



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 9 月 26 日

房地产

研究部

白宏炜¹

分析师, SAC 执业证书编号

S0080511010012

baihw@cicc.com.cn

地产股已超调, 短期悲观但中长期乐观

对信托调查事件的评论及最新观点

行业近况:

近期路透等媒体报道银监会要求调查信托公司房地产信托业务, 并引述绿城中国是调查重点。此事受到市场普遍关注, 我们对此及行业最新观点评论如下。

评论:

本次调查意味着信托资金进入房地产市场将被严格管制: 绿城信托遭到调查的背景是长三角已经出现个别信托产品逾期违约事件, 而绿城是涉及信托产品最大的公司, 预计规模超过 100 亿。房地产信托资金在今年开发商融资贡献颇多, 上半年 1700 亿规模略低于银行发放的开发贷款, 此次调查意味着信托资金进入房地产市场将被严格管制。如果四季度信托停止, 而信贷也延续紧缩环境, 开发商资金压力将明显加大。

地产板块 NAV 和盈利将下调: 我们认为受到限贷的影响, 住房销售在四季度不会好。随着销售面积下滑及价格下调, 开发商将下调 2012 年投资/销售/结算目标, 地产板块 NAV 和盈利将随之下调。目前我们的财务模型隐含 2011 年房价较当前实际市场价格低近 20%, 并假设 2012 年房价零增长。假如 2012 年房价较我们的原假设低 10% (隐含房价将较当前下跌近 30%), 那么 NAV 平均下降 20%-25%, 2012 年摊薄每股盈利平均下降 30%, 2012 年市盈率 A 股平均从 7.4 倍升至 11.1 倍, 港股从 4.3 倍升至 6.4 倍, 2012 年市净率 A 股从 1.18 倍升至 1.24 倍, 港股从 0.60 倍升至 0.63 倍。

预计政策在明年二季度有望放松: 我们认为随着销售持续低迷, 地产公司买地和投资速度将下降, 由于惯性, 地产行业的投资增速四季度不会明显放缓, 而在明年一季度将迅速回落, 而库存在明年上半年达到顶峰, 价格调整会比较明显; 今年 1-8 月份地产行业投资增速 33.2%, 新开工 25.8% 和销售额增速 25.8%, 均处于较高水平, 只有行业数据增幅下降明显, 政策层面才有望出现缓和, 明年二季度可以预期政策的适度松动, 但空间有限。

重申行业 U 型调整的判断: 此轮与 08 年不同在于, 经过四万亿刺激, 房价又一次大幅度上涨, 而尤其可怕的是三四线城市泡沫明显, 所以此次调整时间需要更长, 而政策放松的空间很有限且放松后的效果也将有限; 另外今年主要是新房市场供应量在增加, 到了明年二手房市场供应量也将明显增加, 累计起来对市场进行冲击, 我们认为与 08 年 V 型调整不同, 此轮房地产行业将呈 U 型调整特征, 筑底的时间和起来的时间都会长一些, 所以投资需要耐心。

股票建议:

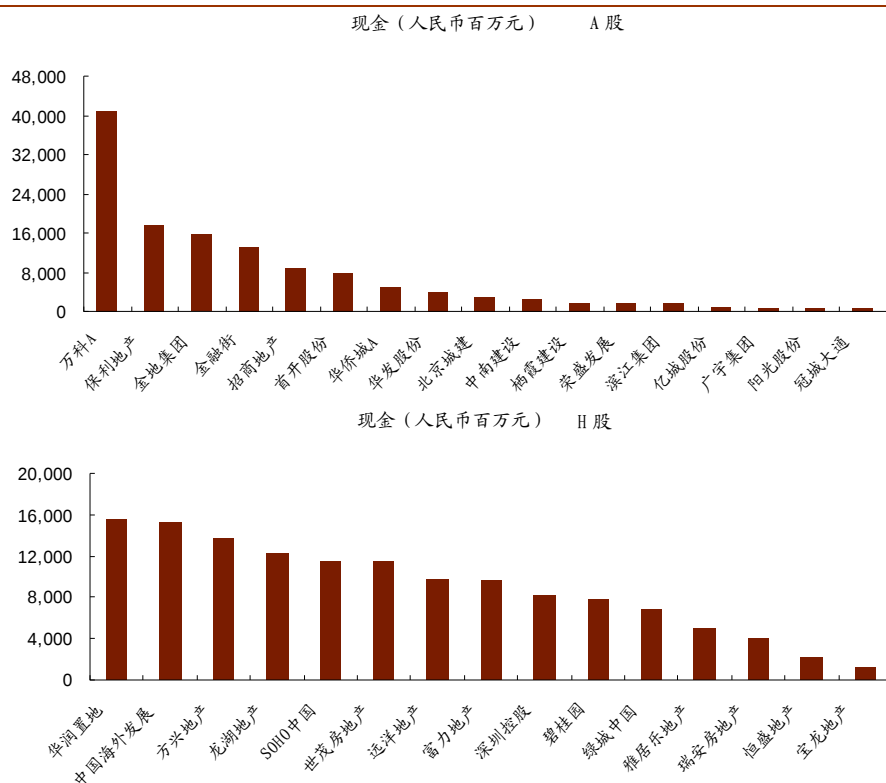
以绿城信托事件为开始, 将陆续出来各种相关负面消息, 对地产板块股价带来不断的打击, 四季度地产板块恐难有表现, 我们认为悲观的情绪将持续到明年一季度。然而, 由于目前大部分地产公司处于 NAV 折让 60% 以上, 1 倍 P/B 以下, 目前已经反映了近 50% 的房价跌幅, 估值已大幅击穿 2008 年底部, 我们认为属于超调, 随着盈利的下调, 股票有望见底回升。我们认为未来地产公司将出现分化, 我们中长期看好财务稳健、销售好的龙头公司, 以及具备防守性的商业地产类公司。

风险:

房地产企业资金恶化超出预期。

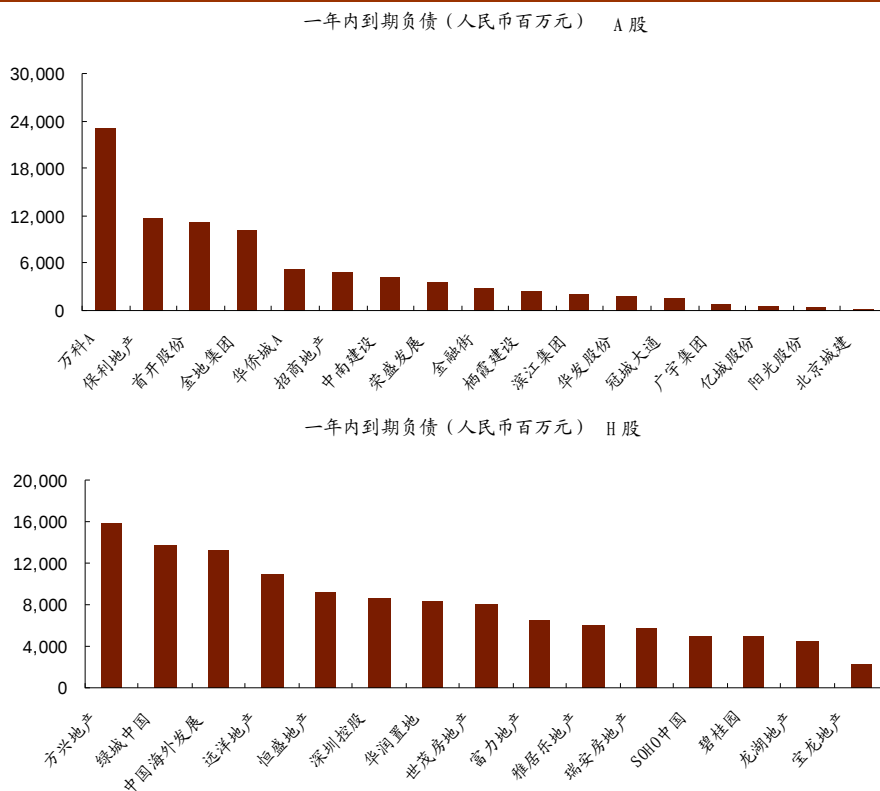
¹ 报告贡献人: 张宇 (zhangyu3@cicc.com.cn)

图表 1: 地产上市公司现金状况



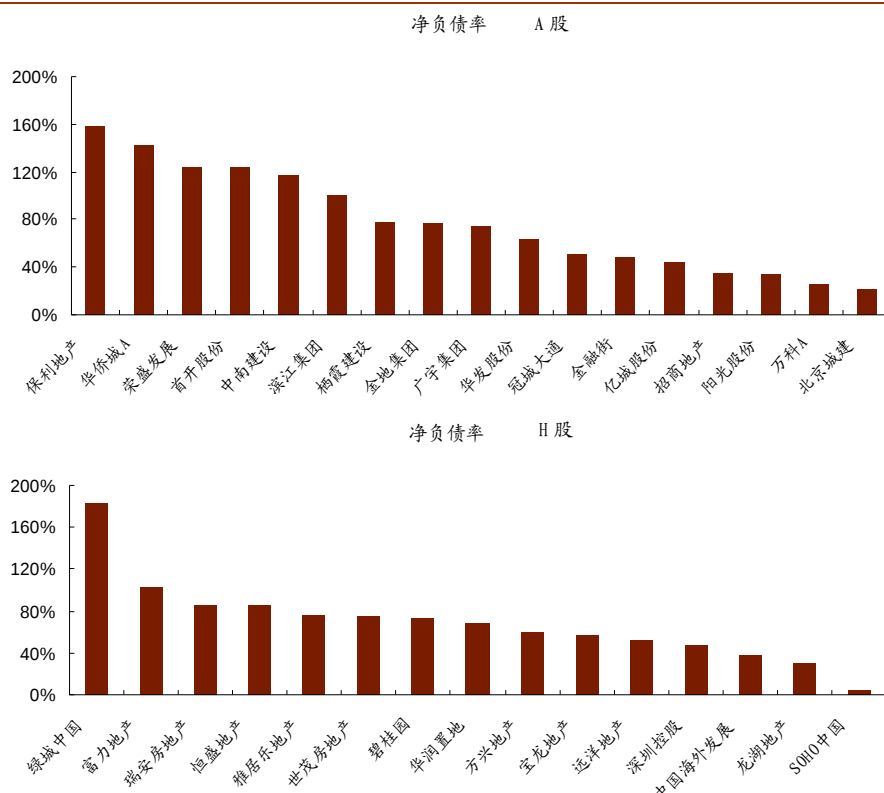
资料来源: Wind, 公司公告、中金公司研究部

图表 2: 地产上市公司短期债务水平



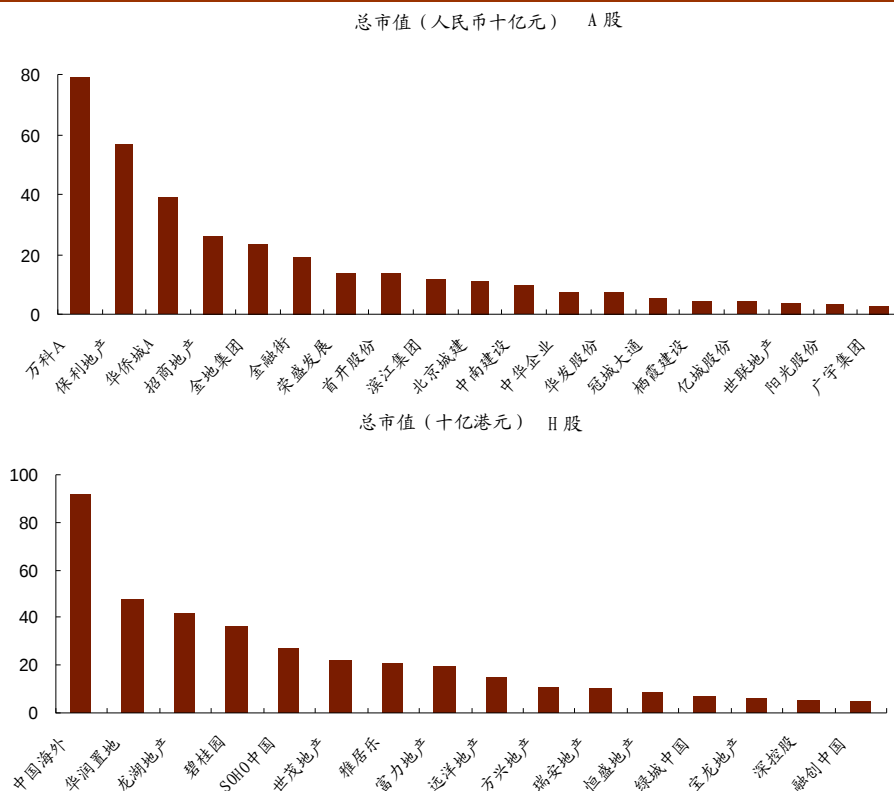
资料来源: Wind, 公司公告、中金公司研究部

图表3：地产上市公司净负债率



资料来源：Wind，公司公告、中金公司研究部

图表4：地产上市公司总市值



资料来源：Wind，公司公告、中金公司研究部

图表 5: 地产上市公司销售情况

公司	2011 YTD			同比增长			截至日期
	销售面积 (万平方米)	销售金额 (亿元)	销售单价 (元/平方米)	销售 面积	销售 金额	销售 均价	
A股							
万科	733	846	11,534	50%	48%	-2%	2011.1-8
金地集团	115	160	13,870	37%	69%	23%	2011.1-8
保利地产	441	505	11,473	12%	57%	40%	2011.1-8
H股							
中国海外	390	647	16,613	29%	70%	32%	2011.1-8
富力地产	119	185	15,473	-19%	1%	25%	2011.1-8
绿城中国	144	223	22,990	-19%	-9%	13%	2011.1-7
首创置业	63	61	9,715	46%	25%	-15%	2011.1-7
华润置地	167	200	12,023	45%	80%	n/a	2011.1-8
碧桂园	472	298	6,314	39%	62%	17%	2011.1-8
远洋地产	n.a	135	n.a	n/a	42%	n/a	2011.1-7
世茂房地产	158	209	13,261	25%	30%	4%	2011.1-8
雅居乐	165	178	10,788	36%	47%	8%	2011.1-7
深圳控股	33	34	10,211	36%	36%	0%	2011.1-8
恒盛地产	101	91	9,039	134%	118%	-7%	2011.1-8
恒大地产	749	510	6,807	78%	96%	10%	2011.1-7
龙湖地产	199	240	12,070	n/a	60%	n/a	2011.1-8
宝龙地产	43	32	7,415	70%	86%	-1%	2011.1-7
房地产业	44419	24589	5536	13%	24%	10%	2011.1-6

资料来源: Wind, 公司公告、中金公司研究部

图表 6: 新假设下每股 NAV 变化

假设条件：2012年房价较目前假设中2011年房价下跌10%；由于模型隐含2011年房价较当前实际市场价格低20%，则本假设隐含2012年房价将较当前下跌30%。2013年房价不涨，之后每年上涨3%。

A股公司	每股NAV变化		港股公司	每股NAV变化	
	2011E	2012E		2011E	2012E
保利地产	-31.4%	-36.3%	宝龙地产	-30.2%	-33.0%
滨江集团	-27.6%	-31.8%	世茂地产	-27.7%	-28.3%
华发股份	-27.2%	-30.2%	远洋地产	-27.6%	-33.1%
荣盛发展	-26.0%	-30.3%	绿城中国	-24.8%	-29.6%
栖霞建设	-25.4%	-29.7%	碧桂园	-24.6%	-28.8%
中南建设	-24.5%	-25.8%	恒盛地产	-24.6%	-27.8%
万科A	-22.9%	-29.6%	深控股	-21.6%	-27.9%
亿城股份	-22.1%	-28.6%	中国海外	-21.6%	-26.8%
首开股份	-20.2%	-25.1%	富力地产	-21.3%	-28.6%
金地集团	-20.0%	-28.2%	龙湖地产	-20.8%	-22.2%
冠城大通	-17.4%	-21.1%	雅居乐	-20.1%	-23.5%
北京城建	-15.1%	-19.5%	华润置地	-19.3%	-22.0%
广宇集团	-12.9%	-26.0%	SOHO中国	-18.4%	-24.7%
华侨城A	-12.1%	-14.4%	方兴地产	-17.8%	-20.0%
金融街	-10.3%	-12.7%	瑞安地产	-17.3%	-18.5%
招商地产	-9.0%	-13.7%	融创中国	-14.8%	-20.4%
阳光股份	-7.8%	-11.8%			
行业平均	-19.5%	-24.4%	行业平均	-22.0%	-26.0%

资料来源：中金公司研究部

图表 7: 新假设(假设条件同上)下每股盈利变化

A股公司	2012E每股盈利变化	隐含对2011年盈利同比变化	港股公司	2012E每股盈利变化	隐含对2011年盈利同比变化
栖霞建设	-54.3%	-47.8%	世茂地产	-45.3%	-32.9%
金地集团	-44.4%	-33.7%	远洋地产	-41.4%	-22.5%
万科A	-42.9%	-31.5%	瑞安地产	-39.6%	-26.1%
保利地产	-37.2%	-20.9%	富力地产	-39.5%	-29.4%
荣盛发展	-34.2%	-14.5%	绿城中国	-38.9%	-22.4%
冠城大通	-34.2%	-23.9%	碧桂园	-35.3%	-22.8%
华发股份	-32.3%	-20.4%	华润置地	-33.1%	-8.9%
广宇集团	-32.0%	-18.3%	深控股	-31.5%	-20.5%
招商地产	-31.2%	-20.7%	雅居乐	-31.2%	-24.5%
首开股份	-28.9%	-9.3%	SOHO中国	-29.2%	47.2%
亿城股份	-28.0%	-12.5%	龙湖地产	-28.6%	-7.4%
中南建设	-26.1%	0.3%	恒盛地产	-28.1%	-10.0%
北京城建	-22.4%	-10.5%	中国海外	-27.2%	-13.6%
金融街	-21.3%	-9.5%	方兴地产	-26.4%	-25.1%
阳光股份	-21.1%	9.1%	宝龙地产	-25.9%	-11.9%
滨江集团	-19.7%	53.9%	融创中国	-18.4%	28.2%
华侨城A	-10.9%	14.7%			
行业平均	-30.7%	-11.5%	行业平均	-32.5%	-12.7%

资料来源：中金公司研究部

图表 8: 目前股价反映房价下跌幅度

A股公司	股价反映NAV价格假设 中房价下跌幅度	NAV中房价假设较 当前实际市场价格 下降幅度	港股公司	股价反映NAV价格假设 中房价下跌幅度	NAV中房价假设较 当前实际市场价格 下降幅度
万科A	11%		中国海外	22%	
金地集团	18%		龙湖地产	29%	
招商地产	30%		华润置地	34%	
金融街	55%		雅居乐	36%	
首开股份	24%		宝龙地产	25%	
滨江集团	15%		融创中国	46%	
保利地产	13%		远洋地产	26%	
华侨城A	35%		恒盛地产	30%	
中南建设	22%	15%-20%	碧桂园	23%	15%-20%
冠城大通	29%		绿城中国	16%	
华发股份	35%		深控股	30%	
北京城建	24%		方兴地产	48%	
荣盛发展	5%		SOHO中国	22%	
广宇集团	23%		富力地产	23%	
栖霞建设	5%		世茂地产	25%	
阳光股份	38%		瑞安地产	37%	
亿城股份	28%				
行业平均	24%		行业平均	30%	
股价反映房价跌幅	39%-44%		股价反映房价跌幅	45%-50%	

资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 9: 新假设(假设条件同上)下 2012 PE 变化

A股公司	2012E PE		港股公司	2012E PE	
	原假设下	新假设下		原假设下	新假设下
万科A	6.9	12.1	中国海外	5.5	7.6
金地集团	5.8	10.5	龙湖地产	6.1	8.6
招商地产	9.0	13.1	华润置地	6.5	9.8
金融街	7.1	9.0	雅居乐	3.8	5.5
首开股份	6.1	8.5	宝龙地产	3.0	4.0
滨江集团	5.9	7.4	融创中国	1.1	1.3
保利地产	6.4	10.2	远洋地产	3.6	6.1
华侨城A	8.3	9.3	恒盛地产	2.5	3.5
中南建设	6.7	9.0	碧桂园	4.7	7.3
冠城大通	6.6	10.1	绿城中国	2.0	3.2
华发股份	7.4	11.0	深控股	4.2	6.7
北京城建	8.8	11.3	方兴地产	6.2	8.5
荣盛发展	7.9	12.0	SOHO中国	5.4	7.6
广宇集团	6.9	10.1	富力地产	3.1	4.9
栖霞建设	11.1	24.2	世茂地产	4.0	7.0
阳光股份	9.5	12.1	瑞安地产	7.2	10.6
亿城股份	6.0	8.4			
行业平均	7.44	11.08	行业平均	4.30	6.38

资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 10: 新假设(假设条件同上)下 2012 PB 变化

2012E PB			2012E PB		
A股公司	原假设下	新假设下	港股公司	原假设下	新假设下
万科A	1.3	1.4	中国海外	1.1	1.2
金地集团	1.0	1.0	龙湖地产	1.3	1.4
招商地产	1.2	1.3	华润置地	0.8	0.8
金融街	0.9	0.9	雅居乐	0.7	0.7
首开股份	0.9	1.0	宝龙地产	0.3	0.3
滨江集团	1.3	1.4	融创中国	0.4	0.4
保利地产	1.2	1.3	远洋地产	0.3	0.4
华侨城A	1.9	1.9	恒盛地产	0.3	0.3
中南建设	1.2	1.3	碧桂园	0.9	1.0
冠城大通	1.4	1.4	绿城中国	0.4	0.4
华发股份	1.0	1.0	深控股	0.3	0.4
北京城建	1.3	1.4	方兴地产	0.4	0.4
荣盛发展	1.6	1.8	SOHO中国	0.9	0.9
广宇集团	0.9	1.0	富力地产	0.6	0.6
栖霞建设	1.0	1.0	世茂地产	0.5	0.6
阳光股份	1.1	1.1	瑞安地产	0.3	0.3
亿城股份	0.9	0.9			
行业平均	1.18	1.24	行业平均	0.60	0.63

资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 11: 目前估值已经低于 08 年底部

市盈率				市净率			总市值/合同销售额		
公司名称	目前值 (2011.9.23)	最低点 (2008.9.22-26)	变动	目前值 (2011.9.23)	最低点 (2008.9.22-26)	变动	目前值 (2011.9.23)	最低点 (2008.9.22-26)	变动
A 股									
万科A	6.9	8.7	-21%	1.3	2.0	-38%	0.7	1.3	-44%
金地集团	5.8	5.9	-1%	1.0	0.8	13%	0.8	0.9	-12%
保利地产	6.4	10.3	-38%	1.2	1.9	-36%	0.9	1.8	-53%
平均值	6.4	8.3	-23%	1.1	1.6	-28%	0.8	1.4	-40%
市盈率				市净率			总市值/合同销售额		
公司名称	目前值 (2011.9.23)	最低点 (2008.10.27-31)	变动	目前值 (2011.9.23)	最低点 (2008.10.27-31)	变动	目前值 (2011.9.23)	最低点 (2008.10.27-31)	变动
H 股									
中国海外	5.5	10.3	-46%	1.1	1.7	-34%	1.4	2.3	-40%
华润置地	6.5	19.9	-67%	0.8	1.0	-20%	2.2	4.4	-51%
富力地产	3.1	4.6	-33%	0.6	1.2	-51%	0.6	0.7	-12%
雅居乐	3.8	5.4	-29%	0.7	0.5	32%	0.7	0.7	-6%
平均值	4.7	10.1	-53%	0.8	1.1	-28%	1.2	2.0	-41%

资料来源：彭博，中金公司研究部

图表 12: 可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)				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)	
			23/9/2011			23/9/2011	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	11E	12E	11E	12E	10A		
A股																									
侧重开发:																									
万科A	000002	推荐	7.4	n.a.	n.a.	79.1	0.48	0.66	0.89	1.07	15.3	11.2	8.3	6.9	2.2	1.8	1.5	1.3	10.8	11.8	-31%	-37%	75%	74.3	
金地集团	600383	推荐	5.3	n.a.	n.a.	23.5	0.40	0.60	0.75	0.90	13.2	8.7	7.0	5.8	1.6	1.3	1.1	1.0	9.7	10.0	-46%	-47%	71%	17.3	
招商地产	000024	推荐	17.0	n.a.	n.a.	26.4	0.96	1.17	1.51	1.89	17.7	14.5	11.2	9.0	1.8	1.6	1.4	1.2	29.0	29.6	-41%	-43%	65%	12.6	
金融街	000402	推荐	6.3	n.a.	n.a.	19.1	0.45	0.59	0.77	0.89	14.0	10.7	8.2	7.1	1.2	1.1	1.0	0.9	12.1	13.6	-48%	-54%	68%	8.5	
首开股份	600376	推荐	9.2	n.a.	n.a.	13.7	0.62	0.90	1.19	1.51	14.7	10.2	7.7	6.1	1.4	1.3	1.1	0.9	18.7	19.1	-51%	-52%	75%	17.6	
滨江集团	002244	推荐	8.6	n.a.	n.a.	11.6	0.48	0.71	0.75	1.45	18.0	12.0	11.5	5.9	2.8	1.9	1.7	1.3	13.30	14.93	-35%	-43%	80%	5.0	
保利地产	600048	推荐	9.5	n.a.	n.a.	56.6	0.59	0.83	1.17	1.48	16.1	11.5	8.1	6.4	2.3	1.9	1.5	1.2	15.1	15.5	-37%	-39%	79%	60.6	
华侨城A	000069	推荐	7.0	n.a.	n.a.	39.2	0.30	0.54	0.66	0.85	23.0	12.9	10.7	8.3	3.7	3.0	2.4	1.9	12.1	12.8	-42%	-45%	70%	9.6	
中南建设	000961	推荐	8.2	n.a.	n.a.	9.6	0.48	0.63	0.90	1.22	17.1	12.9	9.1	6.7	2.4	1.8	1.5	1.2	15.1	18.0	-46%	-54%	78%	10.9	
冠城大通	600067	审慎推荐	7.5	n.a.	n.a.	5.5	0.39	0.70	0.98	1.13	19.4	10.6	7.7	6.6	2.7	2.2	1.7	1.4	15.8	15.9	-53%	-53%	74%	3.2	
华发股份	600325	审慎推荐	8.9	n.a.	n.a.	7.3	0.83	0.92	1.02	1.20	10.7	9.7	8.7	7.4	1.4	1.3	1.1	1.0	17.4	19.3	-49%	-54%	68%	7.0	
北京城建	600266	审慎推荐	12.4	n.a.	n.a.	11.0	0.96	1.35	1.22	1.41	13.0	9.2	10.1	8.8	2.2	2.0	1.6	1.3	19.1	20.9	-35%	-41%	69%	4.0	
荣盛发展	002146	审慎推荐	7.5	n.a.	n.a.	14.0	0.33	0.55	0.73	0.95	23.0	13.7	10.3	7.9	3.6	2.6	2.0	1.6	8.9	9.9	-15%	-24%	75%	16.6	
广宇集团	002133	审慎推荐	4.9	n.a.	n.a.	2.5	0.33	0.44	0.60	0.71	14.8	11.2	8.3	6.9	1.4	1.3	1.1	0.9	7.8	8.5	-37%	-42%	72%	1.1	
栖霞建设	600533	中性	4.2	n.a.	n.a.	4.4	0.21	0.27	0.33	0.38	19.7	15.4	12.6	11.1	1.6	1.2	1.1	1.0	4.3	4.9	-3%	-15%	56%	3.2	
中华企业	600675	中性	5.3	n.a.	n.a.	7.5	0.45	0.50	0.48	0.50	11.8	10.6	11.1	10.7	2.0	1.7	1.5	1.3	7.9	8.7	-33%	-39%	77%	2.3	
阳光股份	000608	中性	4.3	n.a.	n.a.	3.2	0.36	0.58	0.32	0.45	12.0	7.3	13.2	9.5	1.6	1.4	1.2	1.1	6.5	6.5	-34%	-35%	56%	2.2	
亿城股份	000616	中性	3.7	n.a.	n.a.	4.4	0.35	0.46	0.50	0.61	10.4	8.0	7.4	6.0	1.5	1.3	1.1	0.9	5.2	5.5	-30%	-34%	62%	2.2	
平均值											15.8	11.1	9.5	7.6	2.1	1.7	1.4	1.2			-37%	-42%	71%		
中间值											15.0	10.9	8.9	7.0	1.9	1.7	1.4	1.2			-37%	-42%	72%		
开发和持有:																									
浦东金桥	600639	推荐	8.6	n.a.	n.a.	7.0	0.39	0.57	0.59	0.57	22.3	15.2	14.6	15.2	2.2	2.2	1.9	1.7	13.7	15.3	-37%	-43%	52%	1.7	
陆家嘴	600663	中性	12.0	n.a.	n.a.	20.0	0.63	0.64	0.68	0.69	19.0	18.7	17.7	17.3	2.2	2.2	1.9	1.7	17.2	19.1	-30%	-37%	49%	2.0	
中国国贸	600007	中性	9.0	n.a.	n.a.	9.1	0.29	0.12	0.24	0.37	31.4	75.2	37.9	24.5	2.1	2.1	2.0	1.8	13.7	14.6	-34%	-38%	54%	0.5	
平均值											24.2	36.4	23.4	19.0	2.2	2.1	1.9	1.8			-34%	-40%	52%		
中间值											22.3	18.7	17.7	17.3	2.2	2.2	1.9	1.7			-34%	-38%	52%		
B股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)					
万科B	200002	推荐	6.6	14.3	118%	91.9	0.55	0.77	1.09	1.31	11.9	8.5	6.0	5.0	1.7	1.4	1.1	0.9	12.5	14.3	-47%	-54%	75%	74.3	
招商局B	200024	推荐	10.3	25.2	145%	30.7	1.09	1.36	1.84	2.30	9.5	7.6	5.6	4.5	1.0	0.8	0.7	0.6	33.7	36.0	-69%	-71%	65%	12.6	
金桥B	900911	推荐	5.9	13.0	122%	8.2	0.44	0.66	0.72	0.69	13.3	8.8	8.1	8.5	1.3	1.3	1.1	0.9	15.9	18.6	-63%	-69%	52%	1.7	
陆家B	900932	推荐	8.7	18.6	114%	23.3	0.72	0.74	0.82	0.84	12.1	11.7	10.5	10.3	1.4	1.4	1.2	1.0	19.9	23.3	-56%	-63%	49%	2.0	
平均值											11.7	9.2	7.6	7.1	1.3	1.2	1.0	0.9			-59%	-64%	60%		
中间值											12.0	8.7	7.1	6.7	1.4	1.3	1.1	0.9			-60%	-66%	58%		
H股																									
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)					
中国海外	688	推荐	11.2	22.5	100%	91.7	0.79	1.20	1.71	2.03	14.2	9.3	6.6	5.5	2.2	1.7	1.4	1.1	20.6	22.5	-45%	-50%	64%	44.3	
龙湖地产	960	推荐	8.1	17.0	112%	41.5	0.33	0.51	1.02	1.32	24.1	15.8	7.9	6.1	3.0	2.2	1.7	1.3	17.0	19.2	-53%	-58%	76%	33.3	
华润置地	1109	推荐	8.8	18.7	112%	47.5	0.48	0.67	1.00	1.36	18.5	13.2	8.9	6.5	1.3	1.0	0.9	0.8	19.9	20.7	-56%	-57%	61%	26.7	
雅居乐	3383	推荐	6.1	16.2	168%	21.0	0.61	1.20	1.45	1.59	9.9	5.1	4.2	3.8	1.3	1.0	0.8	0.7	22.5	23.2	-73%	-74%	71%	39.2	
宝龙地产	1238	中性	1.4	2.0	39%	5.8	0.34	0.30	0.41	0.48	4.2	4.8	3.5	3.0	0.6	0.5	0.3	0.3	3.9	4.4	-64%	-68%	54%	8.5	
融创中国	1918	推荐	1.6	4.2	174%	4.7	0.30	0.60	0.93	1.46	5.2	2.6	1.7	1.1	3.0	0.9	0.6	0.4	8.5	9.0	-82%	-83%	70%	6.8	
远洋地产	3377	审慎推荐	2.6	6.2	134%	14.9	0.21	0.41	0.56	0.74	12.5	6.3	4.7	3.6	0.6	0.4	0.4	0.3	9.1	10.3	-71%	-74%	64%	24.5	
恒盛地产	845	审慎推荐	1.1	2.1	83%	8.8	0.21	0.27	0.36	0.45	5.4	4.2	3.2	2.5	0.7	0.5	0.4	0.3	5.7	5.9	-80%	-81%	64%	19.2	
碧桂园	2007	审慎推荐	2.2	4.4	102%	36.1	0.15	0.30	0.38	0.46	14.5	7.2	5.6	4.7	1.5	1.2	1.1	0.9	5.3	5.8	-59%	-63%	69%	52.1	
绿城中国	3900	中性	4.2	7.9	90%	6.8	0.54	0.83	1.67	2.12	7.6	5.0	2.5	2.0	0.6	0.6	0.5	0.4	21.9	22.6	-81%	-82%	88%	40.0	
深控股	604	中性	1.5	2.7	81%	5.2	0.22	0.23	0.30	0.35	6.6	6.5	4.9	4.2	0.4	0.4	0.4	0.3	5.3	5.5	-72%	-73%	57%	22.5	
方兴地产	817	中性	1.2	2.0	69%	11.0	0.11	0.12	0.19	0.19	10.5	10.3	6.3	6.2	0.7	0.5	0.4	0.4	4.1	4.3	-70%	-72%	48%	2.4	
SOHO中国	410	中性	5.2	7.2	39%	26.8	0.37	0.78	0.46	0.97	14.1	6.6	11.1	5.4	1.4	1.2	1.0	0.9	8.7	9.5	-41%	-46%	58%	1.9	
富力地产	2777	中性	6.0	9.9	65%	19.3	0.95	1.32	1.66	1.94	6.3	4.5	3.6	3.1	1.0	0.8	0.7	0.6	18.0	18.3	-67%	-67%	74%	24.5	
世茂地产	813	中性	6.3	10.3	64%	22.2	0.77	0.96	1.28	1.57	8.1	6.6	4.9	4.0	0.8	0.7	0.6	0.5	15.0	17.1	-58%	-63%	69%	32.9	
瑞安地产	272	中性	2.0	3.5	76%	10.4	0.50	0.17	0.23	0.28	4.0	11.8	8.8	7.2	0.4	0.4	0.3	0.3	7.0	8.7	-72%	-77%	54%	14.1	
平均值											10.0	7.2	5.3	4.2	1.2	0.8	0.7	0.6			-66%	-69%	66%		
中间值											8.1	6.5	4.9	4.0	0.8	0.7	0.6	0.4			-70%	-72%	64%		

资料来源: 彭博, 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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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