



房地产 - 房地产开发

Real estate — real estate development

2010 年 12 月 17 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
房地产开发	3.59%	4.17%	-23.51%
沪深 300	3.92%	12.73%	-7.31%

代码	名称	6m%	YTD	评级
000002	万科 A	18.81	-25.23	买入
600325	华发股份	-7.21	-33.86	买入
000024	招商地产	-34.36	-50.25	买入
600823	世茂股份	13.86	-24.25	买入
000718	苏宁环球	-8.74	-43.01	买入
600895	张江高科	-3.37	-28.34	买入
600223	鲁商置业	-2.43	-43.44	买入
600376	首开股份	7.81	-27.59	增持
600266	北京城建	22.44	-19.60	增持
002244	滨江集团	9.78	-29.11	增持
000402	金融街	-0.71	-34.64	增持

相关报告

《2010 年 4 季度房地产行业投资策略——重点关注商业地产》，2010.10

执业证书号：

S1030210050005

王斌卿

+86 755 83199599ext8280

wangbq1@csc.com.cn

分析师申明

本人，王斌卿，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。

等待趋势性投资机会

—2011 年房地产行业投资策略

评级： 中性

- **房价高企，调控将会持续。**虽然面临持续的调控政策冲击，全国主要大中城市房价相比 2009 年仍然上涨明显，而且房价上涨从一线城市向二三线城市蔓延的态势显著，在房价水平不断上涨的情况下，调控将会持续。
- **2011 年商品房供给力度加大，成交量将会稳定增长。**与销售面积相比，2010 年购置土地面积和竣工面积增长滞后，显示开发商放慢了土地获取进度和竣工进度，然而 2009 年以来持续两年高增长的房地产投资和新开工面积，将形成未来供给力度明显加大，开发商为了缓解资金压力，也会加大销售力度，随着房价趋于稳定，未来成交量将会维持稳定增长态势。
- **商业地产进入加速发展期，长期看好。**商业地产几乎不受房地产调控政策的影响，随着城市化进程加速、经济发展和人民生活水平的提高，对于办公、休闲娱乐、购物旅游的需求持续增长，商业地产进入加速发展期和繁荣期，长期看好。
- **维持房地产行业“中性”评级。**在房价没有明显下降和调控难以有效放松的情况下，房地产板块缺乏趋势性的投资机会。目前房地产股估值水平处于历史最低水平，继续大幅下跌的可能性较低，不应过分悲观，建议标配。
- **个股推荐：**1) 商业地产龙头：世茂股份、金融街；2) 全国性龙头企业：万科 A、招商地产、首开股份；3) 地区龙头企业：滨江集团、苏宁环球、鲁商置业、华发股份；4) “地产+投资”型：北京城建、新湖中宝。
- **风险提示。**1) 政策风险：出台更严厉的房地产调控政策；2) 利率风险：货币政策紧缩超预期；3) 市场风险：商品房成交量大幅下滑；4) 流动性风险：由于持续的调控，部分房地产企业可能面临资金链断裂的风险。

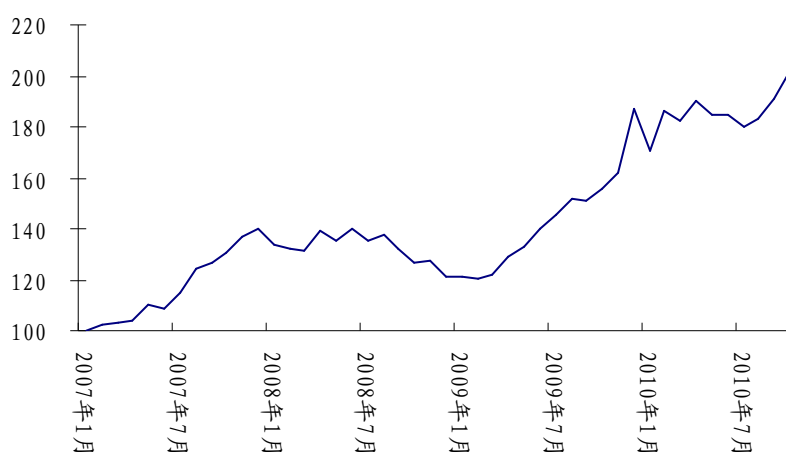
房价相比 2009 年上涨明显，调控目标远未达到

房价上涨明显，且不断向二三线城市蔓延

2009 年下半年开始，针对部分城市房价过快上涨和囤地、捂盘惜售等现象，政府出台一系列的调控政策，全面改变 2008 年底以来刺激房地产政策的宽松政策，并且在 2010 年 4 月出台更加严厉的“国十条”，调控政策升级，虽然部分城市商品房成交量明显下降，然而房价水平相比 2009 年不但没有下降，而且同比上涨明显。

以我们重点跟踪的 10 个主要城市（北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、武汉、天津、成都、重庆）为基础编制的主要城市商品房价格指数和 2009 年相比上涨明显：

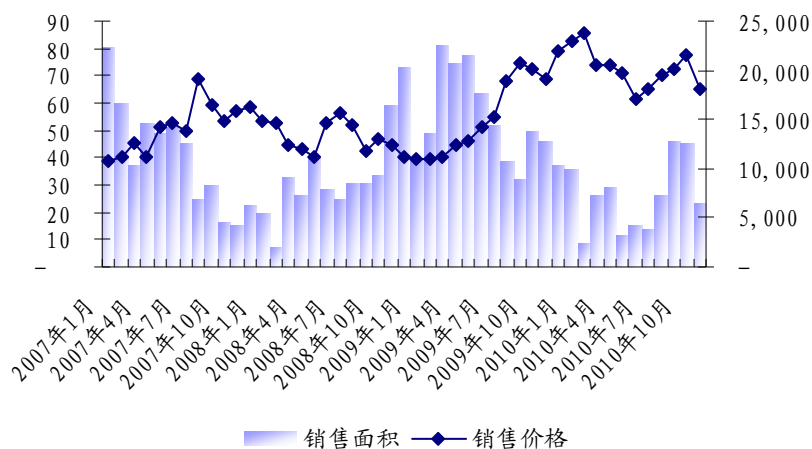
Figure 1 2007 年以来世纪证券主要城市商品房价格指数走势



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

一线城市以深圳为例，虽然受到调控政策的影响，新建商品房成交面积大幅下降，但是商品房成交价格显著，达到历史最高水平：

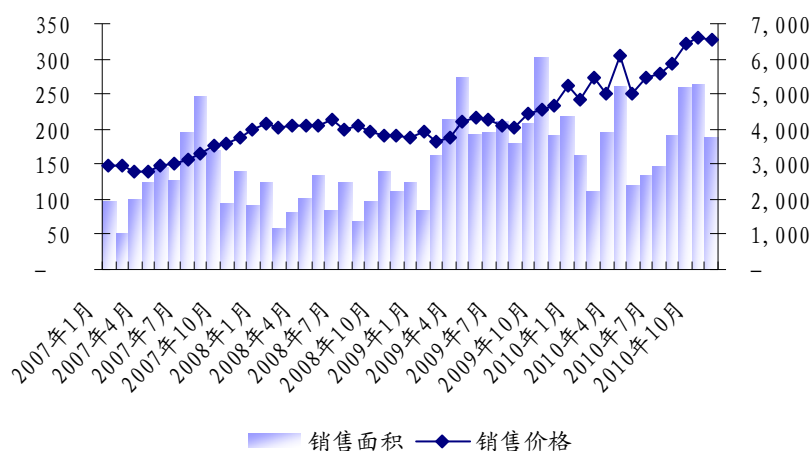
Figure 2 深圳市新建商品房月度成交数据



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

二线城市以重庆为例，房价平均水平相比 2009 年水平有明显的上涨：

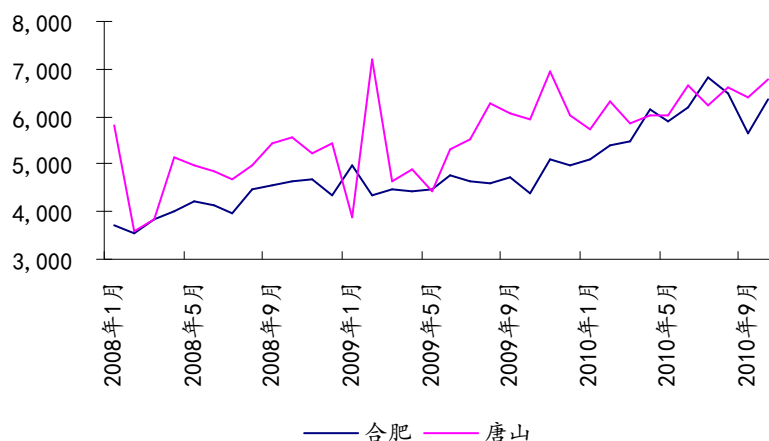
Figure 3 重庆市新建商品房成交月度数据



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

除了一线城市和重点城市，房价上涨不断向二三线城市，甚至四五线城市蔓延，大有“星星之火，可以燎原”之态势，我们以合肥和唐山为例，2010 年房价水平相比 2009 年有明显的上涨：

Figure 4 2008 年以来合肥市、唐山市新建商品房月度成交价格



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

从以上分析可以看出，虽然经历了持续的调控，但是主要城市商品房成交价格上涨的势头并没有得到有效的遏制，而且在一线城市和重点城市调控压力加大的情况下，开发商纷纷转战二三线城市，使得二三线城市的房价明显上涨。

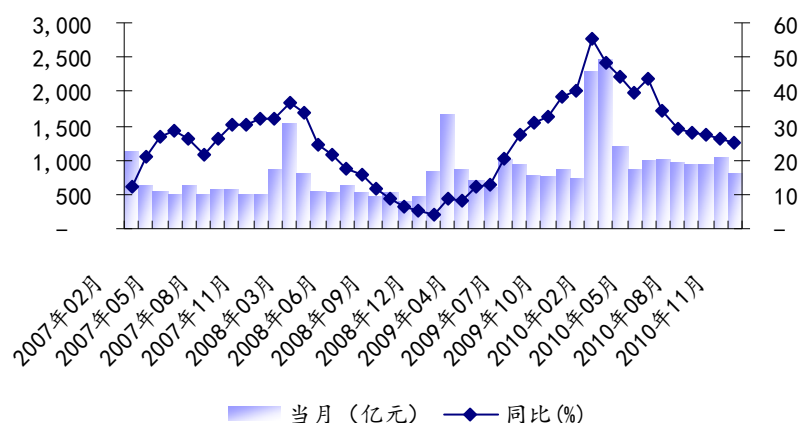
在房价水平不断上涨的情况，政府提出的“遏制部分房价过快上涨”的调控目标远未达到，调控将会成为常态，在房地产市场信贷政策空前紧缩和限购政策陆续出台以后，中央明确提出加快房产税试点和推广工作，2011 年房产税有望在部分城市试点，对于打击投资需求，遏制房价过快上涨将会起到一定作用。

调控政策下，房地产企业面临的困境

融资困难

目前房地产企业试图通过 IPO、增发以及债券融资已经基本上不可能，万科、苏宁环球、世茂股份等增发计划纷纷搁浅，在经历了 2009 年底贷款增长井喷以后，商业银行对房地产企业的贷款也不断收紧，我们认为在国家对房地产调控不会放松的前提下，房地产企业贷款的利率不会出现下降，实际发放的贷款也难以持续高增长。

Figure 5 2007 年以来全国房地产贷款月度数据

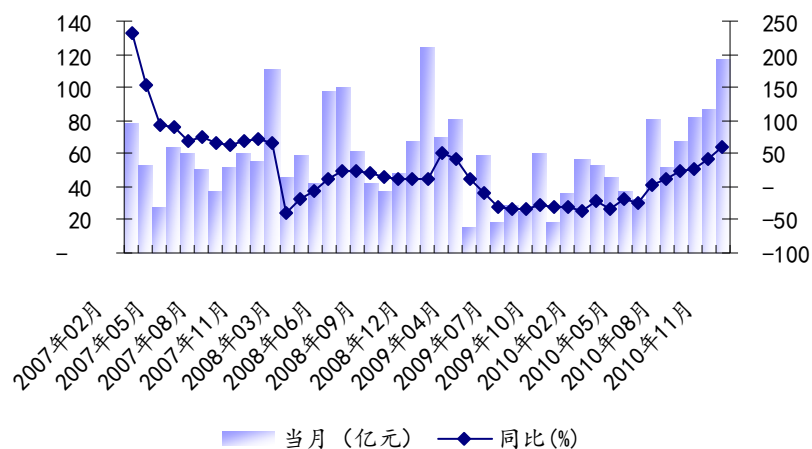


数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

除了贷款和直接融资，信托贷款和利用外资成为很多房地产企业的选择，然后相比之下信托贷款平均利率高达 15% 以上，中央对房地产信托的监管力度不断加强，信托融资并不是一个很好的选择。

今年以来房地产企业利用外资增长显著，已经引起了有关监管机构的高度重视，在对热钱监管加强的情况下，外资提供的资金增长难以大幅增长。

Figure 6 2007 年以来房地产开发利用外资情况



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

住房消费信贷全面收紧、限购令陆续出台

目前政府对于住房消费信贷全面收紧，根据 2010 年 9 月住建部、银监会、人民银行、财政部、国家税务总局等出台的相关政策，严格实行差别化住房信贷政策，其中规定：

各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30 % 及以上；对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于 50 %、贷款利率不低于基准利率 1.1 倍的规定。

在住房消费信贷收紧的同时，国家有关部委分别出台措施强调对房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。严格问责制，对政策落实不到位、工作不得力的，要进行约谈，直至追究责任。随后北京、上海、深圳等地陆续出台相关的住房限购令：

Figure 7 各地出台的限购令

城市	规定
北京	同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。“同一购房家庭”是指购房人、配偶及未成年子女，即一对夫妇和其未成年的子女。限购的商品住房既包括新房，也包括二手房。
上海	暂定本市及外省市居民家庭只能在本市新购一套商品住房（含二手存量住房）。
深圳	深圳市户籍居民家庭限购两套住房，非本市户籍居民家庭限购一套住房。
厦门	1 户家庭只能新购 1 套房
宁波	宁波户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）在宁波只能新购 1 套住房；非宁波户籍居民家庭，能提供在宁波 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的，在宁波只能新购一套住房。
福州	从即日起至 2010 年 12 月 31 日，福州市居民同一家庭（包括购房人、配偶及未成年子女），只能在本市五城区新购一套商品住房。
杭州	暂定本市及外省市居民家庭只能在本市新购买一套商品住房（含二手存量住房）
南京	暂时限制购买第三套住房
天津	本市及外省市居民家庭在市内六区范围内只能新购一套商品住房
广州	户籍家庭和常住非户籍家庭（一年纳税声明），限购一套房；非常住家庭不准在广州购买
温州	一个家庭限购一套新开楼盘住房
海口	海口及外省市居民家庭（含购房人、配偶及未成年子女）只能在海口新购买 1 套商品住房。

数据来源：世纪证券研究所

住房信贷收紧和限购令的出台，对于打击炒房，抑制非自住型住房需求具有较大的作用。

土地成本提高

对于房地产企业而言，目前处于尚未销售和开发中的土地储备大部分为 2007 年以后通过招拍挂方式获取的土地储备，特别是 2009 年以来获取的土地成本都比较高，随着未来保障性住房土地供给的增加，在土地供给总量有限的情况下，土地成本可能会继续上涨，并导致企业的利润率下滑。

土地增值税

政府不断加强对土地增值税的监管和征收力度，增值税预征水平可能会继续提高，进而影响房地产开发企业的现金流和利润率。

房产税

中央明确提出加快房产税的试点和推广工作，虽然目前并没有开始正式的试点实行，但是房产税在未来出台是大势所趋，房产税出台将会有效的遏制投资需求，抑制房价上涨。

保障性住房：安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜？

关于保障性住房

保障性住房，与商品性住房（简称商品房）相对应，是指政府为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房，主要由廉租住房、经济适用住房和政策性租赁住房构成：

1. **两限房**，即“限套型、限房价、竞地价、竞房价”。为降低房价，解决本地居民自住需求，保证中低价位、中小套型普通商品住房土地供应。
2. **经济适用房**，指具有社会保障性质的商品住宅，为中低收入家庭提供购买，经济适用住房面积需要严格控制在中小套型，中套住房面积控制在 80 平方米左右，小套住房面积控制在 60 平方米左右。
3. **廉租房**，出租给城镇居民中最低收入者
4. **政策性租赁房**，指通过政府或政府委托的机构，按照市场租价向中低收入的住房困难家庭提供可租赁的住房，同时，政府对承租家庭按月支付相应标准的租房补贴。

我国目前保障性住房建设情况

目前我国保障性住房建设刚刚起步，而且进展缓慢，根据 2010 年 10 月全国人大财经委向全国人大提交的报告，今年国家下达的保障性住

房建设计划，全国共需投入 1676 亿元，其中，中央投入 493 亿元，占 29.4%；地方配套 1183 亿元，占 70.6%。然而截至 8 月底，保障性住房建设完成投资 394.9 亿元，完成率仅为 23.6%，一些地方由于配套资金不到位和征地、拆迁等前期工作准备不足，可能难以完成今年的建设计划。

我国保障性住房建设进程缓慢，主要原因是保障性住房难以获取高额的土地拍卖收入，地方政府过分倚重财政收入，因此对建设保障性住房积极性不高，已经落实的保障性住房也往往选择在地势偏远的地区。

保障性住房如何真正为中低收入者提供安居

我国 70%以上的人口均为中低收入者，即使在房价水平得到明显下降也无力支付，因此我国保障性住房必须以低水平、高覆盖的普惠型方式加快推进，通过为极低收入人群提供廉租房，中低收入人群提供经济适用房的方式，解决大部分中低收入者的住房问题。

近期爆出的深圳某经济适用房小区出现豪车的事件，折射出目前我国保障性住房建设中存在着巨大的寻租漏洞，根据 2007 年 7 部委联合颁布的《经济适用住房管理办法》第 30 条的规定，“**购买经济适用住房满 5 年，购房人上市转让经济适用住房的，应按照届时同地段普通商品住房与经济适用住房差价的一定比例向政府交纳土地收益等相关价款，具体交纳比例由市、县人民政府确定，政府可优先回购；购房人也可以按照政府所定的标准向政府交纳土地收益等相关价款后，取得完全产权。**”通过低价获取经济适用房，5 年后高价卖出获取几乎无风险的高额利润，经济适用房申请中出现的种种腐败现象不足为奇，而经济适用房建设进程缓慢，也使得经济适用房很难满足大部分广大中低收入者的住房需求。

保障性住房建设前景及相关受益的上市公司

预计随着保障性住房相关法律法规的完善和保障性住房建设规划的逐步落实，未来保障性住房将会成为我国住房供给的主力，成为解决中低收入者的主要渠道，在商品房市场调控压力不断加大的情况下，保障性住房是国家政策大力扶持的对象，相关上市公司将会从保障性住房建设中受益明显，主要包括首开股份、栖霞建设。

我国商业地产进入加速发展和繁荣期，长期看好

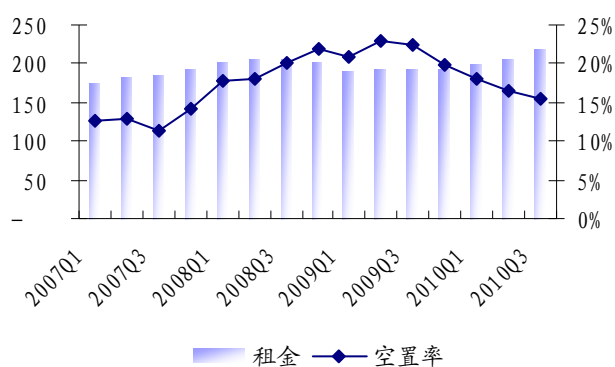
商业地产几乎不受调控政策的影响

和商品住宅相比，商业地产主要满足办公、休闲娱乐、购物等需求，目前出台的调控政策主要针对商品住宅市场，商业地产几乎不受调控政策的影响，而且在商品住宅受到持续调控的压力下，部分资金可能转投商业地产。

商业地产价格和租金稳定增长

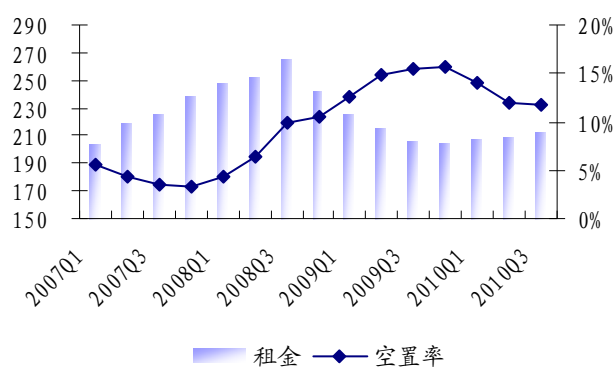
与商品住宅价格不同，商业地产处于城市的核心地段，销售价格、出租率和租金增长稳定，从下面 4 个一线城市 2007 年以来写字楼的租金和空置率的数据可以得到印证：（租金单位为元/每月/每平方米）

Figure 8 北京市写字楼出租率和租金季度数据



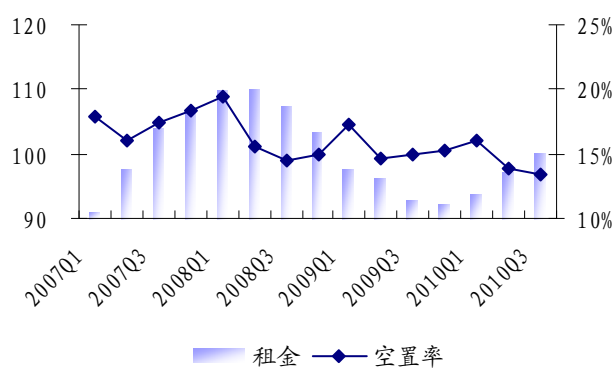
数据来源：CBRE、世纪证券研究所

Figure 9 上海市写字楼出租率和租金季度数据



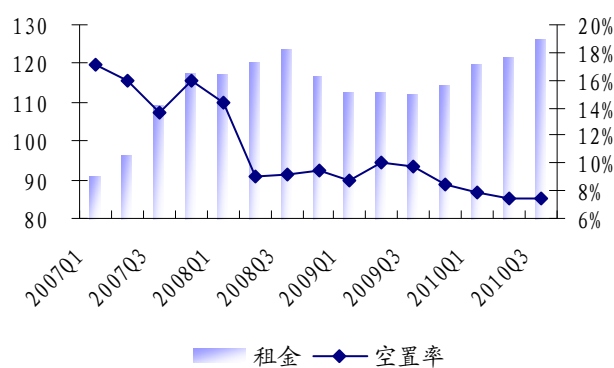
数据来源：CBRE、世纪证券研究所

Figure 10 广州市写字楼出租率和租金季度数据



数据来源：CBRE、世纪证券研究所

Figure 11 深圳市写字楼出租率和租金季度数据

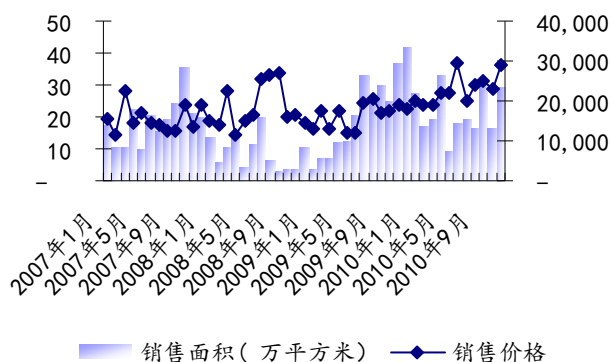


数据来源：CBRE、世纪证券研究所

从商业地产的销售价格来看，一二线城市写字楼以及商铺的销售价格维持稳定增长。

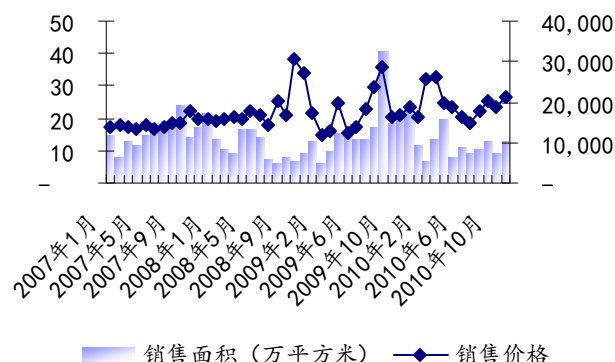
从目前商业与住宅价格对比来看，目前一线城市中商业和住宅甚至价格出现倒挂现象，即商业销售价格低于住宅销售价格，与国外成熟市场正好相反，未来商业地产升值潜力较大。

Figure 12 北京市写字楼销售月度数据



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 13 上海市写字楼销售月度数据



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

保险资金投资不动产开闸和 REITS 对商业地产形成利好

新修订的《保险法》规定保险资金可以投资于不动产，商业地产稳定的出租率和租金水平，正好与保险资金的风险和收益相匹配，是保险资金稳定的投资品种，保险资金的投入，也将会加速商业地产的发展。

REITS（房地产投资信托）通过发行受托凭证，募集资金投资于房地产，在国外 REITS 一般投资于商业地产，我国未来 REITS 将会逐步试点推出，REITS 份额可以自由转让，能增加对投资者的吸引力，有利于商业地产的发展。

重点推荐公司

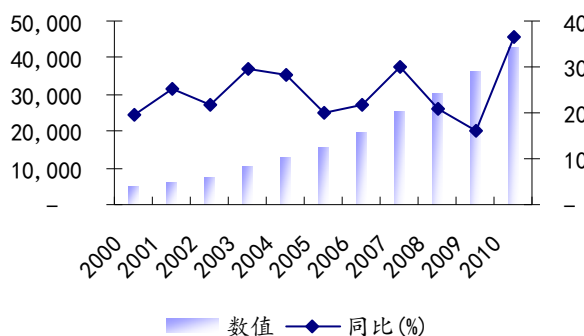
商业地产重点推荐具有独特发展模式的商业地产龙头世茂股份，以及致力于京津地区商业地产发展的金融街。

2010 年房地产市场回顾与 2011 年展望

2010 年房地产投资维持高增长态势，销售增速回落

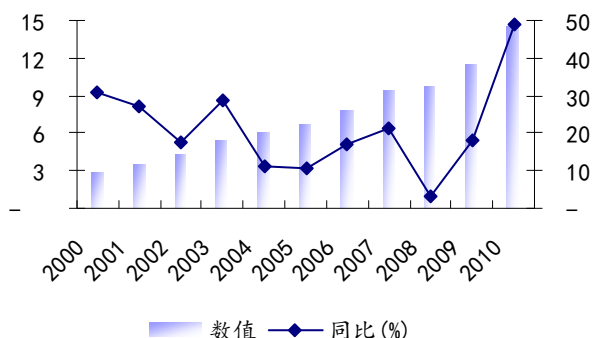
尽管遭遇持续的房地产调控压力，但是 2010 年房地产投资依然维持高速增长态势，截止 11 月，2010 年全国累计完成房地产投资额 4.27 万亿元，同比增长 36.5%，完成新开工面积 14.51 亿平方米，同比增长 48.71%：

Figure 14 全国完成房地产投资额（亿元）



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

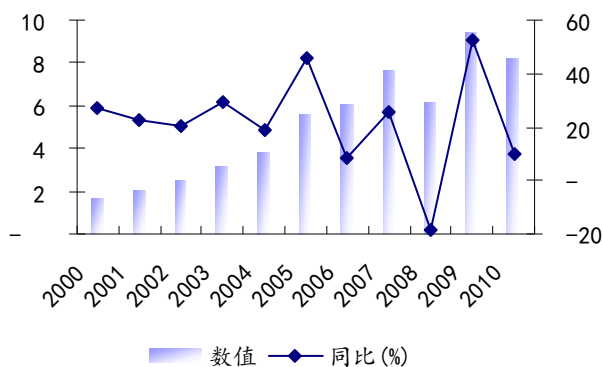
Figure 15 全国房地产新开工面积（亿平方米）



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

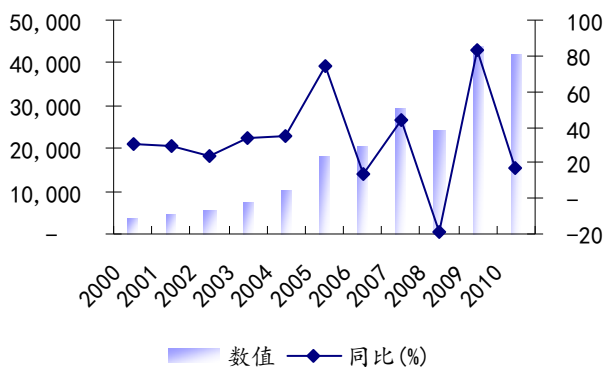
受到调控压力，截止 11 月，全国完成房地产销售面积 8.25 亿平方米，完成销售额 4.23 万亿元，分别同比增长 9.76%和 17.48%，销售增速和 2009 年相比下降明显：

Figure 16 全国房地产销售面积（亿平方米）



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 17 全国房地产销售额（亿元）



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

虽然销售增长率下降明显，但是由于 2009 年销售额增长显著，2010 年销售额绝对数值依然达到历史最高水平。

2011 年商品房供给明显增长，成交量将会稳定增长

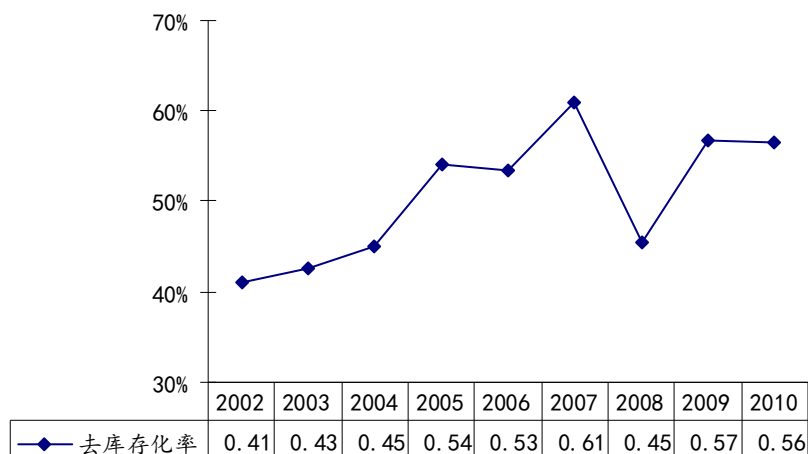
为了分析商品房供给与实际销售的关系，我们假设新开工面积在 2 年后进入销售，与当年竣工面积一起构成商品房的供给，则当年去库存率为：

$$\text{去库存化率} = \frac{\text{当年销售额}}{(\text{当年竣工面积} + \text{前 2 年新开工面积})}$$

从下面的图中我们可以看出，得益于 2010 年销售的增长，全国商

商品房去库存化率得有一定的提高，然而由于 2009 年以来新开工面积的快速增长，未来商品房的供给将会明显增长，随着商品房价格的稳定，商品房销售面积有望维持稳定增长。

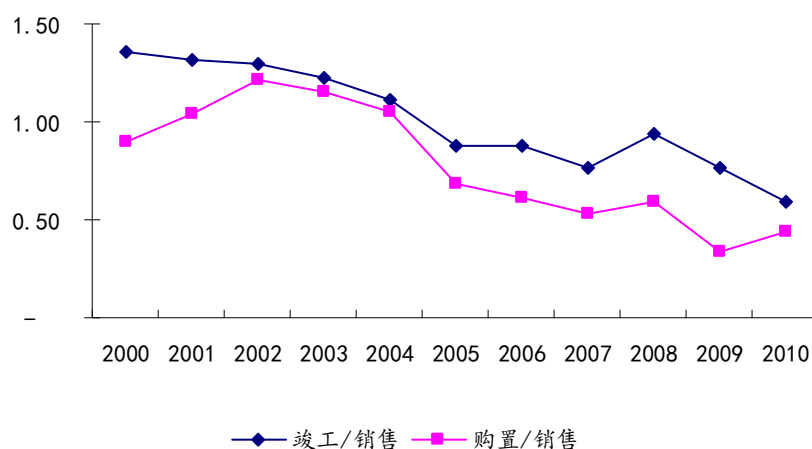
Figure 18 全国商品房去库存化率走势



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

与销售面积相比，购置土地面积和竣工面积增长滞后，显示开发商放慢了土地获取进度和竣工进度，然而随着调控的持续和开发商资金压力逐步加大，未来开发商将会加大推盘力度。

Figure 19 全国购置土地面积与竣工面积与销售面积比较



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

我们判断 2011 年，房地产市场将会维持目前偏紧的调控政策环境，随着保障性住房建设加快和房产税试点，以及开发商加大推盘量，商品房价格将会趋于稳定，成交量稳定增长可期，今年下半年以来成交持续萎缩的局面将会得到改变。

投资策略：维持房地产行业“中性”评级

维持房地产行业“中性”的投资评级

由于房价高涨的态势没有得到有效遏制，未来房地产市场仍然会维持目前偏紧的调控环境，目前的住房信贷政策和限购令将会持续，房产税将会加快试点和推广，保障性住房建设将会提速，商品房市场面临持续的调控压力和保障性住房“挤出”效应，房地产板块估值水平难以大幅提高，维持房地产行业“中性”的投资评级，建议标配。

商业地产随着城市化进程和人民生活水平的提高，进入加速发展期和繁荣期，长期看好，而且由于几乎不受调控的影响，建议积极关注。

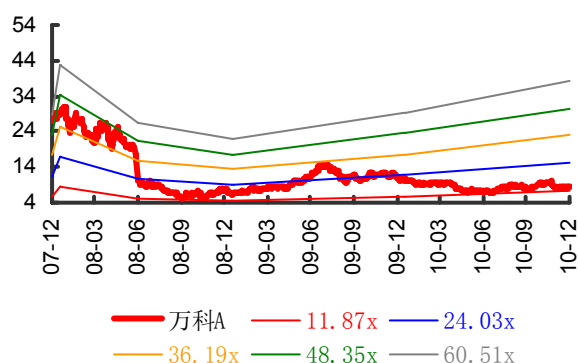
不应过分悲观的理由

1. 估值水平处于历史地位

目前主流房地产企业的市盈率和市净率均处于较低水平，目前估值水平具有较高的安全性。

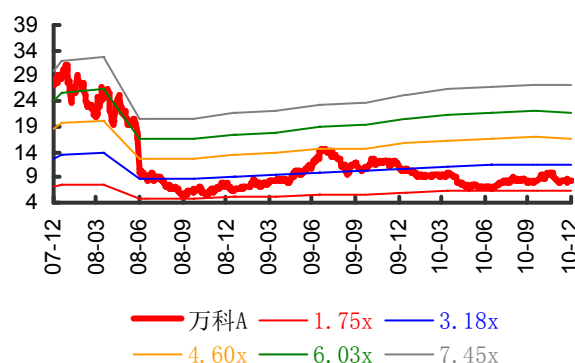
开发类以万科 A 为例：

Figure 20 万科 A PE-Bands



数据来源：wind、世纪证券研究所

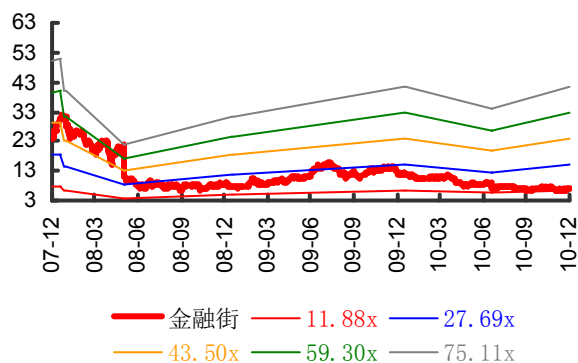
Figure 21 万科 A PB-Bands



数据来源：wind、世纪证券研究所

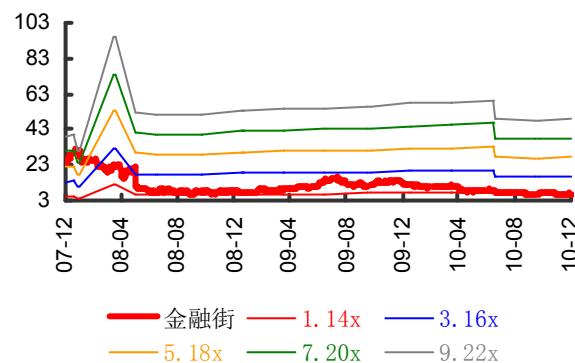
商业类以金融街为例：

Figure 22 金融街 PE-Bands



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 23 金融街 PB-Bands



数据来源：wind、世纪证券研究所

得益于 2009 年以来商品房销售的高增长，我们判断未来 1-2 年主要房地产企业业绩增长比较确定，估值水平继续大幅下跌的可能性较

低。

2. 2011 年推盘量将会明显增加，成交量将会维持稳定增长

正如前文所分析的，由于 2009 年以来全国房地产投资和新开工面积快速增长，未来开发商消化库存的压力加大，而国家对房地产持续的调控情况下开发商融资困难，也使得开发商不得不采取更加灵活的销售策略以缓解资金压力。

随着调控的深入，预计房价水平将会趋于稳定，有利于促进成交量的增长。

3. 政策环境相对稳定

2011 年房产税将会加快试点和推出，现有的住房信贷政策和限购政策预计会延续实行，保障性住房建设将会提速，但是由于实际供给有限，短期还难以对商品房市场构成较大的冲击。

个股推荐

建议重点关注以下 4 类个股：

1. **商业地产**：世茂股份、金融街
2. **行业龙头**：万科 A、招商地产、首开股份
3. **地区龙头**：滨江集团、苏宁环球、鲁商置业、华发股份
4. **“地产+投资”**：北京城建、新湖中宝。

风险提示

1. **政策风险**：出台更严厉的房地产调控政策
2. **利率风险**：货币政策收紧力度超预期
3. **市场风险**：商品房成交量大幅下滑
4. **流动性风险**：由于持续的调控，部分房地产企业可能面临资金链断裂的风险

公司推荐 1: 世茂股份——城市综合体，让生活更美好**商业地产长期看好**

我国目前处于城镇化和“人口红利”的有利发展时期，居民对时尚消费、娱乐、餐饮、休闲的消费需求不断增长，REITs 的推出和保险资金投资不动产开闸，有利于商业地产的长期发展。

公司土地储备丰富，地价成本低廉

公司在 19 城市的核心地段拥有的优质商业地产项目储备超过 800 万平方米，地价成本不足 1,600 元，平均售价在 10,000 元以上。

租、售、自营相结合的经营模式和“兼顾短期与中长期业绩体现”的发展模式助推公司进入高速增长期

公司 60-70% 的项目用于出售，保证资金充裕和收入增长，30-40% 的项目用于出租和自营，形成稳定的现金流，同时可以享受公司物业升值带来的好处。公司以“兼顾短期与中长期业绩体现”的方式致力于打造城市综合体，实现公司的快速扩张和可持续发展，未来业绩增长进入高速增长期。

盈利预测和投资评级

预计 2010 年、2011 年、2012 年公司每股收益分别为 0.95 元、1.34 元、1.54 元，每股 RNAV 为 23.87 元，公司目前股价估值水平较低，给予公司“买入”的投资评级。

Figure 24 利润表预测 (单位: 亿元)

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	10.61	67.30	99.20	116.20
营业收入	10.61	67.30	99.20	116.20
二、营业总成本	9.23	53.84	79.36	92.96
营业成本	5.87	37.02	54.56	63.91
营业税金及附加	1.14	6.73	9.92	11.62
销售费用	0.75	3.37	4.96	5.81
管理费用	1.05	3.37	4.96	5.81
财务费用	0.44	3.37	4.96	5.81
资产减值损失	-0.03	-	-	-
三、其他经营收益	-	-	-	-
公允价值变动净收益	1.61	2.00	2.00	2.00
投资净收益	0.03	-	-	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.00	-	-	-
四、营业利润	3.03	15.46	21.84	25.24
加：营业外收入	0.14	1.35	1.98	2.32
减：营业外支出	0.01	0.67	0.99	1.16
其中：非流动资产处置净损失	0.00	-	-	-
五、利润总额	3.16	16.13	22.83	26.40
减：所得税	0.94	4.03	5.71	6.60
六、净利润	2.22	12.10	17.12	19.80
减：少数股东损益	0.16	1.01	1.49	1.74
归属于母公司所有者的净利润	2.06	11.09	15.64	18.06
七、每股收益 (元)	0.18	0.95	1.34	1.54

数据来源：世纪证券研究所

公司推荐 2: 金融街——致力于京津地区商业地产开发**公司项目主要位于京津核心地区，发展前景广阔**

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。

公允价值计量提升公司业绩

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。

盈利预测与投资评级

预计 2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.78 元、0.92 元，RNAV 为 16.70 元，当前股价与 RNAV 相比有较大的折价率，估值水平合理，给予“增持”的投资评级。

Figure 25 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	42.14	55.95	62.31	76.68	98.28
营业收入	42.14	55.95	62.31	76.68	98.28
二、营业总成本	34.08	42.33	53.15	56.75	72.73
营业成本	23.56	28.00	37.97	38.34	49.14
营业税金及附加	5.16	7.55	8.47	7.67	9.83
销售费用	0.89	1.32	1.65	3.83	4.91
管理费用	2.77	3.00	3.26	3.83	4.91
财务费用	1.52	0.23	2.90	1.53	1.97
资产减值损失	0.17	2.23	-1.10	1.53	1.97
三、其他经营收益	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-	-0.65	7.78	6.00	5.00
投资净收益	3.13	0.74	1.90	-	-
四、营业利润	11.20	13.71	18.85	25.94	30.55
加：营业外收入	0.00	0.54	0.36	-	-
减：营业外支出	0.01	0.08	0.05	-	-
五、利润总额	11.19	14.17	19.17	25.94	30.55
减：所得税	3.87	3.78	5.43	6.48	7.64
六、净利润	7.32	10.39	13.74	19.45	22.91
减：少数股东损益	0.02	-0.01	0.08	-	-
归属于母公司所有者的净利润	7.30	10.39	13.66	19.45	22.91
七、每股收益：	0.68	0.43	0.55	0.78	0.92

数据来源：世纪证券研究所

公司推荐 3: 首开股份——资金充裕、毛利率不断提升**公司项目储备丰富、平均地价成本较低**

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, 公司平均地价成本较低, 北京地区平均项目获取成本 3,100 元。

公司主要项目销售情况良好

目前公司主要项目国风上观、首城国际、知语城、壹线国际、首开常青藤、天津湾等销售情况良好。

公司毛利率不断提升

随着毛利率较高的国风上观、首城国际、知语城、首开常青藤、壹线国际、国奥村以及天津湾等项目陆续进入结算, 公司毛利率水平不断提升。

公司受益于保障性住房规划

公司目前在北京市回龙观的保障性住房储备超过 200 万平米, 在中央不断加大保障性住房建设的环境下, 公司有望获取更多的保障性住房项目储备。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.25、1.57 元, 估值水平较低, 给予“增持”的投资评级。

Figure 26 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	72.55	58.40	51.94	91.18	114.82
营业总成本	66.76	51.09	46.84	72.03	90.71
营业成本	51.66	38.74	33.63	54.71	68.89
营业税金及附加	7.17	2.14	4.43	4.56	5.74
销售费用	2.10	2.25	1.70	3.65	4.59
管理费用	3.74	3.73	4.07	4.56	5.74
财务费用	2.10	3.35	3.65	4.56	5.74
资产减值损失	-0.00	0.89	-0.66	-	-
公允价值变动净收益(元)	-0.29	-	-	-	-
投资净收益(元)	0.60	0.53	6.71	-	-
营业利润(元)	6.10	7.84	11.82	19.15	24.11
营业外收入	0.18	0.44	0.02	-	-
营业外支出	0.03	0.07	0.11	-	-
利润总额	6.25	8.21	11.73	19.15	24.11
所得税	2.86	2.48	2.67	4.79	6.03
净利润	3.39	5.74	9.05	14.36	18.08
少数股东损益	0.21	0.03	-0.26	-	-
归属于母公司所有者的净利润	3.17	5.71	9.32	14.36	18.08
每股收益:	0.39	0.70	0.95	1.25	1.57

数据来源: 世纪证券研究所

公司推荐 4: 滨江集团——专注杭州地区的房地产龙头企业**公司是杭州地区龙头企业，品牌影响力强**

公司长期专注于杭州地区房地项目开发，在杭州市场占有率达到 6%，仅次于绿城，在杭州市场具有极高的品牌影响力。

业绩确定性较高

2009 年，公司项目累计实现销售合同金额 67.6 亿元，占杭州市场销售总额的 6.60%。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

维持 2010、2011 年公司每股收益分别为 0.81 元、1.00 元的预测和“增持”的投资评级。

风险提示

公司面临的主要风险是房地产调控升级，同时公司项目主要集中于杭州地区，地区房地产市场的波动对公司业绩将会有较大影响。

Figure 27 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

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.