PB 估值分别为 18.46 倍与 2.46 倍，已处于近两年内的低估值区域，PE、PB 分别距 2008 年的最低点还有 38.8%与 34.4%的空间。

从经济运行趋势看，当前的经济状况明显好于 2008 年水平，但是 4 月中旬后的调控压力明显强于 2008 年。鉴于当前行业刚刚步入逆周期运行，调控效果没有显现，因此在不考虑经济出现二次探底的前提下，预计房地产板块还有 10%-20%左右的下调空间；如果以最坏的结果预期房地产行业调控周期超过 1 年，销售不畅会使部分地产公司在 2011 年出现低增长或负增长显现，并同时加深地产板块的调整空间，其调整目标会接近 2008 年的最低估值水平。

图表 14：房地产板块 PE、PB



数据来源：日信证券

2、预期净资产估值测试

以关注主要地产公司为样本，自本次调整以来最低股价计算（出现在 2010 年 5 月 17 日附近），样本股票的平均最高折价率为 43%，与 2008 年调整最低点相比（出现在 2008 年 9 月 18 日附近），样本股票的最高折价率达 66%，折价差还有 23 个百分点。

预计本次房价下调会以结构性调整为主，前期一线及部分二线涨幅过大的城市，其房价调整比例会高于其他城市，而三四线城市受到影响会主要体现在成交量的萎缩，如果未来政策的修正引发三四线城市的补量，在价格影响较小的情况下，我们认为相应的上市开发公司是本次被错杀的主要群体。在未来需求方面，中小城市的扩张刚进入起步阶段，市场的健康状况及扩张的空间要远远好于一线城市，因此未来市场的重心会逐步从以单项目高利润率的一线城市逐步转向高周转较低利润率的二三四线城市。

表格 3：上市房企的预期每股净资产折价情况

	预期每股净资产价值	本次下调最低股价	折价率
万科 A	11.23	6.83	39%
保利地产	16.22	9.98	38%
招商地产	24.56	14.5	41%
金地集团	8.76	5.56	37%
首开股份	21.54	12.52	42%
北京城建	19.86	10.92	45%
中天城投	12.26	7.31	40%
福星股份	15.59	7.53	52%
滨江集团	19.01	8.64	55%
宁波联合	14.47	9.1	37%

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。