

房地产行业

政策维稳，地产行情全在销量

——2011年3季度投资策略

投资要点：

●**上市房企现状。**（1）存货有一定压力，但短期仍可承受；（2）资金压力略有显现；（3）预收帐款占比高，今年业绩保障高；（4）行业集中度提高，龙头实力凸现，无论是资金实力还是业绩保障系数，四大龙头的情况均好于行业平均。

●**销售和投资。**（1）投资增速依然高位运行；（2）新开工有回落，但保障房全面开工背景下，全年新开工增速仍有保障；（3）销售量和价格仍在增长，但价格增幅明显回落。

●**估值分析。**无论纵向还是横向、动态还是静态，目前房地产板块的估值优势非常明显。

●**政策分析。**今年以来，大大小小的调控政策层出不穷。其中，最严厉的当属1月份出台的国八条。同时，伴随着上调存款准备金率、加息等货币政策，行业始终处在调控的阴影下。在房价涨幅趋缓、投资增速依然维持高位的情况下，预计下半年政策维持现状的概率极大。

●**投资策略。**我们推断，政策年内仍不会放松，加码可能性亦不大。或许，调控的目标已经达到——价格缓慢增长，既不影响经济增速，又用时间换取了空间，年内维持政策现状的可能性极大。那么，在政策基本保持现状的情况下，销量将成为决定地产股走势的决定性因素。而以房地产企业目前的财务状况，出现大幅度降价的概率较低，楼市成交量不温不火的可能性较大，因而难以出现销量大幅回升刺激地产股大幅上涨的情形。由于行业较好的基本面、较低的估值，地产股出现阶段性反弹行情的概率较大。维持行业“中性”评级。个股方面，根据我们前文对上市房企的分析，龙头企业各项财务指标均好于行业平均，在行业集中度提升的过程中，强者恒强将日益明显，基于此，我们首推行业龙头，重点推荐保利地产；其次，我们继续推荐业绩保障度高的滨江集团和商业地产龙头世茂股份。

●**风险提示：资金风险；政策风险**

请务必阅读正文之后的重要声明



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

行业评级 同步大市 (维持)

静态市盈率: 19.21
动态市盈率: 17.81

行业表现 2011.06.27



评价周期	1个月	6个月	12个月
绝对表现(%)	0.09	(2.42)	6.53
相对表现(%)	(0.7)	(1.25)	(3.34)

资料来源:wind, 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评级

证券简称	EPS			每股净资产	评级
	2009	2010	2011		
保利地产	1.06	1.08	1.18	6.49	推荐
滨江集团	0.48	0.71	0.75	2.80	推荐
世茂股份	0.18	0.75	1.51	5.88	推荐
荣盛发展	0.73	0.71	0.92	3.01	推荐
新潮中宝	0.34	0.31	0.5	1.44	推荐
苏宁环球	0.42	0.45	0.87	2.02	推荐

资料来源: 公司数据

左红英 执业证书编号: S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业月报》	每月初
《2009年房地产行业投资策略》	20081217
《2009年2季度房地产行业投资策略》	20090323
《2009年下半年房地产行业投资策略》	20090615
《2010年房地产行业投资策略》	20091217
《2010年中期房地产行业投资策略》	20100602

内容目录

一、上市房企现状	4
n 存货	4
n 资产负债率	5
n 预收帐款	6
n 净负债率	7
n 现金流量	8
n 短期还款能力	10
二、销售和投资	10
n 开发投资	10
n 新开工	11
n 房地产销售面积	12
n 房地产销售金额	12
n 房地产销售均价	13
三、估值分析	13
四、政策分析	14
五、投资策略	15
六、重点推荐公司:	16
n 保利地产(600048)	16
n 滨江集团(002244)	17
n 世茂股份(600823)	18

图表目录

图表 1 存货（单位：亿元）	图表 2 存货总资产比	4
图表 3 四大房企存货（单位：亿元）	图表 4 四大房企存货总资产比.....	5
图表 5 四大房企未售存货总资产比		5
图表 6 资产负债率	图表 7 四大房企资产负债率.....	6
图表 8 预收帐款（亿元）	图表 9 预收帐款/上年度营业收入	6
图表 10 四大房企预收帐款（亿元）	图表 11 四大房企预收帐款/上年度营业收入.....	7
图表 12 净负债率	图表 13 四大房企净负债率	8
图表 14 经营活动产生的现金流量净额（亿元）	图表 15 四大房企经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8
图表 16 投资活动产生的现金流量净额（亿元）	图表 17 四大房企投资活动产生的现金流量净额（亿元）	8
图表 18 筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	图表 19 四大房企筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	9
图表 20 期末现金及现金等价物余额（亿元）	图表 21 四大房企期末现金及现金等价物余额（亿元）	9
图表 22 短期资金缺口和债务比率（亿元） 元）	图表 23 四大房企今年 1 季度短期资金缺口和债务比率（亿 元）	10
图表 24 房地产开发投资累计值（单位：亿元）	图表 25 房地产开发投资当月值（单位：亿元）	11
图表 26 住宅新开工面积累计值（单位：万平方米）	图表 27 住宅新开工面积当月值（单位：万平方米）	11
图表 28 住宅销售面积累计值（单位：万平方米）	图表 29 住宅销售面积当月值（单位：万平方米）	12
图表 30 住宅销售金额累计值（单位：亿元）	图表 31 住宅销售金额当月值（单位：亿元）	12
图表 32 房地产板块静态市盈率	图表 33 各板块静态市盈率比较.....	13
图表 34 房地产板块动态市盈率	图表 35 各板块动态市盈率比较.....	13
图表 36 今年以来房地产相关政策概览		14
图表 37 保利地产股价走势和 PE Bands		17
图表 38 滨江集团股价走势和 PE Bands		18
图表 39 世茂股份股价走势.....		19

一、上市房企现状

n 存货

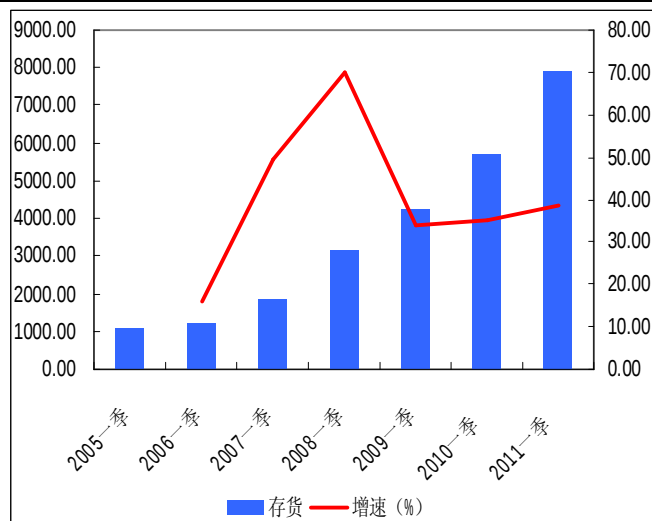
我们统计了申万房地产行业的123家房地产上市公司（剔除了13家数据不全的公司）2005年以来历年1季度的存货数据。从总量来看，截至今年3月底，123家上市房地产企业的存货之和达到7898亿元，较2010年1季度末的5708亿元增长了38.36%。存货总量创历史新高。存货增速较2010年同期的35.28%增加了3.08个百分点，但远低于2008年的69.82%和2007年的49.32%。由于存货在很大程度上反映了房企未来的可售量，影响着公司的业绩弹性。我们并不认为，存货绝对量的历史新高对行业有太大的威胁，而其增速也远未到过高的程度。

从存货占总资产的比重来看，截至2011年1季度末，存货占总资产的比重达58.28%，高于2010年同期3.79个百分点，并超过2009年1.66个百分点，创历史新高。考虑到存货中有一部分为已售未结算资源，这部分资源并不存在销售压力，因此，我们通过预收帐款和毛利率指标，粗略估算了未售存货占总资产的比重，截至2011年底，该指标值为45.87%，高于2010年1.44个百分点，但较最高值（2009年1季度）低3.16个百分点。

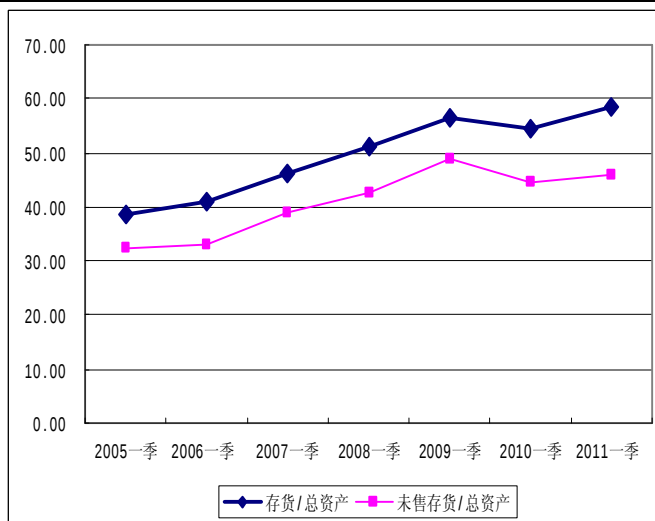
从四大房企（万科、招商地产、保利地产、金地集团）的情况来看，四家公司存货的绝对值均创历史新高，但存货增速均处于较为正常的水平。四大房企的存货总资产比、未售存货总资产比更是明显下降。其中，未售存货总资产比更是处于近年来的较低水平。

综上所述，从今年1季度的数据来看，房企存货有一定压力，但压力远未到不可承受的地步。

图表 1 存货（单位：亿元）



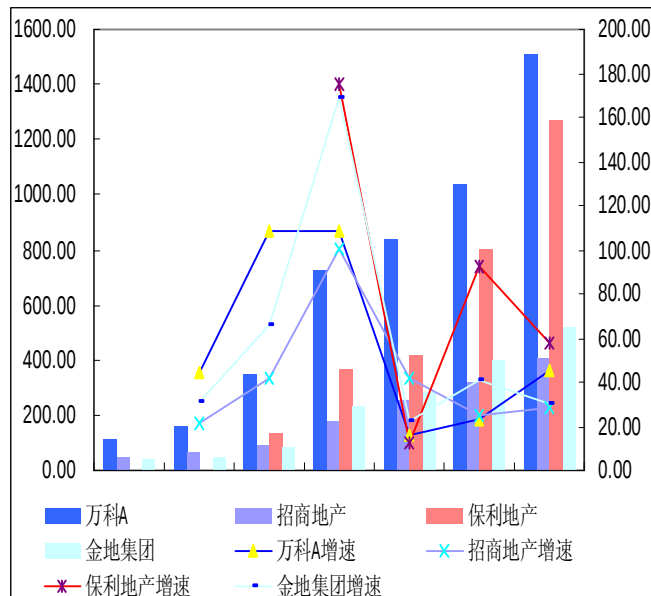
图表 2 存货总资产比



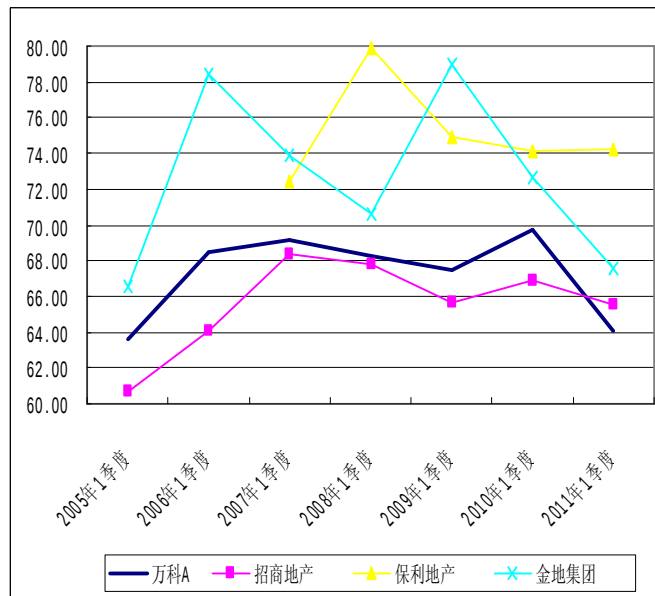
数据来源: wind, 爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

图表 3 四大房企存货（单位：亿元）

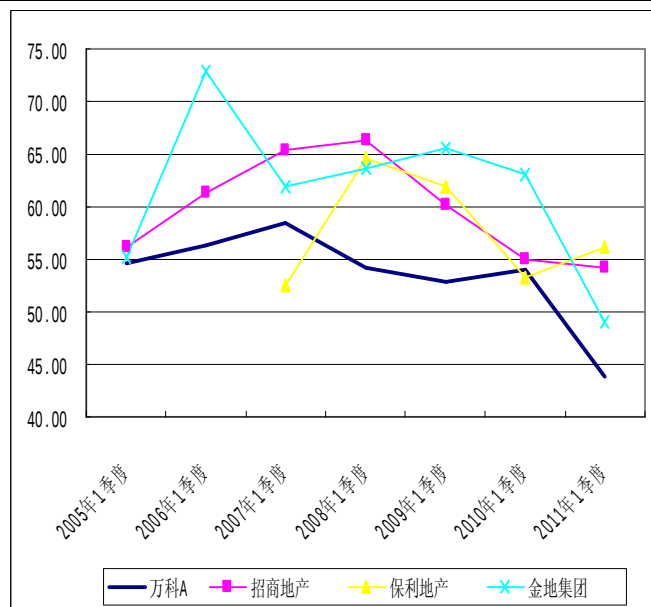


图表 4 四大房企存货总资产比



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 5 四大房企未售存货总资产比



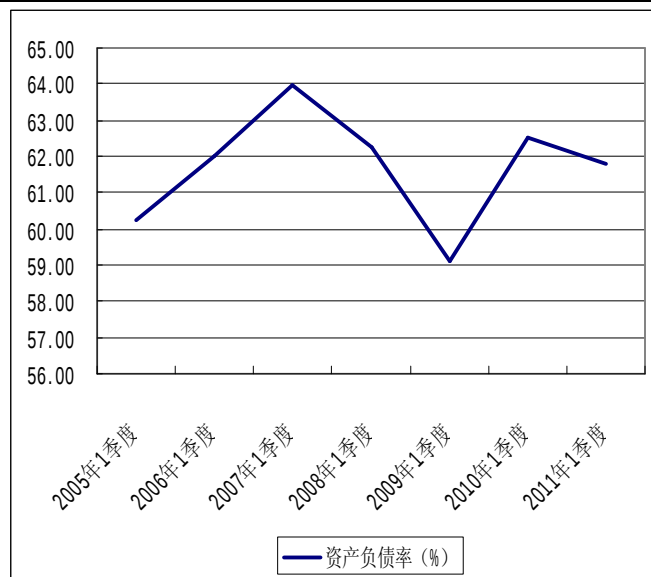
数据来源：wind，爱建证券研发部

n 资产负债率

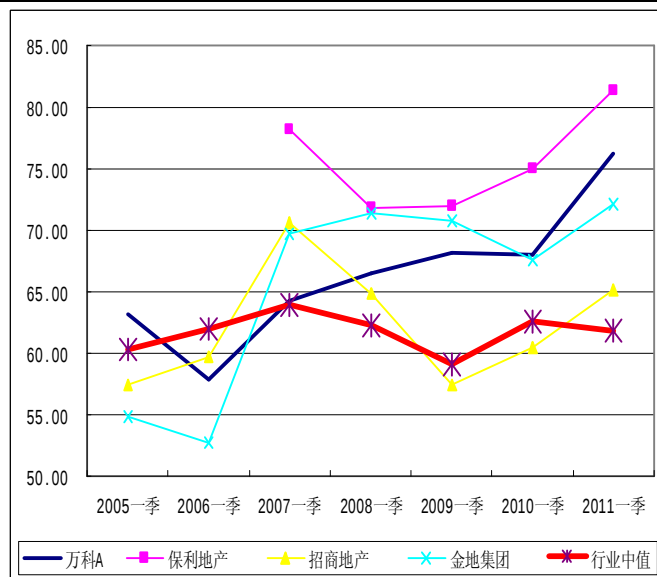
我们分析了资产负债率（样本同上），取中值。统计表明，2011年1季度末，123家房地产上市公司的资产负债率中值为61.81%，低于2010年同期0.69个百分点，仅高于2009年和2005年。考虑到中值对趋势性的反应程度有限，我们继而

分析了四大房企的资产负债率，结果表明，万科、保利地产、金地集团的资产负债率均创新高，招商地产的资产负债率仅低于2007年。四大房企中，资产负债率最高的是保利地产，达到81.40%，最低的是招商地产65.17%。

图表 6 资产负债率



图表 7 四大房企资产负债率



数据来源: wind, 爱建证券研发部

n 预收帐款

截至2011年1季度末，房地产上市公司的预收帐款之和创历史新高，达到2729亿元，同比增长61.63%。预收帐款占上年度营业收入的比重达84.74%，较上年同期增长了17.95个百分点，再创新高，亦即截至2011年1季度末，房地产上市公司2011年的业绩已经锁定了85%。

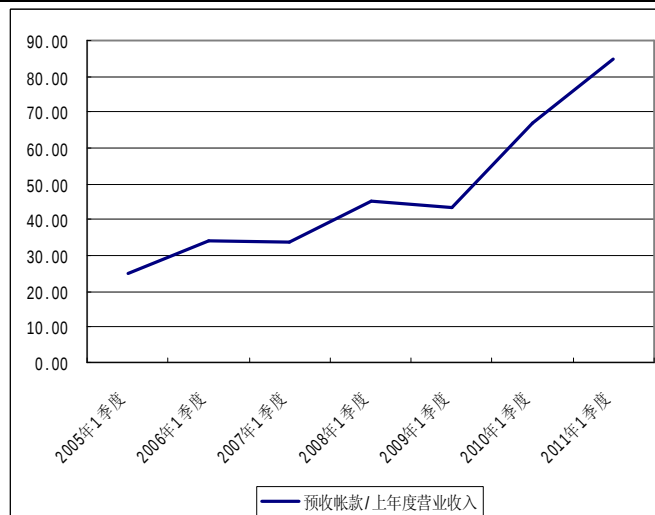
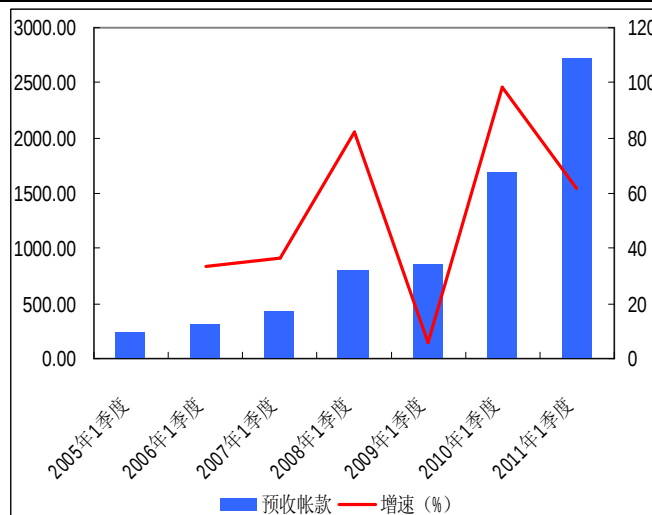
从四大房企来看，其预收帐款均创新高。同比增速最高的是金地集团的170.9%，其次是万科153.28%，最低的是招商地产36.32%。预收帐款与上年度营业收入的比值最高的是万科183.27%，其次是保利地产172.71%，再次是金地集团114.13%，最低的是招商地产93.27%。即，万科、保利今明两年业绩都有保障，而金地和招商今年业绩也基本锁定了。

总体来看，房企在经历了2008年的调控之后，对政策的把握度和对市场的适应能力越来越强，高额的预收帐款较好的锁定了业绩，并在较大程度上化解了风险。

图表 8 预收帐款（亿元）

图表 9 预收帐款/上年度营业收入

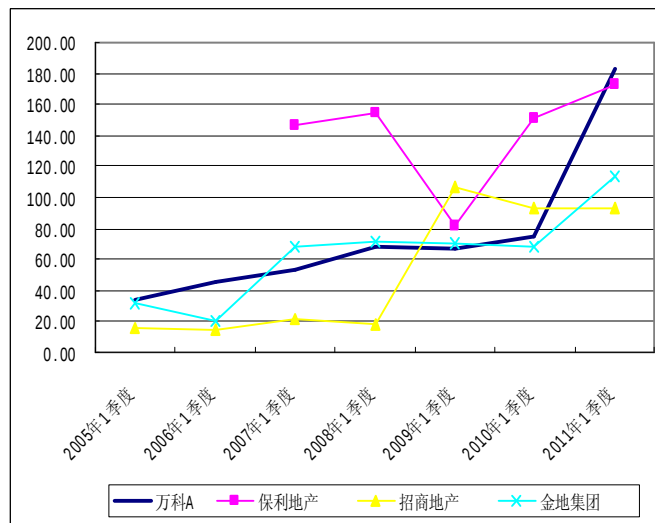
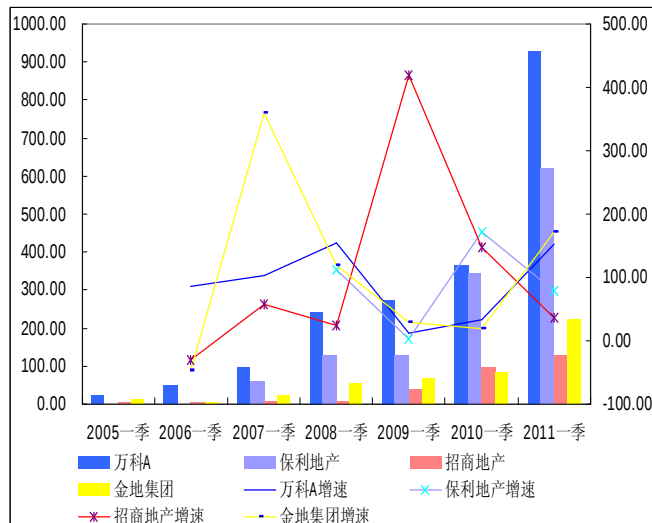
请务必阅读正文之后的重要声明



数据来源：wind，爱建证券研发部

图10 四大房企预收帐款（亿元）

图11 四大房企预收帐款/上年度营业收入



数据来源：wind，爱建证券研发部

n 净负债率

对样本公司用整体法计算出净负债率。从2005年1季度至今，其平均值为49.38%，2011年1季度为48.87%。即，截至2011年1季度末，上市房企的净负债率低于近年来的平均水平，同时也低于去年同期。

四大房企的净负债率也都处于较低水平，且都低于行业整体水平。其中，净负债率最低的是万科的36.66%，其次是金地集团43.24%，最高的是保利地产45.17%。

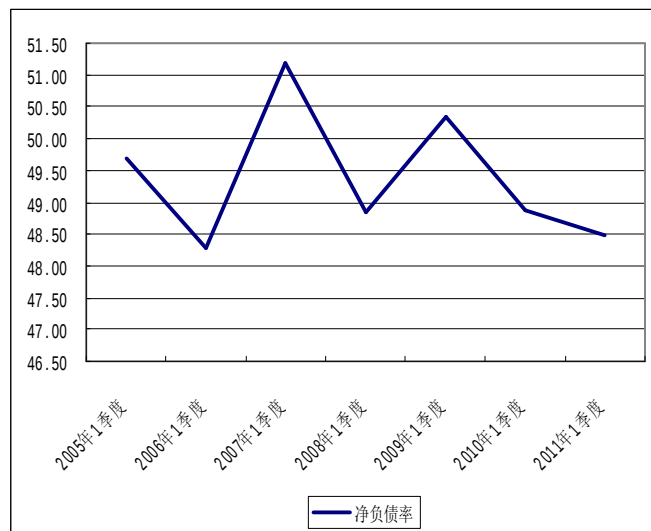
总的来看，截至1季度末，上市房企的净负债率也处于历史相对较低的水平，

请务必阅读正文之后的重要声明

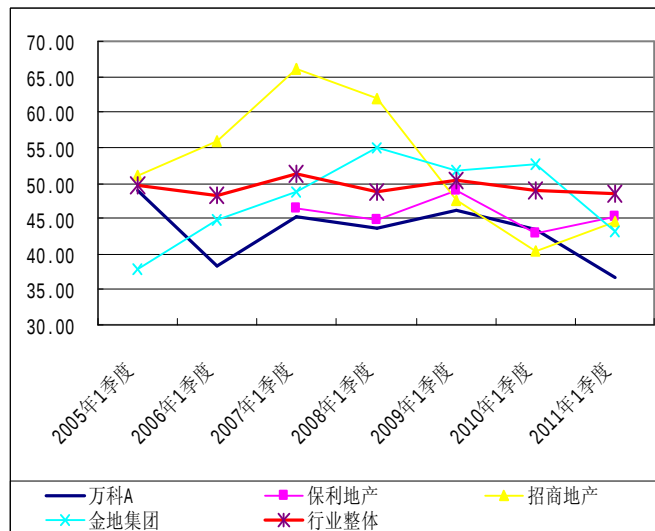
7

从该指标来看，目前上市房企的资金状况依然良好。

图表 12 净负债率



图表 13 四大房企净负债率

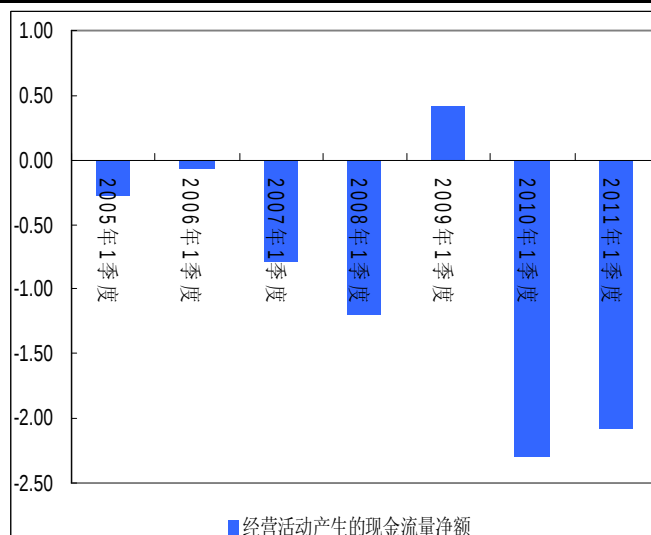


数据来源: wind, 爱建证券研发部

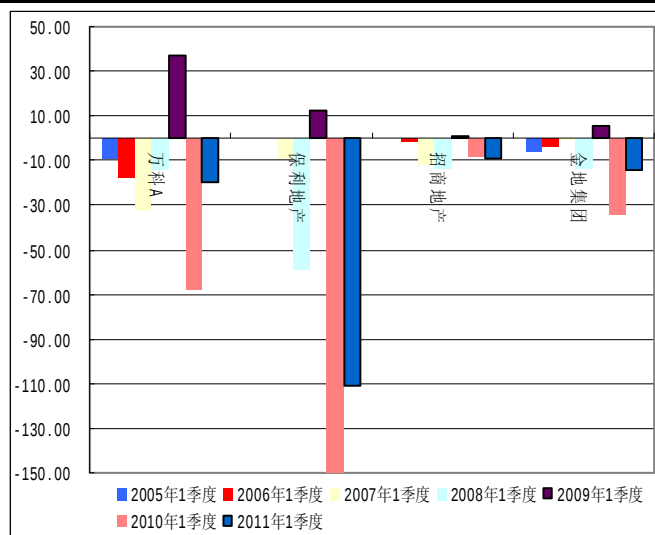
n 现金流量

从现金流量来看，上市房企的资金压力有所显现。具体体现在：（1）经营活动产生的现金流量净额为负值；（2）投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额较去年同期都有所下降；（3）期末现金及现金等价物余额同比增速大幅下滑。

图表 14 经营活动产生的现金流量净额（亿元）



图表 15 四大房企经营活动产生的现金流量净额（亿元）

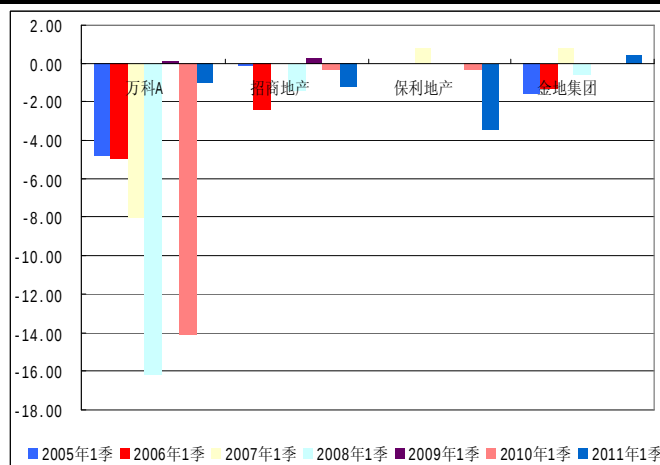
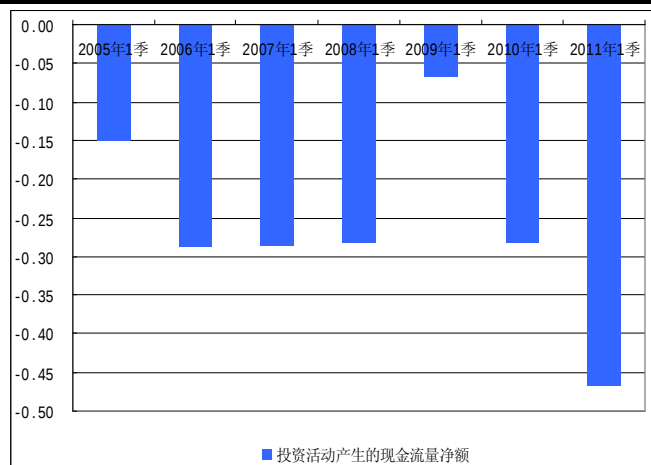


数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 16 投资活动产生的现金流量净额（亿元）

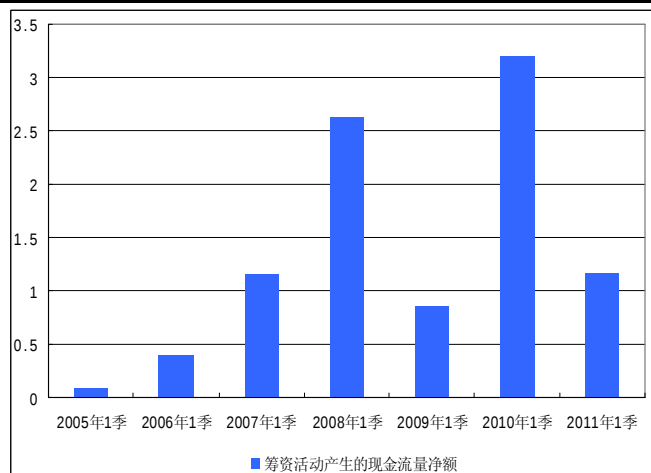
图表 17 四大房企投资活动产生的现金流量净额（亿元）

请务必阅读正文之后的重要声明

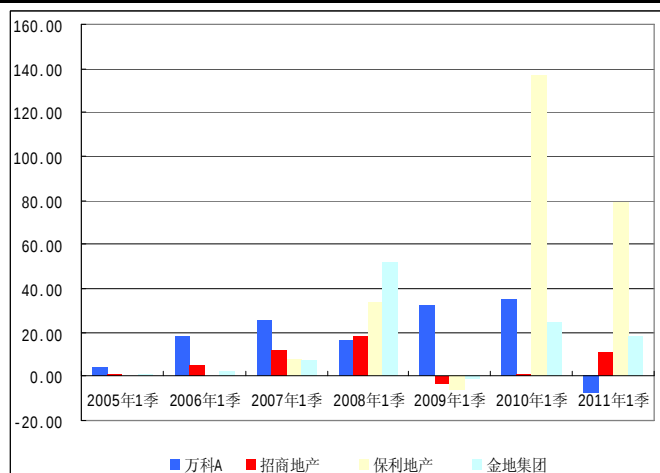


数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 18 筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)

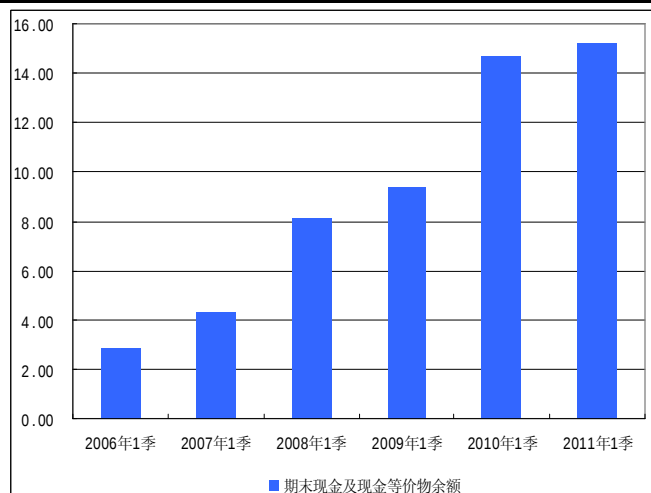


图表 19 四大房企筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)

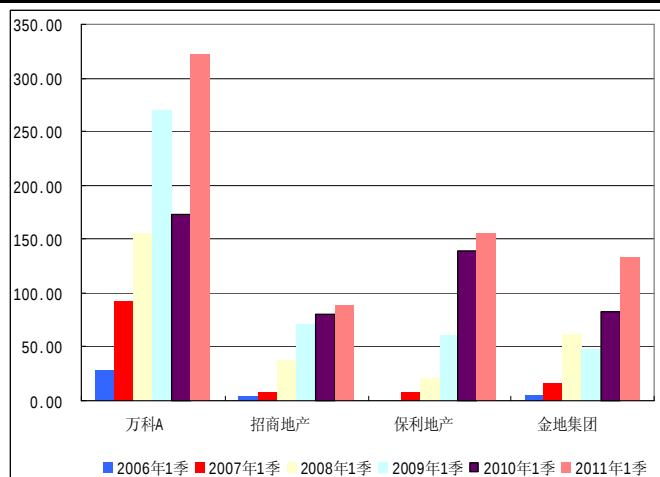


数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 20 期末现金及现金等价物余额 (亿元)



图表 21 四大房企期末现金及现金等价物余额 (亿元)



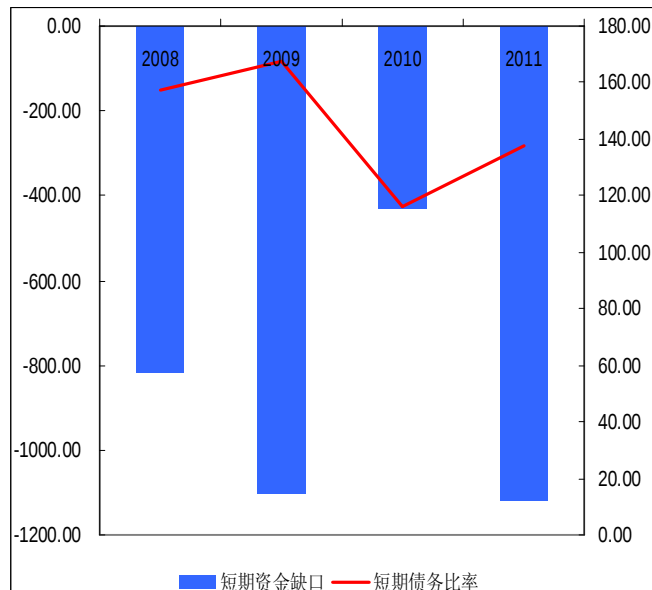
数据来源: wind, 爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

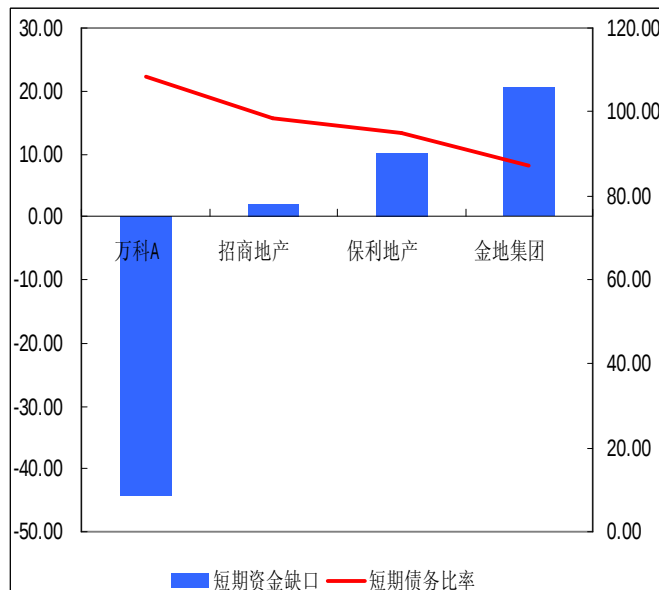
n 短期还款能力

我们计算了房地产上市公司的短期债务缺口和短期债务比率。结果表明，从行业整体来看，截至2011年1季度的短期资金缺口绝对值创新高；而四大房企的短期资金缺口除万科为负值外，其余三家公司均为正值，且短期债务比率均低于行业整体。

图表 22 短期资金缺口和债务比率（亿元）



图表 23 四大房企今年 1 季度短期资金缺口和债务比率（亿元）



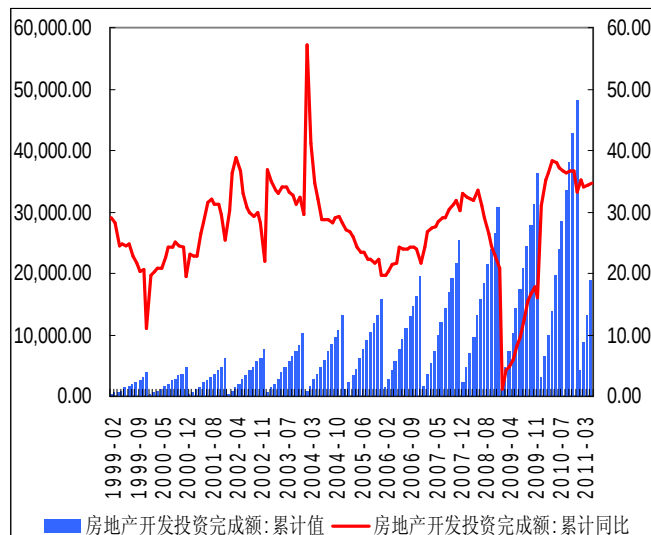
数据来源: wind, 爱建证券研发部

二、销售和投资

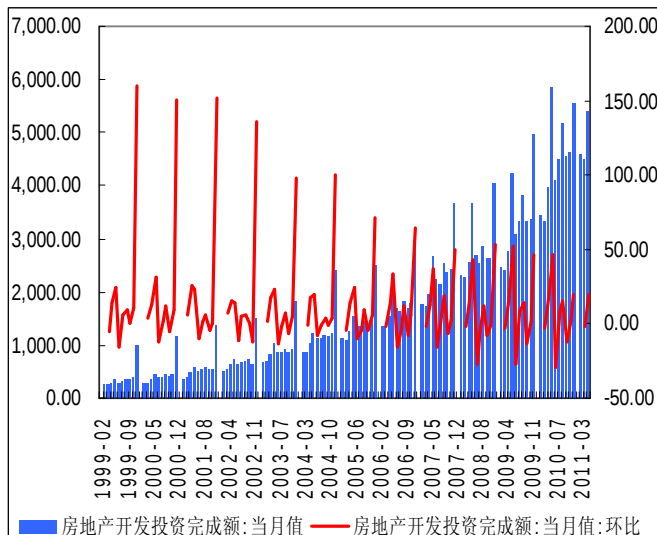
n 开发投资

今年1-5月份的房地产开发投资增速为34.6%，较1-4月份提高了0.2个百分点。5月份当月的房地产开发投资环比增长20.10%。投资增速依然高速运行。

图表 24 房地产开发投资累计值（单位：亿元）



图表 25 房地产开发投资当月值（单位：亿元）

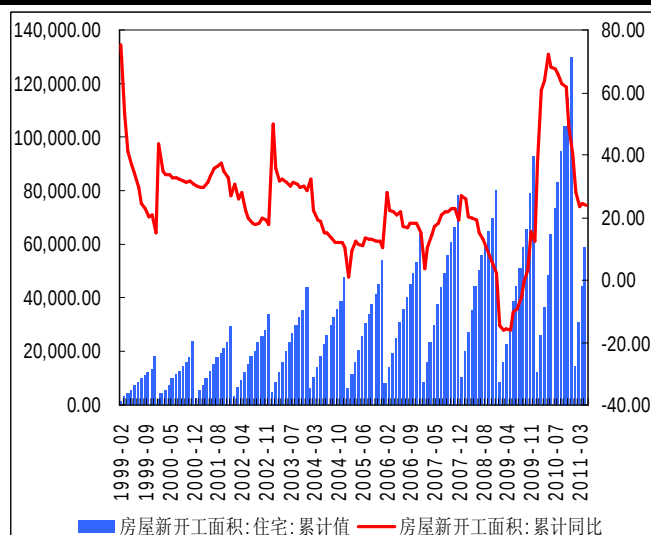


数据来源：wind，爱建证券研发部

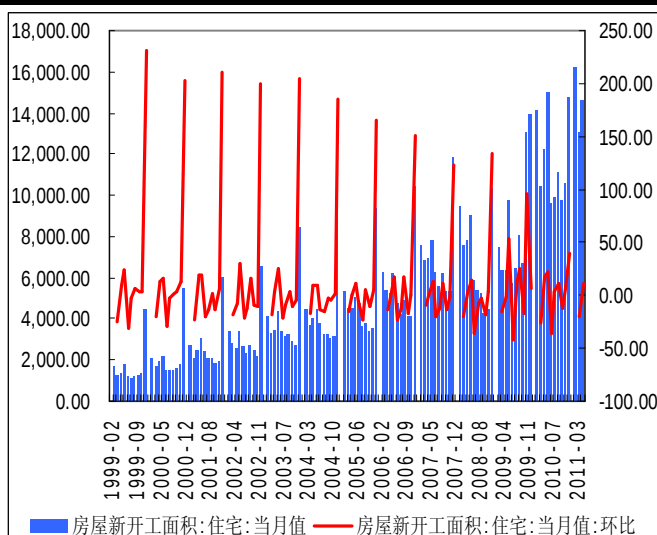
n 新开工

1-5月份，住宅新开工面积累计同比增长23.80%，增速较4月份回落0.6个百分点；5月份新开工面积环比增长11.84%。预计在保障房全面开工的背景下，全年的新开工增速不会有太大回落。

图表 26 住宅新开工面积累计值（单位：万平方米）



图表 27 住宅新开工面积当月值（单位：万平方米）

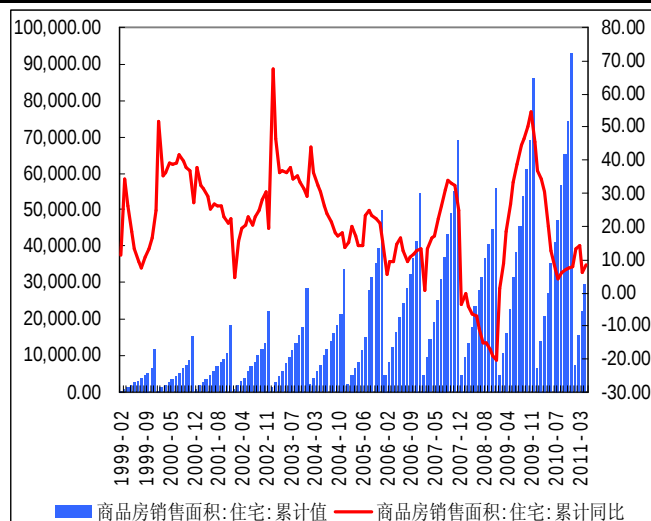


数据来源：wind，爱建证券研发部

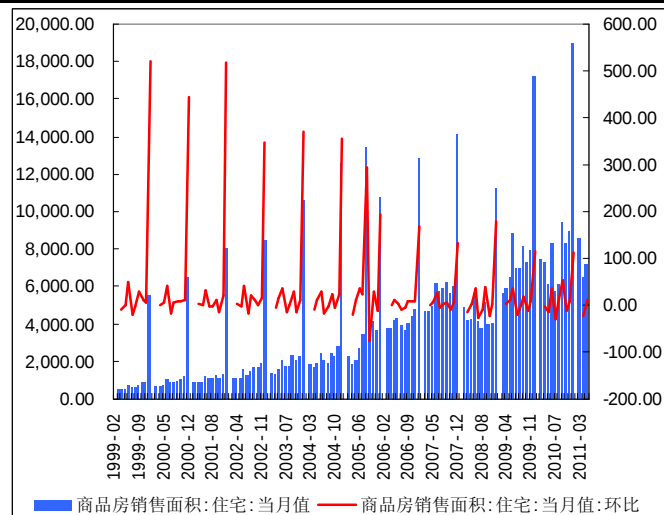
n 房地产销售面积

1-5月份住宅销售面积累计同比增长8.5%，增速较1-4月份提高了2.7个百分点；5月份住宅销售面积环比增长了10.8%。

图表 28 住宅销售面积累计值（单位：万平方米）



图表 29 住宅销售面积当月值（单位：万平方米）

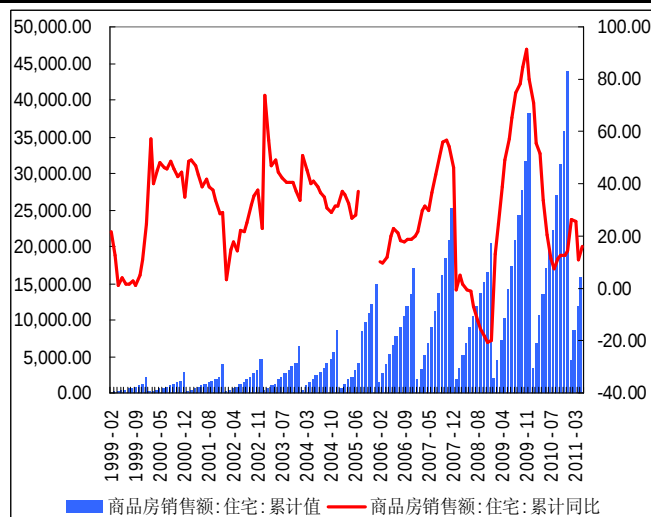


数据来源：wind，爱建证券研发部

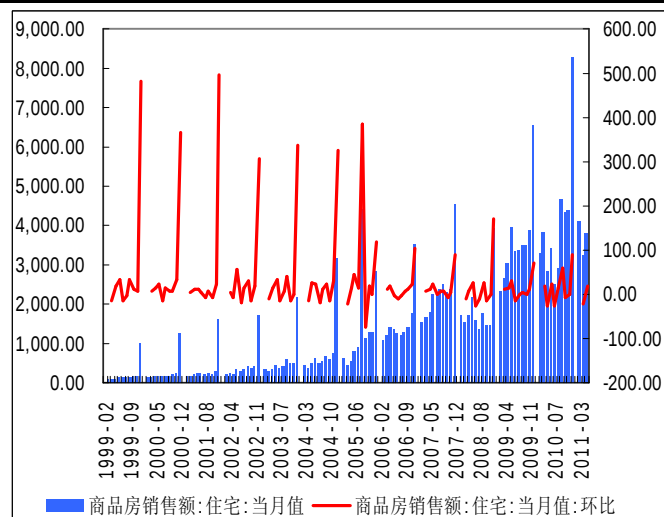
n 房地产销售金额

1-5月份住宅销售金额累计同比增长16%，增速较1-4月份提高5个百分点；5月份，住宅销售金额环比增长17.26%。

图表 30 住宅销售金额累计值（单位：亿元）



图表 31 住宅销售金额当月值（单位：亿元）



数据来源：wind，爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

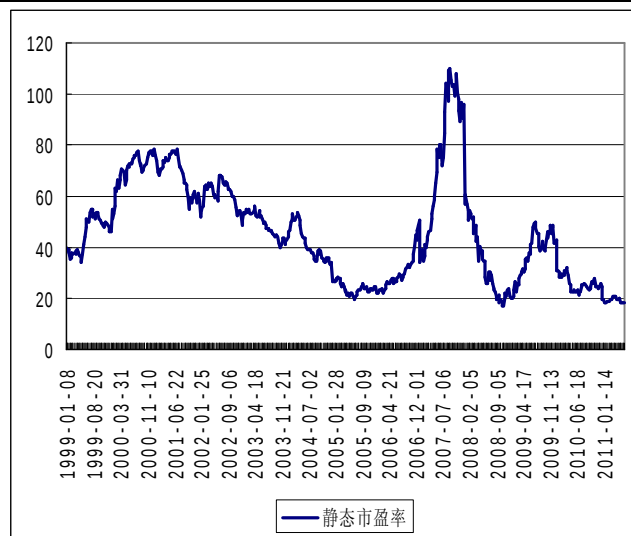
n 房地产销售均价

根据国家统计局公布的《5月份70个大中城市住宅销售价格变动情况》，新建商品住宅，与上月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有9个，持平的城市有11个；与4月份相比，5月份环比价格下降和持平的城市增加了6个，涨幅比4月份缩小的城市有27个。

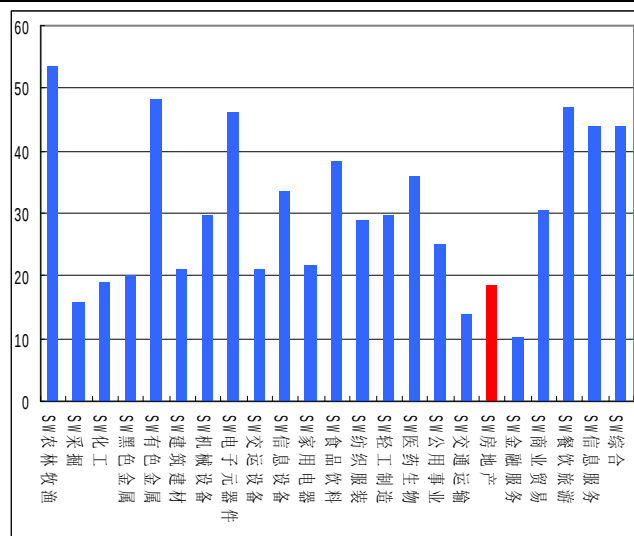
三、估值分析

纵向看，目前房地产板块的静态和动态估值都处于历史底部区域；横向比较，房地产板块的静态市盈率仅高于金融服务、交通运输和采掘板块，动态市盈率仅高于金融服务板块。无论纵向还是横向、动态还是静态，目前房地产板块的估值优势非常明显。

图表 32 房地产板块静态市盈率



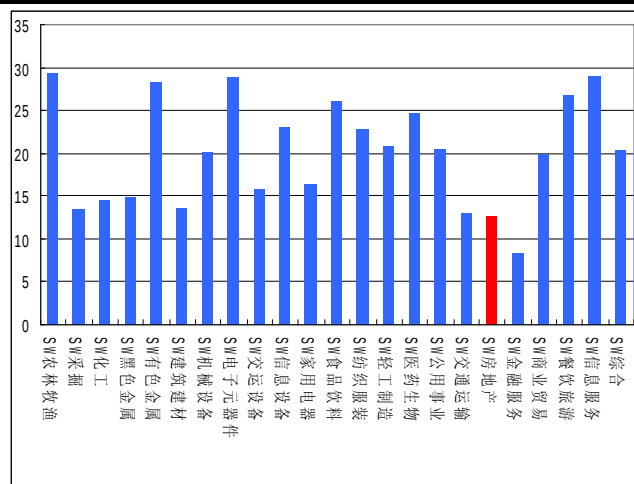
图表 33 各板块静态市盈率比较



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 34 房地产板块动态市盈率

图表 35 各板块动态市盈率比较



数据来源: wind, 爱建证券研发部

四、政策分析

今年以来, 大大小小的调控政策层出不穷。其中, 最严厉的当属1月份出台的国八条。同时, 伴随着上调存款准备金率、加息等货币政策, 行业始终处在调控的阴影下。在房价涨幅趋缓、投资增速依然维持高位的情况下, 预计下半年政策维持现状的概率极大。

图表 36 今年以来房地产相关政策概览

时间	部门 (城市)	政策要点
1 月份	中国人民银行	上调存款准备金率 0.5 个百分点
1 月份	国务院	落实地方政府责任, 合理确定本地区年度新建住房价格控制目标; 加大保障性安居工程建设力度; 调整个人转让住房营业税政策, 对个人购买住房不足 5 年转手交易的, 统一按销售收入全额征税; 提高第二套住房贷款的首付款比例和利率; 严格住房用地供应管理; 各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市, 在一定时期内, 要从严制定和执行住房限购措施; 落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制; 坚持和强化舆论引导。
1 月份	上海住房保障管理局	房产税试点
1 月份	重庆市政府	房产税试点
2 月份	上海市人民政府办公厅	国八条细则: 对已拥有 2 套及以上住房的家庭暂停在上海市向其售房。此外, 对在上海市拥有 1 套及以上住房的非上海市户籍居民家庭、不能提供 2 年内在上海市累计缴纳 1 年以上个人所得税缴纳证明或社会保险(城镇社会保险)缴纳证明的非上海市户籍居民家庭, 也都暂停在上海市向其售房
2 月份	中国人民银行	上调金融机构一年期存贷款基准利率 0.25 个百分点
2 月份	住房和城乡建设部	上调个人住房公积金存款利率
2 月份	北京市	落实“国八条”的楼市调控细则, 其中要求对已拥有 1 套住房的本市户籍居民家庭、持有本市有效暂住证在本市没拥有住房且连续 5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个人所得税的非本市户籍居民家庭, 限购 1 套住房(含新建商品住房和二手住房); 对已拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭、无法提供本市有效暂住证和连续 5 年(含)以上在本市缴纳社会保险或个

		人所得税缴纳证明的非本市户籍居民家庭，暂停在本市向其售房
2 月份	中国人民银行	从 2011 年 2 月 24 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
3 月份	国土部	求各地切实做好 2011 年城市住房用地管理和调控，坚决杜绝土地出让中出现楼面地价超过同类地价历史最高价的情况。对于各地去年“地王”频出的现象，通知指出，要“控价格、防‘地王’”，坚持招标拍卖挂牌出让制度，进一步完善供地政策，充分发挥土地政策惠民生、稳预期、注重社会效应最大化的管控作用，严防出现高价地，增加公共租赁住房 and 中小套型限价商品住房供地，促进房价合理回归。
3 月份	中国人民银行	25 日起上调银行存款准备金率 0.5 个百分点
3 月份	国家发改委	公布《商品房销售明码标价规定》，将从 5 月 1 日起施行。《规定》提出，房地产开发企业和中介服务机构销售新建商品房，应当按照本规定实行明码标价。中介服务机构销售二手房的明码标价参照本规定执行。
3 月份	国家发改委	印发《关于降低部分建设项目收费标准规范收费行为等有关问题的通知》，决定自 5 月 1 日起降低和规范住房交易手续费、施工图设计审查费、部分行业环境影响评价收费和招标代理服务费收费标准和行为。
3 月份	住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部	《房地产经纪管理办法》将在 4 月 1 日正式施行，其不仅规范了经纪机构的行为，对买卖双方都会产生一定的约束力。
4 月份	中国人民银行	自 2011 年 4 月 6 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。
4 月份	上海市住房保障和房屋管理局	公布了《上海市居住房屋租赁管理办法（征求意见稿）》，规定住房的租赁价格每年只能上调一次。
5 月份	中国人民银行	从 2011 年 5 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
5 月份	北京市住建委	《关于贯彻落实公共租赁住房税收优惠政策有关问题的通知》，将于 6 月 1 日开始执行。
5 月份	国土资源部	向各省国土部门下发了《关于严格落实异常交易地块上报制度有关问题的函》，上述决定开始生效，该文件要求各县级国土部门对 2011 年以来的成交地块进行清理，对漏报的地块应在 6 月 30 日前补充上报。
6 月份	中国人民银行	从 2011 年 6 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

数据来源：wind，爱建证券研发部

五、投资策略

从对上市房企的分析，我们可以得出如下结论：（1）存货有一定压力，但短期仍可承受；（2）资金压力略有显现；（3）预收帐款占比高，今年业绩保障高；（4）行业集中度提高，龙头实力凸现，无论是资金实力还是业绩保障系数，四大龙头的情况均好于行业平均。

从房地产开发投资及销售分析，我们得出如下结论：（1）投资增速依然高位运行；（2）新开工有回落，但保障房全面开工背景下，全年新开工增速仍有保障；（3）销售量和价格仍在增长，但价格增幅明显回落。结合上述三点，我们推断，政策年内仍不会放松，加码可能性亦不大。或许，调控的目标已经达到——价格缓慢增长，既不影响经济增速，又用时间换取了空间，年内维持政策现状的可能性极大。

从估值来看，无论纵向还是横向、动态还是静态，目前房地产板块的估值

优势非常明显。

综上所述，我们认为，在政策基本保持现状的情况下，销量将成为决定地产股走势的决定性因素。而以房地产企业目前的财务状况，出现大幅度降价的概率较低，楼市成交量不温不火的可能性较大，因而难以出现销量大幅回升刺激地产股大幅上涨的情形。由于行业较好的基本面、较低的估值，地产股出现阶段性反弹行情的概率较大。维持行业“中性”评级。

个股方面，根据我们前文对上市房企的分析，龙头企业各项财务指标均好于行业平均，在行业集中度提升的过程中，强者恒强将日益明显，基于此，我们首推行业龙头，重点推荐保利地产；其次，我们继续推荐业绩保障度高的滨江集团和商业地产龙头世茂股份。

六、重点推荐公司：

n 保利地产(600048)

l 10年毛利率为近年低点，1季度毛利率大幅回升

公司2010年毛利率为34.12%，较2009年下降了2.7个百分点；销售净利率为15.34%，下降了2.1个百分点。公司毛利率和净利率自2008年以来连续下滑，其主要原因在于公司2007年扩张期拿的高价地在2009年和2010年相继结算，拉低了毛利率。此外，2010年公司集中结算了数十亿的保障房项目，这部分项目较低的毛利率拉低了公司的整体毛利率水平。2010年为公司近几年的毛利率低点。随着高价地结算完毕，公司毛利率有望回升。2011年1季度的毛利率水平即回升至50.2%，净利率水平也上升至18.64%。整体来看，公司的净利率水平基本稳定在14%-18%附近，未来也将在这一区间之内。

l 积极参与保障房建设

目前开发商参与的保障房项目主要为限价房、回购房、代建房和配建房。在回款顺利的前提下，保障房的净利润率约在3%-5%。远低于商品房项目的净利率。但作为央企，公司表示，将积极支持国家相关政策。公司已向公司已进入的约20座重点城市发函申请参与当地的保障房建设，公司有意向参与各种保障房项目建设。从目前来看，公司参与的保障房项目以经济适用房和限价房居多。参与保障房建设除了作为央企的责任之外，还有较好的现金流保障，并有助于构建良好的政企关系。

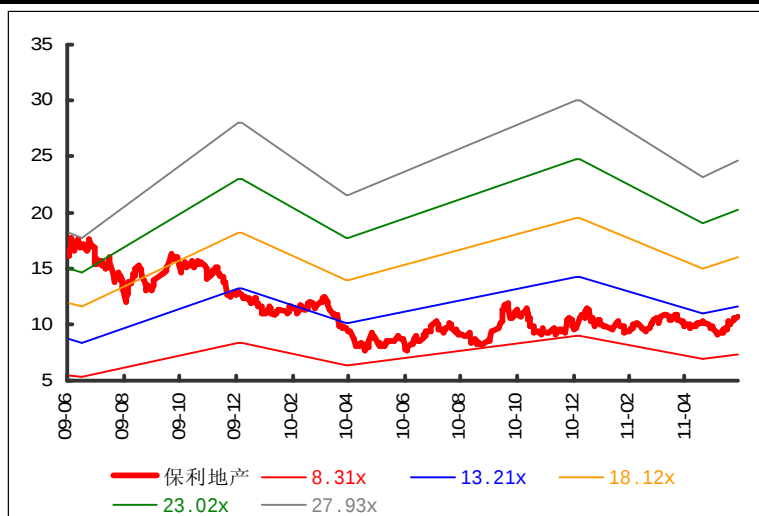
l 业绩有保障且弹性大

公司未售存货占总资产的比重为56.22%，在四大龙头中排名第一，业绩弹性大；而公司的预收帐款占上年度营业收入的比重达172.71%，业绩保障度高。

I 盈利预测和投资建议

公司2010年实现每股收益1.08元，按最新股本摊薄后为0.827元。我们预计公司2011-2012年每股收益约为1.18元和1.60元（按最新股本计算）。按6月24日的收盘价10.70元计算，对应的市盈率分别为12.94倍、9.07倍和6.69倍，估值合理，给与“推荐”评级。

图表 37 保利地产股价走势和 PE Bands



数据来源: wind

n 滨江集团(002244)

I 高效的管理=低廉的成本+精良的品质

公司房地产开发系统共有员工180人，包括建筑工程、财务管理、销售策划、企业管理等。扁平化、家长式的管理方式，不仅造就了团队的稳定性，也造就了其高效性。在扁平化的管理模式下，从指令的下达到最后的执行，将中间环节降到最低，也将误差和无谓的损耗降至最低。高效的管理团队不仅节约了人力成本，也更易于其他成本控制，同时也能有效的保证产品质量。低廉的成本使得公司拥有更多的主动权。而精良的品质更为公司赢得了声誉和客户群。

由于公司卓越的成本控制能力，公司于 2010年成功竞得普福村农转非居民拆迁安置房项目的开发。该项目总建筑面积19.86万平方米，由政府出资，公司收取代建管理费。

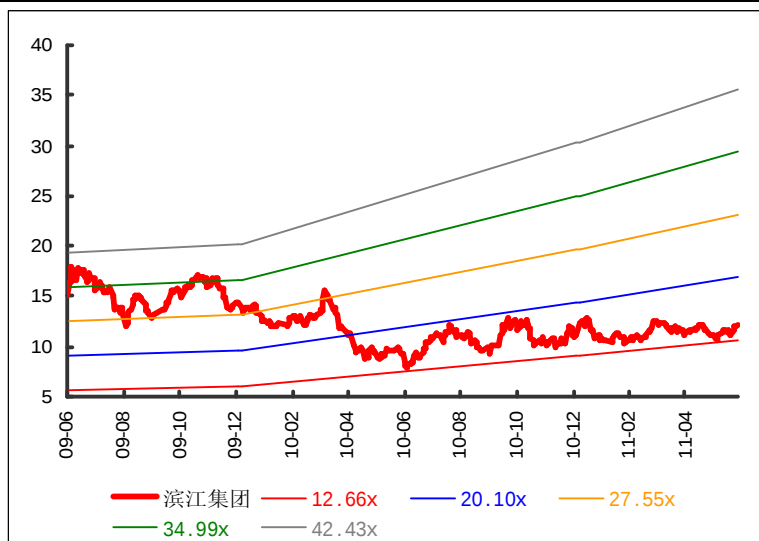
I 积极参与保障房建设

公司积极响应国家关于加快保障性安居工程建设的政策，积极参与保障性住房的建设。报告期内，公司凭借良好的企业资质和优秀的既往开发业绩，通过竞标参与普福村农转非居民拆迁安置房项目的开发，该项目总建筑面积198623.98平方米。该项目由政府出资，公司收取代建管理费。

I 盈利预测和投资建议

公司2010年实现每股收益0.71元，我们预计公司2011-2012年每股收益约为0.72元和1.86元。按6月24日的收盘价12.11元计算，对应的市盈率分别为17.05倍、16.82倍和6.51倍，动态估值优势明显。且公司经营稳健，预售账款高，给与“推荐”评级。

图表 38 滨江集团股价走势和 PE Bands



数据来源: wind

n 世茂股份(600823)

I 转型商业地产，或成调控中的绿洲

目前公司的项目储备中，除了南京仍有住宅项目之外，其余均为商业项目。尽管在大的调控环境之下，身为房地产企业，公司可能也难于独善其身。但转型为商业地产之后，公司所受影响有可能相对较小。

I 标准化+连锁复制，形成正反馈

公司的商业地产项目统一称为“世茂广场”，这将成为公司的连锁商业地产品牌。世茂广场中的主力商场和业态主要包括超市、百货、影院、专业专卖和美食广场、儿童乐园等。这些主力业态和商家将与公司形成战略发展伙伴关系。这样有助于公司商业地产的标准化，并可以实现异地复制、连锁扩张。

另一方面，由于战略合作伙伴入驻新的商业地产项目确定时间较早，有利于缩短招商时间和装修时间。同时，早期成熟商业模式的异地复制既积累了运营经验、建立了品牌知名度，又可以缩短项目培育期，使项目的商业价值更快得到体现。对于公司来讲，可以提高出租项目的租金水平和出租率，也可以提高出售项目的售价和销售率。从而形成有效的正反馈机制，良性循环。

I 租售并举，兼顾长短期收益

按照公司的总体规划，从所有待开发的商业地产项目来说，用于出售的比例总体上大致为60%—70%，用于出租和自持的比例大致为30%—40%（各个项目的比例并不一致，有些项目可能整体用于出售，有些项目可能整体用于出租和自营），此比例亦随着公司实力增强和市场形势的变化而动态调整，较好的兼顾长短期收益。

I 盈利预测和投资建议

公司2010年的每股收益为0.75元。我们预测，公司2011-2012年的每股收益分别为1.13元和1.47元，按照6月24日的收盘价14.28元计算，对应的2010-2012年市盈率分别为19.04倍、12.64倍和9.71倍，给与“推荐”评级。

图表 39 世茂股份股价走势



数据来源：wind

分析师简介：

左红英：上海交通大学管理学博士，2007年加入爱建证券有限责任公司，现从事房地产行业研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐：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；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。