

2011-05-17

房地产



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES
证券研究报告

维持

中性

反弹基础薄弱，继续关注富达

事件：地产周度策略，同时推出地产配置组合

➤ 上周光大地产组合表现回顾

上周我们推荐的组合跑赢地产行业 2.7%，除万科外，其余 5 只均强于地产指数。平均涨幅 5.62%，其中宁波富达上涨 17.95%，

➤ 本周地产策略

上周地产股迎来了阶段性的反弹，我们认为主要是市场面而非基本面因素所致，反弹的基础很弱，空间不大，且随时会终止，较难获利，我们不建议参与。前期我们推荐的宁波富达涨幅较大，但我们依然看好，仍然建议买入。

➤ 本周行业组合——加入深圳本地股深天健

从相对收益角度，本周我们仍然建议配置低估值的品种，并在此基础上加入兼具大运会及深圳城市更新双重概念的深天健。因此，我们本周的组合是深天健、万科、亿城、格力、南京高科、招商地产。

绝对收益角度继续推荐前期表现持续强势的宁波富达，昨天虽有较大幅度调整，但基本面无任何变化，调整是买入良机。

➤ 上周楼市成交回顾

一线二线总体成交量均出现明显回暖（包括二手房市场），其中一线城市总体成交环比上升 28.96%，同比上升 122.66%；二线城市总体成交环比上升 13.5%，同比上升 9.18%。价格方面，一二线城市也有一定程度的回升，特别是一线城市，其中北京由于前两周低基数的效应，本周成交均价环比上升 18.51%，同比上涨 16.86%；上海本周环比上涨 1.34%，同比上涨 8.21%。

土地市场推出量再次上升，成交仍然不乐观。

➤ 上周调研反馈

1. 深天健-目前股价较为合理，等待城市更新主题的爆发，暂给予增持评级

2. 华联控股-等待规划审批后的爆发，暂给予增持评级

➤ 行业动态

1. 保障房供地翻番

2. 国土部拟推全国推广土地问责连坐制

3. 央行年内 5 次上调存准率

➤ 近期即将公布的行业数据展望

16 日中国 4 月实际外商直接投资；美国 5 月 NAHB 房价指数；英国 5 月 Rightmove 平均房屋要价指数；17 日美国 4 月新屋开工总数；19 日美国 4 月 NAR 成屋销售。

➤ 重点公司估值

公司 名称	EPS(元)			最新 收盘价	投资评 级
	09A	10A	11E		
招商地产	0.96	1.17	1.58	17.80	买入
亿城股份	0.42	0.55	0.87	5.29	买入
世荣兆业	0.16	0.20	0.3	8.08	增持
荣盛发展	0.43	0.71	0.95	12.95	买入
滨江集团	0.48	0.71	1.27	11.75	买入
中国国贸	0.29	0.12	0.43	9.48	增持

分析师：万知

(执业证书编号：S0930511010010)

电话：021-22169102

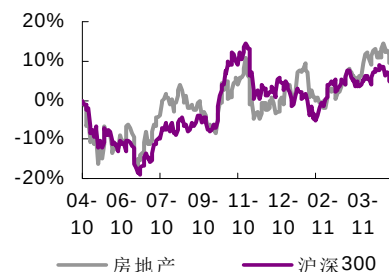
邮箱：wanzhi@ebscn.com

联系人：姚望

电话：021-22169310

邮箱：yaownag@ebscn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

楼市基本面下行开端，继续谨慎

.....2011-05-10

成交低位回升，后市难乐观

.....2011-04-26

成交回升，地产无趋势机会

.....2011-04-19

上周光大地产组合表现回顾

(2011.5.9-2011.5.16)

组合股票	公司代码	一周涨跌幅	光大地产指数一周表现	沪深 300 指数一周表现
万科 A	000002	0.72%	2.92%	-0.94%
亿城股份	000616	3.78%	2.92%	-0.94%
格力地产	600185	3.51%	2.92%	-0.94%
南京高科	600064	3.27%	2.92%	-0.94%
招商地产	000024	4.49%	2.92%	-0.94%
宁波富达	600724	17.95%	2.92%	-0.94%
平均		5.62%	2.92%	-0.94%

数据来源：光大证券研究所

本周地产策略——反弹基础薄弱，空间不大

上周地产股迎来了阶段性的反弹，我们认为主要是市场面而非基本面因素所致，反弹的基础很弱，空间不大，且随时会终止，较难获利，我们不建议参与。前期我们推荐的宁波富达涨幅较大，但我们依然看好，仍然建议买入。

本周地产组合——加入深圳本地股深天健

从相对收益角度，本周我们仍然建议配置低估值的品种，并在此基础上加入兼具大运会及深圳城市更新双重概念的深天健。因此，我们本周的组合是深天健、万科、亿城、格力、南京高科、招商地产。绝对收益角度继续推荐前期表现持续强势的宁波富达。

上周楼市数据回顾

从上周数据来看，总体成交量均出现明显回暖（包括二手房市场），其中深圳上涨幅度过 101%，天津的上涨幅度近 70%。价格方面，一线城市与二线城市也都出现一定程度的回升，北京由于前两周的低基数效应，上周依然出现明显反弹，上涨幅度近 19%，而二线城市的价格也出现不同程度的上涨，其中苏州成交均价上升了近 7%，东莞也有近 8% 的上涨幅度。

土地市场方面，本周土地市场推出量再次上涨，成交量继续下跌。根据我们监控的 20 个主要城市数据来看，共推出土地 172 宗，共计 865 万平米，约比上周增加一倍；成交 37 宗，共计 208 万平米，环比下降 15%。住宅用地方面，推出与上周基本持平，31 宗共计 146 万平米，环比上升 3%；而成交大幅上涨，15 宗共计 125 万平米，约比上周增加 4 倍。

行业动态

保障房供地翻番

今年无疑是政府在信贷及土地供应等各方面对于保障性住房建设支持力度最大的一年。据央行统计，一季度人

民币房地产开发贷款新增 1678 亿元，其中保障性住房开发贷款新增达 651 亿元，较往年大幅增加；而国土部公布的土地供应计划达到了 21.8 万公顷，较去年提高 18%。

国土部拟推全国推广土地问责连坐制

日前，国土部正在考虑在全国推广河北省落实“土地共同管理责任机制”的模式，在地方政府层面，将监察、公安、司法、城乡规划建设、发展改革委、电力水利、环保、人民银行等职能部门与国土部捆绑，共同办理和处置土地违法违规案件，并建立“共同问责”机制。我们认为，政府共同问责将有效遏制土地违法违规行为，对于清理土地相关案件具有正面作用，对于土地改革的推进也有积极作用。

央行年内 5 次上调存准率

央行 12 日宣布再度上调金融机构存款准备金率 0.5%，这是今年第五次上调存准率。我们认为，通胀持续的高位行走，使得中央控制通胀的决心不可动摇，在 CPI 没有见顶或明显下滑的情况下，货币政策将继续收缩，而资金面的紧缺已逐步在叠加效应的作用下显现，行业资金日趋紧张，打折促销以求回笼资金可能将成为多数开发商未来的策略，行业已进入下行通道。

公司动态

金地集团 2011 年 4 月实现签约面积 12.7 万平米，同比下降 16.9%；签约金额 17.7 亿元，同比下降 3.2%。公司 5-6 月有新推或加推计划项目：珠海伊顿山、北京仰山、天津格林世界、上海格林世界、上海天御、上海天境、上海艺境、杭州自在城、南京自在城、宁波东御、绍兴自在城、武汉格林春岸、武汉澜菲溪岸、武汉圣爱米伦、西安湖城大境、沈阳檀郡、沈阳滨河国际社区。

保利地产 2011 年 4 月实现签约面积 49.55 万平米，同比下降 0.28%；实现签约金额 66.84 亿元，同比增长 63.41%。

公司通过挂牌方式取得广州荔湾区芳村 G 地块，该地面积 69531 平米，容积率不大于 2.8，成交总价 78850 万元，用于居住。同时，公司控股子公司保利（包头）通过挂牌取得位于包头市昆区钢铁大街以南、少先路以北、昆河东路西侧、滨河路东侧一幅地块，面积 68925 平米，容积率小于 2.3，成交总价 14801.9 万元，用于商住。

公司利润分配以 2010 年末总股本 4575637430 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.13 元（含税），共计分配利润 974610772.59 元，剩余未分配利润全部结转以后年度分配；同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股，共计转增 1372691229 股。除权登记 5 月 16 日，除权于 5 月 17 日。

上实发展 于 2011 年 5 月 9 日通过竞拍方式以 696451720 元竞得成都市成华区胜利村 CH03（251/211）地块及 CH4（252/211）地块，面积分别是 28803.43 平米和 32702.85 平米，容积率均是 3，用于居住，并成立成都全资子公司上实置业，用于开发上述地块，注册资本 1000 万人民币。

上周调研反馈

深天健

1. 盈利预测

我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.95、1.23 元，对应最新收盘价市盈率为 14 倍、11 倍。

2011 年结算项目为阳光天健城 1、2 期及天健时尚空间。

其中，阳光天健城 1 期结算面积为 5 万方，均价 12000 元，实现收入 6 亿元。二期结算 3 万平米，均价 14000 元，实现收入 4.2 亿元。净利率 18%，贡献净利润 1.87 亿元。

天健时尚空间，2011 年结算 2.7 万平方米，均价 26000 元，净利率 20%，贡献净利润 1.4 亿元。

2011 年公司实现净利润共 3.27 亿元，每股收益 0.72 元。

2012 年结算项目为阳光天健城 2 期剩余 7 万平米，结算净利润 3.75 亿元，每股收益 0.82 元。

2. 投资建议

不考虑 20 万平方米工业园区的改造。公司合理估值为 9.5 元。

莱宝高科股权我们按照最新市值乘以 0.75 测算，为 18.3 亿元，每股 4 元。

公司的房地产业务我们认为不适宜用 PE 法进行估值，应用净资产重估法，重估后房地产业务增厚净资产为 3.3 元。

市政业务按照 1 倍 PB 进行估值。

则公司价值=4+3.3+每股净资产（扣除莱宝高科股权）=7.3+2.2=9.5 元。

由于深圳城市更新的步伐较快，公司的工业用地基本可以确认将进行更新改造，我们认为 20 万平方米的工业用地在改造中产生的价值也是公司价值的一部分，我们认为公司的合理价值应该是包括了更新改造后的收益，上述估值将会显著低估公司的价值。

我们对公司 20 万平米的工业用地进行重估，由于目前仅景田工业园区改造启动最快，且属于变性改造，可预测性较强，其他 13 万方工业用地改造后仍是工业用地，但产业规划没有确定，改造后的升值幅度还难以测算，因此我们先测算景田工业园区改造后的资产增值。景田工业区将改造成商住综合体，预计容积率在 3 以上，公司已确认为该地块的改造方，将以低于市场价的价格获得变性后的综合体项目，其他 3 块占地 13 万的工业用地，目前看将会改造成现代工业园区，价值也将提升，这三块地目前离改造还有一些时间。我们目前仅测算已经启动的景田工业园区的价值。7 万的占地，3 的容积率将使得公司获得 21 万平米的黄金地段储备。根据周边的情况，该项目预计将以商住为主，我们认为销售均价将在 3.5 万元以上。将给公司带来超过 14.7 亿元的净利润。增厚 NAV3.22 元。其他 13 万平方米工业用地，我们假设改造后工业用地市场价为 1.5 万一平米。全部出售净利润为 4 亿元。增厚 NAV0.88 元。因此，我们认为公司合理价值=9.5+3.22+0.88=13.6 元。最新股价为 12.94 元，较为合理。暂时给予“增持”评级。股价的催化因素来自于大运会及深圳前海、城市更新进展超预期。

华联控股

1. 盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.11、0.18、0.29 元，对应最新股价 4.06 元，市盈率分别为 37、23、14 倍。

2011 年公司可售项目为 udb 钱塘会馆（4 万方）、时代大厦裙楼（1 万方），货值 25 亿元，而 2011 年可结算的项目仅为去年剩下的时代大厦 A 座 4 个亿的预收款，预计净利率 30%左右，权益净利润 1.2 亿元，每股收益 0.11 元。

2012 年公司可销售项目为 udb 钱塘会馆（4 万方）的后续。可结算项目也为 udb 钱塘会馆（4 万方），预计售价 6 万元，2012 年结算一部分，我们假设结算 1.5 万平方米，6 万均价，收入 9 亿元，净利润 2.7 亿元，权益净利润 2 亿元，每股收益 0.18 元。

2013 年公司可销售项目为进贤湾别墅及宝安惠中厂区项目，我们预计货值分别为 10 亿元（4 万方）、25 亿元（10 万方），共 35 亿元。2013 年可结算的项目为剩下的钱塘会馆 2.5 万平方米，均价 6 万，收入 15 亿，净利润 4.5 亿元，权益净利 3.33 亿，每股收益 0.29 元。

2. 投资建议

公司是典型的自身发展能力较差，基本上依托于大股东而发展的企业。在项目拓展上与同行相比较差。因此公

司在业绩上近几年也是难有作为，土地储备也较少。但这并不意味着公司没有看点。

首先，深圳城市更新进展较快的话，公司等于以比市场更低廉的价格获得市中心的土地。公司目前共 21 万平方米要改造，按照普遍的容积率 3 来计算，可增加商住土地储备 63 万平方米，项目保守销售均价 2 万元，补交地价后楼面地价 5000 元，净利率 20% 计算，可贡献净利润 25 亿元。共 4 个改造项目，假设从今年开始每年新增 1 个，从 2014 年开始贡献利润。按 8% 贴现率，则更新改造项目增值的净现值为 17.74 亿元。相当于目前市值的 40%。

其次，公司大股东的 13 平方公里进贤湾度假区项目和杭州星光大道项目未来注入上市公司的可能性很大，或者是增发注入，或者是上市公司依据自己的实力进行类似进贤湾别墅项目的收购。

NAV 估值法得出公司重估净资产为 29 亿元（不考虑城市更新），若按照我们上诉假设的更新改造进程，公司事实上是拥有 83 万方土地储备的企业，城市更新顺利则增厚 NAV 至少 17.74 亿元，则公司合理估值为 46.74 亿元。目前市值 45.47 亿元，事实上公司目前估值较为合理。我们暂给予“增持”评级。公司股价的促发因素为城市更新有实际进展，及补交地价款远低于市场价、st 中冠重组导致股权价值大幅上升。

近期即将公布的宏观数据

公布时间	数据名称	前期值	关注程度
2011-5-16	中国 4 月实际外商直接投资（年率）	32.90%	高
	美国 5 月 NAHB 房价指数	16	高
	英国 5 月 Rightmove 平均房屋要价指数（年率）	0.10%	高
	英国 5 月 Rightmove 平均房屋要价指数（月率）	1.70%	高
2011-5-17	美国 4 月新屋开工总数年化（户）	54.9 万	高
2011-5-19	美国 4 月 NAR 季调后成屋销售（年华月率）	3.70%	高
	美国 4 月 NAR 季调后成屋销售总数年化（户）	510 万	高

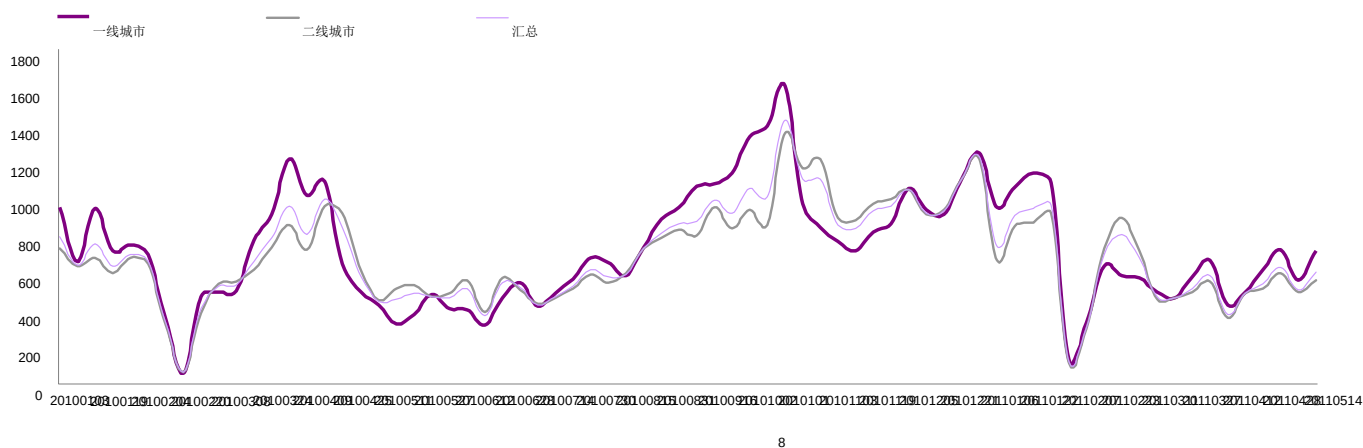
数据来源：光大证券研究所

重点公司估值

证券 代码	公司 名称	EPS(元)			最新 收盘价	PE			投资评 级
		09A	10A	11E		09A	10E	11E	
000024	招商地产	0.96	1.17	1.58	17.80	19	16	12	买入
000616	亿城股份	0.42	0.55	0.87	5.29	13	10	6	买入
002016	世荣兆业	0.16	0.20	0.3	8.08	57	46	30	增持
002146	荣盛发展	0.43	0.71	0.95	12.95	30	18	14	买入
002244	滨江集团	0.48	0.71	1.27	11.75	25	17	9	买入
600007	中国国贸	0.29	0.12	0.43	9.48	36	86	24	增持
600048	保利地产	0.77	1.08	1.35	13.00	18	13	10	买入
600185	格力地产	0.41	0.25	1.04	7.98	20	33	8	买入
600240	华业地产	0.18	0.45	0.64	9.74	47	19	13	买入

数据来源：光大证券研究所

附：一二线城市成交指数图



数据来源：光大证券研究所

附：本周主要城市楼市成交情况

城市	供应情况		完成交易情况			成交价格	
	可售套数 (套)	可售面积 (万平方米)	成交套数 (套)	成交面积 (万平方米)	环比	成交均价 (元/平方米)	环比
北京	99551	1258.4	967	10.7	-0.47%		
上海	49539	728.61	2334	24.89	14.17%	14256	1.34%
深圳	20535	197.3	1217	9.99	101.41%	14257	1.51%
广州	37211	491.39	2073	25.45	44.85%	10845	1.76%
天津			2044	19.55	68.24%	9378	-5.92%
南京	33835	386.07	628	6.68	30.21%		
福州	10431	139.46	282	3.28	50.46%		
苏州	23182	344.61	637	7.48	3.6%	11792	6.8%
青岛	65910	688.29	1367	13.62	-4.08%		
厦门	17744	225.3	490	5.56	51.09%		
大连	57403	465.29	502	4.22	16.25%		
东莞	74704		938	9.95	1.32%	8404	7.81%
惠州	10931	130.43	542	6.43	13.01%		

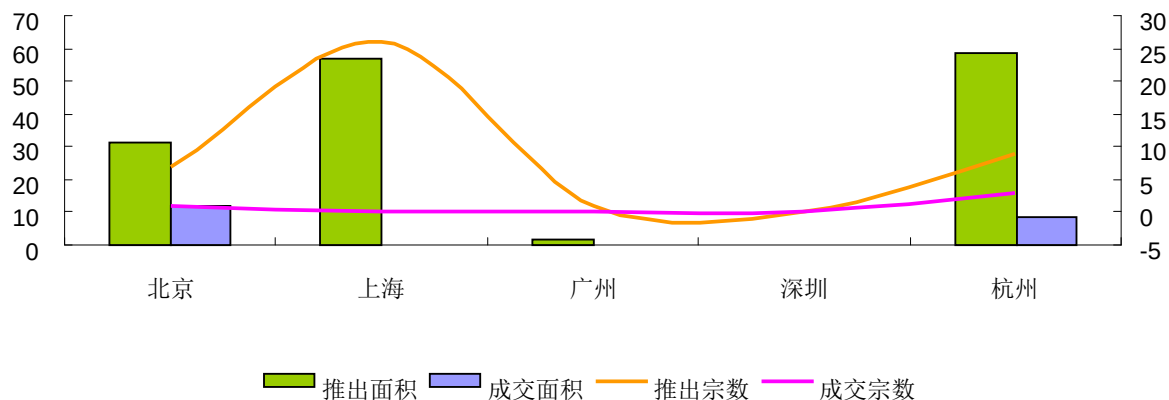
数据来源：中指数据库，光大证券研究所

附：本周一线城市土地成交情况

一线城市本周土地交易图

单位：万平方米

单位：宗



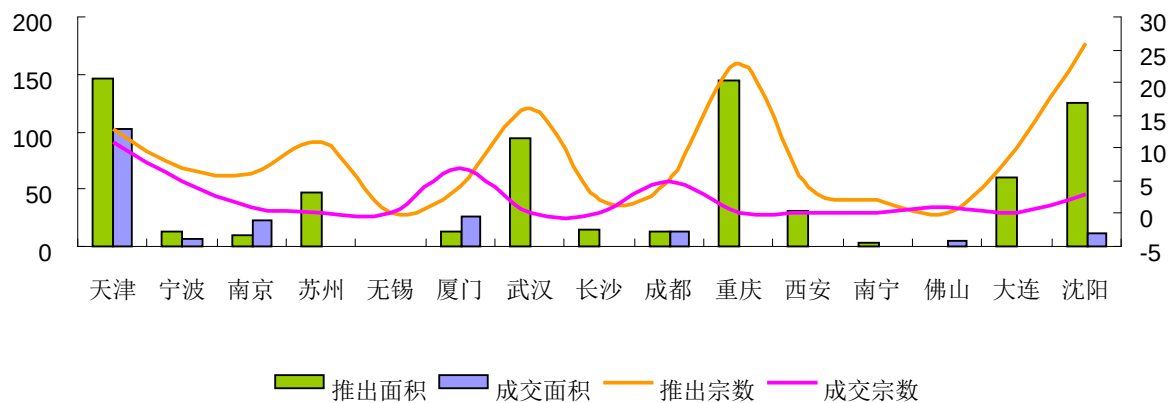
数据来源：中指数据库，光大证券研究所

附：本周二线城市土地成交情况

二线城市本周土地交易图

单位：万平方米

单位：宗



数据来源：中指数据库，光大证券研究所

分析师介绍

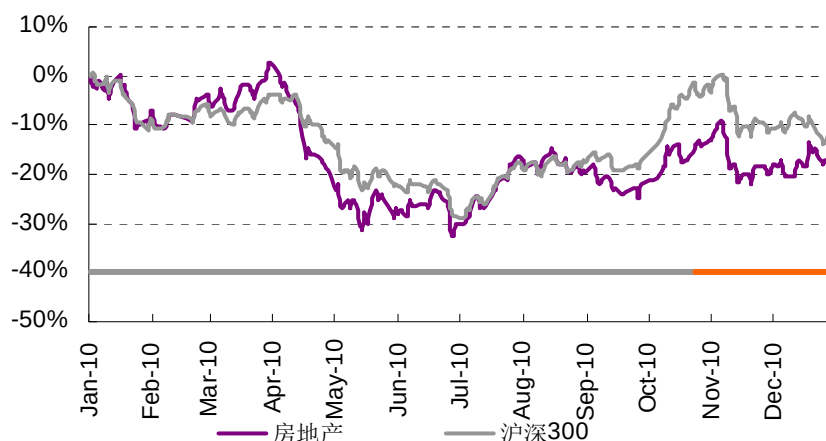
万知，中央财经大学经济学硕士，2010年10月加盟光大证券研究所，目前任房地产研究员。此前供职于某大型地产企业、长城证券。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

房地产



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-10-26	中性
2010-11-15	中性
2010-11-17	中性
2010-11-23	中性
2010-11-29	中性
2010-12-06	中性
2010-12-13	中性
2010-12-19	中性
2010-12-25	中性
2010-12-27	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

本公司就光大证券研究所的策略组合研究成果向投资者进行特别提醒：本公司已经持有该组合（即月度行业配置）内的相关证券头寸，并将持续根据该组合调整相关证券的头寸并进行交易，特此提醒投资者注意。