



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 1 月 9 日

房地产

研究部

白宏炜

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210080001

ningjb@cicc.com.cn

2.7 万亿土地出让金背后

从土地和保障房看政策演变

行业近况:

据中国新闻网报道,国土资源部部长徐绍史今天在全国国土资源工作会议上指出:2010 年全国土地出让成交总价款 2.7 万亿元,同比增加 70%,实际土地出让面积 42.8 万公顷,同比增加 105%。而不久之前,国土资源部一系列抑制地价、打击囤地以及地方政府官员约谈问责机制等针对土地市场的调控和近期的保障性住房实施等隐含出房地产政策的逐渐转变,我们对此评论如下:

评论:

2.7 万亿土地出让金本身就是一个非常大的数字,有两层含义:

- ▶ 供给将大量增加:住宅用地总计增加 137%,其中保障性住房用地增加 336%,商品房用地增加 93%,一反过去五年平稳增长状态,这就从根本上起到抑制房价作用,隐含之意就是 2010 年市场一直关注点在抑制需求上,实际在增加供给政府的力度也很大,尤其是保障性住房、中低价位/中小套型住房用地量占比 77%;
- ▶ 政府收入大幅度增加:出让金额从 2009 年的 1.6 万亿增加 70%,1.1 万亿的土地出让金增量将大大缓解地方政府的财政压力,地方融资平台断裂的风险降低;此外地方政府将有更多资金用于保障性住房建设(以 10%用于保障房计算,可支持今年保障房计划建设量中的 1/4)。

控制地价和加强保障房隐含了政府两方面的“转变”:

- ▶ 2010 年国土部一系列政策直指“低土地供应”、“高土地价格”、“大量囤积土地”等根本性问题,历史上首次将“抑制高地价”作为工作重心,2010 年地价下跌 17%意味着效果显现,而地价直接推动房价的动力不再,有利于房价的平稳;
- ▶ 二是对保障房的态度:我们认为加大保障房建设将是“十二五”期间政府工作重点,而公租房作为保障房的主力,需要大量的政府投入。政府需要扩大土地市场规模缓解资金压力,而重庆模式意味着公租房可作为未来优质“资产”,为高投入带来解决思路。

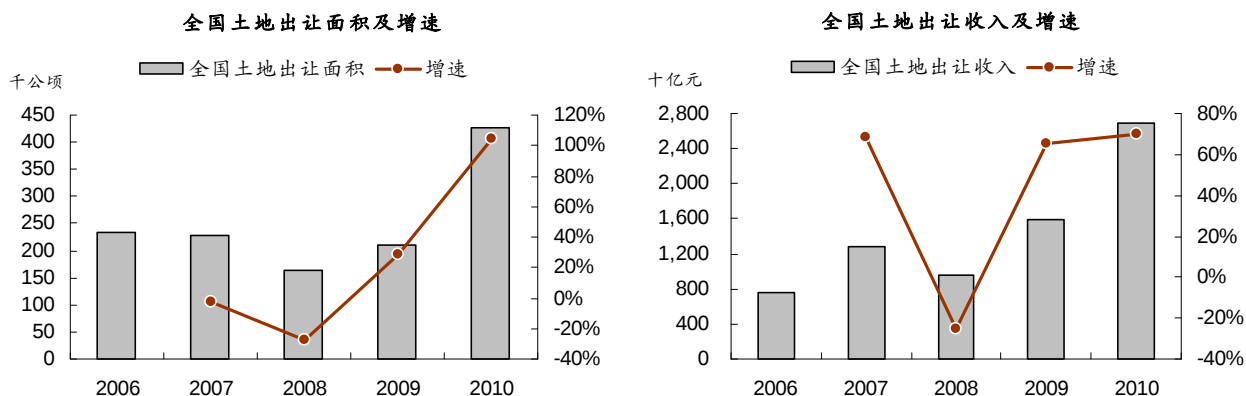
看 2011 年土地市场和政策,我们认为:

- ▶ 土地出让金仍将维持较高规模,地价有望继续下降,有利于抑制房价;
- ▶ 供给端继续加大供给,而需求端原有政策维持,将开始打击“囤房”。

估值与建议:

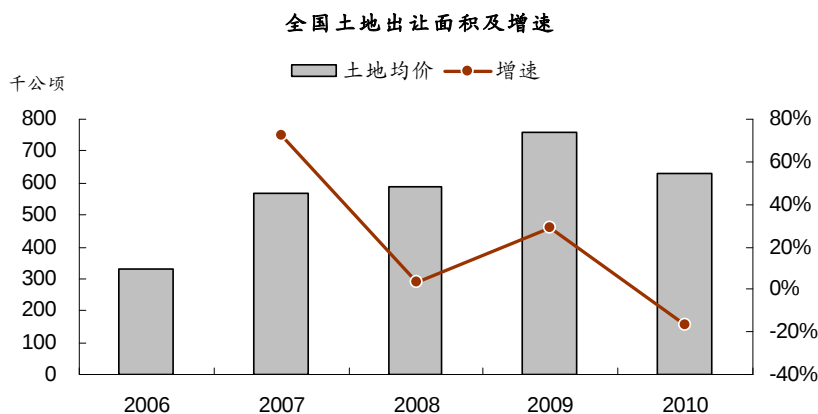
过去一年房价的上涨,开发商销售的提升都不能带动股价上涨,而进入 2011 年趋势在发生变化,房价平稳,政策平稳概率较大,而地产股将逐步恢复其合理估值水平,自 12 月份以来,板块已经 10%~15% 的修复,我们认为这一过程仍将继续,目前政策环境有利于高周转、“建筑+地产”类公司,A 股首推万科、金地、保利和荣盛发展,H 股首选龙湖、雅居乐、恒盛地产。

图表 1: 历年土地出让面积和收入



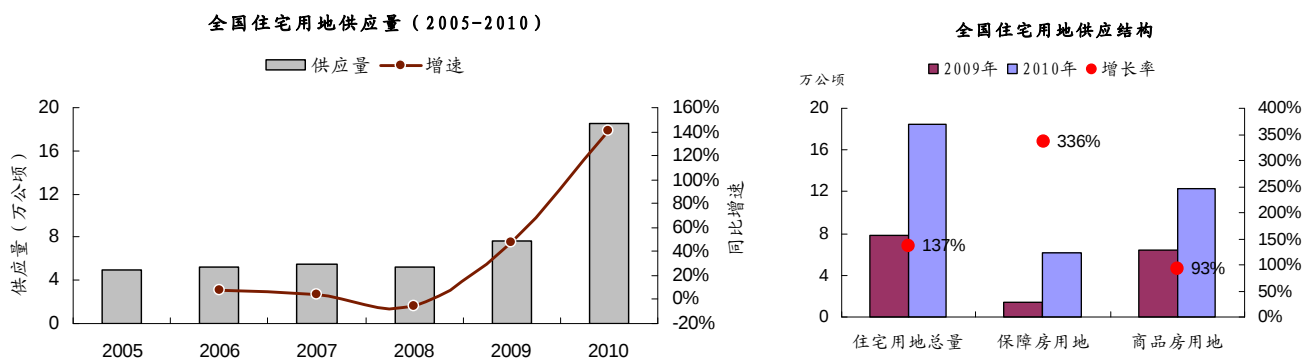
资料来源：国土资源部，中金公司研究部

图表 2: 2010 年土地出让平均地价同比下降 17%



资料来源：国土资源部，中金公司研究部

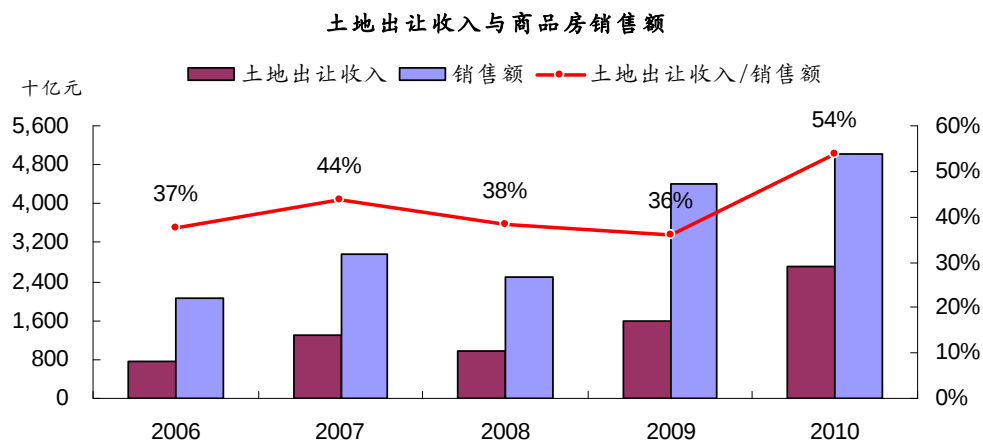
图表 3: 2010 年住宅用地供应量大增 140%，保障房用地和商品房用地均有大幅增长



资料来源：国土资源部，中金公司研究部

注：2010 年为计划供应量，目前官方尚未披露实际住宅用地供应量

图表 4: 2010 年土地出让收入占商品房销售额的比重达近年来最高



资料来源：国土资源部，CEIC，中金公司研究部
注：2010 年商品房全年销售额为估算结果

图表 5: 2009 和 2010 年土地政策评述

时间	有关政策或事件	核心内容	中金评论
2009年2月	《国土资源部关于做好第二次全国土地调查工作的若干意见》	全面调查土地状况，重点抓好农村土地调查、基本农田调查以及城镇各类专项用地面积统计。将落实最严格的耕地保护制度和节约用地制度，对违规问题进行重点督查。	旨在全面掌握各类土地状况，为后续工作奠定基础。但当时政策的着眼点还主要在保护耕地和规范农地征用上。
2009年5月	《国土资源部关于调整工业用地出让最低价标准实施政策的通知》	调整全国工业用地出让最低价标准，要求各地在工业用地出让前应当按照《城镇土地估价规程》进行评估，综合确定出让底价。	主要针对地方出现的低价甚至零地价出让工业用地现象。
2009年5月	《国土资源部关于切实落实保障性安居工程用地的通知》	要求各级国土资源管理部门加快编制和修编2010、2011年保障性住房用地供应计划，扩大民生用地的比例，确保保障性住房用地的需求，确保保障性安居工程的顺利落地。	旨在贯彻落实全国保障性安居工程工作会议精神，首次突出强调做好保障性安居工程建设用地供应和管理工作。
2009年5月	《土地增值税清算管理规程》	对土地增值税清算的前期管理、清算受理、清算审核和核定征收等具体问题做出具体规定。	旨在加强房地产开发企业的土地增值税征收管理，规范土地增值税清算工作。但执行效力并不明显。
2009年6月	国土资源部官员就“小产权房”答记者问	“小产权房”实质是违法建筑，各地要严格依法查处大量存在的“小产权房”	针对各地大量出现的小产权房，明令禁止。
2009年12月	财政部、国土部等五部委《进一步加强土地出让收支管理的通知》	明确开发商以后拿地时，分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，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%。	针对个别地区拖欠土地出让收入、变相减免土地出让收入等问题，以期应收尽收、应收快收。
2010年1月	国土资源部部长徐绍史在全国国土资源工作会议上的讲话	指出国土资源管理制度已经逼近重大变革的临界点，要求合理安排2010年新增建设用地计划，加强房地产市场土地供应调控，加大闲置土地处置力度，开展对囤地炒地等违规行为的专项整治，把保耕地红线放在更加突出的位置，规范推进农村土地管理制度改革。	部署了2010年国土资源部的工作重点，整治囤地炒地是核心工作。
2010年1月	《国土资源部关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》	申报住宅用地的，经济适用房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于70%。	70%旨在改善住房供给结构，加大中低价位、中小套型供应。
2010年3月	《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》	提出19条土地新政，重点要求确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房地不低于住房建设用地供应总量的70%；停止别墅用地；保障性住房用地要应保尽保、及时供地；房价过高、上涨过快的城市可采取限价房价、竞地价的出让方式；开发商竞买保证金最少两成、1月内付清地价款50%；严格依法处置闲置房地产用地，加强信息公开和专项检查。	旨在贯彻落实《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国十条），标志着土地调控政策的全面启动，三个主旋律：1）支持保障房；2）打击囤地、炒地；3）抑制高地价。
2010年3月	宣布于3月至7月间在全国开展对房地产用地突出问题的专项检查	检查重点针对擅自改变房地产用途、违规供应土地建设别墅以及囤地炒地等问题。	首次全面大规模专项检查房地产用地，是对土地新政的落实之举。
2010年3月	国土资源部会议	在住房和保障性住房用地供应计划没有编制公布前，各地不得出让住房用地；将在房价上涨过快的城市开展土地出让招拍挂制度完善试点；各地要明确并适当增加土地供应总量。	两个重点：一是变高价中标为综合评标，抑制高地价；二是加大土地供应平抑供需矛盾。均切中问题要害。
2010年4月	国土资源部公布2010年住房供应计划	2010年拟计划供应住房用地总量同比增长逾130%，其中保障性住房、中小套型商品房占七成。	供应量大幅增加，并向保障房和中小套型住房倾斜。
2010年4月	国土资源部《保发展保红线工程——2010年行动方案》	将全面推广综合评标办法，先行在部分城市试点，推行土地出让预审申请制度，避免现场竞价催生天价地块。	再次申明推广综合评标办法，抑制地价。
2010年5月	《国土资源部关于土地增值税清算有关问题的通知》	明确土地增值税清算过程中的若干计税问题。	对去年同期有关政策的进一步说明，预示着要加强土地增值税管理。
2010年6月	《国土资源部关于加强土地增值税征管工作的通知》	抬高了土地增值税预征率的下限，除保障性住房外，东部地区省市预征率不得低于2%，中部和东北地区省市不得低于1.5%，西部地区省市不得低于1%；核定征收率原则上不得低于5%。	提高土地增值税标准，直接影响到开发商毛利率。
2010年7月	《国土资源部关于进一步做好征地管理工作的通知》	推进征地补偿新标准实施，确保补偿费用落实到位，保障被征地农民生产生活。	针对农地征用补偿不到位等问题，是对老问题的重申。
2010年8月	国土资源部新闻发布会	公布土地闲置情况，全国共2815宗，16.95万亩，将督促各地加快查处力度，对存在土地闲置和炒地行为的企业不可贷款，证监会停止批准上市或重大资产重组。	首次公开披露土地闲置情况，闲置面积超1亿平方米，半数以上为政府原因。
2010年9月	国土资源部新闻发布会	通报各地查处的16起土地违法违规案件，涉及违法用地8193亩，其中耕地3242亩。对相关责任人问责。	开始处理违法事件，重点是违法占用耕地。
2010年10月	国土资源部新闻发布会	通报5起违法案件查处情况，公布6起挂牌督办案件。	是对前述工作的延续。
2010年12月	《国土资源部关于严格落实房地产用地调控政策促进房地产市场健康发展有关问题的通知》	迅速核查各地保障住房用地供应情况；建立房地产用地出让地价异常情况报备制度；对企业原因造成的房地产闲置用地处置情况向社会公告，严厉打击囤地炒地等违法违规行；加快2011年土地供应计划编制工作。	是对年初19条土地新政的再强调，进一步表明政府在土地政策上的态度。
2010年12月	《国土资源部关于房地产闲置土地情况的公告》	公布闲置住宅用地名单，共26块，其中18块闲置两年以上，收回国储；对公布名单中的房地产开发企业及其控股股东，在闲置土地查处整改到位前，暂停其参加新的土地竞买活动。	严格落实相关政策，着力查处土地闲置及炒地行为。

资料来源：国土资源部，中金公司研究部

图表6：重庆、上海公租房政策比较

	重庆	上海	中金评论
基本原则	住房保障体系建设遵循“低端有保障，中端有市场，高端有遏制”的原则	“以居住为主、以市民消费为主、以普通商品住房为主”的原则；公共租赁住房是政府提供部分资金、资源和优惠政策，由专业机构按市场机制要求实施投资经营管理，同时也鼓励有条件单位（含各类产业园区）建设并经营管理。	重庆三段论，上海更强调“居住、市民消费”，总的思路逻辑是一致的，即满足基本的住房需求，但重庆还要强调对高端的抑制。
面对对象	有稳定工作及收入来源，符合收入限制的无住房或者人均住房面积低于13平米的住房困难家庭、大中专院校及职校毕业后就业和进城务工、外地来渝的无住房人员；以家庭为单位申请。	具有本市常住户口，或持有《上海市居住证》达到二年以上，连续缴纳社会保险金（含城镇社会保险）达到一年以上的人员，且在本市无自有住房或人均住房建筑面积低于15平方米。家庭范围应限制在申请对象本人、配偶、未婚子女范围内。	申请条件基本类似，面对对象主要为无住房或者住房困难的常驻人口
收入限制	单身人员月收入不高于2000元；家庭月收入不高于3000元。政府可根据经济发展等因素变化定期调整限制条件。	考虑到本市公共租赁住房涉及到的人群广、收入差异大，因此在申请条件中暂不设收入标准。	重庆收入门槛限定较高，申请公租房的月收入要远低于重庆市城镇职工月均收入2580元的水平
租金价格	公共租赁住房的租金标准按照贷款利息、维护费并根据不同地段、不同房屋类别等因素，由物价部门会同市财政、市住房保障机构等相关部门研究确定。租金实行动态调整，每2年向社会公布一次。目前情况是租金大致为市场租金的60%。	按照规定，公租房租金将按略低于市场租金的原则确定。市场租金的评估由运营机构委托信誉好的专业估价机构实施，运营机构依据市场租金评估价研究制订公共租赁住房租金水平，市场租金评估价有效期为一年。	基本原则是略低于市场租金
配租条件	2人以下（含2人）对应建面40平米以下住房，3人以下对应60平米，4人以上对应80平米以内。	套均建筑面积一般控制在40—50平方米，在使用前可进行简易装修，配置必要的家具和家用电器等设备。	住房套均面积以40-60平米为主，类似于早年的房改公房
产权归属	租赁5年期满后，可选择购买公共租赁房；购买公租房不得转让、出租；获得其他住房时，由政府回购公租房，回购价为原销售价加银行存款活期利息。	公共租赁住房建设实行“谁投资、谁所有”，投资者权益可按有关规定依法转让，但公租房本身只租不售。	重庆租后可售，但转让只能定向给政府；上海只租不售，整体收益权可转让。从两地产权比较可以看出，重庆以政府主导为主，上海更容易吸引外界资金，基于收益权衍生的金融工具可能是未来退出的重要工具。
合同期限	合同期限最长为5年，如若拥有其他住房或超过收入标准，合同中止。	一般不超过6年	租赁时限基本相同，一般是5-6年
资金来源	中央安排专项资金，地方财政资金，土地出让收益5%计提，银行等金融机构和公积金贷款，发行债券	探索创新公共租赁住房的投融资机制。鼓励金融机构发放公共租赁住房中长期贷款；支持企业通过发行中长期债券等方式筹集资金；探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金，拓展公共租赁住房融资渠道。政府投资建设的公租房，纳入公积金贷款支持保障性住房建设试点范围。	重庆以公为主，政府主导，财政支持；而上海更注重市场，政府压力小，主要以出让投资收益权的方式吸引吸引外来资金、创新投融资支持建设。
土地供应	公租房土地纳入年度供地计划，但单列申报用地指标；公租房建设用地以划拨方式供应；有偿出让的，地方权责范围内的出让收益、税费全额安排用于公租房建设。	建设用地可以采用出让、租赁或作价入股等方式有偿使用。	上海提倡土地有偿使用，一定程度上减轻了政府无法卖地的损失
政策支持	大配套费、人防费、土增税、营业税等全额安排用于公租房建设。	政府可投资入股运营机构，通过合理让渡或不参与分配租赁收益等方式，支持和保证运营机构持续发展公租房，在税收方面予以优惠；公租房可以适度增加建筑容积率和建筑覆盖率，可配套一部分商业等经营性设施；鼓励有条件的单位建设单位租赁房。	都提出了税费措施，但上海更鼓励政府以外机构参与
建设进度	目标3年开工建设4000万平米；其中2010年全年开工建设公租房总量达1300万平米；2011年全年计划建设1350万平米公租房；2012年计划建设1350万平米公租房。	2010年，新开工保障房的总体目标为1200万平方米，其中经济适用房约400万平方米，动迁安置房约800万平方米。2011至2012年，力争再开工1000万平方米。	重庆更重公租房，上海还是以拆迁安置为主

资料来源：《重庆市公共租赁住房管理暂行办法》，上海市人民政府关于批转市住房保障房屋管理局等六部门制订的《本市发展公共租赁住房的实施意见》的通知，中金公司研究部

图表7：可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价	目标价	上涨空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)				CAGR	P/E(x)			P/B (x)			每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2011-1-7					2011-1-7	09A	10E		11E	09-11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10E	11E		
A股																							
侧重开发:																							
万科A	000002	推荐	8.9	n.a.	n.a.	97.6	0.48	0.65	0.79	27%	18.3	13.6	11.3	2.6	2.2	1.9	10.5	11.5	-16%	-23%	67%	57.6	
金地集团	600383	推荐	7.0	n.a.	n.a.	31.4	0.40	0.50	0.60	23%	17.7	14.0	11.7	2.1	1.9	1.6	7.7	8.3	-8%	-15%	70%	15.9	
招商地产	000024	推荐	17.9	n.a.	n.a.	29.2	0.96	1.17	1.34	18%	18.7	15.2	13.4	1.9	1.7	1.5	25.3	26.2	-29%	-32%	62%	10.4	
金融街	000402	推荐	7.1	n.a.	n.a.	21.4	0.45	0.52	0.61	16%	15.7	13.7	11.7	1.4	1.3	1.1	12.4	13.4	-43%	-47%	62%	9.3	
首开股份	600376	推荐	18.7	n.a.	n.a.	21.5	0.81	1.11	1.28	26%	23.0	16.8	14.6	2.2	2.0	1.8	23.1	24.0	-19%	-22%	71%	9.4	
滨江集团	002244	推荐	12.6	n.a.	n.a.	17.0	0.48	0.73	1.02	46%	26.5	17.2	12.3	4.1	3.3	2.6	14.0	15.0	-10%	-16%	78%	3.7	
保利地产	600048	推荐	14.4	n.a.	n.a.	65.8	0.77	1.02	1.26	28%	18.7	14.1	11.4	2.6	2.2	1.9	17.7	18.0	-19%	-20%	70%	44.0	
冠城大通	600067	审慎推荐	9.6	n.a.	n.a.	7.1	0.39	0.91	1.19	76%	25.0	10.6	8.1	3.5	2.5	1.9	14.8	15.4	-35%	-38%	81%	2.2	
华发股份	600325	审慎推荐	10.7	n.a.	n.a.	8.8	0.83	0.95	1.02	11%	12.9	11.3	10.5	1.7	1.5	1.3	18.7	20.0	-43%	-46%	68%	7.1	
北京城建	600266	审慎推荐	13.4	n.a.	n.a.	11.9	0.96	1.12	1.00	2%	14.0	11.9	13.3	2.4	2.0	1.6	18.8	19.8	-29%	-32%	67%	3.8	
荣盛发展	002146	审慎推荐	14.9	n.a.	n.a.	21.3	0.43	0.65	0.87	43%	34.9	23.0	17.2	5.5	4.4	3.6	7.3	9.3	103%	59%	72%	15.7	
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.2	n.a.	n.a.	5.5	0.21	0.32	0.39	36%	24.6	16.3	13.4	2.0	1.8	1.6	6.2	6.7	-16%	-22%	65%	2.4	
广宇集团	002133	审慎推荐	6.7	n.a.	n.a.	3.3	0.33	0.39	0.60	34%	20.1	17.4	11.2	1.9	1.7	1.5	8.4	9.3	-21%	-28%	73%	1.5	
中华企业	600675	中性	7.3	n.a.	n.a.	10.3	0.45	0.38	0.45	-1%	16.1	19.1	16.3	2.8	2.2	2.0	9.5	10.4	-24%	-30%	70%	2.3	
阳光股份	000608	中性	7.6	n.a.	n.a.	5.7	0.36	0.71	0.66	37%	21.3	10.6	11.4	3.7	2.7	2.3	9.5	10.5	-20%	-28%	70%	2.4	
亿城股份	000616	中性	5.4	n.a.	n.a.	5.4	0.42	0.46	0.51	9%	12.7	11.7	10.7	1.9	1.6	1.4	5.1	5.7	6%	-5%	61%	2.2	
大龙地产	600159	中性	5.3	n.a.	n.a.	4.4	0.41	0.20	0.30	-14%	12.9	26.9	17.4	2.8	2.5	2.2	5.2	5.4	1%	-2%	48%	1.4	
平均值										25%	19.6	15.5	12.7	2.7	2.2	1.9			-13%	-20%	68%		
中间值										26%	18.7	14.1	11.7	2.4	2.0	1.8			-19%	-23%	70%		
开发和持有:																							
浦东金桥	600639	推荐	9.1	n.a.	n.a.	6.8	0.43	0.47	0.53	11%	21.4	19.6	17.3	2.3	2.1	1.8	13.5	15.0	-32%	-39%	50%	1.7	
陆家嘴	600663	中性	17.6	n.a.	n.a.	29.5	0.61	0.67	0.71	8%	29.1	26.4	25.0	3.5	3.1	2.7	18.7	19.4	-5%	-9%	42%	3.6	
中国国贸	600007	中性	10.2	n.a.	n.a.	10.3	0.29	0.17	0.37	14%	35.6	61.4	27.3	2.4	2.3	2.1	11.5	12.2	-11%	-16%	51%	0.5	
平均值										11%	28.7	35.8	23.2	2.7	2.5	2.2			-16%	-21%	48%		
中间值										11%	29.1	26.4	25.0	2.4	2.3	2.1			-11%	-16%	50%		
B股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)					
万科B	200002	推荐	10.2	14.0	38%	113.5	0.55	0.76	0.96	32%	18.5	13.4	10.6	2.6	2.2	1.8	12.3	14.0	-17%	-27%	67%	57.6	
招商局B	200024	推荐	15.6	22.4	43%	33.9	1.09	1.36	1.63	22%	14.4	11.5	9.6	1.5	1.3	1.1	29.5	32.0	-47%	-51%	62%	10.4	
金桥B	900911	推荐	6.7	12.8	91%	7.9	0.48	0.54	0.64	15%	13.8	12.3	10.4	1.5	1.3	1.1	15.7	18.3	-57%	-63%	50%	1.7	
陆家B	900932	推荐	12.6	19.0	51%	34.3	0.69	0.78	0.86	12%	18.2	16.2	14.6	2.2	1.9	1.6	21.7	23.7	-42%	-47%	42%	3.6	
平均值										20%	16.2	13.3	11.3	1.9	1.7	1.4			-41%	-47%	55%		
中间值										19%	16.3	12.9	10.5	1.8	1.6	1.3			-45%	-49%	56%		
H股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)					
中国海外	688	推荐	15.5	18.6	20%	126.7	0.79	1.01	1.19	23%	19.6	15.4	13.0	3.0	2.6	2.2	17.0	18.5	-9%	-16%	63%	33.9	
华润置地	1109	推荐	15.4	18.6	21%	82.7	0.50	0.73	0.93	37%	30.9	21.1	16.5	2.0	1.8	1.6	18.4	20.7	-17%	-26%	60%	24.0	
首创置业	2868	推荐	2.8	4.1	43%	5.8	0.30	0.42	0.60	41%	9.4	6.8	4.7	1.1	1.0	0.8	6.0	6.2	-52%	-54%	70%	9.3	
雅居乐	3383	推荐	13.3	13.7	3%	46.3	0.61	0.93	1.12	36%	21.9	14.3	11.9	2.9	2.3	1.9	18.5	20.0	-28%	-33%	66%	32.1	
龙湖地产	960	推荐	12.3	13.6	11%	63.4	0.33	0.53	0.75	50%	36.7	23.4	16.4	4.6	3.8	3.0	10.6	11.8	16%	4%	69%	25.5	
宝龙地产	1238	推荐	2.6	3.1	18%	10.6	0.34	0.30	0.36	3%	7.6	8.7	7.2	1.1	0.9	0.8	3.8	4.7	-32%	-44%	43%	7.0	
远洋地产	3377	推荐	5.5	5.6	3%	30.7	0.21	0.36	0.47	49%	25.7	15.1	11.5	1.2	1.1	1.0	8.8	9.0	-38%	-40%	62%	15.2	
绿城中国	3900	审慎推荐	10.0	11.1	11%	16.4	0.55	0.74	1.24	51%	18.4	13.5	8.1	1.5	1.4	1.2	19.8	20.5	-49%	-51%	84%	31.6	
深控股	604	审慎推荐	2.9	3.4	20%	10.1	0.22	0.25	0.26	9%	12.8	11.4	10.8	0.8	0.8	0.8	5.8	6.2	-51%	-54%	57%	22.5	
恒盛地产	845	审慎推荐	2.9	3.8	33%	22.4	0.21	0.27	0.36	30%	13.7	10.8	8.1	1.7	1.5	1.2	5.0	5.9	-43%	-51%	55%	16.3	
碧桂园	2007	审慎推荐	3.1	3.7	21%	51.3	0.14	0.19	0.24	29%	21.7	16.1	13.0	2.1	1.9	1.7	4.2	4.6	-27%	-34%	66%	40.1	
方兴地产	817	中性	2.4	2.8	17%	22.4	0.11	0.14	0.11	-1%	21.3	17.3	21.8	1.4	1.3	1.2	3.6	3.7	-33%	-34%	55%	2.5	
SOHO中国	410	中性	6.4	6.6	4%	33.0	0.37	0.67	0.56	24%	17.4	9.5	11.4	1.7	1.4	1.2	6.9	7.4	-8%	-14%	54%	1.9	
富力地产	2777	中性	12.3	12.3	0%	39.8	0.79	1.09	1.25	26%	15.7	11.3	9.9	2.1	1.8	1.4	17.5	18.9	-29%	-35%	74%	32.4	
世茂地产	813	中性	13.3	13.7	3%	47.2	0.77	0.95	1.09	19%	17.2	14.0	12.2	1.8	1.6	1.4	19.4	21.1	-31%	-37%	62%	36.3	
瑞安地产	272	中性	4.1	4.7	14%	21.2	0.50	0.27	0.29	-24%	8.2	15.0	14.2	0.9	0.8	0.7	7.7	8.5	-47%	-52%	47%	14.4	
平均值										25%	18.6	14.0	11.9	1.9	1.6	1.4			-30%	-36%	62%		
中间值										28%	17.9	14.2	11.7	1.7	1.4	1.2			-32%	-36%	62%		

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED