



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 9 月 28 日

房地产

研究部

白宏伟¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010012
baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010003
ningjb@cicc.com.cn

开启商业地产纪元 中国商业房地产发展前瞻

投资要点:

伴随着经济发展和向消费型社会转型,我国将进入商业地产快速发展阶段,写字楼和商业将引领商业地产以每年 15%~20% 的增速前行,幅度明显超过住宅市场,且资金的涌入使得商业地产价格涨幅超过租金涨幅,呈泡沫化倾向,由于波动性大于住宅市场,未来十年商业地产风险与机遇并存,拥有运营能力、核心地段物业和资金实力的公司将胜出,实物投资建议重点关注高端写字楼和大型零售物业;股票投资建议具有良好品牌和优质物业的公司。

理由:

商业地产发展的大周期已经开始: 国际经验表明,人均 GDP3000-5000 美元是商业地产的起步期,8000 美元之后进入加速发展期。未来十年,中国人均 GDP8000 美元以上城市将从 28 座猛增至 177 座,商业地产将进入快速增长阶段。而住宅限购、保险资金入市以及可能的 REITs 等相关金融创新等加速了商业地产的发展;

中国缺优质商业物业: 我国商业地产人均 0.9 平方米占有量略低于亚洲主要发达国家,但价值量明显低于这些国家,一方面因为我国商业物业偏低端,未来更新需求巨大,另一方面预示着核心优质商业地产价值将升幅明显;

发展商业地产,风险与机遇并存: 相对住宅市场,商业地产投资回收期长,风险高,专业性明显高于住宅市场,我们认为运营、地段和资金是商业地产发展三大要素;拥有这些资源的公司将面临较好的发展机遇,而同时缺少专业运营能力和资金实力不足的公司也将面临很大的风险,投资商业地产对周期的把握尤其重要;

大型购物中心和高端写字楼发展前景良好:

- 零售物业将步入多种商业业态并起的发展阶段,其主要发展方向是大型购物中心和社区购物中心,未来十年我国人均购屋中心面积将上升 50%,达到每人 0.3 平方米,年租金涨幅为 5%~8%,看好核心区域大型零售商业;
- 未来十年全国写字楼存量将增加 43%,平均租金增长 94%,价格翻倍增长,核心地段高端写字楼相对供给不足;
- 工业用地价格明显低估,未来价值将呈恢复式上涨,而核心区域随着现代物流业的发展增幅将最为明显;
- 酒店业运营和管理成本较高,行业整体难有盈利,投资吸引力不高,我们相对看好高星级酒店和经济型连锁酒店;

投资建议:

与开发类地产不同,商业租金收入的提升较为慢,年收入增速较低,商业类地产公司投资价值来自于中长期,近期随着股价调整,商业类地产估值明显偏低,鉴于其防守型,建议投资者介入并持有具有优良资产和商业运营能力的公司,A 股如金融街、浦东金桥、中国国贸、北辰实业;H 股方兴地产、瑞安地产、北辰实业;

风险:

商业地产专业性强,波动性大,经济下滑和信贷的紧缩对商业地产的影响将明显高于住宅市场。

¹ 报告贡献人: 张宇 (zhangyu3@cicc.com.cn)

目录

核心观点：商业地产迎来加速发展期，股票长期投资价值显现	6
中国商业地产正迎来加速发展期	6
投资建议	6
中国商业地产概览	8
商业地产和住宅有什么区别	8
中国商业地产之大现状	9
中国商业地产之大趋势	16
零售物业：看好一线城市郊区 Mall 和二线城市市区 Mall	20
长期看经济、消费和人口	20
短期看 CPI	22
未来需求分两端——增量和升级改造	22
看好一线城市郊区 Mall 和二线城市市区 Mall	24
未来十年预测	26
写字楼：看好一线城市核心地段甲级写字楼	28
与宏观经济高度关联	28
需求来自特定行业	29
核心地段甲级写字楼是主要看点	30
未来十年预测	31
工业地产：看好工业园区和物流仓库	33
看好工业园区	33
看好物流仓库	36
酒店：看两端，靠连锁	40
行业：行业成长稳、高端酒店增长快；管理集中度低	40
盈利：重资产，赚钱难	46
前景：看两端，连锁化	49
REITs	53
REITs 是一种将持有型物业收益提前资本化的工具	53
REITs 增长与经济正相关、利率负相关	55
分红相对高，单位风险回报好	55
投资评估方法	58
金融街 (000402.CH)：推荐	60
浦东金桥 (600639.CH)：推荐	61
北辰实业 (601588.CH)：审慎推荐	62
苏州高新 (600736.CH)：中性	63
世茂股份 (600823.CH)：中性	64
中国国贸 (600007.CH)：中性	65
陆家嘴 (600663.CH)：中性	66
方兴地产 (00817.HK)：上调至“推荐”	67
瑞安地产 (00272.HK)：上调至“审慎推荐”	68
宝龙地产 (01238.HK)：中性	69
SOHO 中国 (00410.HK)：中性	70
普洛斯 (GLP.SP)：推荐	71
嘉茂中国信托 (CRCT.SP)：审慎推荐	72
嘉德商用产业 (CMA.SP)：推荐	73
附录	74

图表

图表 1: 各类商业地产投资排序	6
图表 2: 估值比较表	7
图表 3: 城镇人均商业物业面积国际比较	9
图表 4: 中国房地产存量资产结构	10
图表 5: 商业物业存量占比的国际比较	10
图表 6: 日本商业用地占房地产价值总量的 50%~70%	10
图表 7: 购物中心占比不大	11
图表 8: 甲级写字楼少, 楼龄长	11
图表 9: 香港写字楼中 60%是甲级物业	11
图表 10: 中国仓储业仓库的构成	12
图表 11: 商业物业价格与人均 GDP 比值的国际比较	12
图表 12: 中国商业地产价格增速明显慢于 GDP 增速	13
图表 13: 国际上商业物业售价通常为住宅的 1.5-2.0 倍	13
图表 14: 中国主要城市商业、住宅价格倍数	13
图表 15: 日本商业用地价格指数波动强于住宅	14
图表 16: 香港写字楼价格指数波动强于住宅	14
图表 17: 零售物业价格尚未与住宅显著区分	14
图表 18: 商业物业租金与人均 GDP 比值的国际比较	15
图表 19: 商业地产租金收益率的国际比较 (2010 年四季度)	15
图表 20: 商业地产资产升值收益率的国际比较	16
图表 21: 物业持有成本的国际比较	16
图表 22: 商业地产发展的 S 曲线	17
图表 23: 主要城市商铺、写字楼价格与人均 GDP	17
图表 24: 未来 10 年全国绝大部分城市进入商业地产发展的起步期或加速期	17
图表 25: 城市化进程与房地产市场	18
图表 26: 城市化进程已迈入 50%-70%阶段	18
图表 27: 适龄购房人群占比	18
图表 28: 商业地产在整个房地产开发投资中的占比将逐步提升	19
图表 29: 欧美经济水平与业态发展规律	20
图表 30: 人均 GDP 与人均消费曲线	21
图表 31: 日本各类型购物中心比较	21
图表 32: 家庭汽车保有率已接近 14%	21
图表 33: 商铺租金价格增长趋势与 CPI 正相关	22
图表 34: 租金价格的增长也会推高商铺销售价格	22
图表 35: 人均零售物业面积	23
图表 36: 中国商业总体规模小, 大型商业所占市场份额小	23
图表 37: 进入壁垒过低使行业集中度低, 过度竞争	23
图表 38: 业态发展进程	24
图表 39: 不同类别城市零售物业开发情况	24
图表 40: 城市投资潜力分析	25
图表 41: 零售物业预测模型	26
图表 42: 购物中心未来十年预测	27
图表 43: 中国写字楼租金与 GDP 通常保持同步增长	28
图表 44: 香港写字楼价格、租金指数	28
图表 45: 金融、保险、咨询、服务、贸易、IT 等行业是主要的写字楼租户 (以北京为例)	29
图表 46: 写字楼相关行业在北京 GDP 中占比正逐步提升	29
图表 47: 香港 A 级写字楼租金收益率	29
图表 48: 北京 CBD 区域写字楼供应占比偏低	30
图表 49: 写字楼出租比例将提高	30
图表 50: 写字楼预测模型	31
图表 51: 写字楼未来十年预测	32
图表 52: 中国土地价格 (2009 年)	33
图表 53: 东京和大阪的土地价格 (2009 年)	33

图表 54: 2001-2009 年工业用地价格增长速度	34
图表 55: 中国地段较好的工业用地的价格与大型仓库租金的比率 (2009 年)	34
图表 56: 东京、首尔和香港地段较好的工业用地价格与大型仓库租金的比率 (2009 年)	35
图表 57: 中国 25 个主要城市的土地价格 (2009 年)	35
图表 58: 中国各地区土地价格增长速度 (2009 年)	35
图表 59: 部分工业园区单位产值比较	36
图表 60: 从中美对比看仓储行业的发展潜力	36
图表 61: 中国仓储业仓库的构成	37
图表 62: 中国 GDP 增长速度和消费增长	37
图表 63: 按居民消费排名的全球前十大经济体	37
图表 64: 中国是全球第五大消费国, 五年内或成为第二大消费国	38
图表 65: 雁行发展模式	38
图表 66: 中国的产业转移趋势	38
图表 67: 2009 年中国和美国电子商务市场的差距	39
图表 68: 互联网用户数量大幅增长推动电子商务市场迅猛发展(2001-2009)	39
图表 69: 韩国和日本的酒店业 S 曲线	40
图表 70: 各国星级酒店数	40
图表 71: 国内三星级及以上酒店增速下滑至<10%的增长	41
图表 72: 中国大陆酒店行业收入增速在 5%左右	41
图表 73: 日本酒店也经历了 15%~20%, 5%~10%两个增速阶段	41
图表 74: 韩国酒店的开业高峰在 1985~1990 年	42
图表 75: 美国酒店平均出租率基本维持在 55%~65%之间, 但平均房价涨幅大	42
图表 76: 日本酒店平均出租率中值在 70%左右	42
图表 77: 中国大陆酒店平均出租率	43
图表 78: 中国大陆酒店分星级的入住率	43
图表 79: 分星级酒店收入增长率	43
图表 80: 中法酒店构成对比	44
图表 81: 中美酒店构成对比	44
图表 82: 分星级酒店数量增长率	44
图表 83: 分星级酒店数量增速	45
图表 84: 全球酒店管理集团排名 (2010)	45
图表 85: 中国酒店 RevPAR 情况	46
图表 86: 中国酒店 GOP 情况	46
图表 87: 各国 REITs 的酒店资产盈利状况	47
图表 88: 收入分两块, 住房+餐费	47
图表 89: 2006~2009 年星级以上酒店住房、餐饮收入一般对半开	47
图表 90: 一线城市餐费收入相对低	48
图表 91: 东部地区酒店运营状况略好于中西部	48
图表 92: 2010 年中国酒店税前利润率	48
图表 93: 美国酒店增长主要靠房价提升	49
图表 94: 经济型酒店入住率与星级酒店入住率对比	49
图表 95: 经济型酒店规模增长	50
图表 96: 经济型酒店规模增长	50
图表 97: 经济型酒店规模增长	51
图表 98: 经济型酒店规模增长	51
图表 99: 高星级酒店各种管理模式情况对比 (平均房价)	52
图表 100: 高星级酒店各种管理模式情况对比 (入住率)	52
图表 101: 股权型 REITs 运作模式	53
图表 102: 亚洲国家/地区 REITs 中房地产投资比例比较	53
图表 103: 美国市场 REITs 投资方向 (截至 2010 年 3 月)	54
图表 104: 亚洲国家/地区 REITs 比较	54
图表 105: 美国 REITs 增长率与 GDP 增速、利率水平比较	55
图表 106: 亚洲国家/地区 REITs 中房地产投资比例比较	55
图表 107: 亚洲国家/地区 REITs 中房地产投资比例比较	56
图表 108: 各国分红回报率基本在 4%~8%之间	56
图表 109: 房地产投资信托指数预期收益率与 10 年期国债收益率比较	57

图表 110: REITs 的单位风险回报率更高	57
图表 111: 全球市场 NAV 折让情况.....	58
图表 112: 美国市场 REITs NAV 折让的历史变化情况.....	58
图表 113: 单个 REIT 可以考察其股息回报与长期国债的利差, CRCT 为例.....	59
图表 114: 金融街主要财务, 股票信息.....	60
图表 115: 浦东金桥主要财务, 股票信息	61
图表 116: 北辰实业主要财务, 股票信息	62
图表 117: 苏州高新主要财务, 股票信息	63
图表 118: 世茂股份主要财务, 股票信息	64
图表 119: 中国国贸主要财务, 股票信息	65
图表 120: 陆家嘴主要财务, 股票信息.....	66
图表 123: 方兴地产主要财务, 股票信息	67
图表 124: 瑞安地产主要财务, 股票信息	68
图表 121: 宝龙地产主要财务, 股票信息	69
图表 122: SOHO 中国主要财务, 股票信息	70
图表 125: 普洛斯主要财务, 股票信息.....	71
图表 126: 嘉茂中国信托主要财务, 股票信息.....	72
图表 127: 嘉德商用产业主要财务, 股票信息.....	73
图表 128: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——中国	74
图表 129: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——日本	74
图表 130: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——新加坡.....	75
图表 131: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——香港	75
图表 132: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——美国	76
图表 133: 中国零售物业租金举例 (2010 年)	76
图表 134: 中国主要城市优质零售物业平均租金 (2010 年)	77
图表 135: 全球高端零售物业租金排名	77
图表 136: 全球高端写字楼租金排名	78
图表 137: 中国主要城市写字楼租金/售价	78
图表 138: 零售物业租金指数——环渤海地区	79
图表 139: 零售物业租金指数——长三角地区	79
图表 140: 零售物业租金指数——珠三角地区	80
图表 141: 零售物业租金指数——中西部	80
图表 142: 写字楼租金指数——环渤海地区	81
图表 143: 写字楼租金指数——长三角地区	81
图表 144: 写字楼租金指数——珠三角地区	82
图表 145: 写字楼租金指数——中西部.....	82

核心观点：商业地产迎来加速发展期，股票长期投资价值显现

中国商业地产正迎来加速发展期

- ▶ **未来十年商业地产加速增长：**国际经验表明，人均 GDP3000-8000 美元是商业地产的起步期，8000 美元之后进入加速发展期。未来十年，中国人均 GDP3000-8000 美元的城市数量将从 200 座增加至 320 座，8000 美元以上城市将从 28 座猛增至 177 座，恰是商业地产加速增长阶段。
- ▶ **三大催化剂支撑商业地产加速：**1) **住宅市场调控常态化：**调控使商业地产较住宅的投资作用大大加强，我们认为商业地产价格与住宅的差异将显著拉大。2) **保险资金入市：**保险公司获批以不超过总资产 10% 的资金投资商业地产，假设实际投资占比 5%，将有 2500 亿资金入市，相当于去年商业地产销售额的 30%。目前各大保险公司正着手制定和实施投资计划，今明两年将是保险资金入市的主要时期。3) **REITs 破冰在望：**中国人民银行 2009 年表示 REITs 试点总体构架已形成，待国务院同意后将进行试点；上海正备战中国 REITs 第一单。REITs 的推行将大大提高商业地产流动性。
- ▶ **新增空间相对有限，升级改造空间大：**与国际相比，中国商业地产人均占有量尚可，但质量差，我们认为未来净增空间相对有限，但大量低端物业须待改造。
- ▶ **投资高增长，价格增速超租金，租金收益率下降：**我们预计商业地产投资未来十年仍能保持 15%-20% 的增长速度，在整个房地产开发投资中的占比将从目前的 30% 增至 45%。目前中国商业物业租金水平与经济发展水平基本协同，但价格水平显著落后于经济发展，特别是一线城市零售物业。我们认为流动性和金融创新将使得商业地产价格加速补涨，增速快于租金，租金收益率将呈现下降趋势。
- ▶ **我们推荐的投资顺序依次为零售物业、写字楼、工业物业、酒店：**我们偏好零售物业和写字楼短期内的资产升值预期及相对较低的专业性要求；工业物业虽然租金收益率高且在长期具备非常大的资产升值潜力，但短期爆发力不强且专业性要求高，目前并非最佳的投资时期；酒店在四个业态中投资吸引力最差。

图表 1：各类商业地产投资排序

	租金收益率	长期资产升值潜力	短期资产升值预期	专业性要求	综合评分
零售物业	★★★	★★★	★★★★	★★★	13
写字楼	★★	★★	★★★	★★★★	11
工业物业	★★★★	★★★★	★	★	10
酒店	★	★	★★	★★	6
分数高的含义	收益率高	长期潜力大	短期增值可能性大	投资专业性要求低	值得投资

资料来源：中金公司研究部

投资建议

- ▶ **零售物业：**我们看好购物中心（及以零售物业为主体的城市综合体）子类，有三条线值得关注：1）一线城市市中心及副中心的大型购物中心（以现有存量为主）；2）一线城市郊区型购物中心（以未来增量为主）；3）二三线城市市区型购物中心（存量增量并重），具体城市包括环渤海一带的天津、济南、青岛、大连、沈阳；中西部的南京、成都、武汉、郑州、太原；长三角的苏州、无锡；珠三角的珠海、佛山等。
- ▶ **写字楼：**我们判断未来核心地段甲级写字楼需求量还将快速增长，供求不均衡使得这一地段的甲级写字楼投资价值凸显。我们看好在一线城市（主要指北京、上海）核心地段持有甲级写字楼。
- ▶ **工业物业：**我们看好工业园区和物流仓库在中国的发展机会，特别是高新技术园区和现代化仓储物流设施，交通枢纽城市最值得关注。
- ▶ **酒店：**我们对酒店的投资评级显著弱于上述三类物业，但其中高星级酒店及经济型连锁酒店仍值得关注。

我们认为持有上述成熟优质物业或拥有上述物业土地储备、商业运营能力强、资金实力强的上市公司是比较好的投资选择。与开发类地产不同,商业租金收入的提升较为慢,年收入增速较低,商业类地产公司投资价值来自于中长期,近期随着股份调整,商业类地产估值明显偏低,其长期投资价值显现,建议投资者介入并持有具有优良资产和商业运营能力的公司,A股如金融街、浦东金桥、中国国贸、北辰实业;H股方兴地产、瑞安地产、北辰实业。

图表2: 估值比较表

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)
			27/9/2011			27/9/2011	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	7.2	n.a.	n.a.	77.1	0.48	0.66	0.89	1.07	14.8	10.8	8.0	6.7	2.1	1.8	1.5	1.2	10.8	11.8	-33%	-39%	75%	74.3
金地集团	600383	推荐	5.1	n.a.	n.a.	22.6	0.40	0.60	0.75	0.90	12.7	8.4	6.7	5.6	1.5	1.3	1.1	0.9	9.7	10.0	-48%	-49%	71%	17.3
招商地产	000024	推荐	16.5	n.a.	n.a.	25.6	0.96	1.17	1.51	1.89	17.2	14.0	10.9	8.7	1.7	1.6	1.4	1.2	29.0	29.6	-43%	-44%	65%	12.6
金融街	000402	推荐	6.2	n.a.	n.a.	18.7	0.45	0.59	0.77	0.89	13.7	10.5	8.0	7.0	1.2	1.1	1.0	0.9	12.1	13.6	-49%	-54%	68%	8.5
首开股份	600376	推荐	8.8	n.a.	n.a.	13.2	0.62	0.90	1.19	1.51	14.1	9.8	7.4	5.8	1.4	1.2	1.0	0.9	18.7	19.1	-53%	-54%	75%	17.6
滨江集团	002244	推荐	8.1	n.a.	n.a.	11.0	0.48	0.71	0.75	1.45	17.1	11.4	10.8	5.6	2.6	1.8	1.6	1.2	13.30	14.93	-39%	-46%	80%	5.0
保利地产	600048	推荐	9.2	n.a.	n.a.	54.5	0.59	0.83	1.17	1.48	15.5	11.1	7.8	6.2	2.2	1.8	1.4	1.2	15.1	15.5	-39%	-41%	79%	60.6
华侨城A	000069	推荐	6.6	n.a.	n.a.	36.9	0.30	0.54	0.66	0.85	21.6	12.1	10.0	7.8	3.5	2.8	2.2	1.7	12.1	12.8	-46%	-48%	70%	9.6
中南建设	000961	推荐	7.8	n.a.	n.a.	9.1	0.48	0.63	0.90	1.22	16.3	12.3	8.7	6.4	2.3	1.7	1.4	1.2	15.1	18.0	-48%	-57%	78%	10.9
冠城大通	600067	审慎推荐	7.4	n.a.	n.a.	5.4	0.39	0.70	0.98	1.13	19.2	10.5	7.6	6.5	2.7	2.2	1.7	1.3	15.8	15.9	-53%	-54%	74%	3.2
华发股份	600325	审慎推荐	8.6	n.a.	n.a.	7.0	0.83	0.92	1.02	1.20	10.3	9.3	8.4	7.1	1.4	1.2	1.1	0.9	17.4	19.3	-51%	-56%	68%	7.0
北京城建	600266	审慎推荐	11.7	n.a.	n.a.	10.4	0.96	1.35	1.22	1.41	12.2	8.6	9.5	8.3	2.1	1.9	1.5	1.2	19.1	20.9	-39%	-44%	69%	4.0
荣盛发展	002146	审慎推荐	7.2	n.a.	n.a.	13.4	0.33	0.55	0.73	0.95	22.0	13.2	9.9	7.6	3.5	2.5	1.9	1.6	8.9	9.9	-19%	-27%	75%	16.6
广宇集团	002133	审慎推荐	4.9	n.a.	n.a.	2.4	0.33	0.44	0.60	0.71	14.7	11.1	8.2	6.9	1.4	1.3	1.1	0.9	7.8	8.5	-37%	-42%	72%	1.1
北辰实业	601588	审慎推荐	3.1	n.a.	n.a.	10.3	0.17	0.06	0.12	0.17	17.8	50.6	25.2	17.6	1.1	1.1	1.1	1.0	7.9	8.1	-62%	-62%	58%	7.3
栖霞建设	600533	中性	4.1	n.a.	n.a.	4.3	0.21	0.27	0.33	0.38	19.4	15.2	12.5	10.9	1.6	1.2	1.1	1.0	4.3	4.9	-5%	-16%	56%	3.2
苏州高新	600736	中性	5.3	n.a.	n.a.	5.6	0.24	0.36	0.32	0.39	22.2	14.9	16.6	13.5	1.4	1.3	1.2	1.2	7.4	7.6	-29%	-30%	75%	4.1
世茂股份	600823	中性	12.2	n.a.	n.a.	14.3	0.18	0.75	0.82	1.00	69.4	16.4	14.9	12.2	2.0	1.4	1.3	1.1	21.1	23.4	-42%	-48%	61%	8.2
中华企业	600675	中性	5.1	n.a.	n.a.	7.2	0.45	0.50	0.48	0.50	11.4	10.3	10.8	10.3	2.0	1.6	1.4	1.3	7.9	8.7	-35%	-41%	77%	2.3
阳光股份	000608	中性	4.2	n.a.	n.a.	3.1	0.36	0.58	0.32	0.45	11.7	7.2	12.9	9.3	1.6	1.3	1.2	1.1	6.5	6.5	-36%	-36%	56%	2.2
亿城股份	000616	中性	3.8	n.a.	n.a.	4.5	0.35	0.46	0.50	0.61	10.7	8.2	7.6	6.2	1.6	1.3	1.1	0.9	5.2	5.5	-28%	-32%	62%	2.2
平均值											18.3	13.1	10.6	8.4	1.9	1.6	1.3	1.1			-40%	-44%	70%	
中位数											15.5	11.1	9.5	7.1	1.7	1.4	1.3	1.2			-39%	-44%	71%	
开发和持有:																								
浦东金桥	600639	推荐	8.3	n.a.	n.a.	6.8	0.39	0.57	0.59	0.57	21.5	14.6	14.1	14.7	2.1	2.1	1.8	1.6	13.7	15.3	-39%	-45%	52%	1.7
陆家嘴	600663	中性	11.9	n.a.	n.a.	19.9	0.63	0.64	0.68	0.69	18.8	18.6	17.6	17.1	2.2	2.2	1.9	1.7	17.2	19.1	-31%	-38%	49%	2.0
中国国贸	600007	中性	8.8	n.a.	n.a.	8.9	0.29	0.12	0.24	0.37	30.6	73.4	36.9	23.9	2.0	2.0	1.9	1.8	13.7	14.6	-36%	-40%	54%	0.5
平均值											23.6	35.5	22.9	18.6	2.1	2.1	1.9	1.7			-35%	-41%	52%	
中位数											21.5	18.6	17.6	17.1	2.1	2.1	1.9	1.7			-36%	-40%	52%	
B股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)				
万科B	200002	推荐	6.8	14.3	110%	89.7	0.55	0.77	1.09	1.31	12.4	8.9	6.2	5.2	1.8	1.5	1.1	0.9	12.5	14.3	-46%	-52%	75%	74.3
招商局B	200024	推荐	10.2	25.2	148%	29.8	1.09	1.36	1.84	2.30	9.4	7.5	5.5	4.4	0.9	0.8	0.7	0.6	33.7	36.0	-70%	-72%	65%	12.6
金桥B	900911	推荐	5.7	13.0	127%	7.9	0.44	0.66	0.72	0.69	13.0	8.7	8.0	8.3	1.3	1.2	1.0	0.9	15.9	18.6	-64%	-69%	52%	1.7
陆家B	900932	推荐	8.6	18.6	117%	23.1	0.72	0.74	0.82	0.84	12.0	11.6	10.4	10.2	1.4	1.3	1.1	1.0	19.9	23.3	-57%	-63%	49%	2.0
平均值											11.7	9.1	7.5	7.0	1.3	1.2	1.0	0.9			-59%	-64%	60%	
中位数											12.2	8.8	7.1	6.7	1.3	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	11.9	16.9	42%	97.1	0.79	1.20	1.71	2.03	15.0	9.9	7.0	5.9	2.3	1.8	1.4	1.2	20.6	22.5	-42%	-47%	64%	44.3
龙湖地产	960	推荐	8.2	12.8	56%	42.1	0.33	0.51	1.02	1.32	24.4	16.0	8.0	6.2	3.1	2.3	1.7	1.4	17.0	19.2	-52%	-57%	76%	33.3
华润置地	1109	推荐	9.1	12.4	37%	48.9	0.48	0.67	1.00	1.36	19.0	13.6	9.1	6.7	1.3	1.1	0.9	0.8	19.9	20.7	-54%	-56%	61%	26.7
雅居乐	3383	推荐	6.1	9.3	52%	21.2	0.61	1.20	1.45	1.59	10.0	5.1	4.2	3.8	1.3	1.0	0.8	0.7	22.5	23.2	-73%	-74%	71%	39.2
融创中国	1918	推荐	1.4	2.5	82%	4.2	0.30	0.60	0.93	1.46	4.7	2.3	1.5	1.0	2.7	0.8	0.5	0.4	8.5	9.0	-84%	-84%	70%	6.8
方兴地产	817	推荐	1.1	2.0	79%	10.4	0.11	0.12	0.19	0.19	9.9	9.7	6.0	5.9	0.6	0.4	0.4	0.4	4.1	4.3	-72%	-74%	48%	2.4
远洋地产	3377	审慎推荐	2.6	3.6	36%	15.0	0.21	0.41	0.56	0.74	12.5	6.4	4.8	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	1.5	30%	8.9	0.21	0.27	0.36	0.45	5.4	4.3	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	2.9	31%	37.1	0.15	0.30	0.38	0.46	14.9	7.4	5.8	4.9	1.5	1.3	1.1	1.0	5.3	5.8	-58%	-62%	69%	52.1
瑞安地产	272	审慎推荐	2.0	3.5	78%	10.3	0.50	0.17	0.26	0.33	4.0	11.6	7.5	6.1	0.4	0.4	0.3	0.3	7.0	8.8	-72%	-78%	54%	14.1
宝龙地产	1238	中性	1.4	2.0	48%	5.5	0.34	0.30	0.41	0.48	4.0	4.6	3.3	2.8	0.6	0.4	0.3	0.3	3.9	4.4	-66%	-69%	54%	8.5
绿城中国	3900	中性	3.9	5.6	45%	6.4	0.54	0.83	1.67	2.12	7.1	4.7	2.3	1.8	0.6	0.5	0.4	0.4	21.9	22.6	-82%	-83%	88%	40.0
深控股	604	中性	1.5	1.9	26%	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
SOHO中国	410	中性	5.1	6.2	21%	26.7	0.37	0.78	0.24	0.81	14.0	6.6	21.4	6.4	1.4	1.2	1.1	0.9	7.4	8.3	-31%	-38%	58%	1.9
富力地产	2777	中性	5.6	7.2	28%	18.1	0.95	1.32	1.66	1.94	5.9	4.2	3.4	2.9	0.9	0.8	0.6	0.5	18.0	18.3	-69%	-69%	74%	24.5
世茂地产	813	中性	6.2	7.7	25%	21.9	0.77	0.96	1.28	1.57	8.0	6.5	4.8	3.9	0.8	0.7	0.6	0.5	15.0	17.1	-59%	-64%	69%	32.9
平均值											10.0	7.2	5.8	4.1	1.2	0.8	0.7	0.6			-65%	-68%	66%	
中位数							23%				8.0	6.5	4.8	3.9	0.8	0.7	0.5	0.4			-71%	-73%	64%	

中国商业地产概览

商业地产，指作为商业用途的房地产，以区别于以居住功能为主的住宅房地产。狭义的商业地产仅指用于零售物业，包括购物中心、超级购物中心、大卖场、商业街、主题商场、专业市场等。广义的商业地产还包括写字楼、酒店、甚至工业地产，以及多种业态的综合体形式。本报告基于广义概念，侧重分析零售物业、写字楼、工业地产和酒店。

我们试图通过本研究回答：1) 影响商业地产的核心因素是什么；2) 中国商业地产处于什么阶段；3) 价格、租金、收益率当前水平及未来趋势；4) 哪些地区的哪类商业地产具备更高的投资价值。

我们研究认为：

- ▶ **中国商业地产现状：**1) **存量少：**城镇人均零售物业面积 0.9 平方米，人均写字楼面积 0.9 平方米；在城镇房地产存量当中，商业物业面积占比 8%，价值量占比 17%，均大幅低于欧美和亚洲主要经济体。2) **质量差：**零售物业中 65% 属于低端物业，写字楼中甲级物业少且楼龄长，工业物业中 70% 以上无法满足现代工业需求。3) **价格低：**商业物业价格水平显著落后于经济发展水平，特别是一线城市零售物业。4) **租金基本合理：**租金水平与经济发展水平基本协同。5) **租金收益率高，**但资产升值收益率一般，两项加总的总收益率尚可。5) **持有成本基本合理：**若以物业市场价值为基数计量，中国商业地产年持有成本约为 0.8%，与国际相比基本合理。
- ▶ **商业地产发展规律：**我们认为中国商业地产恰逢起步期，将加速发展。理由有三：1) **经济发展规律：**国际经验表明，人均 GDP3000-8000 美元是商业地产的起步期，8000 美元之后进入加速发展期。未来十年，中国人均 GDP3000-8000 美元的城市数量将从 200 座增加至 320 座，8000 美元以上城市将从 28 座猛增至 177 座。2) **城市发展规律：**城市化率 50%-70% 是大城市商业地产发展的黄金阶段，目前中国刚好跨入 50% 关口。3) **人口变化规律：**中国适龄购房人口占比已走入下降阶段，未来将进入老龄化和消费型社会，意味着住宅市场趋于稳定，商业地产将完成接棒。
- ▶ **近期利好因素：**1) **政策因素：**中国住宅市场的调控使得商业地产正迎来加速发展的机遇，商业地产价格与住宅的差异将逐步拉大。2) **保险资金入市：**保监会去年已发文许可保险公司以不超过总资产 10% 的比例投资商业地产，假设实际投资比例 5%，将有 2500 亿资金入市，相当于去年商业地产销售额的 30%。
- ▶ **未来趋势：**我们预计商业地产投资未来十年仍能保持 15%-20% 的增长速度，在整个房地产开发投资中的占比将从目前的 30% 增至 45%。商业地产租金、价格将双双上涨，但价格增长明显快于租金，体现为租金收益率下降。

商业地产和住宅有什么区别

在正式进入商业地产分析之前，有必要首先了解商业地产区别于住宅的主要特征有哪些：

- ▶ **经营方式以租赁为主：**住宅一般采用出售的方式，即便有相当数量的住房租赁存在，也是购买后再出租。而商业物业则以租赁为主，建成后有资产所有者或管理者将其分散或整体出租给租客。
- ▶ **可提供持续现金流：**与住宅开发完成后一次性确认销售收入不同，商业地产可产生持续的租金收入。商业地产也因此被称为收益性物业 (income-producing property)。
- ▶ **具有税盾作用：**商业地产前期建设投资等可在运营期逐年摊销，从而起到一定的避税作用。
- ▶ **投资风险大：**与住宅快速销售不同，零售商业物业的投资回收期长。期内经济、交通、人口、政策等因素变化都会对收益产生极大影响。尤其是在初始运营阶段，随时可能面临调整和亏损。
- ▶ **投资规模大：**商业地产开发建设一般都需要投入大量的资金，需要雄厚的资金支持；同时，经营过程中，还需要占用大量的流动资金。因此，如何融资以及安排资金收支是商业地产开发经营的重要课题，这也是商业地产被认为“一半是地产、一半是金融”的原因。

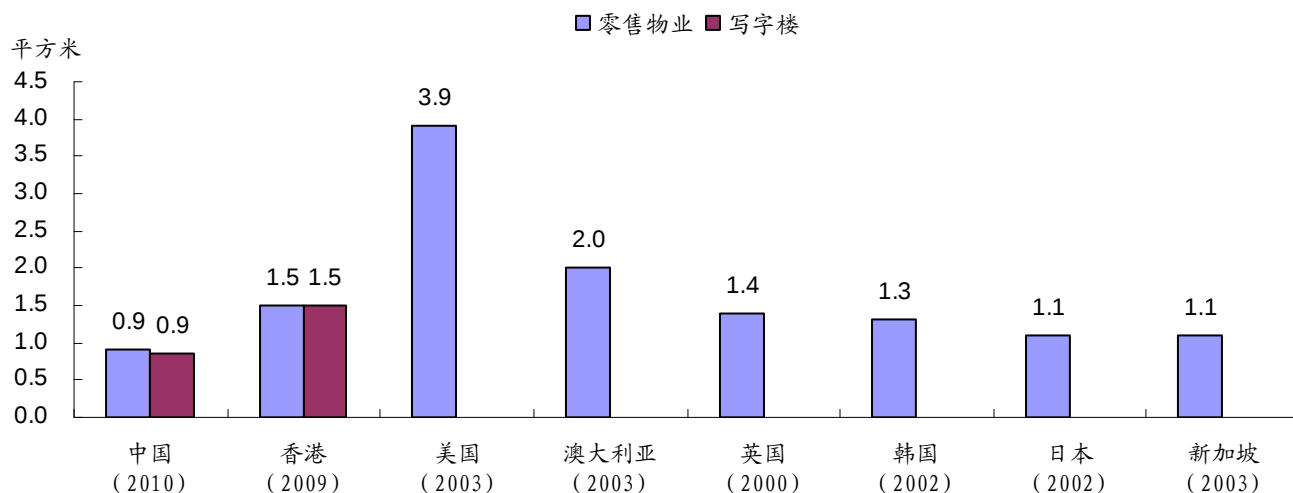
- ▶ **经营管理要求高：**商业地产能否盈利很大程度上取决于整个投资回收期内的经营表现，而后者又对经营管理有相当高的专业性要求，其复杂程度远远超过住宅。
- ▶ **难以简单复制：**项目异地复制已是住宅开发中的惯用手法，但对于商业地产则不适用。
- ▶ **背后有多种衍生投资品种支持：**能够提供持续现金流的特点使得商业地产衍生出一些相关投资品种，例如房地产投资信托（REITs）、商业抵押支持证券（CMBS）等。其中 REITs 的出现使得商业地产投资方式出现了重大变革，也使得商业地产的流动性大大增强。商业地产相对于住宅的溢价以及高波动性与 REITs 的出现不无关系。
- ▶ **估价以收益法最为常用：**房地产估价主要有成本法、市场法和收益法三种，住宅通常以成本法和市场法为主，而商业地产则以收益法和市场法为主，尤以收益法最为常用。该方法以未来若干年的预期收益为基础，以一定的资本化率还原为现值，用以估算标的物业价值，侧重于反映物业获取收益能力的大小。确定租金净收益及资本化率是该方法的核心。

中国商业地产之大现状

存量：人均占有量尚可，但总量占比偏低

- ▶ **人均占有量略低于亚洲主要国家（地区）：**若包含底商以及非商用该做商业用途的物业，中国人均零售物业面积 0.9 平方米，人均写字楼面积 0.9 平方米，显著低于美国、澳大利亚，略低于亚洲主要国家（地区）。

图表 3：城镇人均商业物业面积国际比较

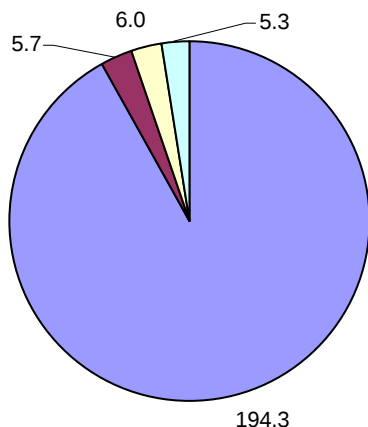


资料来源：世联地产，CEIC，IMF，中金公司研究部

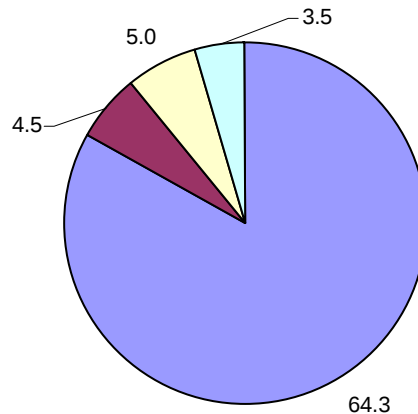
- ▶ **总量占比低：**我们估算认为中国城镇房地产存量面积 210 亿平方米，其中零售物业面积 6.0 亿平方米，写字楼 5.7 亿平方米，工业物业 5.3 亿平方米，三类商业物业合计占比 8%；若以价值量估算，三类商业物业合计占比 17%，均显著低于日本、香港。日本商业地产价值量占比曾高达 70%。

图表4：中国房地产存量资产结构

中国城镇房地产存量面积（亿平方米）



中国城镇房地产存量价值（万亿）



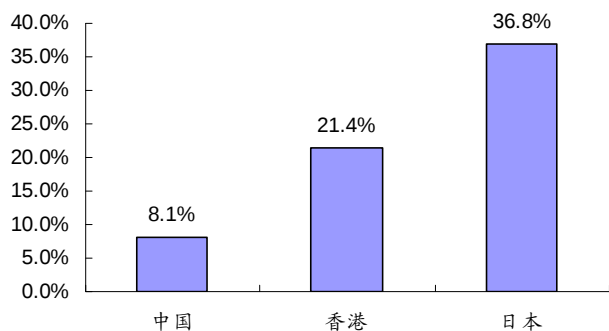
■ 城镇住房 ■ 写字楼 ■ 商铺 ■ 工业物业等

■ 城镇住房 ■ 写字楼 ■ 商铺 ■ 工业物业等

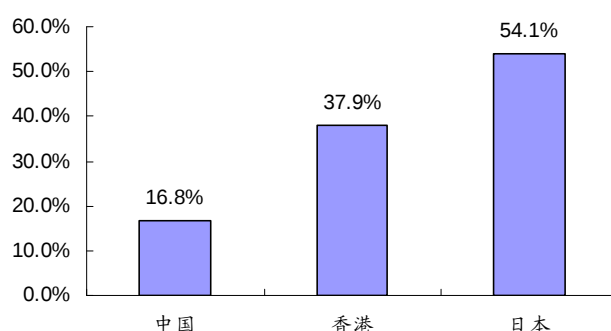
资料来源：CREIS，中金公司研究部

图表5：商业物业存量占比的国际比较

商业物业存量面积占房地产存量面积的比重



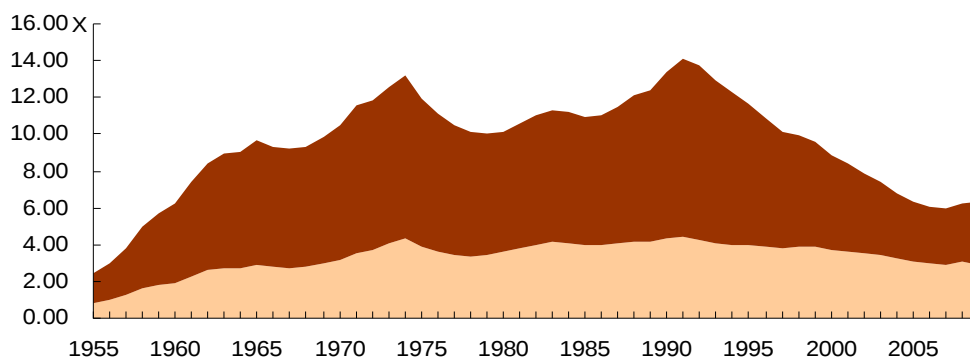
商业物业存量价值量占房地产存量价值量的比重



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表6：日本商业用地占房地产价值总量的50%~70%

住宅用地价值/GDP ■ 商业用地价值/GDP

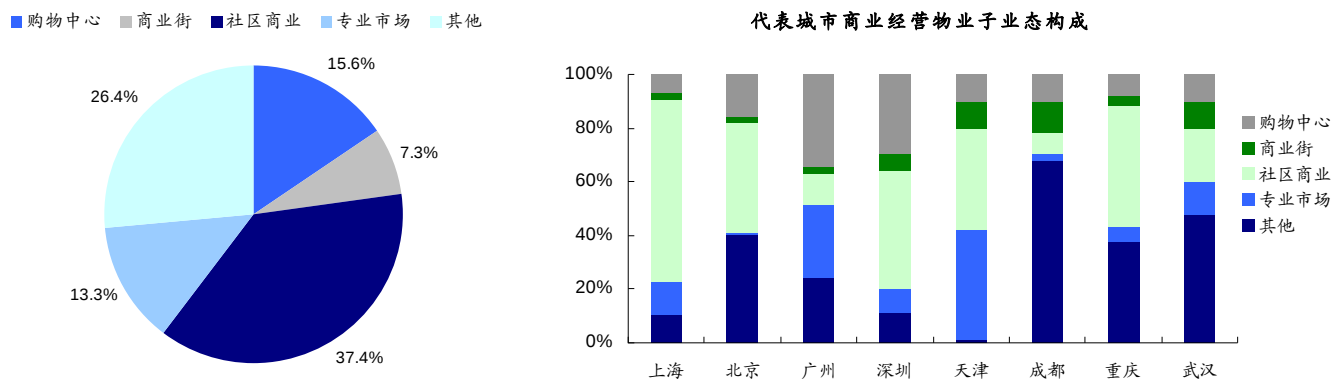


资料来源：日本统计局，日本国土交通省土地调查，中金公司研究部

质量：大部分为低端物业

- 零售物业中约 65% 是社区底商和零散商铺等低端物业：真正意义上的购物中心和商业街的占比仅有 23%。除广州、深圳外，大多数一二线城市低端零售物业占比更高。

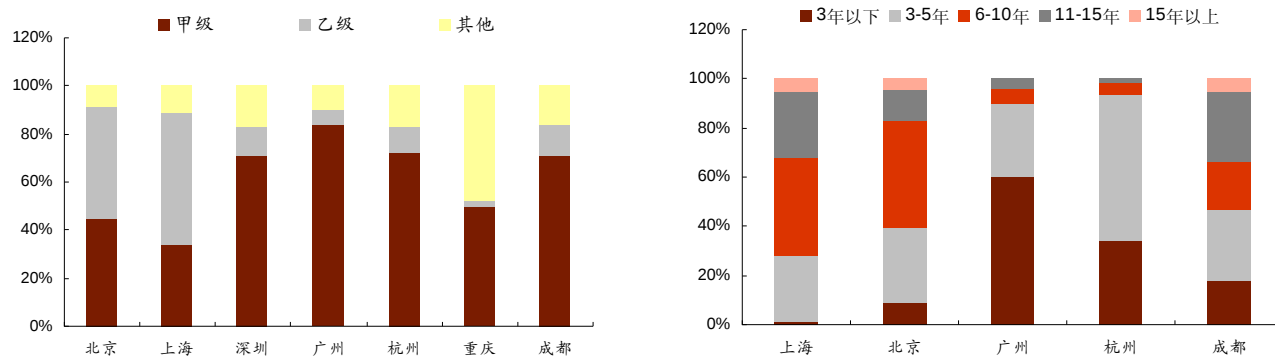
图表 7：购物中心占比不大



资料来源：CBRE，中金公司研究部

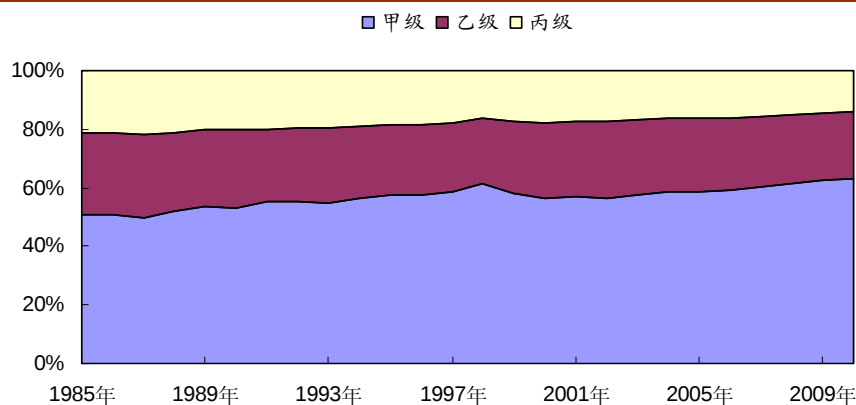
- 写字楼中甲级物业较少，且楼龄较长：特别是在北京、上海，甲级写字楼占比仅 40%，约 1/4 楼龄在 10 年以上。

图表 8：甲级写字楼少，楼龄长



资料来源：CBRE，中金公司研究部

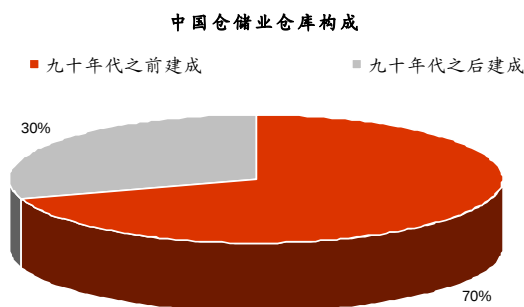
图表 9：香港写字楼中 60% 是甲级物业



资料来源：CEIC，中金公司研究部

- **工业物业：**以物流仓库为例，中国超过 70% 的仓库修建于 20 世纪 90 年代以前，超过 75% 的仓库无法满足如今的物流需求。

图表 10：中国仓储业仓库的构成

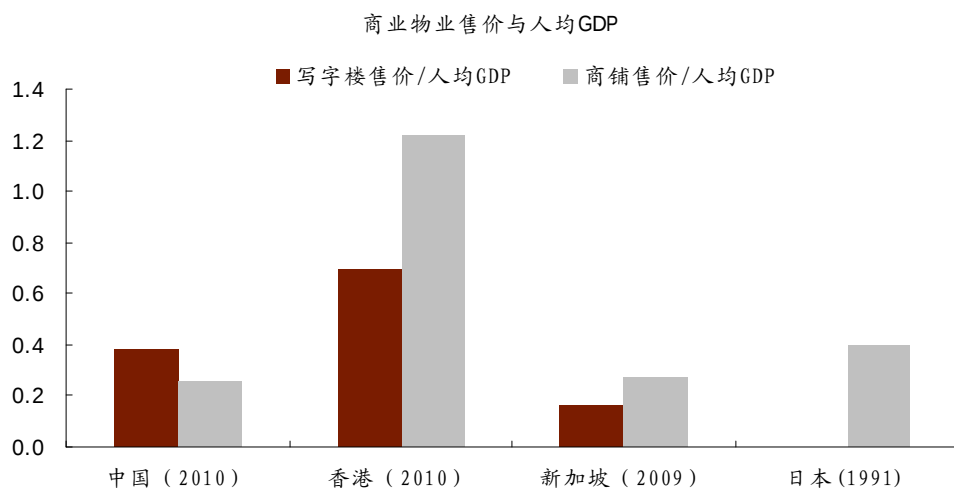


资料来源：中国物流采购联合会（CFLP），中金公司研究部

价格：总体水平偏低，尚未显著区分于住宅

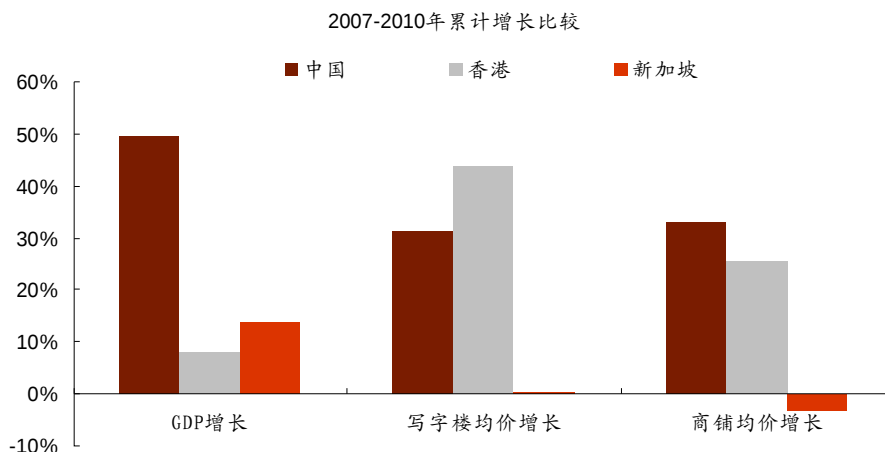
- **价格水平偏低：**我们通过比较商业物业价格与人均 GDP 的比值发现，中国商业物业价格未被高估，特别是零售物业价格显著偏低。同时，过去三年中商业物业价格涨幅明显慢于 GDP 增速。

图表 11：商业物业价格与人均 GDP 比值的国际比较



资料来源：CEIC，CREIS，中金公司研究部。

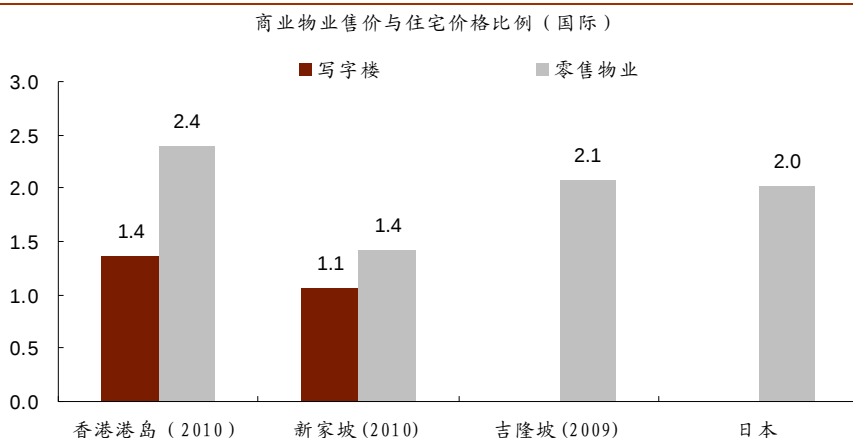
图表 12: 中国商业地产价格增速明显慢于 GDP 增速



资料来源: CEIC, Wind, 中金公司研究部

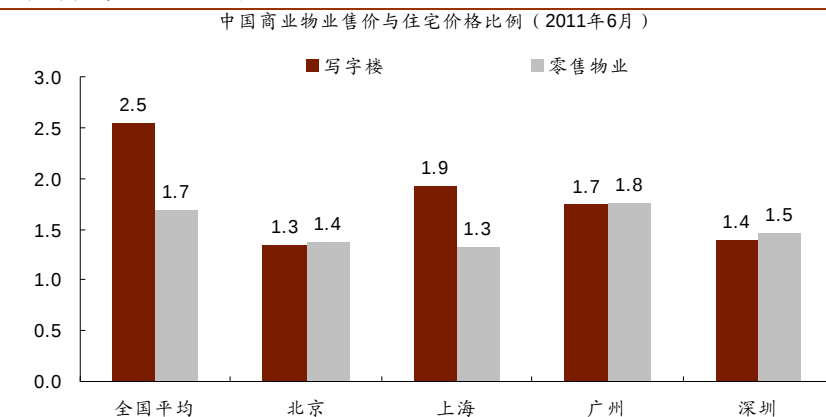
- **零售物业价格尚未显著区分于住宅:** 国际比较可以看出, 商业地产价格通常是住宅价格的 1.5~2.0 倍, 零售物业溢价较写字楼更为明显。然而在中国, 写字楼价格与住宅的差异已接近或超过国际水平, 但零售物业价格仍被显著低估。

图表 13: 国际上商业物业售价通常为住宅的 1.5-2.0 倍



资料来源: CEIC, Wind, 中金公司研究部

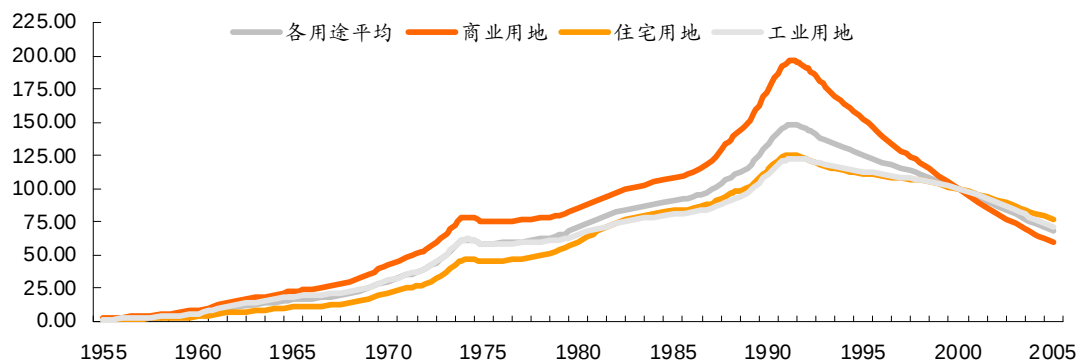
图表 14: 中国主要城市商业、住宅价格倍数



资料来源: CREIS, 中金公司研究部

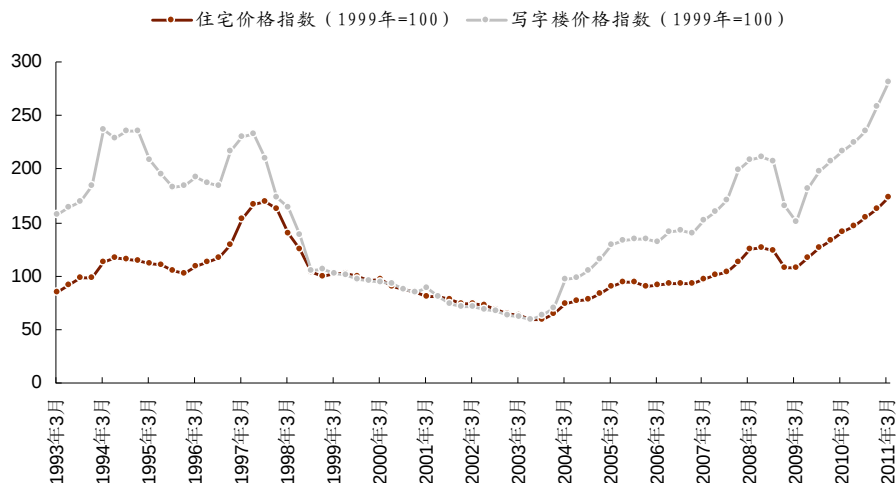
- **商业地产价格的高波动性尚未显现：**日本、香港经验均表明同一时期内商业地产价格的波动性强于住宅，背后逻辑在于商业地产受经济周期波动的影响更为明显。但在中国，这种差异还不明显。

图表 15：日本商业用地价格指数波动强于住宅



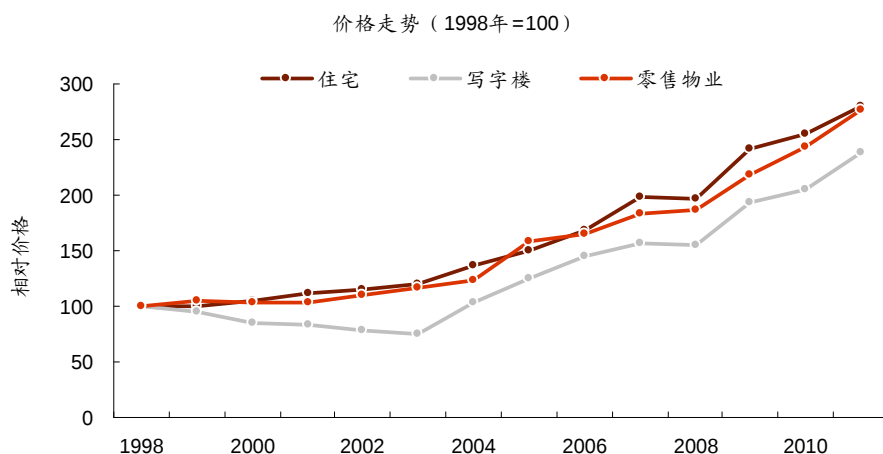
资料来源：Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism

图表 16：香港写字楼价格指数波动强于住宅



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 17：零售物业价格尚未与住宅显著区分

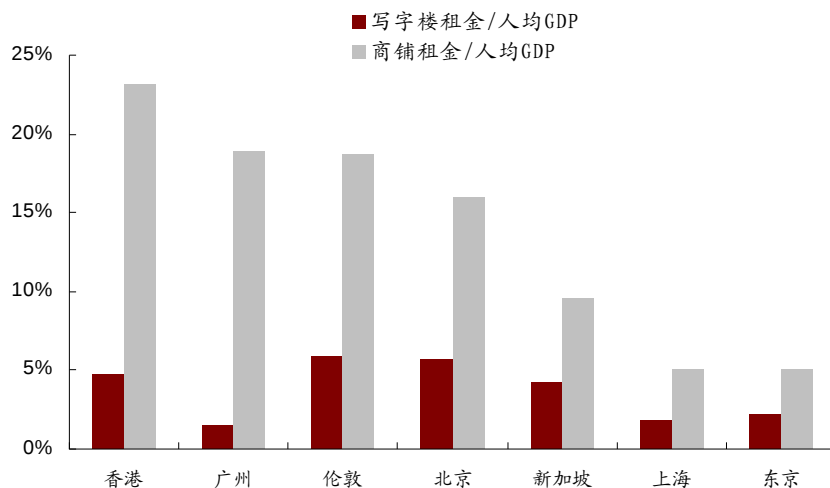


资料来源：CREIS，中金公司研究部

租金：总体水平较为合理

通过比较商业地产租金与人均 GDP 可以看到，中国一线城市写字楼、零售物业租金整体上处于合理水平。

图表 18：商业物业租金与人均 GDP 比值的国际比较



资料来源：CEIC, CREIS, 中金公司研究部

收益率：租金收益率高，资产升值收益率一般

- **租金收益率较高：**原因在于租金水平相对合理但售价低估。

图表 19：商业地产租金收益率的国际比较（2010 年四季度）

城市	写字楼	高档住宅	商业	工业
大中华区				
北京	5.0-8.0%	3.0-5.0%	6.0-11.0%	9.5-11.0%
上海	4.5-5.5%	4.5-5.0%	4.5-5.0%	6.0-7.0%
广州	5.3-7.4%	2.4-3.7%	6.0-8.0%	n.a
香港	3.30%	2.80%	3.6%	4.90%
台北	2.6-3.5%	n.a	3.5-4.0%	3.0-3.8%
东京	3.5-4.0%	5.5-6.5%	3.8-4.3%	5.5-6.0%
首尔	5.5-6.8%	2.0-2.2%	6.0-7.0%	9.0-10.0%
印度				
新德里	7.0-8.0%	2.0-3.0%	8.8-9.5%	10.0-12.0%
孟买	10.0-12.0%	3.5-5.0%	12.0-14.0%	13.0-14.0%
新加坡	3.40%	2.0%	5.7%	5.6%
吉隆坡	6.0-6.5%	5.0-6.0%	7.0-7.5%	n.a
曼谷	5.5-7.0%	3.5-7.0%	6.0-7.5%	8.0-9.5%
马尼拉	6.5-9.5%	7.0-10.0%	n.a	n.a

资料来源：CBRE, 中金公司研究部

- **资产升值收益率一般：**由于以往中国房地产价格的上涨主要表现在住宅市场，商业地产价格并未出现高涨幅，因此资产升值收益率并不是很高。
- **总收益率较好：**以租金收益率和资产升值收益率合并计算总收益率来看，在中国投资商业地产的收益率水平较好，但资金成本（以长期国债收益率、定期存款利率、CPI 衡量）也同样较高。

图表 20: 商业地产资产升值收益率的国际比较

投资收益率	中国 (2007Q3-2010Q3)	日本 (2007Q3-2010Q3)	香港 (2007Q3-2010Q3)	新加坡 (2007Q3-2010Q3)	美国 (2003Q3-2006Q3)
写字楼	47% (=25%+22%)	-1.5% (=-12.5%+11%)	49% (=38%+11%)	8.5% (=-5%+13.5%)	67% (=45%+22%)
商铺	63% (=39%+24%)		61% (=49%+12%)	20% (=2%+18%)	70% (=48%+22%)
工业	n.a	6.5% (=-10%+16.5%)	57% (=40%+17%)	23% (=7%+16%)	71% (=48%+23%)
国债收益率	12%	4%	0%	9%	14%
CPI	9%	-1%	5%	10%	10%
定期存款利率	14%	1%	1%	1%	13%

注：括号中前一个为资产升值收益率，后一个为租金收益率。
 资料来源：CBRE, CEIC, 中金公司研究部

持有成本：与国际相比较为合理

若以物业市场价值为基数计量，中国商业地产年持有成本约为 0.8%，比较各国房产税标准可以看到，这一比例基本合理。

图表 21: 物业持有成本的国际比较

国家/地区	每年持有成本占物业市场价值的比重	
	房屋	土地
中国	0.72%-0.84%	无
日本	0%-1.7%	0.33%-0.67%
韩国	0.15%-6%	0.2%-4.5%
香港	0.15%	0.09%
新加坡	0.14%-0.35%	
印度	0.45%-1.45%	
澳大利亚	0%-3.7%	
英国	1.0%-3.2%	
法国(巴黎)	0.22%-0.4%	0.18%
加拿大	0.85%-2.29%	
美国	0.3%-2.9%	

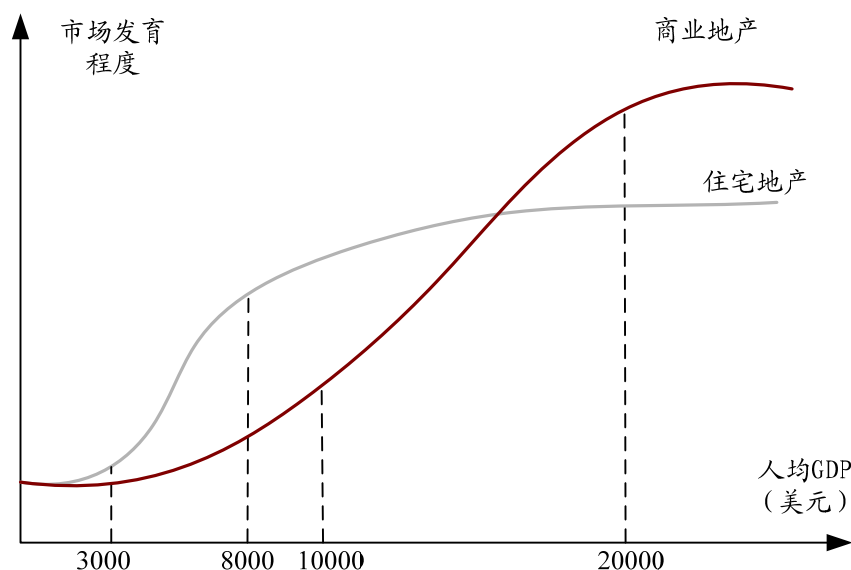
资料来源：http://www.cs.com.cn/xwzx/16/201104/t20110410_2838552.html，中金公司研究部

中国商业地产之大趋势

商业地产迎来加速发展期

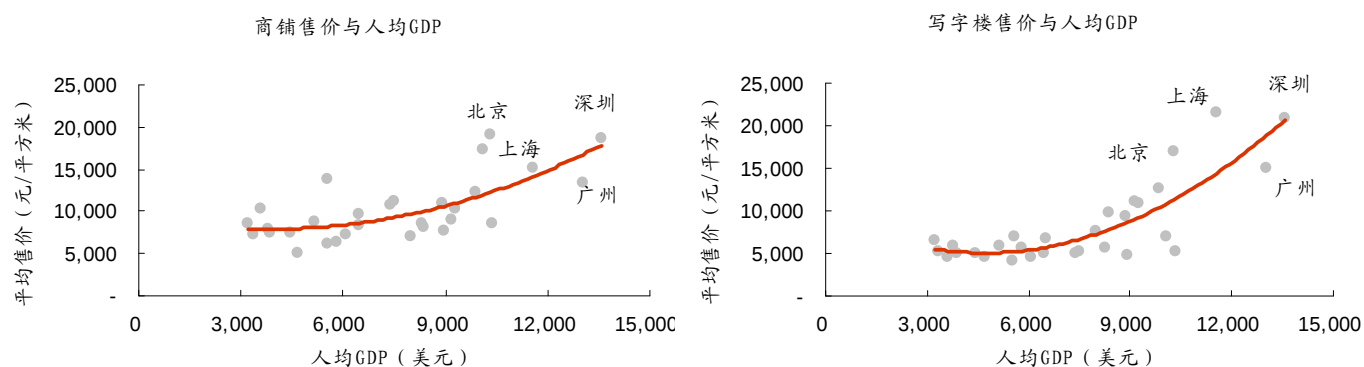
- **经济发展阶段：**与住宅不同，商业地产起步期较晚但持续期很长。国际经验表明，人均 GDP3000-8000 美元是商业地产的起步期，8000 美元之后进入加速发展期，直至 20000 美元之后才进入成熟发展期。而在起步期时，新增供应增速往往最快。中国目前正处于从起步期，而一线城市已步入加速发展期。未来十年，人均 GDP3000-8000 美元的城市数量将从 200 座增加至 320 座，而人均 GDP8000 美元以上城市将从 28 座猛增至 177 座。

图表 22：商业地产发展的 S 曲线



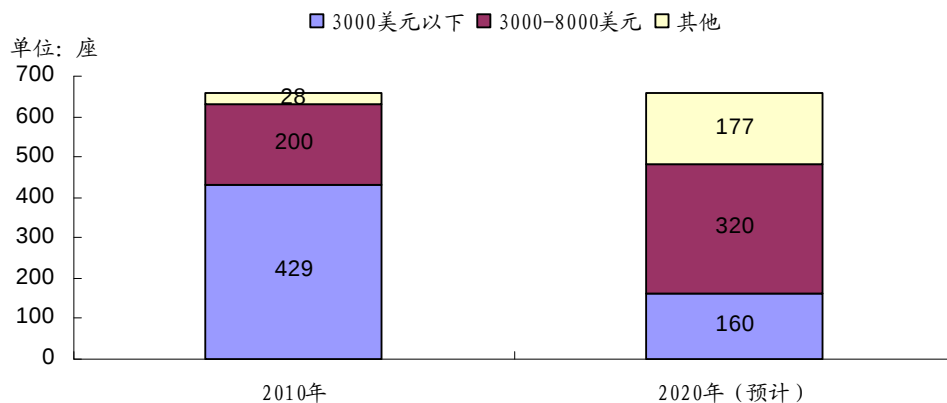
资料来源：中金公司研究部

图表 23：主要城市商铺、写字楼价格与人均 GDP



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 24：未来 10 年全国绝大部分城市进入商业地产发展的起步期或加速期



资料来源：CEIC，中金公司研究部

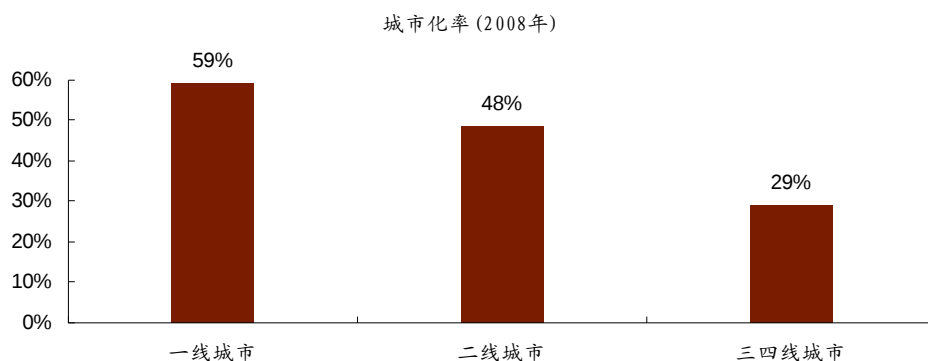
► **城市发展规律：**城市化率 50%-70% 时，是大城市商业地产发展的黄金阶段，目前中国刚好跨入 50% 关口。

图表 25: 城市化进程与房地产市场

城市化率	人口流动主导方向	房地产市场
<50%	从农村进入城市	全国房地产市场表现平均，商业地产仅在一线城市表现突出
50%~70%	从小城市进入大城市	大城市房地产市场加速，商业地产在这些城市蓬勃发展
>70%	从城区进入郊区	郊区商业发展迅猛，核心区甲级写字楼坚挺

资料来源：中金公司研究部

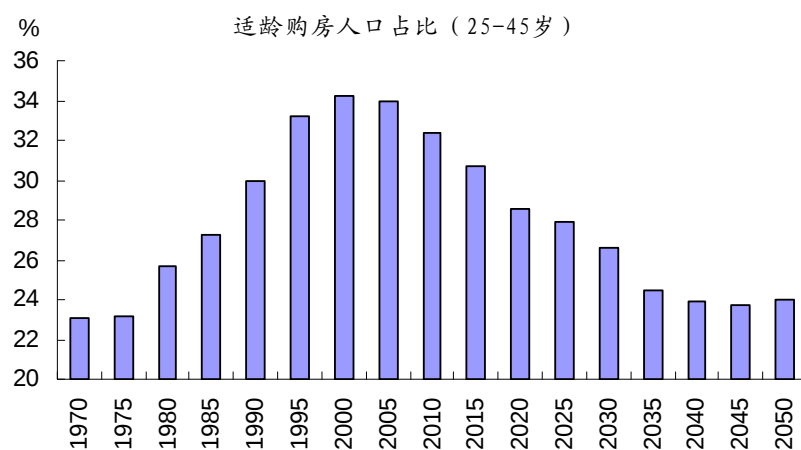
图表 26: 城市化进程已迈入 50%-70% 阶段



资料来源：CEIC，中金公司研究部

► **人口变化规律：**中国适龄购房人口正逐步减少，未来将进入老龄化和消费型社会，意味着住宅市场趋于稳定，商业地产将完成接棒。

图表 27: 适龄购房人群占比

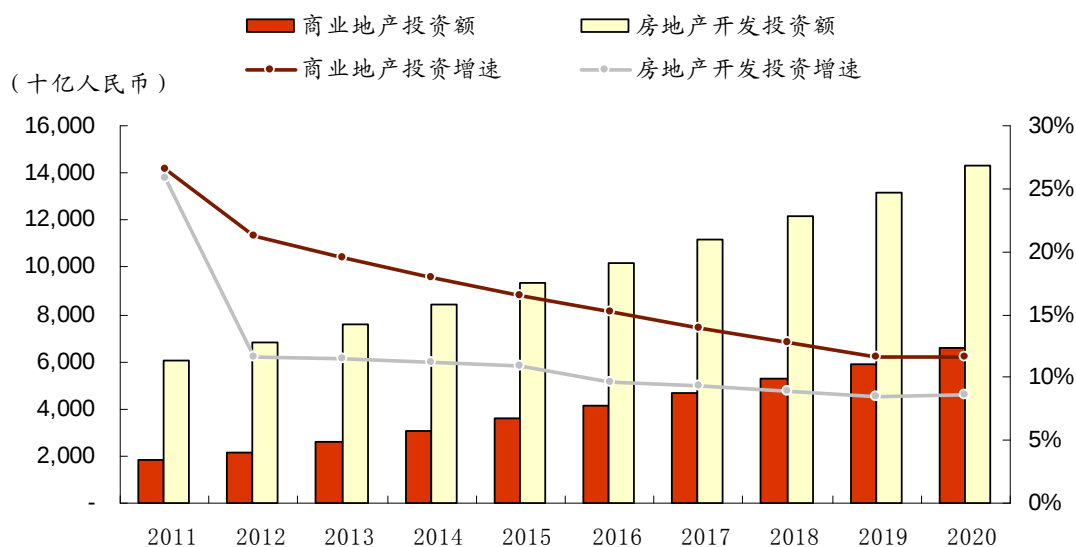


资料来源：UN，中金公司研究部

政策利好

中国住宅市场的调控使得商业地产迎来加速发展的机遇，商业地产价格与住宅的差异将逐步拉大。投资方面，我们预计房地产开发投资未来十年仅能保持 10% 左右的增速，但其中商业地产投资仍能保持 15%-20% 的增长速度，商业地产投资额在整个房地产开发投资中的占比将从目前的 30% 增至 45%。

图表 28: 商业地产在整个房地产开发投资中的占比将逐步提升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

保险资金支持

保监会去年已发文许可保险公司以不超过总资产 10% 的比例投资商业地产。假设实际投资比例为 5%，那么将有 2500 亿资金入市，相当于去年商业地产总投资额的 18%、销售额的 30%。

由此我们判断商业地产租金、价格将双双上涨。具体而言，在高通胀阶段，租金上涨接近于价格，表现为较为平稳的收益率；低通胀阶段，价格增长明显快于租金，体现为收益率下降。

零售物业：看好一线城市郊区 Mall 和二线城市市区 Mall

一般认为被商家用来销售商品或提供服务的物业即为零售物业。在中国，《零售业态分类》（GB/T18106-2004）中包括食杂店、便利店、折扣店、超市、大型超市、仓储会员店、百货店、专业店、专卖店、家居建材店、购物中心、厂家直销中心、电视购物、邮购、网上商店、自动售货亭、电话购物等 17 种业态。因此，中国零售物业就是指承载以上 17 种零售业态的房地产设施。其中购物中心（shopping mall）是本章研究重点。

零售物业发展长期看经济、消费和人口，短期看 CPI。中国目前零售物业人均存量 0.9 平方米，我们认为中国零售物业人均面积将增至 1.1-1.3 平方米，意味着净增空间有限，然而目前大部分低端零售物业有待升级改造。我们判断未来十年全国购物中心存量将增加 73%，平均租金增长 83%，价格翻倍增长，租金收益率呈下降趋势，可能降至 5%-6% 水平。

长期看经济、消费和人口

核心看两个：人均 GDP（消费能力）、人口密度（消费数量）

- **欧美规律：**参考指标有三个，1）人均 GDP；2）城市家庭汽车拥有量；3）公共交通条件。人均 GDP3000-4000 美元时，家庭汽车拥有率 15%-20%时购物中心起步；人均 GDP10000 美元，家庭汽车拥有率 60%，购物中心进入成熟发展期。

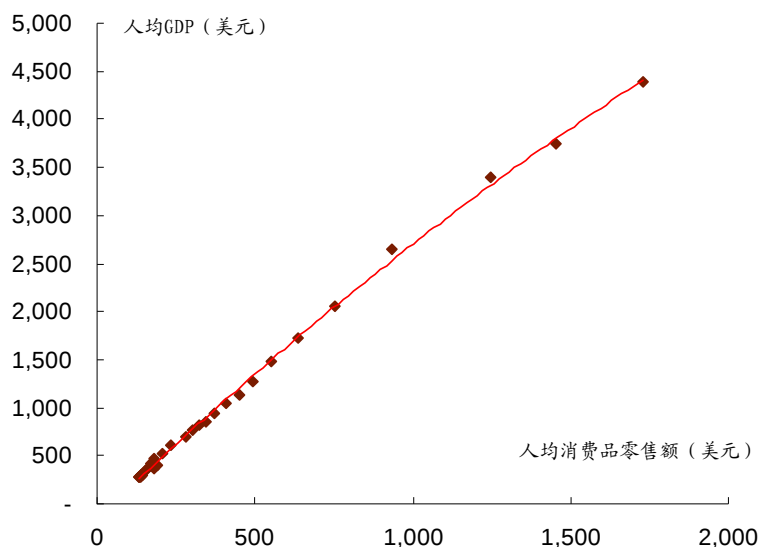
图表 29：欧美经济水平与业态发展规律

人均GDP	业态发展情况
1000美元	百货商场兴起
2000至3000美元	超级市场兴起
6000美元	便利店兴起
8000美元	仓储式商场兴起
12000美元	购物中心大发展时代

资料来源：《城市与房地产经济学》，中金公司研究部

- **亚洲及国内规律：**参考指标有四个，1）人均 GDP；2）城市家庭汽车拥有量；3）公共交通条件；4）人口密度。人均 GDP 达到 2500 美元时都市型购物中心发展；人均 GDP 达到 4000 美元、公路发展充分、家庭汽车拥有率达 15%-20%时郊区型购物中心发展较好。
- **中国特点：**中国之所以与欧美发展大型商业物业的 GDP 水平有明显差距，但仍然具备发展条件，主要因素在于人口密度高，消费总量决定大型商业地产的市场潜力。同时，中国近年汽车消费增长很快，2010 年末家庭汽车保有率已达到 14%，为购物中心的发展创造了有利条件。

图表 30: 人均 GDP 与人均消费曲线



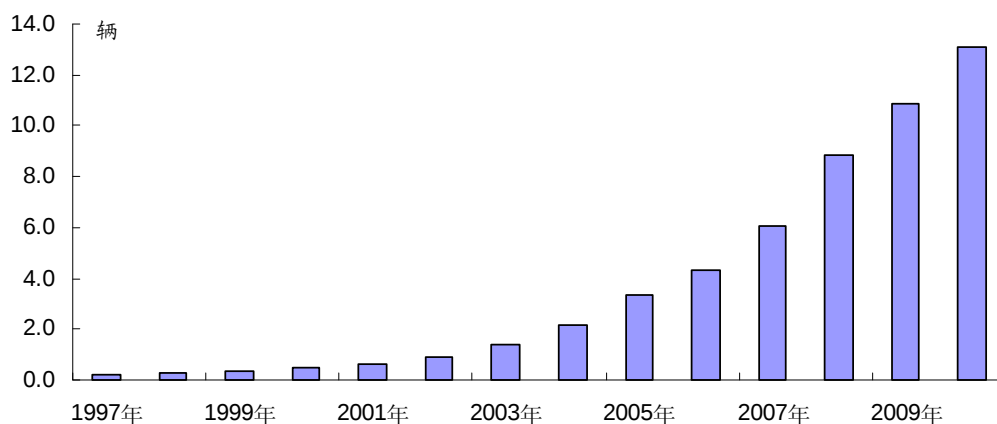
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 31: 日本各类型购物中心比较

	邻里型	社区型	区域型	超区域型
商圈半径 (公里)	1-2	3-5	10-20	30-40
时间距离 (分)	3-5	5-8	10-15	20-30
商圈人口 (万人)	1-2	5-10	50-100	200以上
停车场容量 (辆)	50-100	300-500	2000-5000	5000-10000
商店组成	超级市场	综合超市1家	百货商店2家	百货商店2-6家
	专业商店	专业商店	综合超市2家	综合超市2-3家
	综合店	饮食服务	服装店	服装店
	药店	其他	饮食服务	饮食服务
	洗衣店		杂货店	杂货店
	其他		其他	其他
	10-20家	20-40家	100-200家	180-250家

资料来源: 《城市与房地产经济学》, 中金公司研究部

图表 32: 家庭汽车保有率已接近 14%

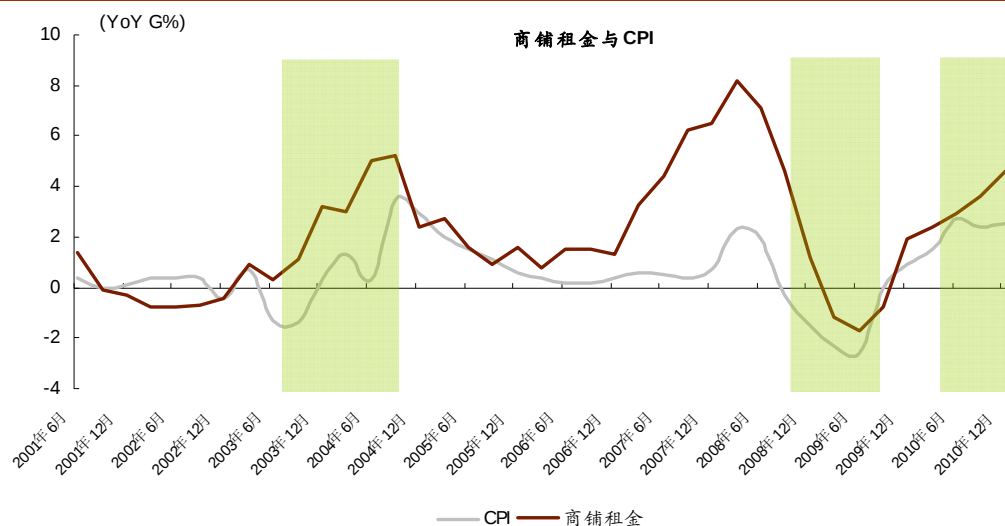


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

短期看 CPI

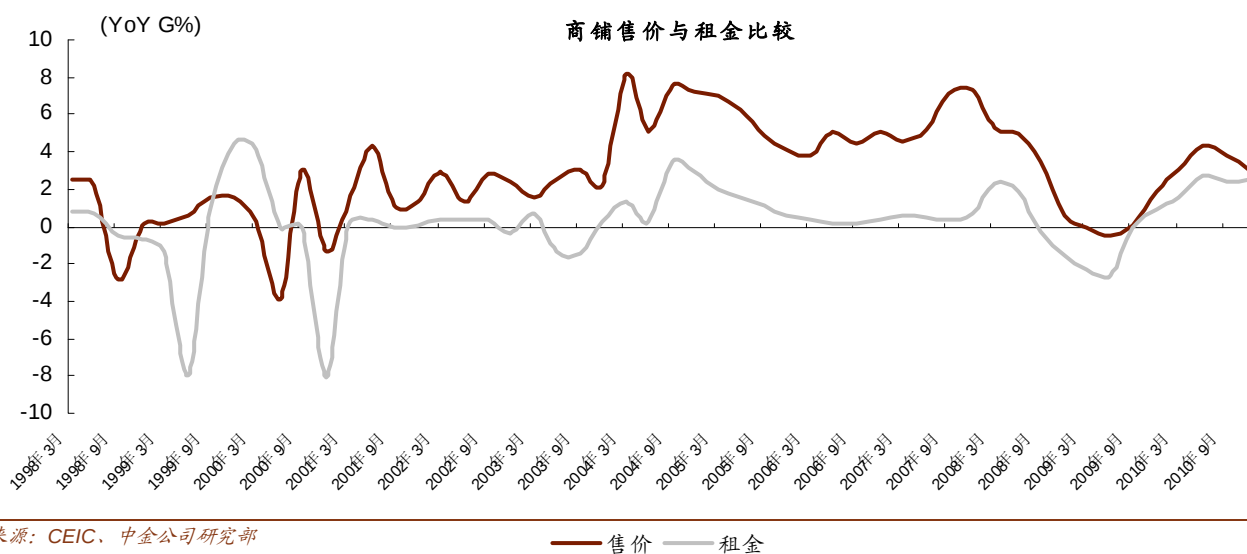
由于商铺租金多为底租加抽成的方式，通胀因素影响商品定价从而影响商铺销售收入，进而影响租金中的抽成部分。因此零售物业租金与 CPI 的关联性非常高，高通胀阶段往往意味着较快的租金上涨。此外，售价与租金也存在一定的联动机制。

图表 33：商铺租金价格增长趋势与 CPI 正相关



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 34：租金价格的增长也会推高商铺销售价格

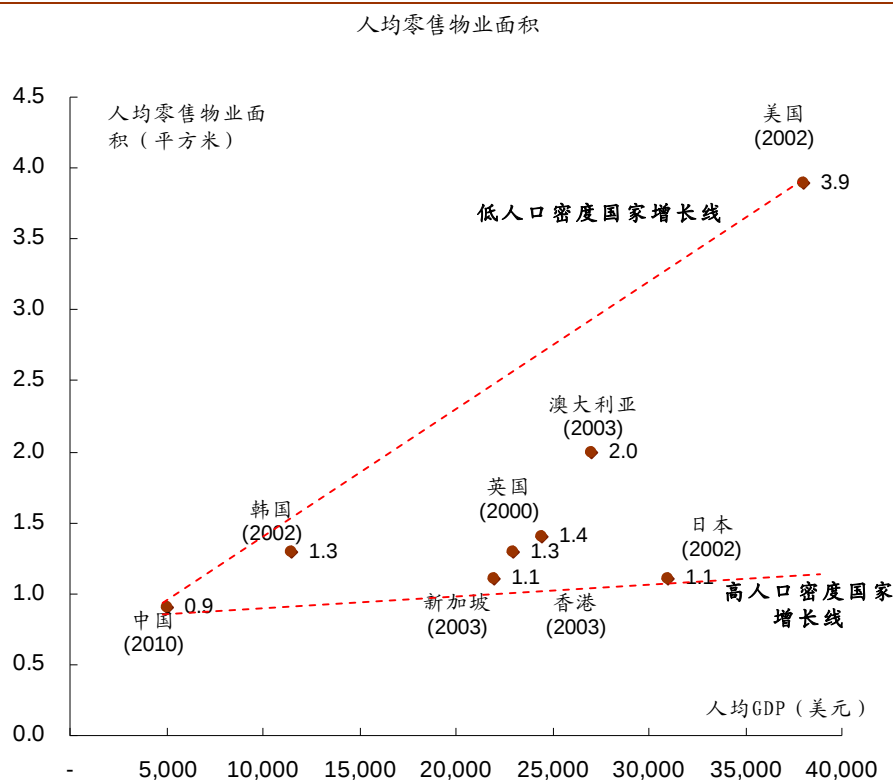


资料来源：CEIC、中金公司研究部

未来需求分两端——增量和升级改造

- **增量部分相对有限：**中国目前零售物业人均存量 0.9 平方米，低于欧美和亚洲主要国家（地区），但由于中国人口密度高，人均占有量随经济水平提高的速度会比较慢，我们判断中国零售物业人均存量将朝着新加坡、香港、日本的方向发展，未来可能维持在人均 1.1-1.3 平方米的水平。

图表 35: 人均零售物业面积



资料来源: IPD 报告, 中金公司研究部

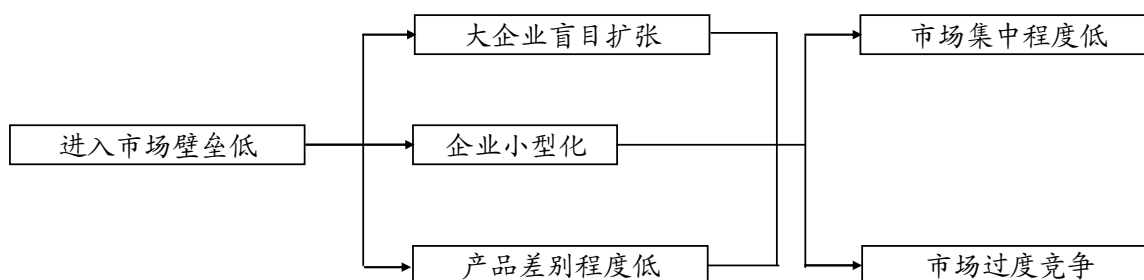
- **升级改造空间大:** 统计显示北京购物中心存量 526 万平方米, 以户籍人口计算人均面积 0.40 平方米, 若以常住人口计算人均仅 0.28 平方米。换言之, 目前大部分零售物业属于低端、老旧商铺, 未来升级高燥空间很大。
- **行业整合趋势明显:** 中国目前商业总体规模还不小, 而大型商业所占市场份额则更小, 行业表现出低集中度和过度竞争, 我们判断, 未来市场将更集中, 出现越来越多像万达这样的大品牌。

图表 36: 中国商业总体规模小, 大型商业所占市场份额小

GDP中商业所占比例			美国商业零售50强		中国商业零售50强	
英法德日	美国	中国	零售总额 (亿美元)	占零售总额	零售总额 (人民币亿元)	占零售总额
15%左右	16-17%	10%左右	4910	21.4%	542.07	1.74%

资料来源: CEIC, 各国统计局, 中金公司研究部

图表 37: 进入壁垒过低使行业集中度低, 过度竞争



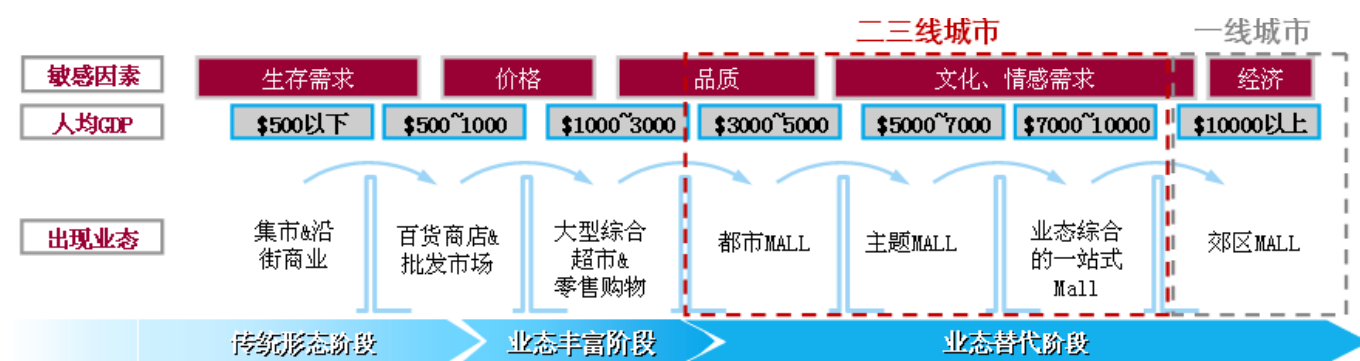
资料来源: 中金公司研究部

看好一线城市郊区 Mall 和二线城市市区 Mall

根据城市经济和商业发展阶段的关系分析，我们认为：

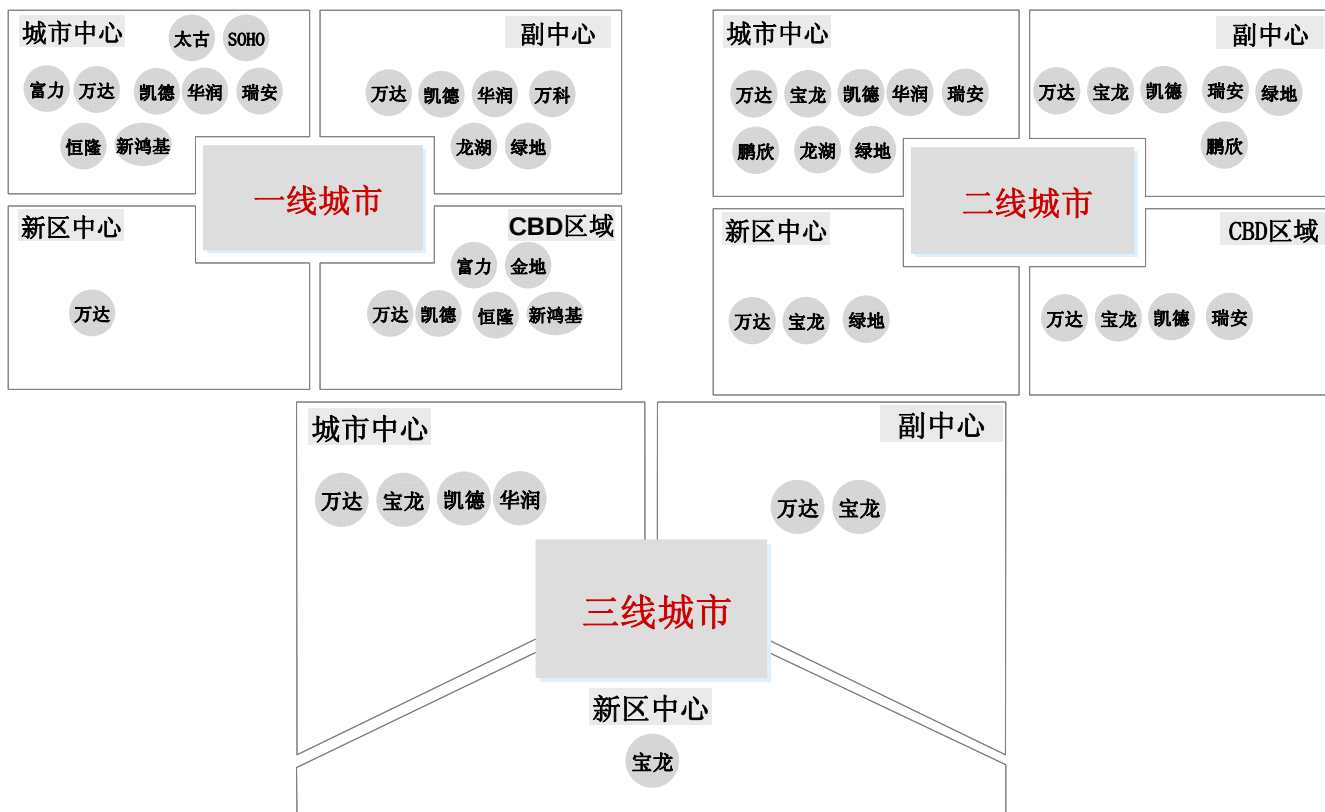
- ▶ **一线城市向郊区购物中心方向发展：**商业将逐步郊区化，郊区购物中心是未来发展看点；
- ▶ **二线城市市区购物中心是看点：**目前二三线城市仍以大卖场、商业街、百货店等传统单一购物的商业模式为主，缺乏融合购物、餐饮、休闲、娱乐等功能为一体的体验式商业形式，未来面临商业升级的巨大发展机会。从品牌商业地产开发商进入角度看，一线城市的城市中心和副中心已完成全面布局，未来城市新区及二三线城市将成为必争之地。

图表 38：业态发展进程



资料来源：世联地产，中金公司研究部

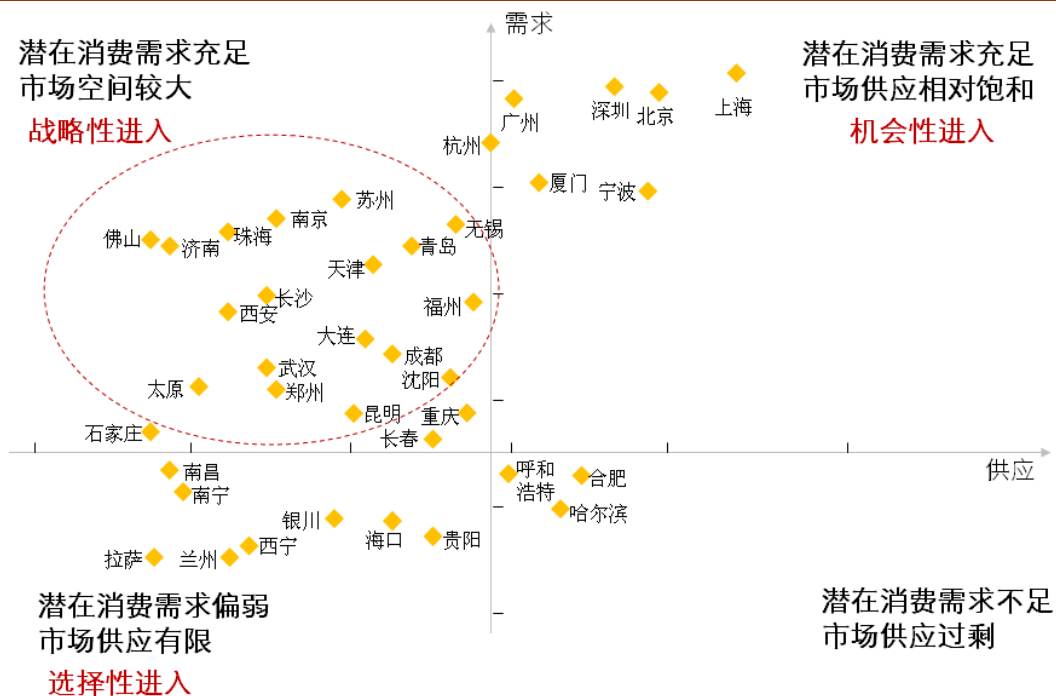
图表 39：不同类别城市零售物业开发情况



资料来源：世联地产，中金公司研究部

- 我们认为市场机会主要存在于潜在消费需求充足、商业面积供给相对不足的城市：例如环渤海一带的天津、济南、青岛、大连、沈阳；中西部的南京、成都、武汉、郑州、太原；长三角的苏州、无锡；珠三角的珠海、佛山等。

图表 40：城市投资潜力分析



资料来源：世联地产，中金公司研究部

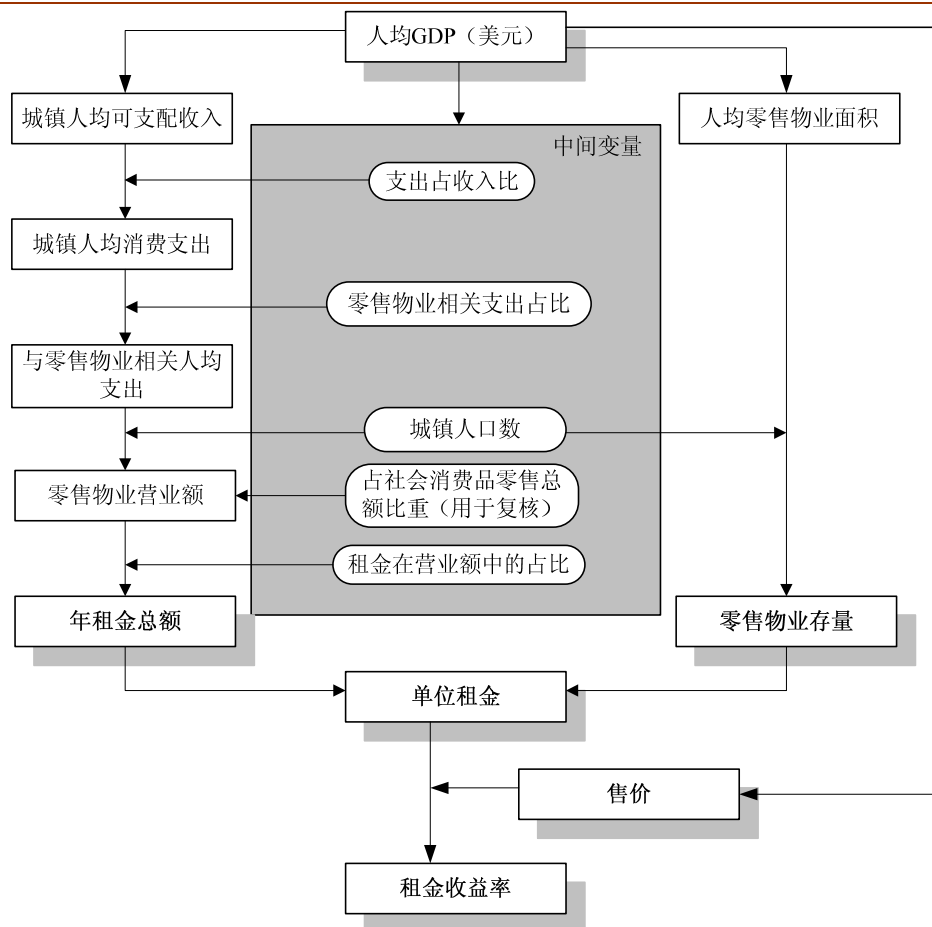
未来十年预测

预测模型

我们构建了如下图所示的预测模型用于匡算未来十年购物中心存量、租金、价格及租金收益率。其中的关键假设有：

- ▶ GDP 增速 5%-6%;
- ▶ 名义可支配收入年均增速 10%;
- ▶ 城市化率从目前的 50%逐步增至 2020 年末的 57%;
- ▶ 人均消费支出占可支配收入的 70%，其中 25%发生在零售物业;
- ▶ 零售物业营业额占社会消费品零售总额的比重为 15%左右;
- ▶ 租金占营业额的 7%;
- ▶ 城镇人均购物中心面积 0.2 平方米;
- ▶ 未来十年价格年涨幅包括两种情形，一是基本情形下涨幅从 10%逐步下降至 5%; 二是乐观情形下涨幅从 10%逐步下降至 8%。

图表 41: 零售物业预测模型



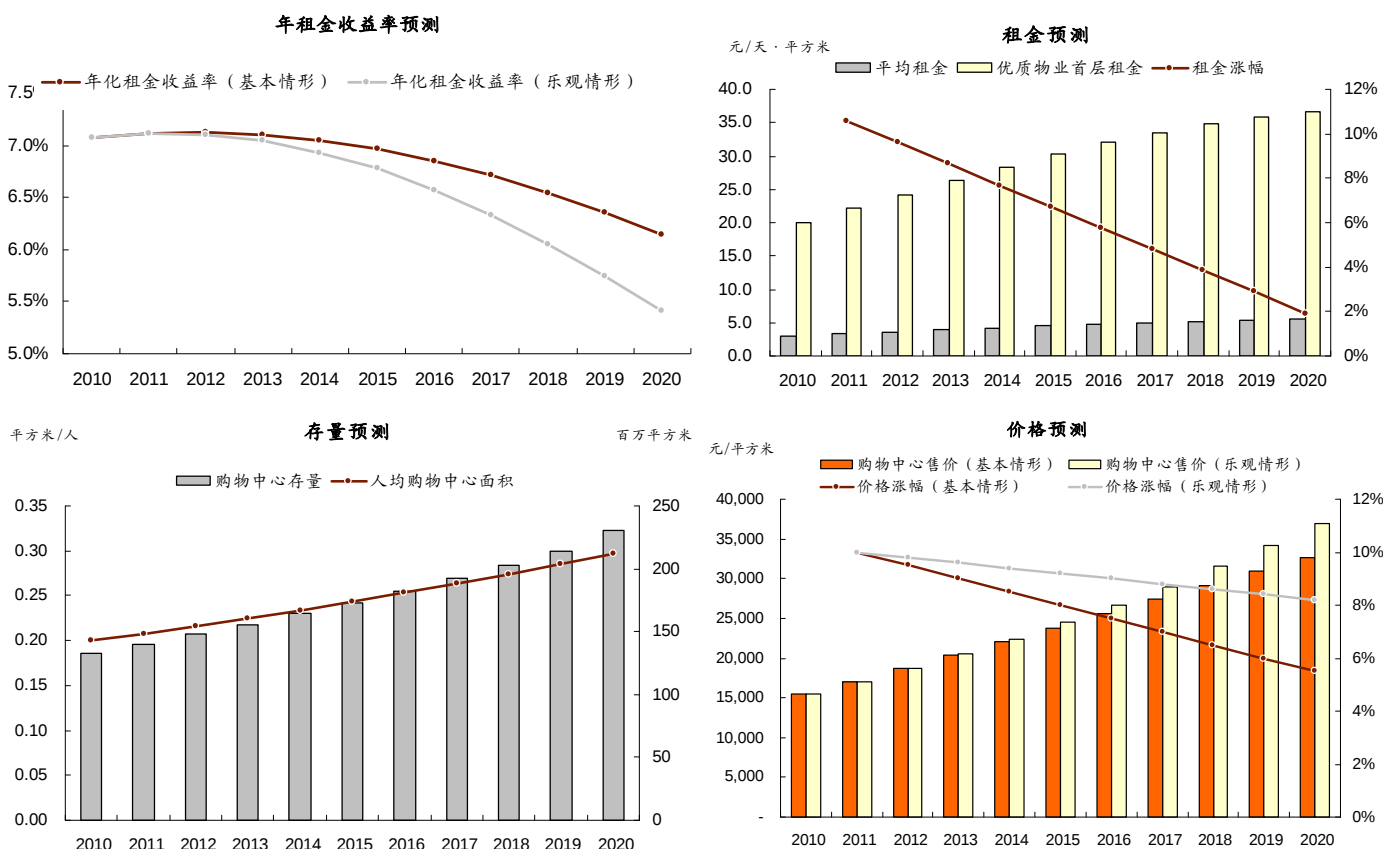
资料来源：中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

预测结果

- 存量：我们认为全国购物中心存量未来十年将增加 73%，人均占有量增加 50%，达到人均 0.3 平方米。
- 租金：平均租金未来十年增长 83%，年均复合增长率 6.2%。大型购物中心首层租金有望从目前的 20 元/平方米·天增长至 36 元/平方米·天。
- 价格：基本情形下，十年价格累计涨幅 110%，年均复合增长率 7.7%；乐观情形下，十年价格累计涨幅 140%，年均复合增长率 9.0%。
- 收益率：年租金收益率将呈现下行趋势，基本情形下收益率十年下降 1 个百分点至 6%，乐观情形下十年下降近两个百分点至 5%。

图表 42：购物中心未来十年预测



资料来源：CREIS，中金公司研究部

写字楼：看好一线城市核心地段甲级写字楼

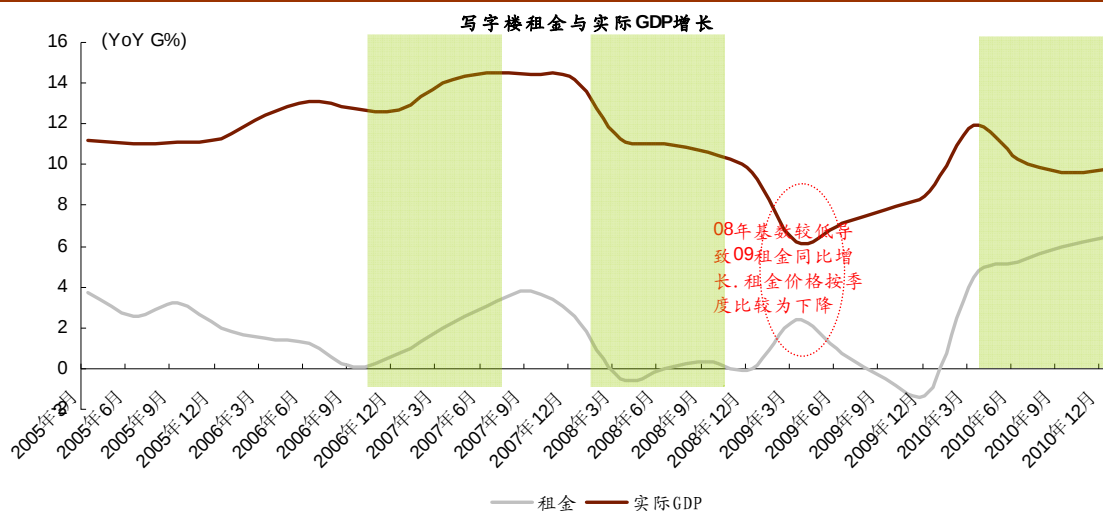
写字楼就是专业商业办公用楼的别称，在房产证上有明确注明。写字楼一般可分为甲级、乙级和丙级，但个级别并没有严格的评定标准。因此近年出现了“5A写字楼”的说法，基于一定的评定标准，类似于酒店星级评定方法。

写字楼市场与宏观经济正向关联度极高，其需求主要靠金融、保险、IT等第三产业支持。我们认为一线城市核心地段甲级写字楼是该市场的主要看点。我们判断未来十年全国写字楼存量将增加43%，平均租金增长94%，价格翻倍增长，租金收益率呈下降趋势，可能降至4.5%左右。

与宏观经济高度关联

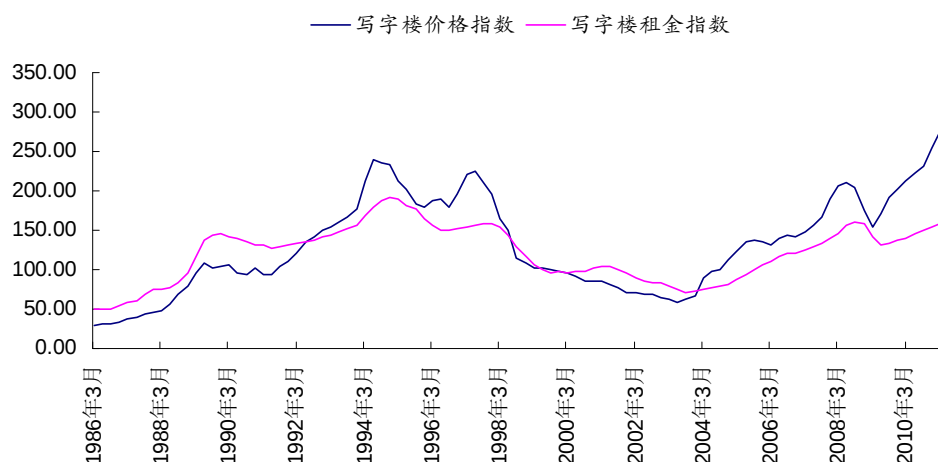
历史表明写字楼租金、价格与宏观经济高度关联。因此写字楼市场的波动性要比零售物业强。

图表 43：中国写字楼租金与 GDP 通常保持同步增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 44：香港写字楼价格、租金指数



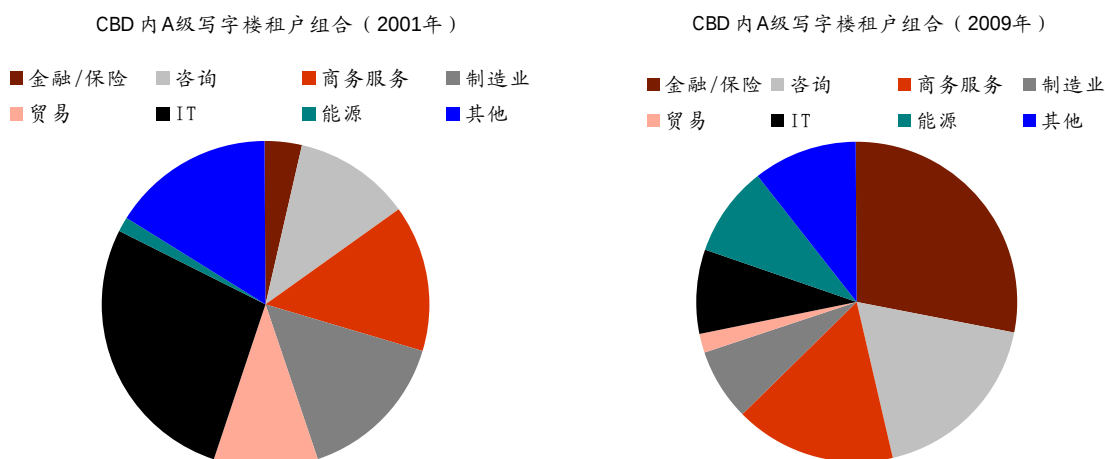
资料来源：CEIC、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

需求来自特定行业

写字楼需求主要来自于金融、保险、咨询、服务、贸易、IT 等行业。这些行业在经济中的占比正逐步提升，使得写字楼需求也在不断增长。

图表 45: 金融、保险、咨询、服务、贸易、IT 等行业是主要的写字楼租户（以北京为例）



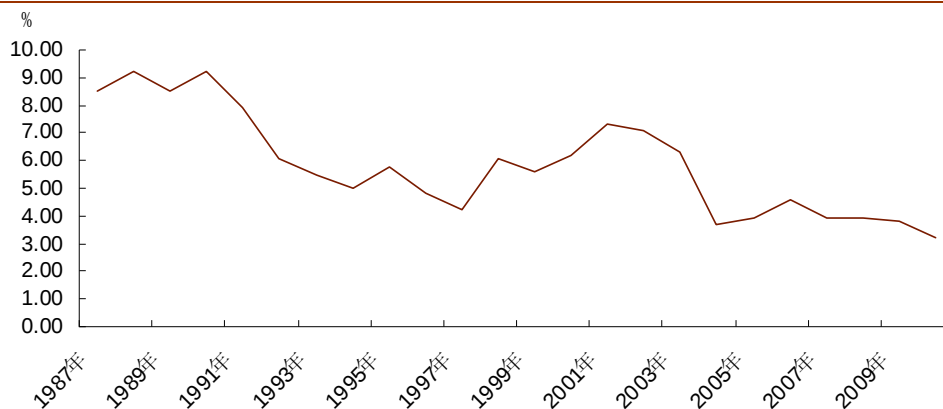
资料来源：CBRE，中金公司研究部

图表 46: 写字楼相关行业在北京 GDP 中占比正逐步提升

行业类型	2006	2007	2008
制造业	23.2%	22.3%	21.0%
信息传输，电脑服务和软件行业	8.8%	9.2%	9.3%
批发与零售业	9.6%	9.4%	10.1%
金融业	12.4%	13.8%	14.2%
房地产业	7.1%	6.9%	5.8%
商务服务业	5.3%	5.9%	6.5%
科研和技术服务	5.4%	5.8%	6.4%

资料来源：北京市统计局，中金公司研究部

图表 47: 香港 A 级写字楼租金收益率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

核心地段甲级写字楼是主要看点

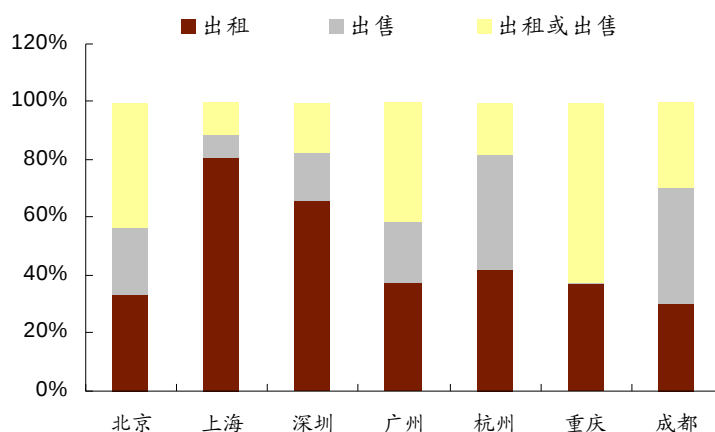
中国目前甲级写字楼少，楼龄长，核心地段供给偏少，在北京、上海尤为明显。我们判断未来核心地段甲级写字楼需求量还将快速增长，供求不均衡使得这一地段的甲级写字楼投资价值凸显。同时，目前出租项目偏少，租赁市场的供需矛盾更为突出。因此我们看好在一线城市（主要指北京、上海）核心地段持有甲级写字楼。

图表 48：北京 CBD 区域写字楼供应占比偏低

商务区	物业类型	写字楼	酒店、公寓	商业配套
伦敦CBD	规模（万平方米）	1,954	417	399
	占比	70.5%	15.1%	14.4%
东京CBD	规模（万平方米）	2,213	157	113
	占比	89.10%	6.30%	4.60%
香港中环CBD	规模（万平方米）	216.8	25.2	17.2
	占比	83.6%	9.7%	6.6%
北京CBD	规模（万平方米）	237	188	52
	占比	49.7%	39.4%	10.9%

资料来源：CBRE，中金公司研究部

图表 49：写字楼出租比例将提高



资料来源：CBRE，中金公司研究部

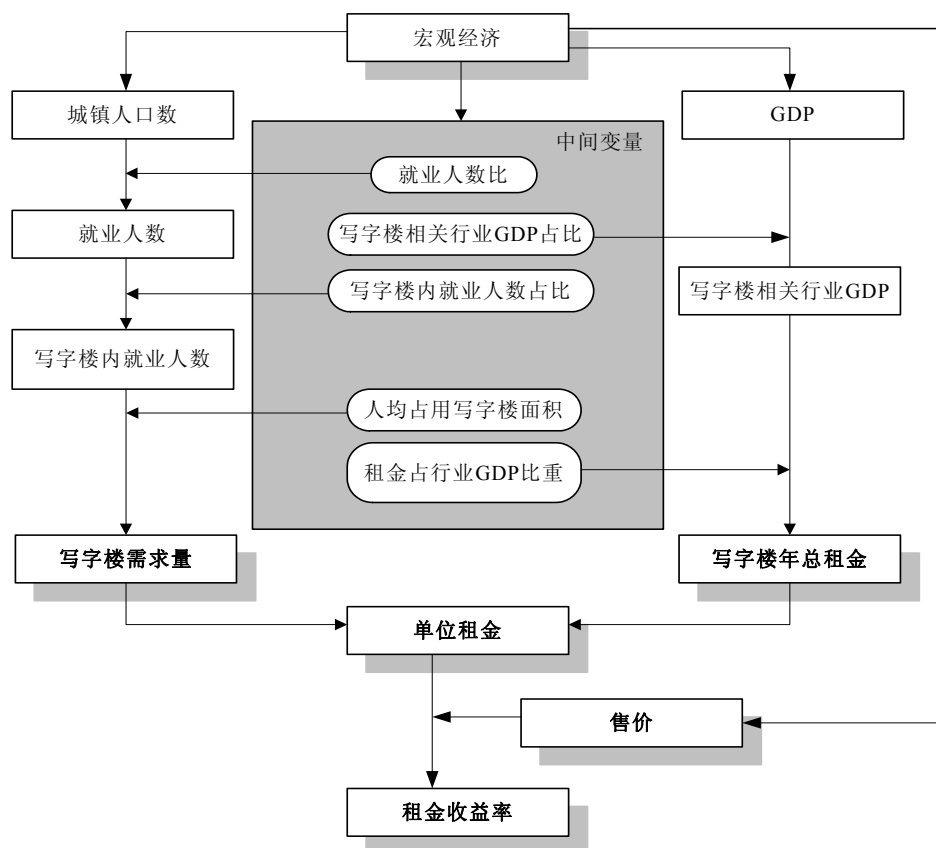
未来十年预测

预测模型

我们构建了如下图所示的预测模型用于匡算未来十年购物中心存量、租金、价格及租金收益率。其中的关键假设有：

- ▶ GDP 增速 5%-6%;
- ▶ 城市化率从目前的 50%逐步增至 2020 年末的 57%;
- ▶ 城镇人口中就业人数占比 50%，其中又有 20%在写字楼中上班;
- ▶ 人均使用写字楼建筑面积 8 平方米，未来年增长率 2%;
- ▶ GDP 中 17%与写字楼中办公的行业创造;
- ▶ 租金占行业增加值的 4.8%;
- ▶ 未来十年价格年涨幅包括两种情形，一是基本情形下涨幅从 10%逐步下降至 5%; 二是乐观情形下涨幅从 10%逐步下降至 8%。

图表 50: 写字楼预测模型

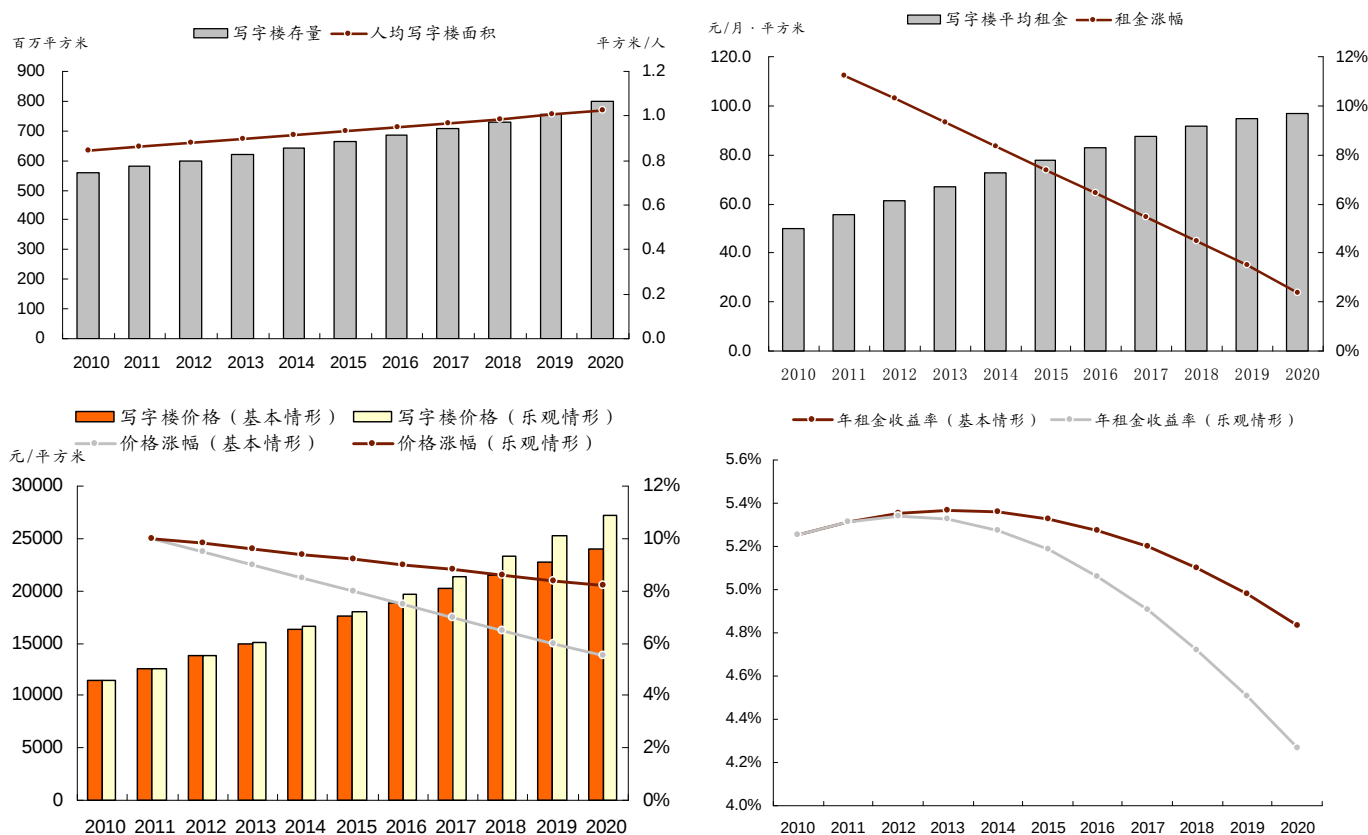


资料来源：中金公司研究部

预测结果

- 存量：我们认为全国写字楼存量未来十年将增加 43%，人均占有量增加 22%，达到人均 1.0 平方米。
- 租金：平均租金未来十年增长 94%，年均复合增长率 6.8%。甲级写字楼平均租金有望从目前的 100 元/平方米·月增长至 194 元/平方米·月。
- 价格：基本情形下，十年价格累计涨幅 110%，年均复合增长率 7.7%；乐观情形下，十年价格累计涨幅 140%，年均复合增长率 9.0%。
- 收益率：年租金收益率将呈现下行趋势，基本情形下收益率十年下降 0.5 个百分点至 4.8%，乐观情形下十年下降 1 个百分点至 4.3%。

图表 51：写字楼未来十年预测



资料来源：CREIS，中金公司研究部

工业地产：看好工业园区和物流仓库

工业地产指工业类土地使用性质上的建筑物和附属物，包括工业厂房、物流仓库、工业研发楼宇以及综合性的工业园区等。本章主要分析工业园区和物流仓库。

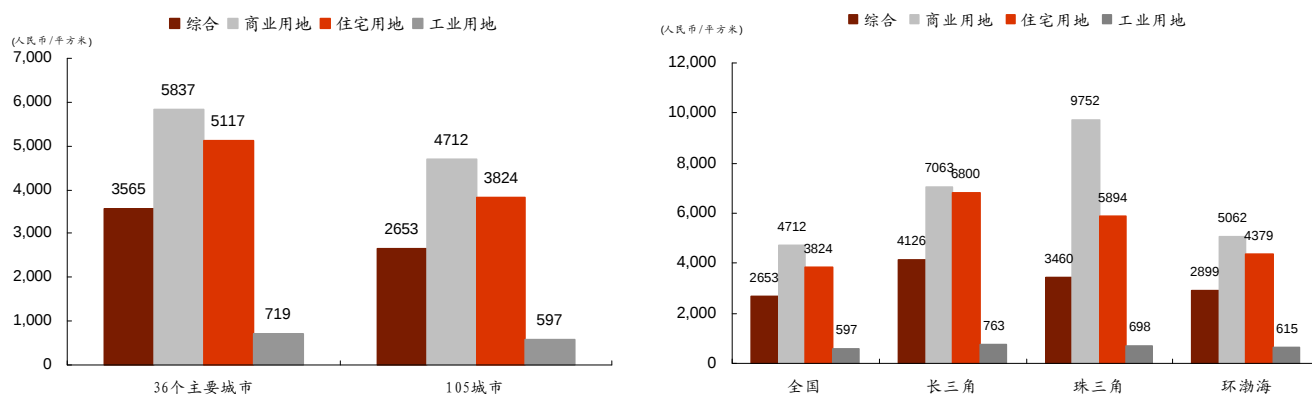
中国工业用地价格仅为住宅用地的15%，被严重低估（日本高于50%），这与地方政策导向有关，但这一趋势将随着土地市场化出让的长期趋势以及当前居住用地市场平淡政府转而依靠商业、工业用地的短期形势而发生转变。我们认为工业用地价格将加速上涨，这是我们看好工业园区和物流仓库的根本原因。

看好工业园区

中国工业用地价值被严重低估

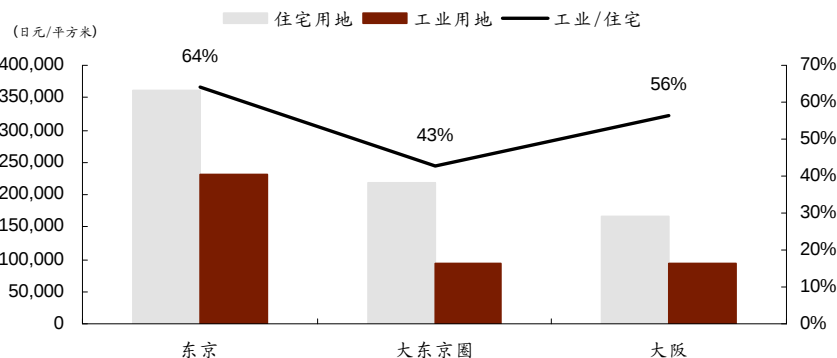
工业用地价格远低于住宅和商业用地。国土资源部的资料显示，2009年包括105个中国城市在内的平均地价为每平方米2,653元，而工业用地的价格仅为每平方米597元，不到平均地价的四分之一。如果与住宅用地相比，工业用地的价格仅为住宅用地价格的15.6%，而在36个主要城市中，这一比例更是低至14.0%。分地区来看情况也是如此，包括长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区。而东京和大阪的工业用地价格分别为住宅用地价格的64%和56%，表明中国的工业用地价格被严重低估。

图表 52：中国土地价格（2009 年）



资料来源：中国国土资源部，中金公司研究部

图表 53：东京和大阪的土地价格（2009 年）

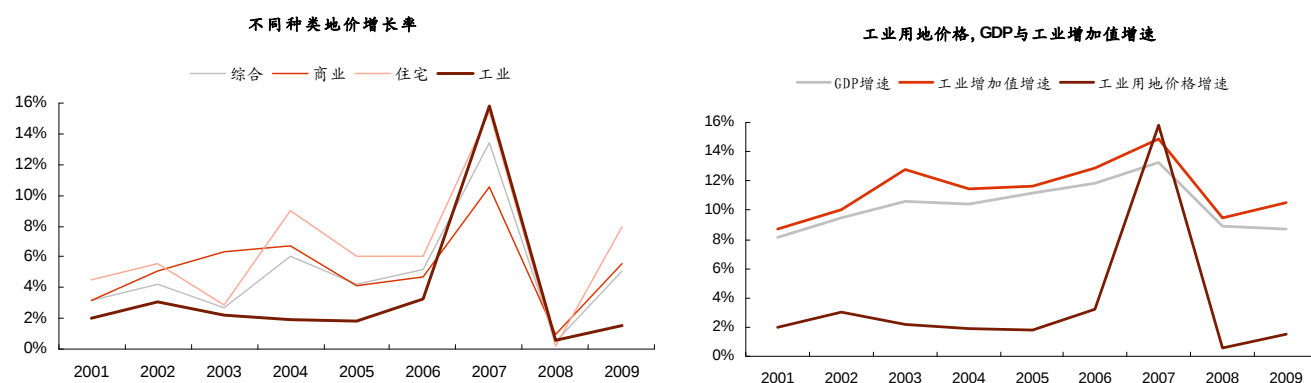


资料来源：Kansai Window, <http://www.kippo.or.jp/e/place/data/data14.html>，中金公司研究部

过去十年间工业用地价格停滞不前。在过去的十年中，中国工业用地价格的年均复合增长率仅为 3.6%，增速低于其他任何一种土地。但同期 GDP 和工业增加值的平均增速分别达到 10.3% 和 11.4%，在我们看来，这显示出当地政府以低价出让工业用地来换取工业增长。

政策原因导致工业用地价格低廉，但这种情况正在改变。中国的地方政府在出让工业土地使用权时倾向于通过协商达成协议，因为他们希望以此吸引更多的工业公司前来投资，而不是从土地出让中获利。今后这种情况将彻底改变，因为中国国土资源部表示，出让工业用地应采取市场化方式，即招标或拍卖方式。

图表 54：2001-2009 年工业用地价格增长速度

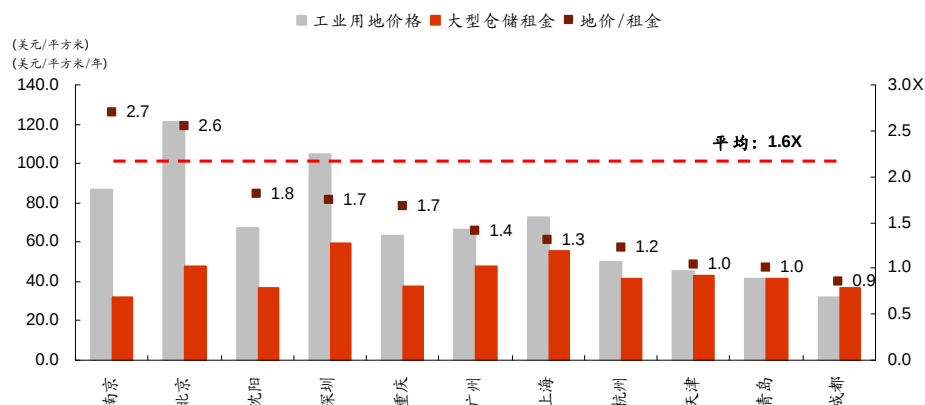


资料来源：Kansai Window, <http://www.kippon.or.jp/e/place/data/data14.html>，中金公司研究部

工业用地价格增长将超过租金增长

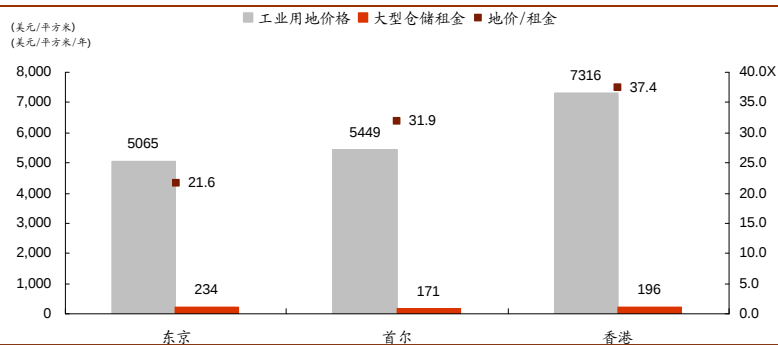
工业用地价格料将加速上涨。在中国大城市中，地段较好的工业用地的价格（美元/平方米）与大型仓库租金（美元/平方米/年）的比率在 0.9-2.7 倍之间，而平均值为 1.6 倍，意味着土地价格仅能转化为 1.6 年的租金。但在东京、首尔和香港，这一比率分别为 21.6、31.9 和 37.4。

图表 55：中国地段较好的工业用地的价格与大型仓库租金的比率（2009 年）



资料来源：中国房地产开发集团公司、世邦魏理仕、中金公司研究部

图表 56：东京、首尔和香港地段较好的工业用地价格与大型仓库租金的比率（2009 年）

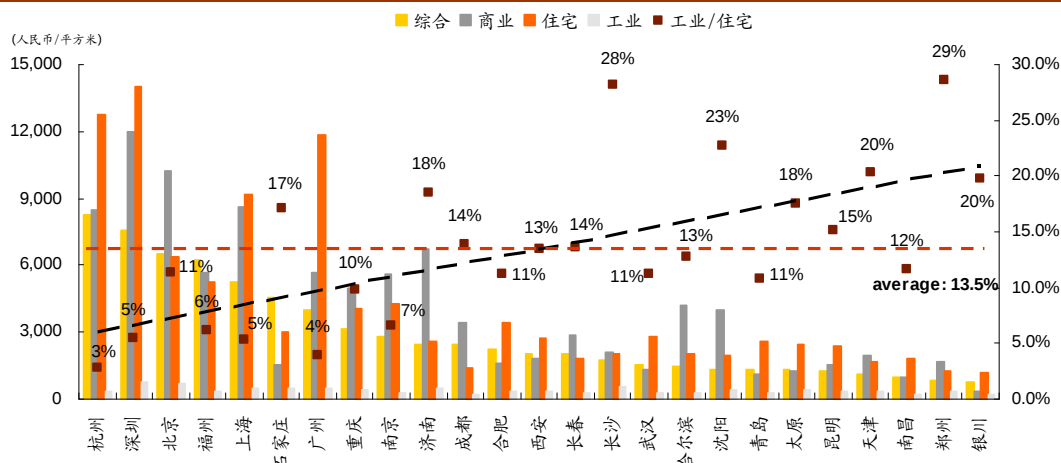
资料来源：Colliers International, <http://www.colliersinternational.com/Markets/HongKong/News/Global-Ind-2010>，中金公司研究部

大多数一线和二线城市工业用地价格将上涨

与其他类型的土地价格相比，中国一线和二线城市工业用地价格过低，主要有两个原因：一是房地产市场的繁荣推动住宅和商业用地价格迅速上涨，其与工业用地价格之间的缺口逐年放大；二是政府推行工业用地低价出让战略，以吸引现代工业企业以及外商投资。

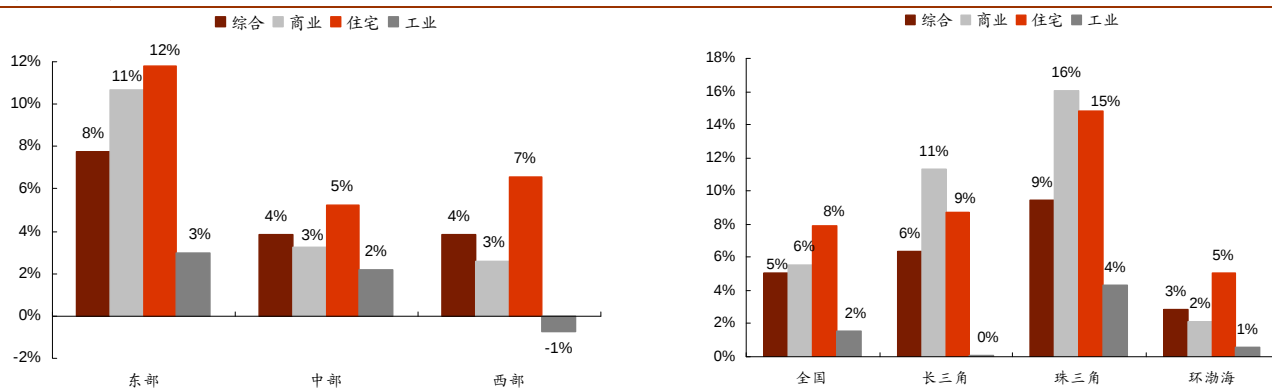
我们认为，随着城镇化进程的不断推进和消费的迅速增长，工业用地价格将很快迎头赶上，主要集中在一线和二线城市，特别是长江三角洲、环渤海、珠江三角洲和西部地区的部分重要城市（如成都和重庆）。

图表 57：中国 25 个主要城市的土地价格（2009 年）



资料来源：中国房地产开发集团公司，中金公司研究部

图表 58：中国各地区土地价格增长速度（2009 年）

资料来源：Kansai Window, <http://www.kippo.or.jp/e/place/data/data14.html>；中金公司研究部

工业园区单位产值增长空间犹在

目前上海张江、苏州高新、西安高新等在中国大陆发展水平较高的工业园区的单位面积增加值仅与香港所有工业物业的平均值相当，远远低于台湾新竹工业园、印度班加罗尔软件园等成熟工业园区。我们认为工业园区产值在中国大陆还存在较大的增长空间。

图表 59：部分工业园区单位产值比较

工业园区	规模 (万平方米)	2010年总产值 (以增加值衡量, 亿元人民币)	单位面积增加值 (人民币元)
上海张江高科技园区	2500	578	2312
苏州高新技术园区	8000	1064	1330
西安高新园区	3400	671	1974
深圳高新园区	1150	490	4261
香港工业物业(总量)	1700	251	1476
台湾新竹工业园	743	308	4145
印度班加罗尔软件园	150	158	10533

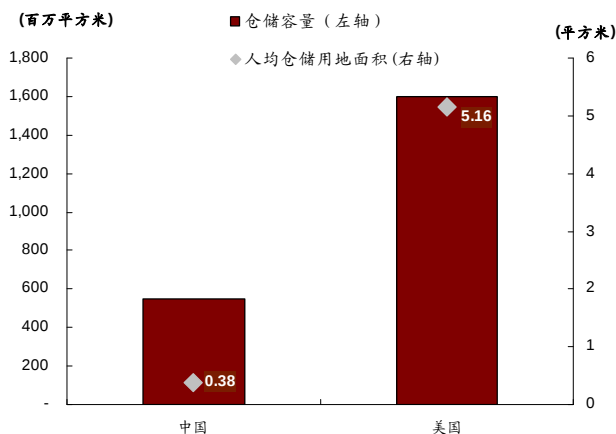
资料来源：CEIC，各地政府网站，中金公司研究部

看好物流仓库

我们认为，升级需求、强劲的消费、制造商向内陆地区转移以及电子商务市场的蓬勃发展将催生出相当可观的针对现代物流设施的新需求。

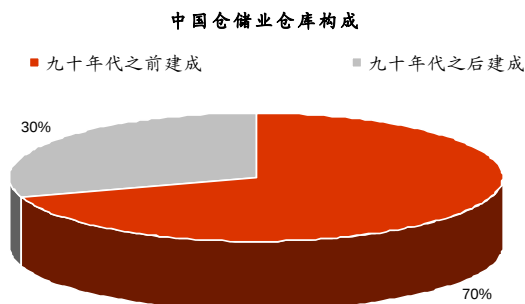
- **升级需求：** 根据中国仓储协会（CAWS）的估算，2009 年现有的现代物流设施供应只占仓储设施总供应的不到 1%，现有物流设施中 75% 以上无法满足当前的物流需求。鉴于中国和美国的人均仓储用地面积相差很大，我们认为现代物流设施提供商在中国仍有广阔的发展空间。

图表 60：从中美对比看仓储行业的发展潜力



资料来源：中国仓储协会；世邦魏理仕预测；CIA 《世界各国概况》

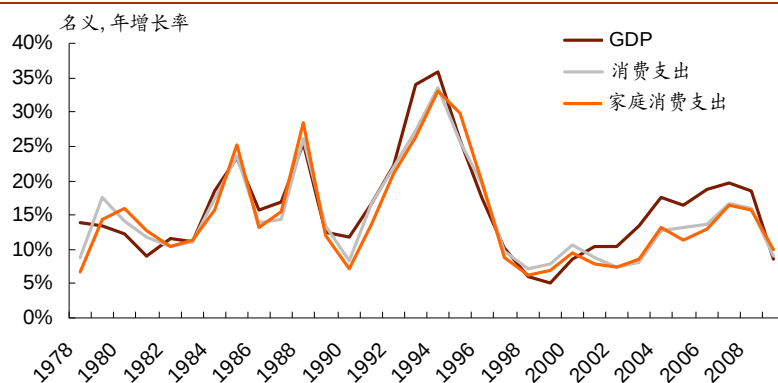
图表 61：中国仓储业仓库的构成



资料来源：中国物流采购联合会（CFLP），中金公司研究部

- **强劲的消费势头：**中国居民消费占 GDP 的比例已平稳降至 35%，但仍远高于 50~70% 的国际平均水平，其绝对增长速度一点也不低，实际上是到目前为止全球十大消费国中最为强劲的。目前中国是全球第五大消费国。中金公司宏观组（2009 年 11 月《谁说中国不消费》）认为，两年内中国居民消费或将超越英国和德国，成为全球第三大消费国，五年内将取代日本成为仅次于美国的全球第二大消费国。主要推动因素包括城镇居民消费结构升级、农村人口消费能力提升以及人口红利。我们预计，为了更有效地配送消费品，中国对现代物流设施和城市配送中心的需求在不断增加，而普洛斯将从中获得良好的发展机遇。该公司的数据显示，截至 2010 年 6 月 30 日，中国物流设施中有近 80%（按建筑面积计）用于满足消费相关需求。

图表 62：中国 GDP 增长速度和消费增长



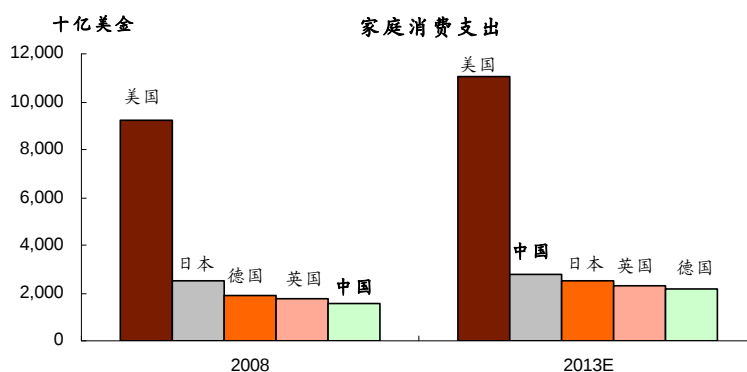
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 63：按居民消费排名的全球前十大经济体

十亿美金	GDP 2008	最终消费支出 2008	家庭最终消费支出 2008	家庭最终消费支出 1999-2008 平均增长率(%)
美国	14,204	11,320	9,225	3.9
日本	4,909	3,273	2,500	0
德国	3,653	2,477	1,881	4.2
英国	2,646	2,352	1,751	6.3
中国	4,326	2,197	1,593	12.1
法国	2,853	2,067	1,467	6.2
意大利	1,217	2,293	1,240	5.6
西班牙	1,604	1,081	817	8.3
加拿大	1,400	955	708	6.5
墨西哥	1,086	824	669	6.7

资料来源：WDI，中金公司研究部

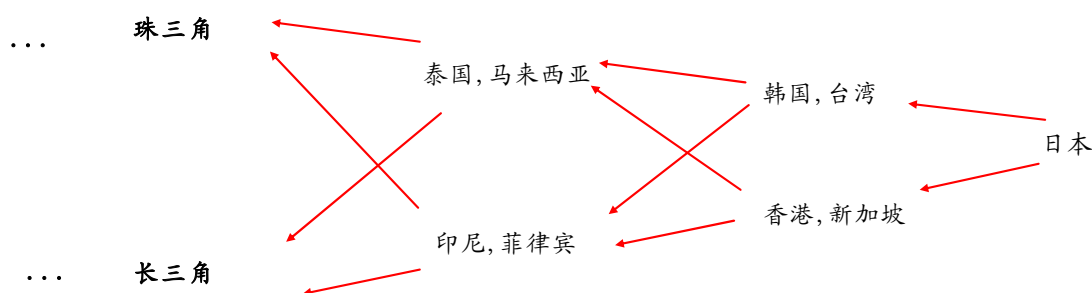
图表 64：中国是全球第五大消费国，五年内或成为第二大消费国



资料来源：WDI，中金公司研究部

- **制造企业向内陆迁移：**过去三十年间，东亚地区经历了三轮产业转移，由低成本国家转移到低成本国家，由日本到亚洲四小龙，然后是东亚四小虎，再到中国的珠江三角洲和长江三角洲，即所谓的“雁行发展模式”。中金公司宏观组（2010年8月24日《中国出口高增长可持续么？》）认为，目前第四轮产业转移发生在中国，由沿海地区向欠发达的内陆地区转移。我们预计，产业转移主要发生在劳动力密集行业和电子行业，这一点从内陆和沿海省份过去两年中制造业就业形势的变化中可见一斑。我们认为，这种趋势未来将得到巩固，越来越多的劳动力密集行业将转移到内陆地区。而所有这些行业都需要在中国的物流中心由可靠的供应商为其提供大型的仓储设施，以满足出口和国内市场的快捷配送需要。此外，我们还推测一种新型的仓库将在中国出现，这种仓库不仅能提供存储空间，而且还能作为一个轻型工厂从事组装生产。

图表 65：雁行发展模式



资料来源：中金公司研究部

图表 66：中国的产业转移趋势

	制造业转移, 2010年2月 vs 2008年2月		
	全国	沿海省份	内陆省份
所有行业	5.2	5.3	4.9
矿业	6.3	2.9	7.6
食品饮料及烟草	16.6	12.8	21.0
服装纺织	-0.8	-1.3	1.9
皮革, 家具, 印刷, 运动类	3.1	-0.4	18.7
石油化工产品	-12.6	9.8	-29.5
橡胶, 塑料等非金属材料	11.1	7.8	17.9
金属冶炼	7.3	8.0	6.1
装备制造	14.9	13.9	17.5
电子及通信设备	-0.4	-2.8	28.4
办公设备	1.8	-2.6	26.4
手工业及其他制造业	-3.3	-5.7	9.9
能源、水生产及供应	3.0	9.4	-1.3

资料来源：Infoacer，中金公司研究部

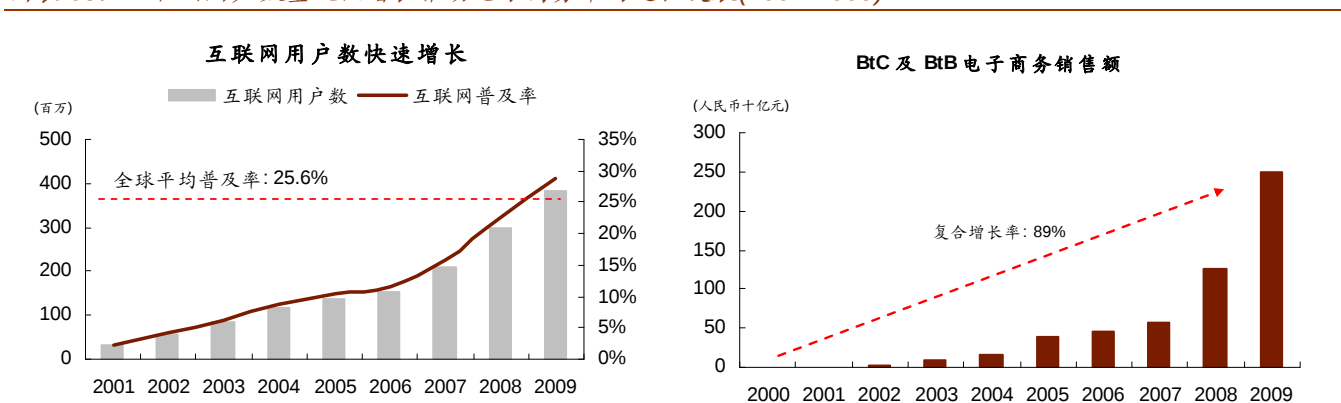
- **电子商务市场的蓬勃发展：**中国拥有成为全球电子商务行业核心参与者所需的资源、途径和动力，但目前国内市场规模和互联网用户的人均销售额仍远远落后于美国。尤其是互联网在中国普及的时间尚较短。不过，中国无论是互联网用户数量还是电子商务市场的规模，都在经历爆炸式的增长。我们坚信，BTB 和 BTC 交易在中国将经历跳跃式的增长，并相应加速物流市场以及物流设施市场的发展。

图表 67：2009 年中国和美国电子商务市场的差距

	美国	中国
BitC 及 BitB 电子商务销售额 (十亿美元)	131.5	36.8
互联网用户数 (百万)	215	384
互联网普及率	70.0%	28.9%
每用户销售收入(美元)	612	96

资料来源：CNNIC, Toocle Research, iResearch Ltd., 中金公司研究部

图表 68：互联网用户数量大幅增长推动电子商务市场迅猛发展(2001-2009)



资料来源：CNNIC, Toocle Research, 中金公司研究部

酒店：看两端，靠连锁

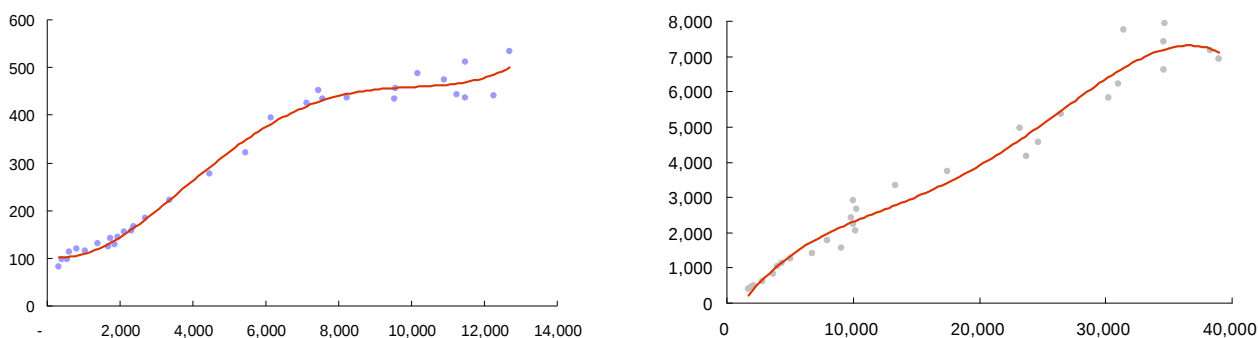
酒店行业总体增长趋稳，但内部分化明显，高星级酒店入住率高，房费价差大，相应盈利能力更好，投资增长快，我们继续看好；同时我们认为，以如家、锦江之星为代表的经济型酒店也将快速崛起，替代低星级酒店。而国内酒店业管理的集团连锁化将带来品牌、管理溢价，未来将推动酒店业持续的盈利提升。

行业：行业成长稳、高端酒店增长快；管理集中度低

行业概况：增速稳、高端多、集中度低

国际经验表明，人均 GDP3000 美金后，酒店业大发展：国际经验表明，人均 GDP3000-5000 美元也是酒店业的快速发展期，人均 GDP10000 美金至 20000 美金则存在一段停滞期，主要是消化前期大量的建设供应，直至 20000 美元之后才进入成熟发展期。以国际经验做参考，我国酒店业正处于快速发展的后半阶段。

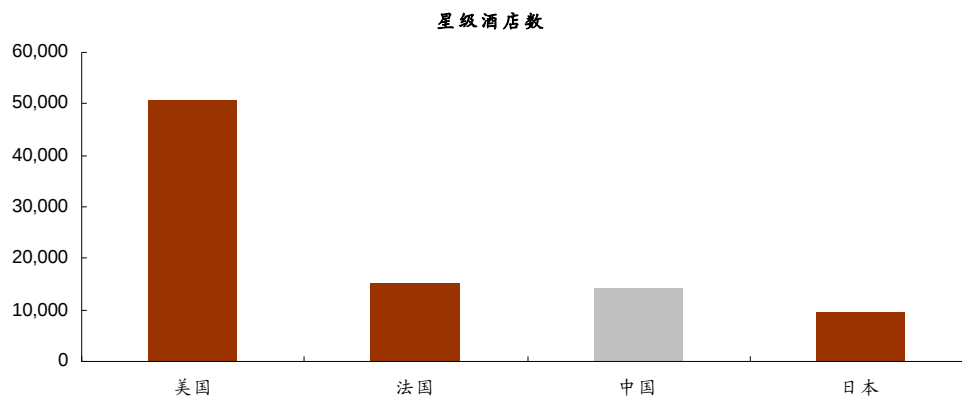
图表 69：韩国和日本的酒店业 S 曲线



资料来源：CEIC，中金公司研究部

全国共有 14 万家星级酒店，其中 506 家五星级酒店：国内酒店一般是按《中华人民共和国星级酒店评定标准》进行星级划分。截止到 2009 年，中国大陆星级酒店共有 14,237 家（截止到 2010 年纳入全国星级饭店统计管理系统共计 13,991 家），客房数共计 167.3 万间，平均每家客房数量 117.5 间，其中 506 家是五星级酒店，客房数 18.1 万间，平均每家 357.9 间。

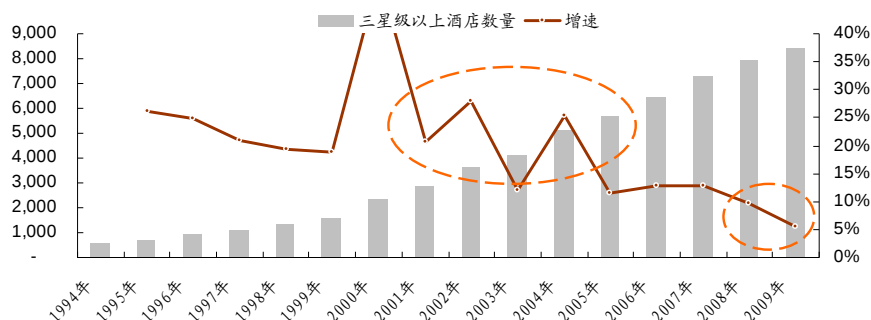
图表 70：各国星级酒店数



资料来源：CEIC，中金公司研究部

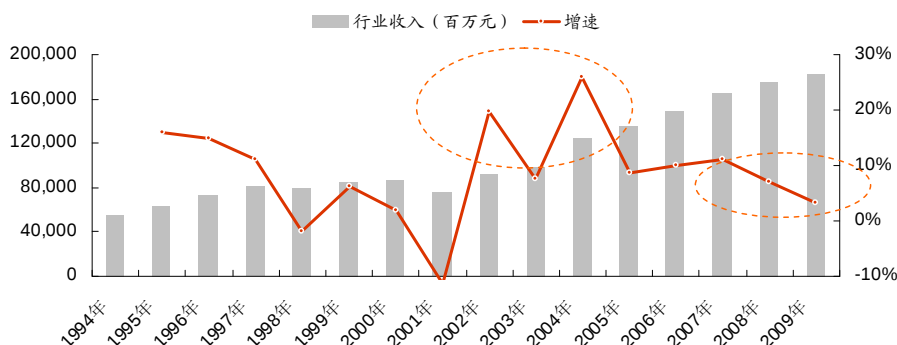
国内酒店行业每年约 10% 的增速：我们看到，近年来国内三星级及以上酒店整体维持低位增长，2009 年的酒店数量已经下滑至 6% 左右，收入同比增速在 5% 左右。比对国际经验来看，我们认为，随着经济的发展，酒店业明显存在着高速发展以及平稳发展的两个阶段，发达国家的酒店市场，如日本、韩国、美国等，酒店数量目前年均增速均在 5%~10% 左右，出租率基本稳定在 60%~70%，我们判断，酒店业机会将来自于两块，1) 微观上，品牌酒店的房费/附加服务溢价，2) 行业层面，企业的规模效应以及细分市场的超行业增长。

图表 71：国内三星级及以上酒店增速下滑至<10% 的增长



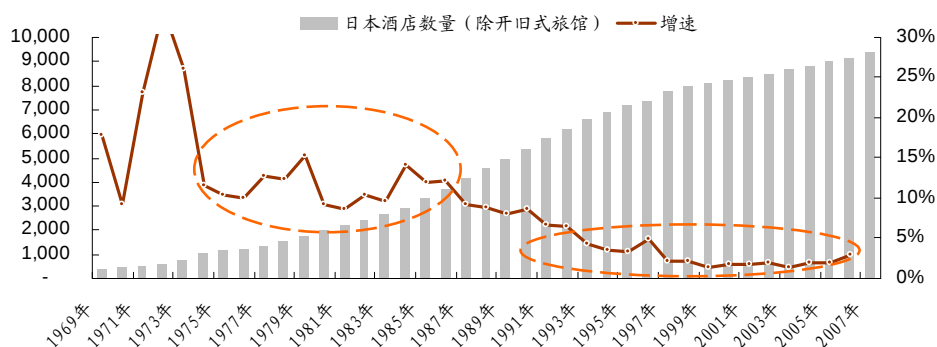
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 72：中国大陆酒店行业收入增速在 5% 左右



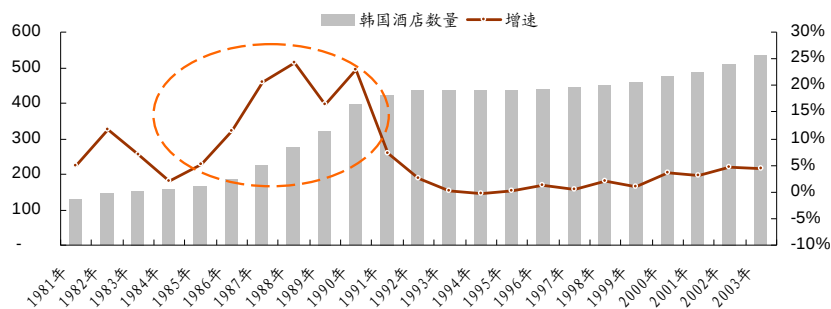
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 73：日本酒店也经历了 15%~20%，5%~10% 两个增速阶段



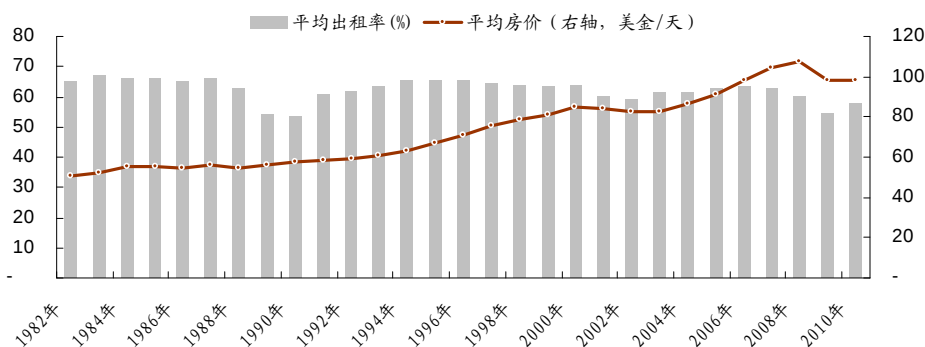
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 74: 韩国酒店的开业高峰在 1985~1990 年



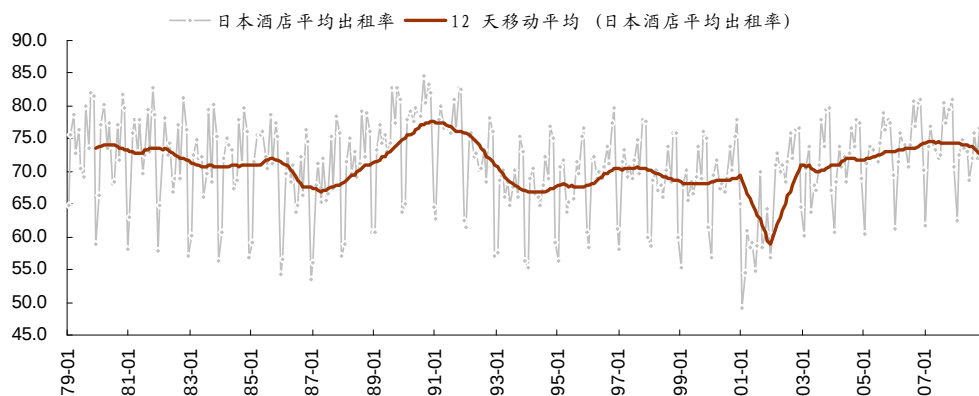
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 75: 美国酒店平均出租率基本维持在 55%~65% 之间, 但平均房价涨幅大



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

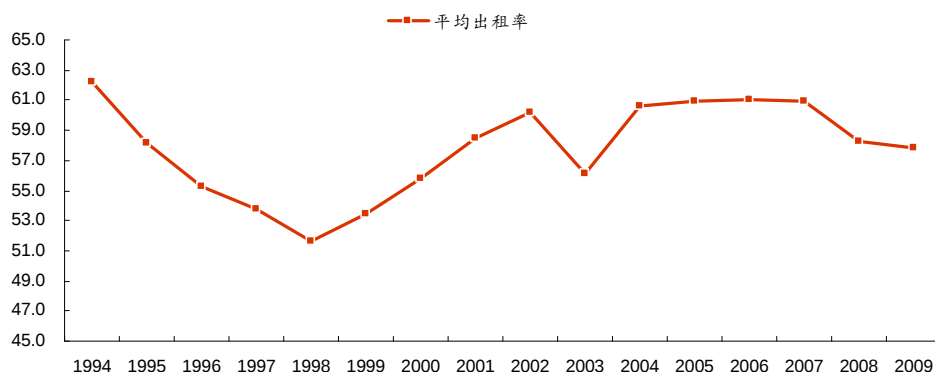
图表 76: 日本酒店平均出租率中值在 70% 左右



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

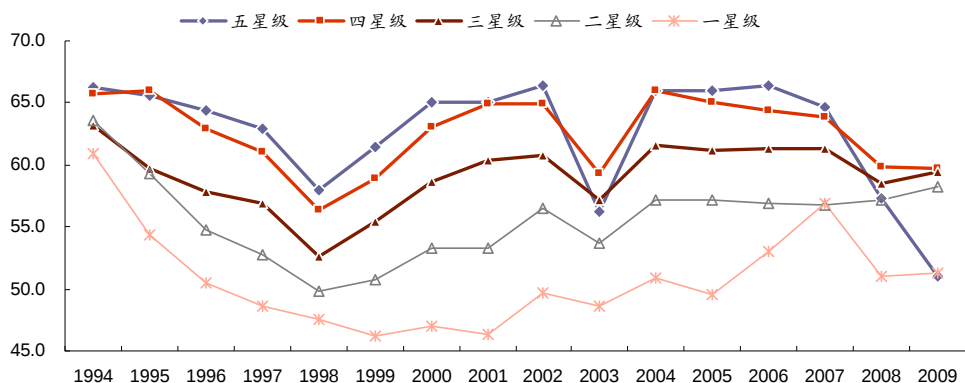
国内高星级酒店入住率更高、收入增长更稳定: 国内酒店从 1994 年以来的平均入住率一直维持在 55%~60%左右, 入住率三个低点分别是 1998 年、2003 年和 2008 年, 分别是受亚洲金融危机、SARS 以及国际金融危机影响。分星级来看, 我们观察到国内星级酒店, 大致的规律是星级酒店越低, 入住率越低; 收入增长方面, 我们也看到, 四星级、五星级酒店的收入增长较一、二星级酒店更稳定, 也略高于低星级酒店增长。

图表 77: 中国大陆酒店平均出租率



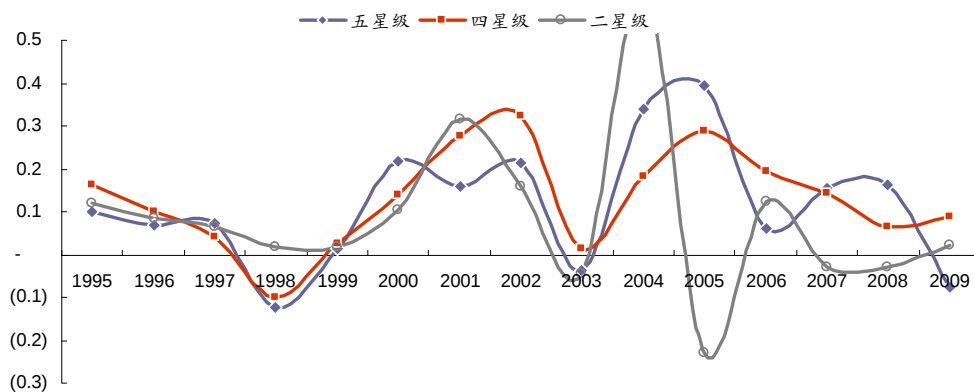
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 78: 中国大陆酒店分星级的入住率



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

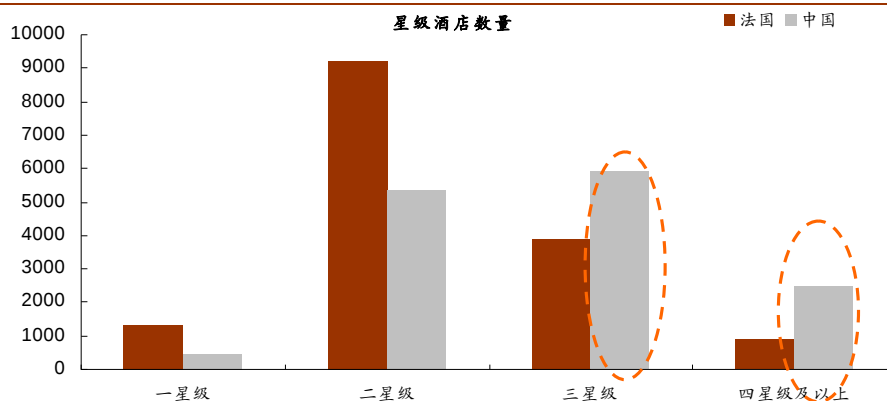
图表 79: 分星级酒店收入增长率



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

比较发达国家，国内高星级酒店增速、占比高：以星级酒店数量近似的中国和法国对比看，法国 2009 年四星级及以上酒店仅 903 家（占比 6%），酒店构成主体是二星级（占 60%），而中国这一数据是四星级及以上 2,490 家（17.5%），二星级仅 5,375 家（占比 38%）。以美国酒店构成对比来看，如果用构成划分，我们发现，美国 500 间客房以上酒店占比基本与国内类似，而 300 间及以上客房的酒店占比美国仅 3.2%，中国占到了 5.3%。而酒店数量方面，大致的趋势是高星级酒店占比快速提升，低星级酒店受经济酒店增加影响，市场在萎缩，以 2010 年为例，与 2009 年底各星级酒店饭店数量比较，五星级饭店增加了 95 家，四星级增加了 235 家，三星级增加了 451 家，二星级减少了 763 家，一星级减少了 138 家。随着经济的快速增长，四星级及以上酒店在过去五年均保持了 15% 的高速增长，远超过行业平均约 5% 增速。

图表 80：中法酒店构成对比



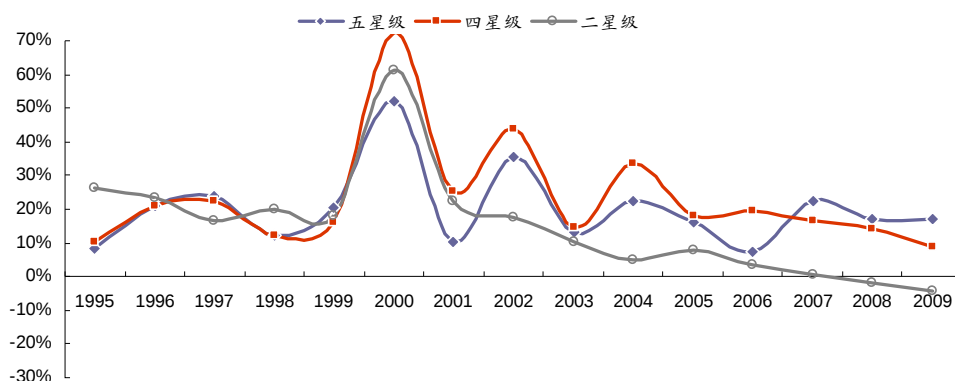
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 81：中美酒店构成对比

国家		大于500间	300~500间	低于300间
数量	中国	145	612	13,480
	美国	534	1,125	49,356
比例	中国	1.0%	4.3%	94.7%
	美国	1.0%	2.2%	96.7%

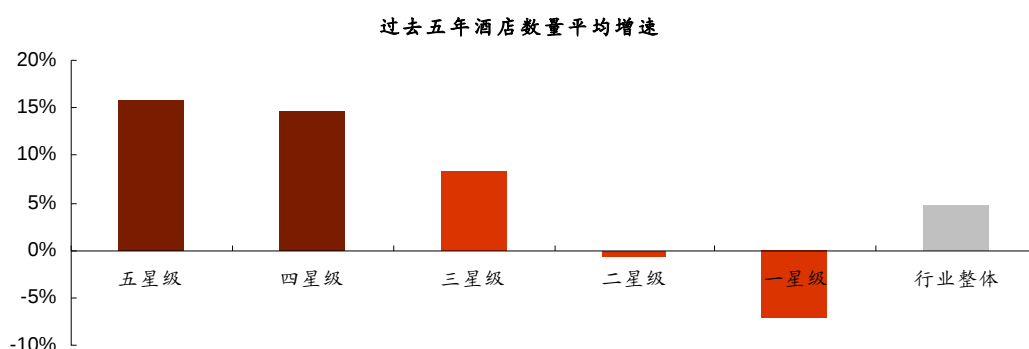
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 82：分星级酒店数量增长率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 83: 分星级酒店数量增速



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

国内酒店管理集团规模远低于国际酒店管理集团的规模水平: 根据美国酒店行业最权威的杂志《Hotels》对 2010 年全球酒店管理集团排名, 我们发现排名前十位的酒店集团拥有 35,165 间酒店和 430.1 万间客房, 分别是大陆星级酒店总数、客房总数的 2.47 倍和 2.57 倍, 也意味着我国国内酒店管理集团的规模以及保有量远落后于国际水平。

图表 84: 全球酒店管理集团排名 (2010)

排名	酒店管理集团	2009年客房数	2009年酒店数	2008年客房数	2008年酒店数	主要品牌
1	洲际酒店集团	646,679	4,438	619,851	4,186	洲际酒店, 皇冠假日酒店, 假日酒店和度假村, 快捷假日酒店, 智选假日酒店, Hotel Indigo, StayBridge Suites, 等等
2	温德姆酒店集团	597,674	7,114	592,880	7,043	温德姆酒店, 温德姆度假酒店, 温德姆至尊酒店, 温德姆花园酒店
3	万豪酒店集团	595,461	3,420	560,681	3,178	万豪酒店及度假酒店, JW万豪酒店, 万丽酒店, 万怡酒店, Edition, Autograph Collection, AC Hotels by Marriott, ExecuStay, 等等
4	希尔顿酒店集团	585,060	3,530	545,725	3,265	Hilton、Scandic和Conrad等
5	雅高酒店集团	499,456	4,120	478,975	3,982	索菲特, 宜必思, 诺富特, 美居, Formula 1, 铂尔曼, 美爵, 等等
6	Choice Hotel International	487,410	6,021	472,526	5,827	Comfort inn, Clarion Hotel, Ascend Collection, Suburban等
7	最佳西方酒店集团	308,477	4,048	305,000	4,000	最佳西方国际集团是全球单一品牌最大的酒店连锁集团
8	喜达屋酒店集团	298,522	992	248,000	942	St.Regis, 至尊精选, 威斯汀酒店, 喜来登酒店, 艾美, 雅乐轩, 福朋, W饭店
9	卡尔森酒店集团	159,756	1,058	151,077	1,013	丽晶、丽笙、ParkPlaza、CountryInns&Suites和ParkInn; 餐饮品牌为星期五餐厅。
10	凯悦酒店集团	122,317	424	114,332	375	君悦, 柏悦, 凯悦

资料来源: Hotel 杂志, 中金公司研究部

盈利：重资产，赚钱难

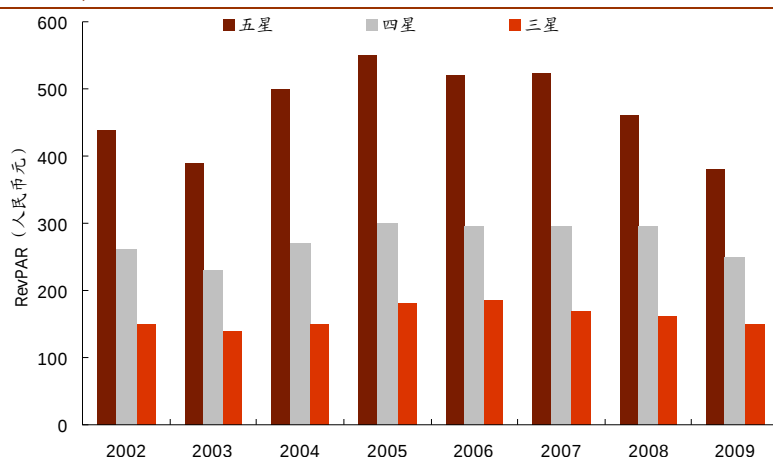
盈利评价方法

评估酒店的投资价值，有五个重要的指标，1) 建筑面积；2) 客房数；3) 总投资额；4) 出租率；5) 平均房费。一般五星级酒店，平均客房面积建面是100平方米，四星级85~90平方米，三星酒店一般是80平方米，投资额方面，五星级建安在10000元/平米，四星级9000元/平米，三星级8000元/平米，因此，匡算下来，58%~60%的出租率是盈亏平衡点，最佳出租率在75%~80%左右，房价方面，有两个经验指标，一是平均每房间建造价值的千分之一，另一个是同档次住宅单位价值的1/10。

我们认为看酒店盈利，可以重点比较两个主要指标，一是平均每间客房收入（RevPAR），二是经营毛利润（GOP）。

平均每间客房收入（RevPAR, Revenue Per Available Room）是国际酒店业考核和评价体系中最常用的指标，其计算公式为“RevPAR=客房收入/可供出租客房数”或者“RevPAR=平均房价×入住率”。RevPAR 衡量平均每间客房的平均客房收入，能够全面反映酒店客房收入的变化情况，但是 RevPAR 并不包括非客房收入。为了克服 RevPAR 不反映非客房收入的不足，也可使用“非客房收入占比”这一简单的指标来关注酒店收入结构的变化。

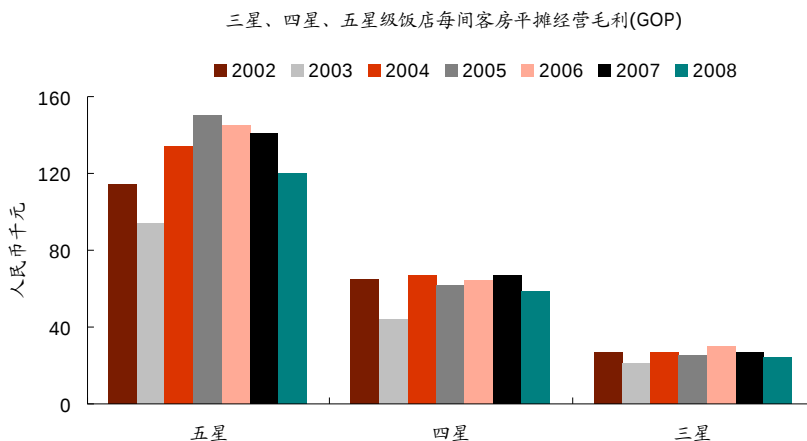
图表 85：中国酒店 RevPAR 情况



资料来源：中国旅游饭店业协会，浩华，中金公司研究部

Gop（经营毛收益额，Gross operating Profit）：Gop=营业利润+固定资产折旧+无形资产摊销+开办费摊销+土地使用税+房产税+保险费+利息净支出+汇兑净损失+董事会费+审计费+上缴管理费。如果用 Gop 除以可供出租的房间数量，就得到了 GopPAR（每天每间可供出租客房的经营毛利润，Gop per available room），GopPAR 是 RevPAR 的有益补充。

图表 86：中国酒店 GOP 情况

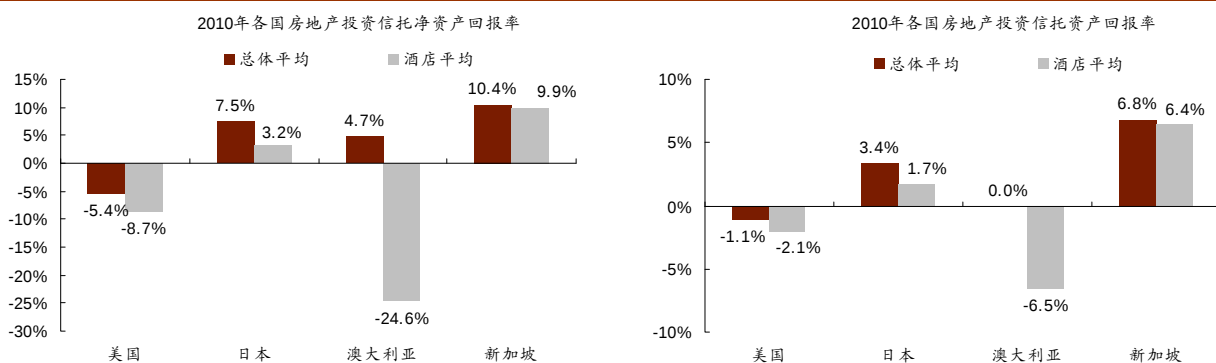


资料来源：中国旅游饭店业协会，浩华，中金公司研究部

盈利分析：房费、餐饮占比 5:4，投资五星才赚钱

国际上酒店业是重资产、利润低的行业：从我们掌握的各国 REITs 数据看，所有酒店业 REITs 中，ROE 以及 ROA 两项指标显著低于 REITs 的平均水平，美国、澳大利亚的酒店业甚至是亏损，日本也仅小幅盈利。

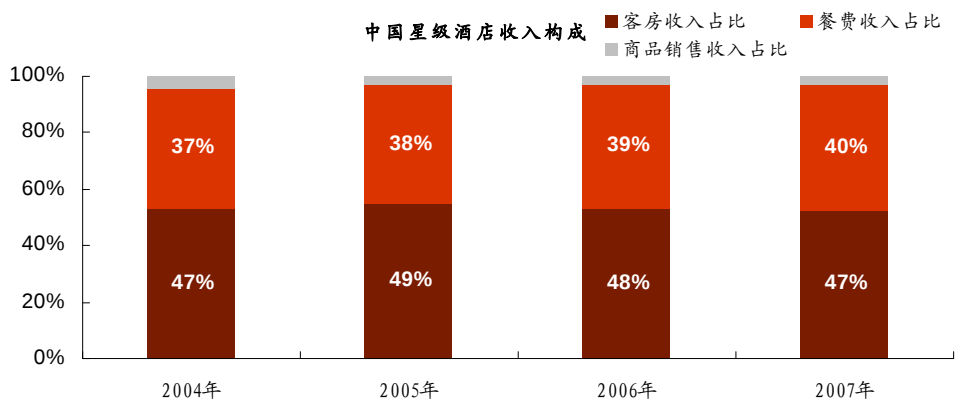
图表 87：各国 REITs 的酒店资产盈利状况



资料来源：彭博，中金公司研究部

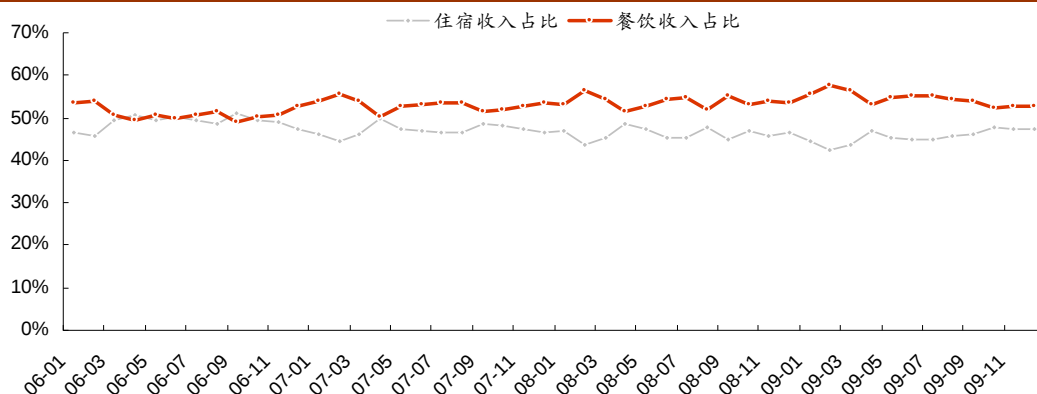
中国酒店收入，房费、餐饮、其他占比 5:4:1，一线城市餐饮占比相对低。酒店的经营收入，可以划分为两块，住宿以及餐饮，其中住宿收入主要是房费贡献，餐饮主要来自于餐费贡献。我们掌握的数据显示，2004~2007 年间客房、餐费大致上占总收入比约 50%及 40%，而一线城市的细分数据表明，一线城市由于商业发达，餐饮占比低于全国水平约 10 个百分点。

图表 88：收入分两块，住房+餐费



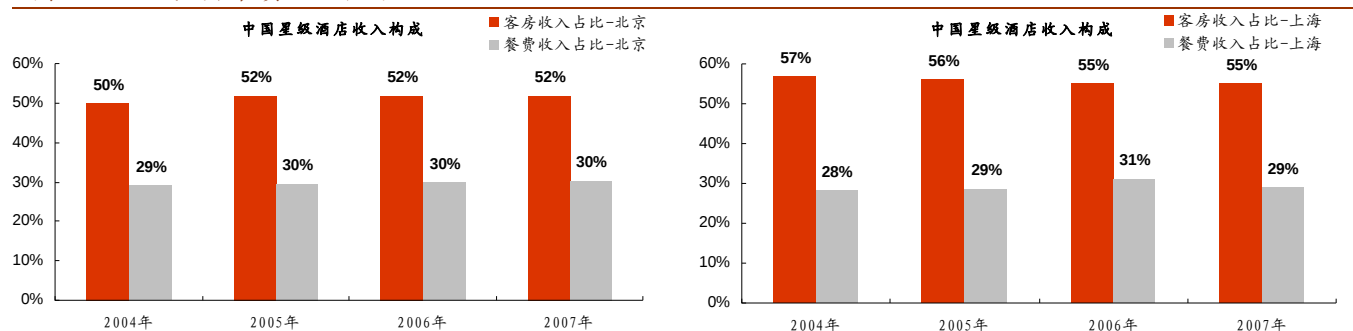
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 89：2006~2009 年星级酒店住房、餐饮收入一般对半开



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 90：一线城市餐费收入相对低



资料来源：CEIC，中金公司研究部

2010年全国星级酒店税前利润率仅2.4%：根据2010年《中国星级饭店统计公报》，全国星级饭店平均房价为295.1元/间夜（2010年四季度五星级平均房价约697元/间夜），平均出租率60.27%，每间可供出租客房收入177.87元/间夜，经营毛利率46.33%，而税前利润率仅2.4%。

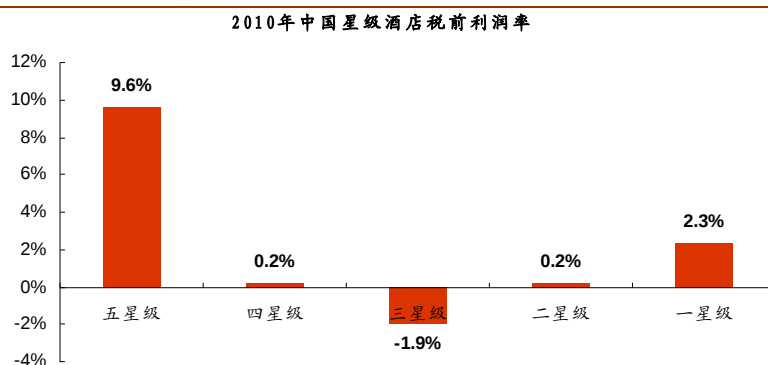
图表 91：东部地区酒店运营状况略好于中西部

	东部地区					中部地区					西部地区				
	平均房价 (元/间夜)	平均出租率 (%)	全员劳动生产率 (千元/人)	人均实现利润 (千元/人)	人均实现税收 (千元/人)	平均房价 (元/间夜)	平均出租率 (%)	全员劳动生产率 (千元/人)	人均实现利润 (千元/人)	人均实现税收 (千元/人)	平均房价 (元/间夜)	平均出租率 (%)	全员劳动生产率 (千元/人)	人均实现利润 (千元/人)	人均实现税收 (千元/人)
合计	354.93	60.05	154.77	5.02	12.48	218.12	63.1	98.14	0.09	6.6	212.19	58.87	98.79	-0.11	7.28
一星级	136.35	50.7	75.9	-2.62	21.11	118.27	70	81.38	3.87	5.79	90.99	43.65	63.6	5.84	4.83
二星级	167.25	57.78	98.5	-1.41	13.36	136.25	62.34	74.37	1.1	4.91	114.72	56.51	76.2	1.35	5.54
三星级	233.32	59.37	113.26	-2.95	9.5	175.31	63.34	85.96	-0.29	5.46	161.68	59.56	81.06	-1.27	5.87
四星级	371.49	61.88	158.85	2.03	11.37	286.18	63.23	104.87	-2.24	7.33	279.03	60.36	104.28	-4.29	7.08
五星级	720.16	60.21	237.81	25.35	18.75	470.27	62.93	158.42	5.88	11.18	538.33	59.89	169.05	10.3	14.12

资料来源：《中国星级饭店统计公报》，中金公司研究部

五星级酒店有盈利，低端酒店不赚钱：从2010年数据来看，五星级平均营业收入1.14亿元/家，四星级3630万元/家，三星级1136万元/家，二星级424万元/家，一星级173万元/家；平均每家酒店利润总额五星级1100万元/家，四星级9万元/家，三星级-22万元/家，二星级1万元/家，一星级4万元/家。

图表 92：2010年中国酒店税前利润率

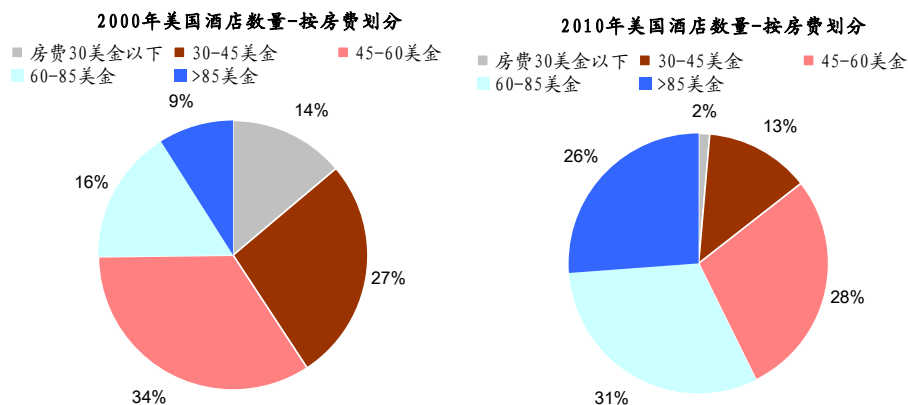


资料来源：《中国星级饭店统计公报》，中金公司研究部

前景：看两端，连锁化

看两端，高星级+经济型：综合前述分析，国内酒店业只有高星级酒店赚钱，且高速增长，往前看，我们认为其整体盈利性将保持，增长将主要来自于房费、餐饮费用附加收入随居民收入增长、旅游业发展所推动。同时我们认为，随着经济型酒店的崛起，原来的低档星级酒店会逐渐淡出市场，因为在欧美成熟酒店市场结构中经济型酒店约占70%，而截止到2009年底，我国三星及以下星级酒店有11747家，规模超过经济型酒店的3倍，单从替代低档酒店的静态角度分析，经济型酒店的发展空间十分巨大。

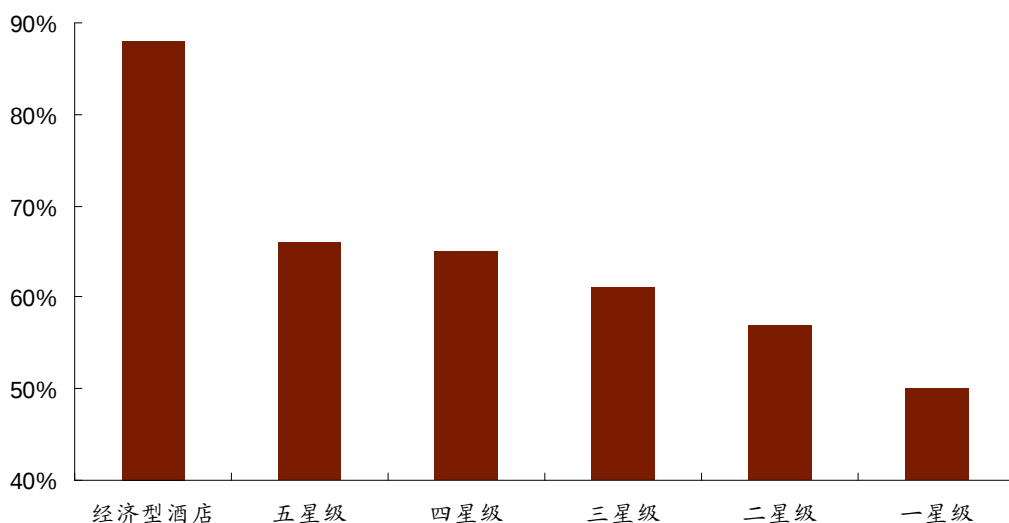
图表 93：美国酒店增长主要靠房价提升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

- 经济型酒店高增长，2002~2010年年均增速78%，入住率高于行业平均：截止到2010年，中国经济型酒店总数约5120家，客房总数544210间，同比增幅分别为36%和32%。经济型酒店前十名是如家、锦江之星、莫泰、7天连锁、汉庭、格林豪泰、速8、宜必思、维也纳和中州快捷。其中前三名市场占有率37%，前十名，63.3%。区域分布上，北京、上海占有了1/4的开店数。目前经济型酒店入住率约90%，远高于五星级及行业平均，而发达国家经济型酒店出租率平均只有60%~70%，世界著名的经济型酒店品牌，如雅高集团的宜必思（Ibis）、F1（Formula 1），温德姆集团（原为圣达特集团）的速8（Super 8）、天天客栈（Days Inn）和洲际集团的假日快捷（Holiday Inn Express）等，已经形成了在欧美市场经济型酒店行业寡头垄断的格局，经济型酒店未来规模以及公司市场份额增长还具备较大空间。

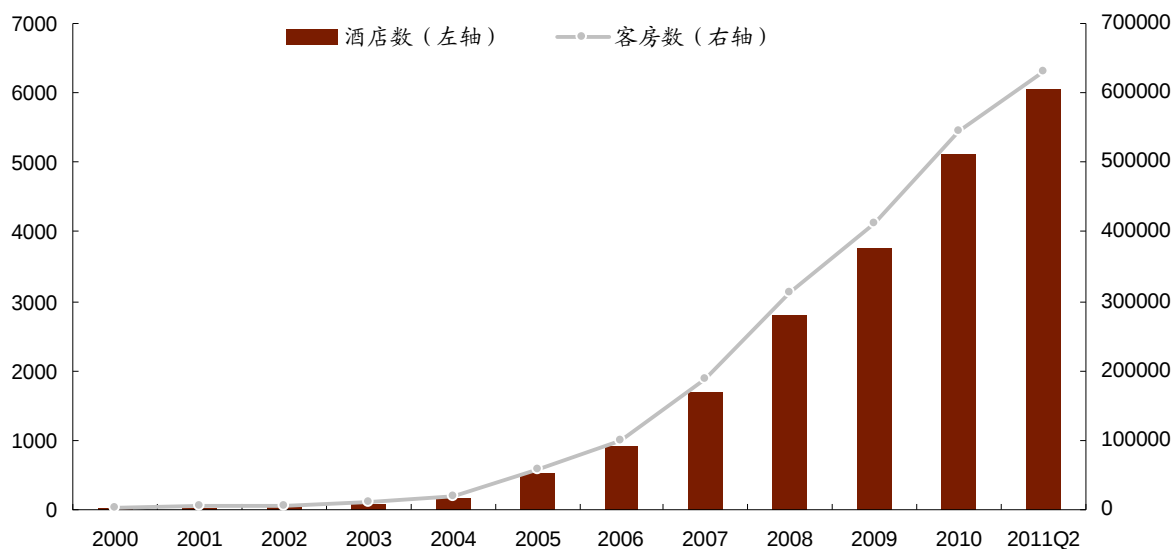
图表 94：经济型酒店入住率与星级酒店入住率对比



资料来源：CEIC，中国饭店协会，中金公司研究

图表 95: 经济型酒店规模增长

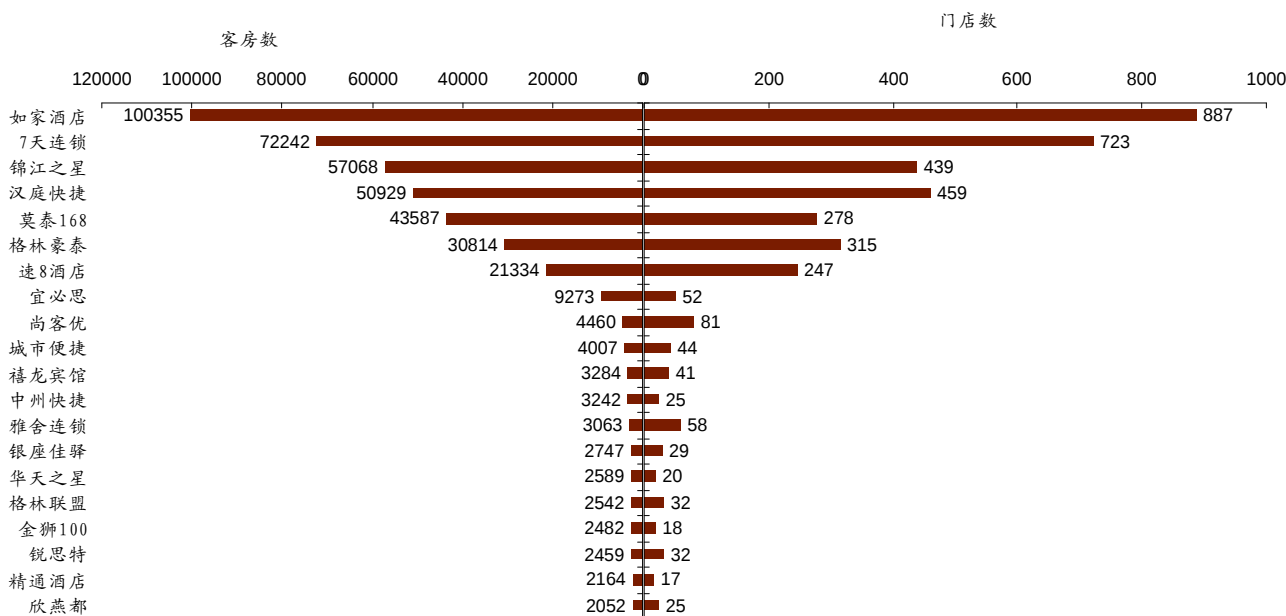
2000-2011Q2全国经济型连锁酒店规模增长



2011年2季度，我国经济型酒店总数已经达到6047家，与上季度相比增长了534家，增长幅度为9.69%，客房总数达到630832间，与上季度末相比增加了48810间，增长幅度为8.39%。自05、06年我国经济型酒店进入高速发展期以来，尽管经历了08年全球金融危机，但并未放慢发展脚步，始终保持强劲增幅，随着7天在纽交所及汉庭在纳斯达克的成功上市，相信这股热潮还将持续相当的一段时间。

资料来源: Inntie, 中金公司研究部

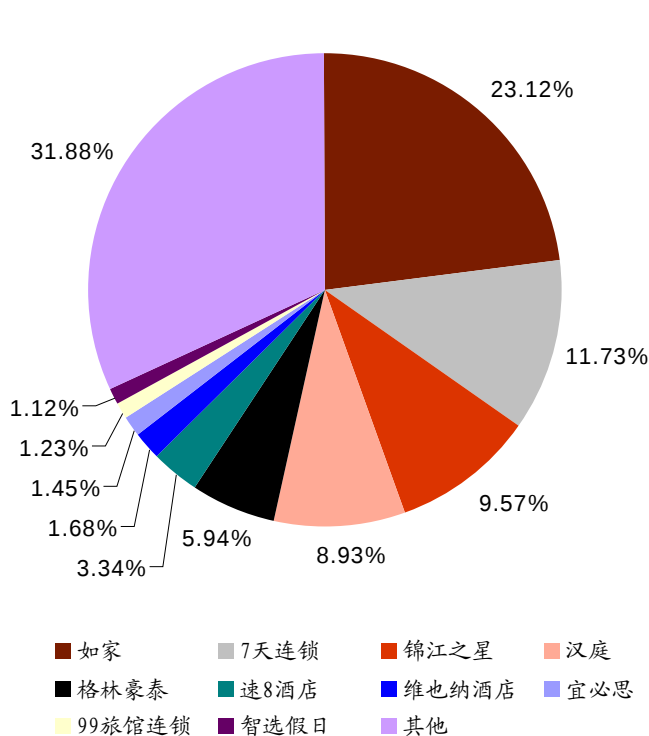
图表 96: 经济型酒店规模增长



资料来源: Inntie, 中金公司研究部

图表 97: 经济型酒店规模增长

2011Q2全国经济型连锁酒店集团市场占有率



1. 2011年2季度, 如家因对莫泰酒店的收购, 市场份额遥居第一, 开业酒店数达到1191家, 比上一季度增加343家, 客房数达到147524间, 比上一季度增长51.58%, 占整个经济型酒店市场总量的23.12%。

2. 市场占有率第2的是7天连锁酒店, 2季度收购华天之星后开业酒店达到743家, 比上一季度增加124家, 客房数达到74831间, 比上一季度增长21.1%, 占整个经济连锁酒店市场份额的11.73%。

3. 锦江之星所占市场份额位列第3, 开业酒店数达483家, 比上一季度增加26家, 客房数达61061间, 比上一季度增长4.75%, 占整个经济型连锁酒店市场份额的9.57%。

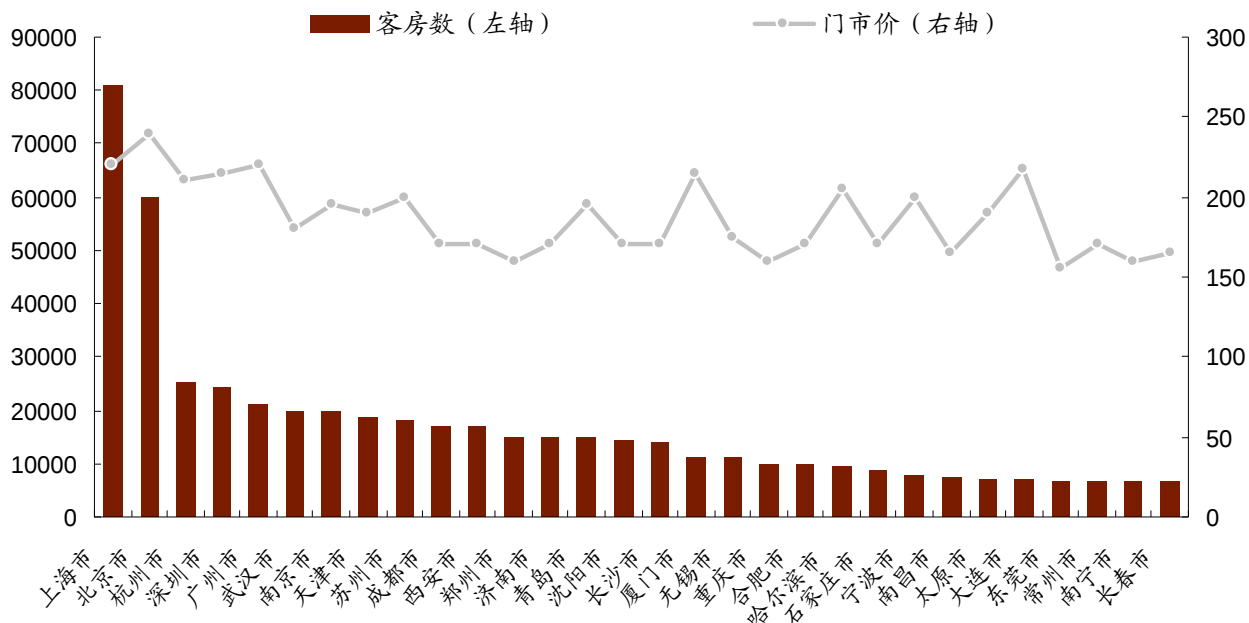
4. 位列第4的汉庭酒店市场份额为8.93%, 其开业酒店数为507家, 比上一季度增长34家, 客房数为56968间, 比上一季度增长5.18%。

5. 格林豪泰和速8分别占据了市场总量的5.94%和3.34%, 开业酒店数分别为404家和247家, 客房数达到37894间和21334间, 而维也纳、宜必思、99旅馆和智选假日所占的市场份额共5.48%, 开业酒店数分别为59家、52家、105家和27家, 客房数分别为10711、9273、7878和7115, 其他经济型酒店则占市场总量的31.88%

资料来源: InnTie, 中金公司研究部

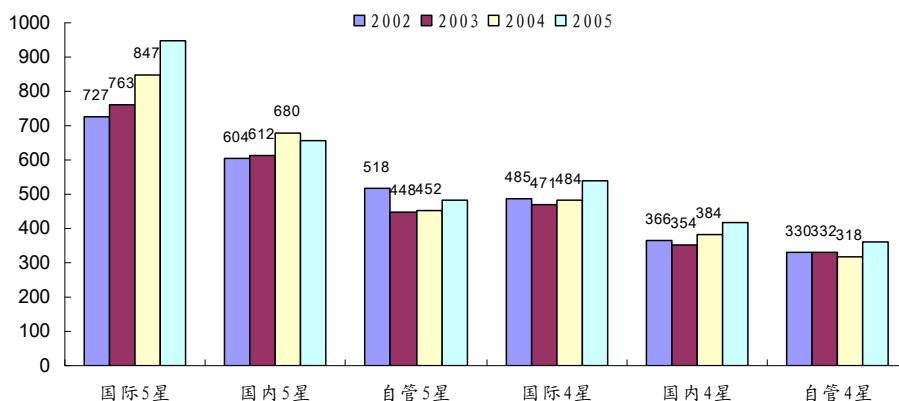
图表 98: 经济型酒店规模增长

2011年Q2全国经济型酒店分布



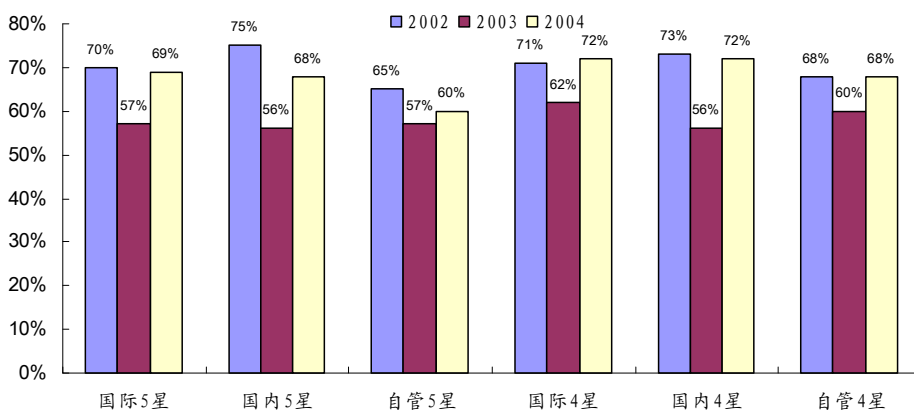
- **酒店连锁化，期待国内酒店管理集团管理、品牌溢价提升：**根据美国 Hotelonline 统计，1990 年~2003 年美国连锁酒店占比由原来的 46% 提升到了 70%，我们认为，中长期，连锁经营是大趋势，将对酒店管理集团带来更高要求，但同时也将带来相应的品牌、管理溢价。以 2006 年中国饭店业统计数据来看，虽然国际酒店集团所管理的高星级酒店的入住率和国内酒店集团基本相同，但是其管理酒店的平均房价却要明显高于国内酒店集团管理的酒店，这可以视作国际酒店集团的“品牌溢价”，随着国内高星级酒店的高速发展，我们看好国内酒店管理集团的管理、品牌溢价提升，从而获得更好的业绩增长。

图表 99：高星级酒店各种管理模式情况对比（平均房价）



资料来源：中国旅游饭店协会，中金公司研究部

图表 100：高星级酒店各种管理模式情况对比（入住率）



资料来源：中国旅游饭店协会，中金公司研究部

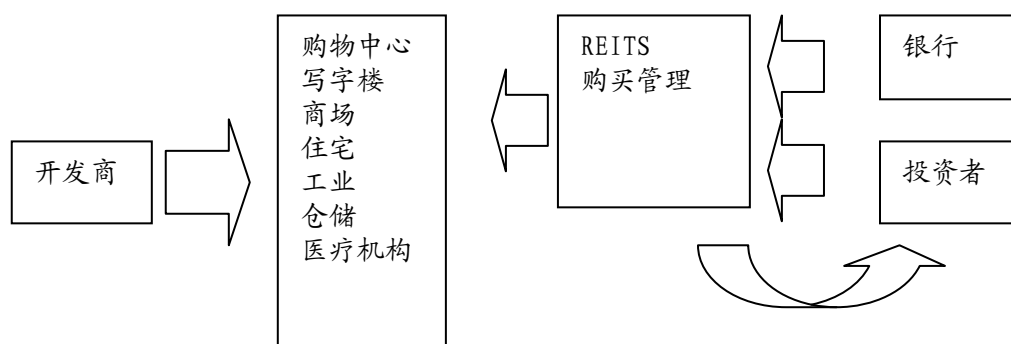
REITs

REITs (Real Estate Investment Trusts), 即房地产投资信托基金。REITs 最早于 1960 年诞生于美国, 七八十年代经历了一轮快速发展, 它的出现为间接投资商业地产提供了便捷的工具。我们认为中国推行 REITs 是大势所趋, 借鉴国际 REITs 发展的经验有助于未来在中国更为灵活和科学地投资商业地产。

REITs 是一种将持有型物业收益提前资本化的工具

REITs 分为三类, 专门投资于出租型物业的“权益型 REITs”、专门投资于房地产抵押贷款的“抵押型 REITs”和既投资房产又投资抵押贷款的“混合型 REITs”。一般 REITs 是指“权益型 REITs, 具有 1) 是拥有和管理商业房地产的公司 2) 作为公司 (Corporate) 或者商业信托 (Unit Trust) 注册 3) 需要将 90% 以上收入分配 4) 一般可以在公司层面免税, 直接传递给股权持有人等特点。

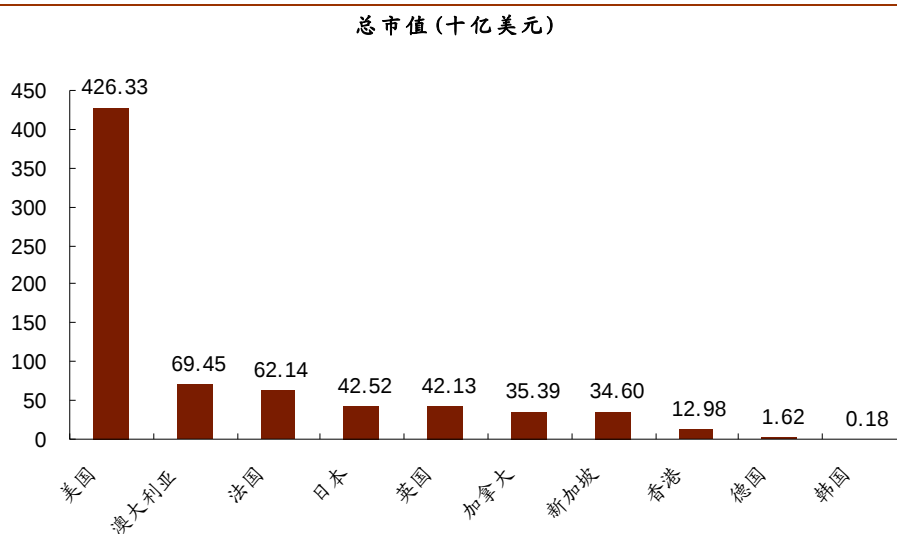
图表 101: 股权型 REITs 运作模式



资料来源: 中金公司研究部

► **全球市场规模 7000 亿美金, 主要集中在发达国家:** 截止到 2010 年全球 REITs 市场规模超过 7,000 亿美金, 美国、澳洲、法国、英国和日本是全球最大的五个 REITs 市场。

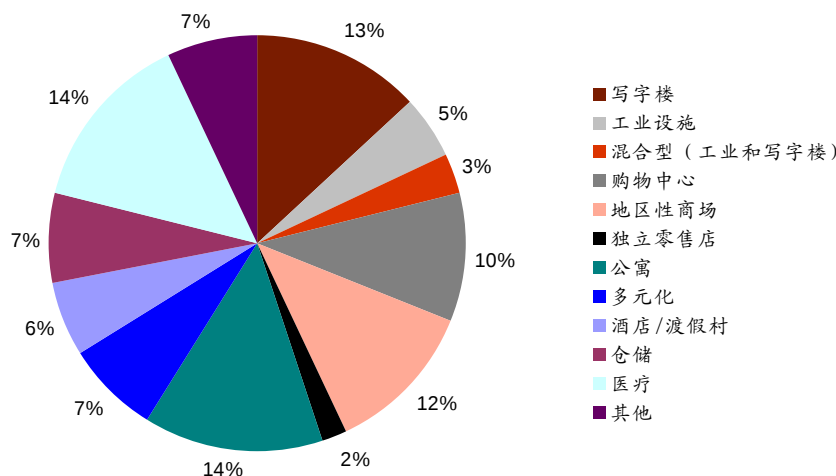
图表 102: 亚洲国家/地区 REITs 中房地产投资比例比较



资料来源: 安永, 彭博, 中金公司研究部

- **发达国家 REITs 投向主要有写字楼、购物中心、公寓以及医院：**以美国市场 REITs 的投资方向为例，13%集中在写字楼，14%是医疗设施，14%是公寓，22%是购物中心及商场。

图表 103: 美国市场 REITs 投资方向 (截至 2010 年 3 月)



资料来源：安永，彭博，中金公司研究部

- **亚洲目前已有 7 个国家/地区有比较成熟的 REITs 交易市场：**发行规模较大的市场主要是日本、香港、新加坡、台湾、韩国、泰国、马来西亚。中国内地尚未有 REITs 市场。

图表 104: 亚洲国家/地区 REITs 比较

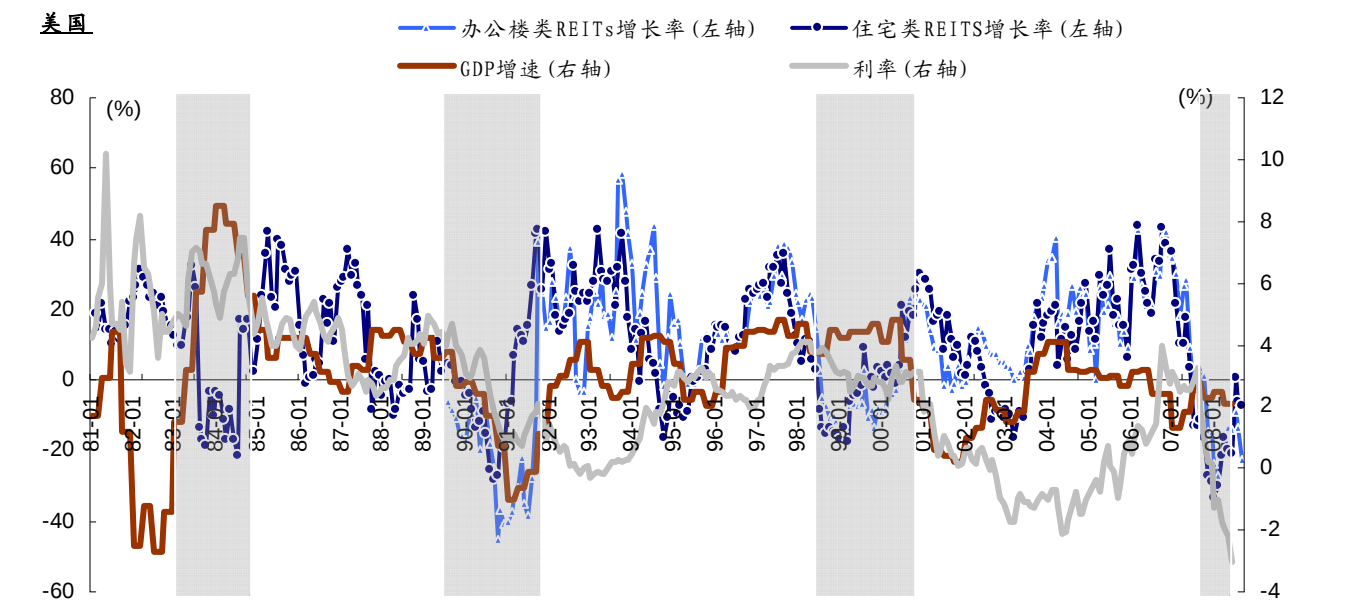
亚洲国家REITs比较							
	日本	韩国	新加坡	台湾	香港	泰国	马来西亚
组织结构	信托或者企业	企业	单位信托/ 共同基金	单位信托	单位信托	封闭式 共同基金	单位信托
管理方式	外部委托管理	内部/外部均可	外部委托管理	内部/外部均可	内部/外部均可	外部委托管理 (资产 需被SEC规定的管理 人监管)	外部委托管理 (管理者必须 是金融机构或者地产公司的 子公司)
强制上市要求	否	是 (对K-REIT) / 否 (对CR-REIT)	是	必须在交易所或证券 机构上市	是	是	否
地域限制	无	无	无	需按政府规定	无	仅泰国	无
房地产投资百分比	至少75%	至少70%	至少70%	现金、政府债券、房 地产、资产抵押债券 等不得低于75%的净 资产值	只能投资房地产，如果指定 了特定类型的房地产投资， 必须投资超过70%该类资产	房地产投资超过75% 的净资产值	上市REIT需保持75%的房地产 及相关投资比例
房地产开发投资比	最多不超过50%	上限30%总资产	上限20%	禁止	禁止，但可以持有不超过 10%净资产值的未完工物业	可以投资完成80%建 设的物业	禁止
杠杆率	无	33%	35%，除非获得特别 评级	无明确规定	不超过45%的资产	无明确规定	50%
股利支付率	至少90%	至少90%	至少90%	无明确规定	至少90%	至少90%	无明确规定
税收优惠	投资者需对资本利得 和分红收入缴税	所有REIT在收购、注 册、资本利得上有 50%税收优惠	分红免税	免除资本利得税，分 红收入有10%或15%的 预提所得税	无	REITs免除企业所得 税、增值税、商业税 等	如果超过90%分红，则无需缴 纳企业所得税；分红给国内 投资者的个人所得税从15%减 免到10%，国外投资者从20% 减免到10%
外国投资者 预提所得税	20%，如果持有超过 5%的上市J-REIT，则 无需缴纳	27.50%	17%	15%	无	10%	10%

资料来源：CBRE，中金公司研究部

REITs 增长与经济正相关、利率负相关

REITs 收益与经济正相关、利率负相关：国际经验比较发现，REITs 增长，基本与经济存在同动关系，而且其收益水平，由于对贴现率非常敏感，也与利率水平存在明显的负相关关系。

图表 105: 美国 REITs 增长率与 GDP 增速、利率水平比较



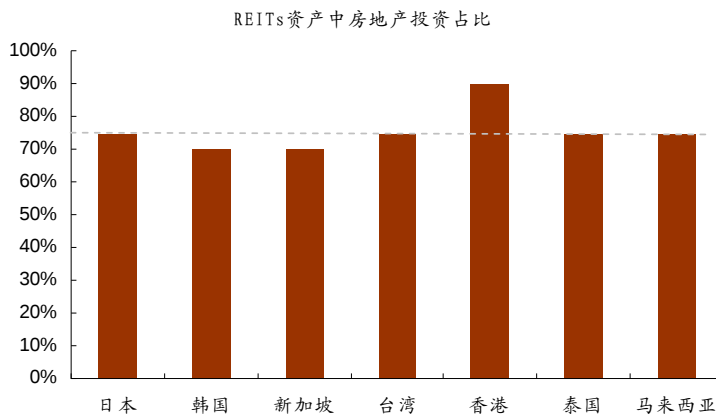
资料来源：安永，CEIC，彭博，中金公司研究部

分红相对高，单位风险回报好

我们认为，REITs 这类投资工具，总体上有如下特点：

- **收益主要来自于房地产出租：**一般而言，REITs 的 75% 的资产应该投资在房地产的股权投资、房地产抵押贷款、其他 REITs 的股票或者政府债券和现金，一般 75% 以上的收入必须来源于房地产租金收入、抵押贷款利息或者房地产转售时的增值收入（个别地区规定需要大部分来自于出租收入），而且 REITs 一般规定投资房地产开发的比例不会超过 30%。

图表 106: 亚洲国家/地区 REITs 中房地产投资比例比较

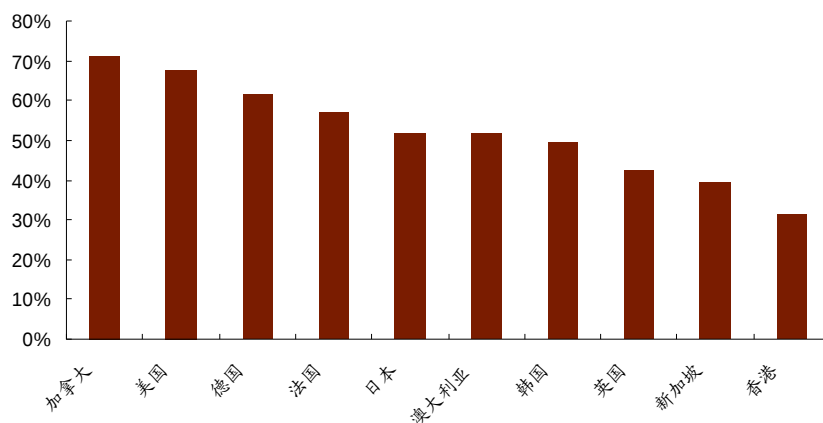


资料来源：CBRE，中金公司研究部

- **负债率相对较低：**多数的 REITs 都规定负债不能超过整个总资产的 50%（个别以评估净资产值（NAV）为上限标准的国家则更低）。

图表 107：亚洲国家/地区 REITs 中房地产投资比例比较

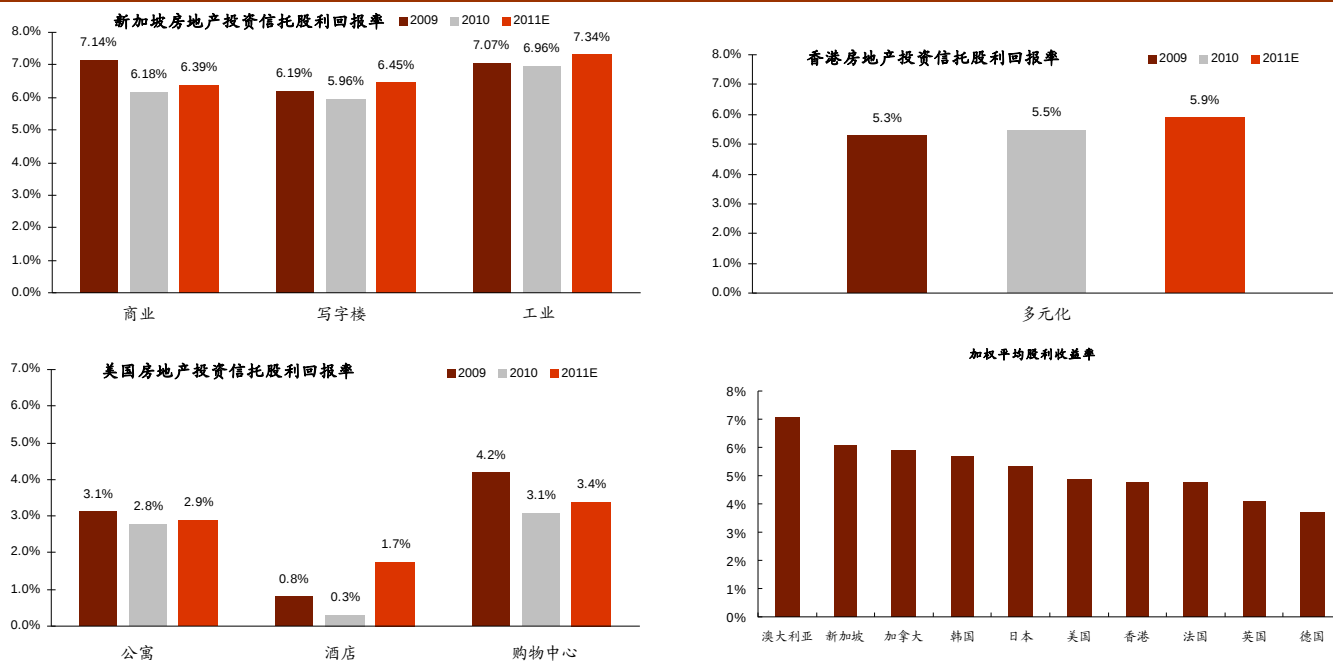
资产负债率（2010）



资料来源：安永，彭博，中金公司研究部

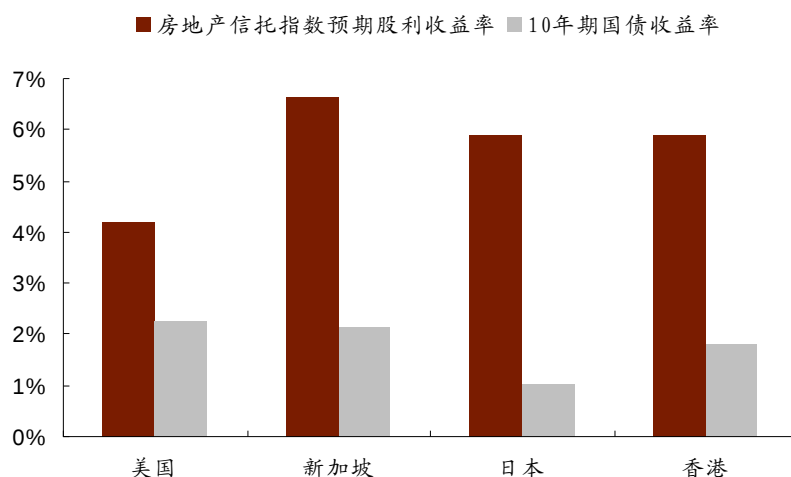
- **分红收益率好于长期国债：**我们的数据显示，各国 REITs 的分红回报率均在 4%~8%之间，较 10 年期国债有约 200~300bps 的溢价，收益率明显好于长期国债。

图表 108：各国分红回报率基本在 4%~8%之间



资料来源：安永，彭博，中金公司研究部

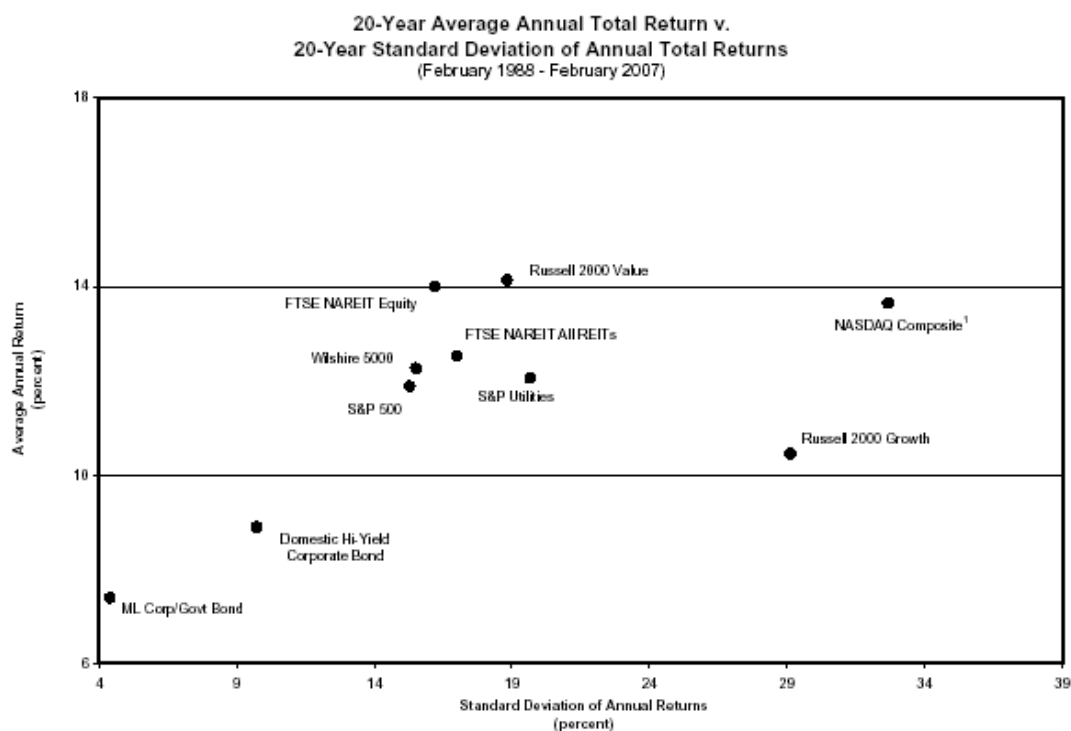
图表 109: 房地产投资信托指数预期收益率与 10 年期国债收益率比较



资料来源：安永，CEIC，彭博，中金公司研究部

- **综合来看，单位风险的回报率更高：**从美国历史经验来看，1988~2007 年，权益型 REITS 单位风险的回报率达到 0.86，仅次于高收益债券，而高于标普 500 和 NASDAQ 指数；此外，REITS 与其他几种资产之间的相关系数也较低，一般不到 0.5。

图表 110: REITs 的单位风险回报率更高



资料来源：National Association of Real Estate Investment Trust，中金公司研究部

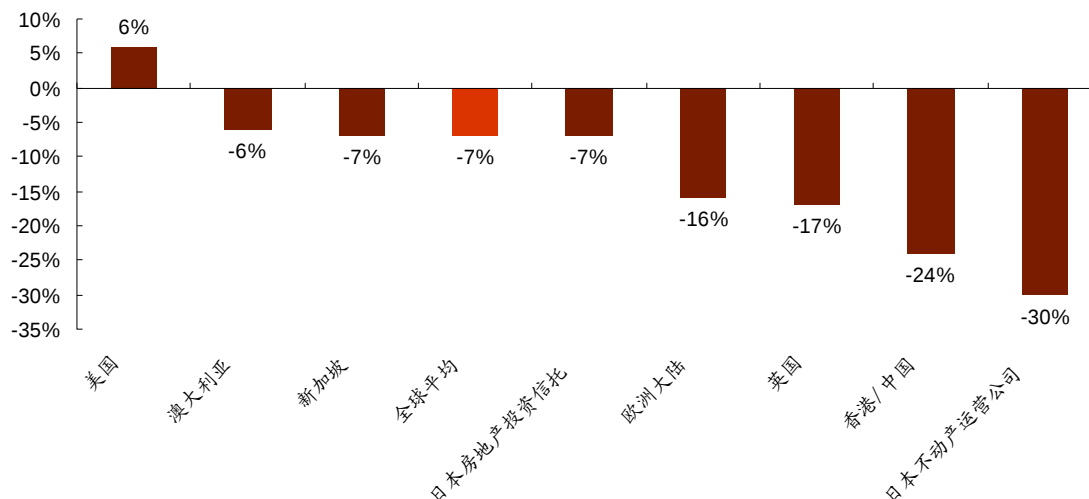
投资评估方法

以上我们可以看到，相比于直接投资商业地产项目，投资 REITs 风险相对较小且流动性高，因此得到越来越多人的青睐。我们在此将国际上评估 REITs 的主流方法总结如下：

一般有三种方法去评估 REITs 的投资价值，绝对估值、收入资本化及直接比较。收入资本化和直接比较都相对简单明了，但难以精确估计价值，我们建议还是以现金流的角度从 DDM 出发去计算 REITs 的内在价值。

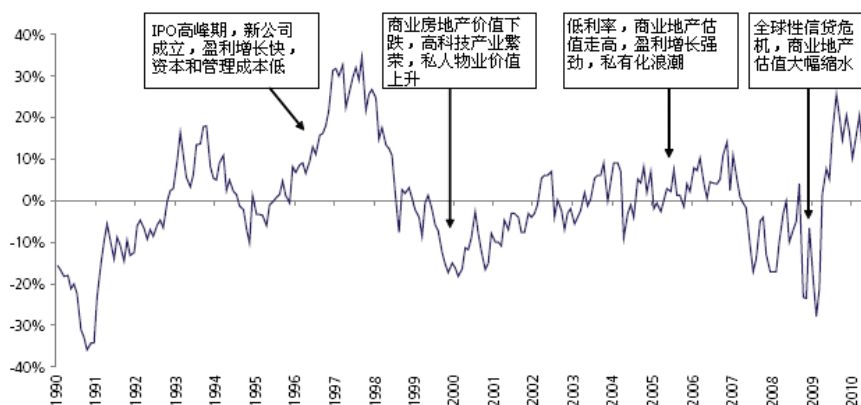
- ▶ **绝对估值法 (Discounted Cash Flow Method)：**这里的绝对估值可以有两种方法：一是通过各物业现金流的 DCF 算出公司的净资产值；二是通过预测年度股利而贴现出内在价值。
- ▶ **净资产值法 (NAV)：**净资产值估值法 (NAV) 是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法，其基本方法是通过对房地产公司项目进行现金流折现后计算出其净资产值，然后折算出每股净资产值，与股票价格相比较。
- ▶ **股利贴现法 (DDM)：**DDM 方法主要基于 REITs 收入波动小、多数股利发放以及股利稳定等特征，当全部股权自由现金流用于股息支付时，DCF/FCFE 模型与 DDM 模型并无区别。模型的主要输入变量是根据 REITs 收入预测出的每单位信托股息，以及贴现率。

图表 111：全球市场 NAV 折让情况



资料来源：ING，彭博，中金公司研究部

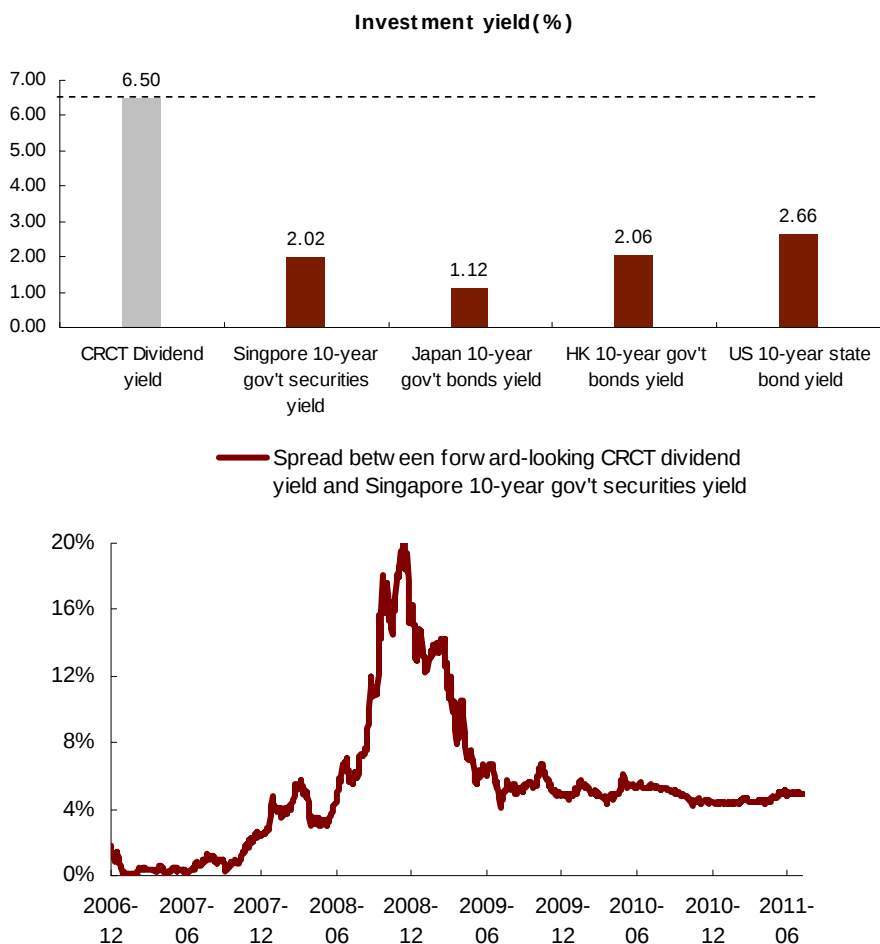
图表 112：美国市场 REITs NAV 折让的历史变化情况



资料来源：Green Street Advisors, ING，中金公司研究部

- **收入资本化法 (Income Capitalization Approach):** 内在价值=纯收益 / 资本化率，而纯收益=有效总收益—经营费用，其中，有效总收益=潜在总收益—空置损失—收租损失。
- **直接比较法:** 直接比较中，用的是最多的是股息收益率 (Dividend Yield)，其在国际上是一个比较重要的衡量企业价值的工具，通过与同行业、同风险资产回报比较，从而找到一个合理的估值区间。

图表 113: 单个 REIT 可以考察其股息回报与长期国债的利差，CRCT 为例



资料来源: CEIC, 彭博, 中金公司研究部

金融街 (000402.CH): 推荐

图表 114: 金融街主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股
主营业务收入	5,595	6,231	8,110	9,318	11,679	当前股价 人民币6.19
(+/-)	33%	11%	30%	15%	25%	股票代码 000402.CH
营业利润	2,040	1,588	2,666	3,241	4,236	日成交量 (百万股) 12.45
(+/-)	52%	-22%	68%	22%	31%	52周最高价/最低价 人民币7.92/6.15
净利润	1,039	1,366	1,782	2,339	2,692	发行股数 (百万股) 3,027
(+/-)	-48%	31%	31%	31%	15%	其中: 流通股 (百万股) 3,026
每股盈利 (元)	0.34	0.45	0.59	0.77	0.89	总市值 (百万元) 18,738
(+/-)	-48%	31%	31%	31%	15%	主要股东 (持股比例) 京金融街投资(集团)有限公司 (26.55%)
市盈率	18.0	13.7	10.5	8.0	7.0	
市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	
EV/EBITDA	13.4	10.2	9.2	6.9	5.7	
净资产收益率(%)	7.1	8.8	10.5	12.2	12.3	
现金分红收益率(%)	1.99	2.42	4.04	5.30	6.10	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

重申“推荐”评级: 我们重申金融街“推荐”评级: 1) 金融街区持有物业 2012 年开始收入高增长, 重估价值高; 2) 房地产开发业务还将贡献稳定盈利, 预计 2011/2012 年核心盈利每股 0.60 元及 0.79 元, 年均增长 30%; 3) 估值便宜, 目前股价对 2011、2012 市盈率分别为 8.0/7.0 倍, 对 2012 年净资产值有 54% 的折让。

关注要点

- **北京金融街区唯一的持有物业运营商:** 截至 2010 年末, 公司开发类权益土地储备 788 万平米, 28% 位于北京, 6% 位于天津, 32% 位于惠州, 25% 位于重庆, 9% 位于南昌; 分类型来看, 约 265.6 万平米 (占比 31.5%) 储备为商务地产开发。同时, 公司在金融街地区持有 40.7 万平米商业物业, 加上天津瑞吉酒店、惠州喜来登酒店等, 自持物业共计 54.1 万平米。我们对公司项目的 2011 年、2012 年 NAV 估计为每股 12.1 元和每股 13.6 元。
- **出租收入稳步增长, 酒店收入快速攀升:** 公司自持物业出租率基本在 100%, 公司金融街区部分自持物业 (如金融街中心) 将逐步在 2012~2013 年间到期, 点对点租金有望增长 50% 以上。酒店业务目前已运营 14 万平米, 2011 年下半年还有天津瑞吉酒店 7.6 万平米开业, 我们预计 2011、2012 年出租/经营板块收入将同比增长 37% 和 16% 至 10 亿元及 11.6 亿元。
- **房地产开发业务良好预售表现将持续:** 2011 年上半年实现合同销售 32.2 万平米 (同比增长 160%), 合同金额 68.1 亿元, 同比增长 148.6%。看下半年, 公司将有金色漫香苑、通州商务园、大型生物医药、天津大都会、重庆融景城等项目预售, 上半年良好销售势头将持续。而中信城地块、津南金融地块的获取进一步夯实了公司在北京、天津两大基地城市的市场优势, 我们预计未来几年房地产业务依然将为公司贡献稳定盈利。
- **财务状况稳健:** 2011 年上半年末的公司净负债率仅 47%, 在手现金 131.3 亿元, 一年以内到期负债仅 23 亿元, 公司财务压力较小, 财务状况相对稳健。
- **年均核心盈利增速 30%:** 我们预计 2011 年~2012 年公司将分别实现每股盈利 0.77 元及 0.89 元, 其中分别包含了 7 个亿以及 4 个亿的公允价值变动收益。如果剔除掉公允价值计量的扰动, 对应的核心利润分别为每股 0.60 元和每股 0.79 元, 同比将分别增长 29% 和 32%。

浦东金桥（600639.CH）：推荐

图表 115: 浦东金桥主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	B股	A股
主营业务收入	802	1,127	840	1,483	1,903	1,905	当前股价	美元0.74 人民币8.33
(+/-)	-19%	41%	-25%	77%	28%	0%	股票代码	900911.CH 600639.CH
营业利润	410	501	455	715	874	896	日成交量(百万股)	0.26 0.54
(+/-)	-2%	22%	-9%	57%	22%	3%	52周最高价/最低价	美元0.92/0.74 人民币11.43/8.28
净利润	207	277	360	530	547	527	发行股数(百万股)	272 657
(+/-)	5%	34%	30%	47%	3%	-4%	总市值(百万元)	1374 5,470
摊薄每股收益(元)	0.25	0.33	0.43	0.57	0.59	0.57	流通股(百万股)	272 657
市盈率	33.9	25.4	19.5	14.6	14.1	14.7	主要股东(持股比例)	上海金桥(集团)有限公司 (43.82%)
市净率	2.4	2.3	2.1	2.1	1.8	1.6		
EV/EBITDA	24.3	19.4	13.5	12.3	11.9	10.9		
净资产收益率(%)	7.1%	9.0%	10.7%	14.4%	13.0%	11.1%		
现金分红收益率(%)	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%		

资料来源：彭博，中金公司研究部

投资建议

维持 A 股和 B 股“推荐”评级：1) 我们看好公司资源价值，认为公司将在中长期收益于商业租金稳步上扬；2) 公司股价对应 2011/2012 年市盈率分别为 14.1/14.7 倍，对 2012 年净资产值有 45%的折让。

关注要点

- **上海金桥园区持有物业运营商：**公司是上海金桥高科技园区唯一的持有物业运营商，手中持有物业共计 120 万平米，主要以工业厂房、研发写字楼以及碧云社区物业为主，出租率稳定在 90%以上，年贡献租金收入约 8~9 亿元。
- **持有物业重估价值高：**我们的 NAV 模型估计显示，公司在金桥地区的持有物业重估价值达 115 亿元，对应 9 亿元的收入，以 60%毛利率计算，预计的运营收益率（Net Property Yield）为 4.7%。
- **核心区域工业厂房价格在中长期增值潜力大：**国内 36 个主要城市工业地价格比上住宅地价格比例仅为 14.0%，而东京和大阪的工业用地价格分别为住宅用地价格的 64%和 56%，而且主要城市地段较好的工业用地的价格与大型仓库租金的比率平均值为 1.6 倍，意味着土地价格仅能转化为 1.6 年的租金，远低于东京、首尔和香港 21.6, 31.9 和 37.4 的水平。我们认为，我国工业用地价格明显低估，未来价值将呈恢复式上涨，而核心区域随着现代物流业的发展增幅将最为明显，公司在浦东核心区域的厂房物业将显著受益地价上升。
- **房地产开发项目少，收入波动较大：**公司的房地产开发业务仅剩碧云新天地三期尾盘以及新购的临港新城 WNW-C5-04 地块（14.3 万平米，容积率 1.0，地价 12.6 亿）。我们预计，碧云新天地三期将于 2011 年全部交付，贡献收入 10 亿元，而公司开发业务未来的重心将在临港新城，其临港新城中心区一期预计于 2013 年及以后竣工，将成为公司中长期利润的主要贡献源。
- **现金流是短板：**公司 2011 年上半年期末在手现金仅 2.4 亿元，现金状况偏紧，尤其随着临港新城建设的开展，对现金支出需求增大，仅靠每年 9 个亿的租金收入难以维持公司扩张，预计未来公司将持续杠杆化，以获得进一步发展的空间。

北辰实业（601588.CH）：审慎推荐

图表 116：北辰实业主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		H股	A股
主营业务收入	4,181	4,901	5,564	4,778	4,867	股票代码	588.HK	601588.CH
(+/-)	5%	17%	14%	-14%	2%	当前股价	港币1.14	人民币3.05
营业利润	1,440	1,664	1,437	1,700	1,861	日成交量(百万股)	1.43	2.42
(+/-)	10%	37%	-26%	62%	-10%	52周最高价/最低价	港币2.36/1.07	人民币4.38/2.97
基本净利润	449	577	203	407	582	发行股数(百万股)	707	2,660
(+/-)	37%	29%	-65%	100%	43%	其中：流通股(百万股)	707	2,660
每股基本盈利(元)	0.13	0.17	0.06	0.12	0.17	总市值(百万元)	661	8,113
(+/-)	37%	29%	-65%	100%	43%			
每股股利(元)	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02			
市盈率(X)	22.9	17.8	50.6	25.2	17.6			
市净率(X)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0			
EV/EBITDA(X)	13.1	13.7	35.9	28.1	22.2			
净资产收益率	5.2%	6.4%	2.2%	4.3%	5.8%			
现金分红收益率	1.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%			

资料来源：彭博，中金公司研究部

投资建议

首次覆盖给予“审慎推荐”评级：1) **业绩反转：**公司开发业务正走出低谷，长沙三角洲项目 2012 年将贡献盈利，2010~2012 年业绩复合增速 69%；2) **投资物业租金上涨将带来资源价值重估，**3) **估值便宜：**公司 2011 年~2012 年市盈率分别为 25.2/17.6 倍，目前公司股价较我们 NAV 估值折让达 62%。首次覆盖分别予以 A 股审慎推荐/H 股推荐投资评级。

关注要点

- ▶ **第一家 A/H 两地上市地产公司，住宅开发、物业经营并举：**公司是国内第一家 A+H 房地产上市公司，公司大股东为北京北辰实业集团公司，A/H 合计持股 34.48%。公司主业包括住宅开发及自持物业经营两块，2010 年收入中，住宅开发结算贡献 37.0 亿元，占比 66%，投资物业（包括会展、酒店业务）收入 14.1 亿元，占比达 25%，零售商业业务收入 3.5 亿元
- ▶ **长沙新河三角洲走出低谷，业绩反转：**公司住宅开发业务分布在北京、长沙两地，目前住宅开发储备 616 万平米，其中长沙新河三角洲项目达 518 万平米，占比 84%，北京项目储备 98 万平米，主要为高端精品住宅及配套商业，利润率较高；公司唯一外埠项目，北辰长沙三角洲项目 2010 年 10 月首次开盘 D3 区销售，2011 年累计销售备案金额 12 亿元，签约合同销售 17 亿元，均价 8200 元/平米（其中 2010 年备案 11 亿元，14 万平米）。我们预计全公司 2011、2012 年将实现房地产结算收入 26.5 亿元和 25.2 亿元，从而推动公司业绩 2011~2012 年实现 100%和 43%同比增长至 4.07 亿元和 5.82 亿元，合每股收益 0.12 元和 0.17 元。
- ▶ **北京区域 120 万平米的投资性物业重估价值高，业绩稳定增长：**公司北京区域投资物业分两块，亚运村区域正在运营 8 个物业，每年贡献投资收入约 8 亿元。投资物业占地面积约 23.7 万平米，建面约 60 万平米，其中，建面 13.2 万平米及 5.3 万平米的北辰时代大厦、汇欣大厦两个自持物业土地使用权在上市公司手中（即所谓房地合一），其他物业土地从北辰集团租赁得到，2010 年土地使用权租金仅约 1,430 万元。另一块是国家会议中心及配套设施项目，总建筑面积约 53.4 万平方米，其中包括会议中心主体 27 万平方米，国家会议中心酒店及北辰洲际酒店两家高档次酒店，14 万平方米的北辰世纪中心写字楼及商业配套设施。我们估计其资产重估值合计达 178 亿元（假设取得全部土地使用权）。我们认为，随着国家会议中心度过开业困难期，北辰世纪中心写字楼出租率提升，公司投资物业及酒店收入未来两年将保持 12%左右的复合增长。
- ▶ **2012 年 NAV 估计为每股 6.37 元：**我们估计公司 NAV 为 215 亿元，其中减去未付土地款、净负债前的投资物业账面重估值为 178 亿元，开发物业重估值为 155 亿元。2011~2012 年的对应每股 NAV 为 7.92 元和 8.07 元。

苏州高新（600736.CH）：中性

图表 117：苏州高新主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股
主营业务收入	2,633	3,057	3,117	4,845	2,627	3,556	当前股价 人民币5.28
(+/-)	27%	16%	2%	55%	-46%	35%	股票代码 600736.CH
营业利润	295	291	300	438	414	499	日成交量(百万股) 6.54
(+/-)	36%	-1%	3%	46%	-5%	21%	52周最高价/最低价 人民币8.15/3.92
净利润	222	205	210	313	281	345	发行股数(百万股) 1,058
(+/-)	43%	-8%	2%	49%	-10%	23%	其中：流通股(百万股) 1,058
每股盈利(元)	0.25	0.23	0.24	0.36	0.32	0.39	总市值(百万元) 5,586
(+/-)	43%	-8%	2%	49%	-10%	23%	主要股东(持股比例) 苏州高新区管委会(42.8%)
市盈率	20.9	22.7	22.2	14.9	16.6	13.5	
市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2	
EV/EBITDA	20.3	23.6	18.4	16.0	21.5	18.9	
净资产收益率	9.5%	8.1%	7.9%	10.9%	9.2%	10.6%	
现金分红收益率	5.1%	38.7%	38.7%	38.7%	38.7%	38.7%	

资料来源：彭博，中金公司研究部

投资建议

首次覆盖“中性”评级：我们认为公司短期销售进展较缓慢，盈利波动较大，估值方面，目前公司股价对应 2011/2012 年市盈率为 16.6x/13.5x。较 2012 年预测每股 NAV 折让 30%，吸引力一般。首次覆盖予以“中性”评级。

关注要点

- **旅游+地产双主业：**公司是苏州高新区的本地地产企业，实际控制人是苏州高新区管委会（持股比例 42.8%）。公司业务主要分旅游、地产、自来水三块，2010 年房地产开发贡献收入 45 亿元，旅游收入 1.6 亿元，还有约 9300 万元来自于污水处理业务。
- **旅游业务稳定成长：**公司旅游业务主要是苏州乐园经营，以门票收入为主，毛利率大约 40%左右。2010 年开始，票制从“门票（60 元/人）+附加项目收费”改革至通票制（130 元/人），销售同比增长了 34.5%至 1.6 亿元，2011 年上半年入园量已经恢复到 80 万人次（同比上升 46%），随着入园量稳步增长，我们预计该部分业务收入将保持约 20%年增速。
- **房地产开发储备 231 万平米，地价/售价比 24%：**房地产方面，公司下辖新港（持股 84.94%）、新创（100%）和永新（80.05%）三大房地产开发公司（均为苏州前二十位地产龙头），以及刚成立的商业地产公司。永新公司以动迁房开发为主，新创则主打工业地产，新港以商品房、外地扩张为定位。目前公司储备为 231 万平米（未计算徐州项目），平均楼面地价 2700 元/平米，地价占售价比 24%；分区域看，57%，130 万平米集中在苏州，90 万平米在吴江，10 万平米在扬州。我们预计公司 2011 年结算 23 亿元，主要结算项目将是苏州水秀坊、大河山（山河佳苑）以及扬州名仕花园等。我们预计公司 2011/2012 年 NAV 为每股 7.45 及 7.56 元。
- **未来看点在于生态城及商旅拓展：**我们看到，自 2010 年来，苏州高新区在大力推进西部生态城建设（该项目位于高新区 230 省道以西，规划面积 42 万平方公里），大股东苏高新集团已注资 10 亿元成立苏州西部生态城发展公司，负责生态城土地一级开发，而公司也已经积极参与动迁房、代建工程建设，2010 年承接了 2000 亩白马涧生态园代建，公司有望在生态城区域进一步开拓，获取更多资源。我们也注意到公司在土地储备获取模式上有所创新，2011 年 4 月获取了占地 73 万平米徐州乐园地块（45 万平米主题公园+建面 33 万平米商业、住宅），“旅游+地产”组合拿地有望使得公司以较低价格获取大量土地储备，加快异地扩张步伐。
- **销售进展缓慢，盈利近期波动较大：**上半年苏州市场趋冷，公司实现销售仅 12.3 万平米，10.8 亿元，同比下降 13.4%和 1.6%，期末的预售账款仅 12.4 亿元。我们预计公司 2011 年~2012 年将实现营业收入 26.3 亿元及 35.6 亿元；公司还持有中新股份 6745 万股、江苏银行 6686 万股、东吴证券 500 万股，预计 2011 年贡献投资收益约 1500 万元，我们预测公司将实现净利润 2.81 亿元和 3.45 亿元，对应每股 0.32 元和 0.39 元。

世茂股份（600823.CH）：中性

图表 118：世茂股份主要财务，股票信息

（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股
主营业务收入	1,241	618	1,061	4,569	5,899	6,931	当前股价 人民币12.21
(+/-)	-41%	-50%	72%	331%	29%	17%	股票代码 600823.CH
营业利润	248	78	300	1,442	1,506	1,784	日成交量（百万股） 2.44
(+/-)	-35%	-69%	285%	381%	4%	18%	52周最高价/最低价 人民币16.93/11.25
净利润	66	42	206	874	961	1,172	发行股数（百万股） 1,171
(+/-)	-45%	-37%	394%	324%	10%	22%	其中：流通股（百万股） 478
每股盈利(元)	0.06	0.04	0.18	0.75	0.82	1.00	总市值（百万元） 14,293
(+/-)	-45%	-37%	394%	324%	10%	22%	
市盈率	215.3	342.9	69.4	16.4	14.9	12.2	
市净率	9.1	3.3	2.0	1.4	1.3	1.1	
EV/EBITDA	69.8	123.7	56.3	12.7	15.4	13.0	
净资产收益率	5.4%	1.0%	3.3%	10.6%	10.4%	11.3%	
现金分红收益率	36.0%	34.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源：彭博，中金公司研究部

投资建议

首次覆盖“中性”：1) 公司是世茂集团商业地产旗舰，土地储备多，成本低，重估值高；2) 但短期销售难超预期，盈利锁定性并不高；3) 估值相对合理，目前公司股价对应 2011/2012 年市盈率为 14.9x/12.2x，较 2012 年预测每股 NAV 折让 48%。风险主要在于：1) 销售可能低于预期；2) 2012 年业绩锁定性一般。

关注要点

- **世茂集团商业地产旗舰：**世茂股份是世茂房地产旗下的商业地产开发公司，前身是上海万象集团，目前的控股股东是许荣茂先生，持股比例 37.2%，公司总裁为许先生之女许薇薇。2009 年 5 月，世茂股份向世茂房地产以每股 12.05 元价格发行 6.92 亿股股票收购 11 个项目，共计 440.9 万平米商业物业，成功完成向商业地产开发转型，根据收购协议，世茂股份未来将成为世茂房地产商业旗舰，世茂集团旗下所有可分割的商业地块都由世茂股份投资开发，不可分割的商业项目，则由世茂股份合资控股开发。
- **829 万平米土地储备集中长三角，成本低，重估价值高：**公司目前在长三角、环渤海地区的 20 个城市拥有 23 个项目，我们估计的未结算土地储备共 829 万平米，分布上，长三角区域占 58%，环渤海区域占 31%。公司项目的平均楼面地价为 2,148 元/平米，仅占我们预计售价的 14%。我们估计公司项目储备的 NAV 是 247 亿元，对应每股 21.1 元。
- **中长期商业物业有倍增空间，价格也将提升：**国际经验表明，人均 GDP3000-5000 美元是商业地产的起步期，8000 美元之后进入加速发展期，直至 20000 美元之后才进入成熟发展期。我们看到，中国目前零售物业人均存量 0.5 平方米，低于欧美和亚洲主要国家（地区），但由于中国人口密度高，人均占有量随经济水平提高的速度会比较慢，我们判断中国零售物业人均存量未来可能维持在人均 1.1-1.3 平方米的水平，较目前仍有倍增空间。价格方面，我们也注意到，目前一线城市商业与住宅价格比例在 1.3~1.5 左右，与国际发达国家/城市的 1.5~2.0 比例相比，商业物业价格增长在中长期仍有较大空间。
- **2011 年销售难超预期：**公司 2011 年计划销售 80 亿元，销售面积 59 万平米，新增经营面积 6 万平米。目前公司销售已接近 40 亿元，虽然公司全年计划推盘依然维持在 100 万平米，但我们认为在去化率下行情况下，全年销售难超预期。截止到 2011 年中，公司预售房款 25.5 亿元，仅锁定我们 2011~2012 年末结算预测收入的 27%。
- **短期盈利小幅增长：**我们预计公司 2011~2012 年将实现收入 59.0 亿元及 69.3 亿元，我们预计实现净利润 9.6 亿元及 11.7 亿元，对应每股收益 0.82 元及 1.00 元，同比增速分别为 10.0%和 22.0%。

中国国贸（600007.CH）：中性

图表 119：中国国贸主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股
主营业务收入	897	871	1,036	1,675	1,928	当前股价 人民币8.8
(+/-)	1%	-3%	19%	62%	15%	股票代码 600007.CH
主营业务利润	507	491	402	631	837	日成交量(百万股) 1.80
(+/-)	0%	-3%	-18%	57%	33%	52周最高价/最低价 人民币12.83/8.63
净利润	354	290	121	240	371	发行股数(百万股) 1007
(+/-)	23%	-18%	-58%	99%	55%	其中：流通股(百万股) 1007
摊薄每股盈利(元)	0.35	0.29	0.12	0.24	0.37	总市值(百万元) 8864
(+/-)	23%	-18%	-58%	99%	54%	主要股东(持股比例) 中国国际贸易中心有限公司(80.38%)
市盈率	25.0	30.6	73.4	36.9	23.9	
市净率	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	
EV/EBITDA	20.4	25.2	29.8	17.8	13.8	
净资产收益率(%)	8.4	6.6	2.8	5.2	7.5	
现金分红收益率(%)	1.70	1.59	1.02	1.32	2.04	

资料来源：彭博，中金公司研究部

投资建议

维持“中性”评级，主要股价催化剂是单季度盈利：1）业绩触底反弹，但短期难创新高：预期 2011 年全年收入将出现约 70%的同比增长，但受累于酒店业务以及财务费用拖累，业绩要等到 2012 年才能恢复至三期开业前水平；**2）估值吸引力一般：**公司对应 2011/2012 年市盈率为 36.9/23.9 倍，对 2012 年净资产值有 40%的折让，对应股息收益率仅 1.32%。我们建议密切关注公司单季度盈利，逢低吸纳。

关注要点

- ▶ **北京国贸持有物业经营者：**公司经营物业主要包括国贸一、二、三期的商业、写字楼、公寓及酒店等物业。一、二期合计 28.5 万平米，三期分两个阶段，共计 54 万平米，其中已经建成开业的 A 阶段 29.7 万平米。
- ▶ **商城、公寓业务稳定：**2011 年上半年国贸商城的平均租金为人民币 792 元/平方米·月，整体出租率为 84.0%，其中三期商城出租率为 68.3%，共实现营业收入 1.70 亿元，全年我们预计商城这块的收入将在 4.4 亿元，其中一二期商城贡献 2.7 亿元；而国贸公寓的平均租金为人民币 188 元/平方米·月，出租率 92.4%，全年收入贡献在 1 亿元左右。
- ▶ **写字楼业务受三期开业影响低于预期：**目前国贸写字楼平均租金为人民币 360 元/平方米·月，整体出租率为 76.8%，其中三期写字楼出租率为 55.5%，低于预期，我们预计，一二期写字楼出租率、租金都将保持稳定，为 4.3 亿元，而三期出租率全年平均将攀升至 60%左右，带来 2.5 亿元左右的租金收入。
- ▶ **财务费用、酒店业务拖累公司业绩：**国贸三期建设融资以建设银行 29.7 亿元专项贷款为主，三期竣工后利息支出将不可再资本化，未来将持续对公司业绩造成一定压力，我们预计每年的利息费用将在 2.2 亿元左右。而酒店业务，由于三期酒店客房较少（278 套），房价偏贵（上半年平均房价 2,162 元/间），2011 年上半年平均出租率仅 42.9%，低于预期，我们预计酒店业务实现盈亏平衡要到 2011 年四季度或 2012 年。
- ▶ **业绩再创新高还需等待：**综合来看，我们认为，随着三期开业，2011 年国贸收入将出现约 70%的增长至 16.8 亿元，但受累于高额财务费用以及酒店业务拖累，我们预计，2011 年将实现净利润 2.40 亿元，合每股收益 0.24 元。我们判断，公司要到 2012 年业绩才能再创新高，预计 2012 年将分别实现收入 19.3 亿元，净利润 3.7 亿元（合每股 0.37 元）。

陆家嘴 (600663.CH): 中性

图表 120: 陆家嘴主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		B股	A股
主营业务收入	2,051	1,700	3,735	2,754	3,745	3,915	当前股价	美元1.11	人民币11.86
(+/-)	-28%	-17%	120%	-26%	36%	5%	股票代码	900932.CH	600663.CH
主营业务利润	886	1,109	2,543	1,550	1,668	1,587	日成交量 (百万股)	0.29	0.85
(+/-)	-38%	25%	129%	-39%	8%	-5%	52周最高价/最低价	美元1.88/1.05	人民币23.8/11.5
净利润	754	880	1,176	1,192	1,261	1,293	发行股数 (百万股)	510	1,358
(+/-)	25%	17%	34%	1%	6%	3%	其中: 流通股 (百万股)	510	1,358
摊薄每股盈利 (元)	0.40	0.47	0.63	0.64	0.68	0.69	市值 (百万)	565	16,107
市盈率	29.4	25.2	18.8	18.6	17.6	17.1	主要股东 (持股比例)	上海陆家嘴 (集团) 有限公司 (57.64%)	
市净率	2.7	2.6	2.2	2.2	1.9	1.7			
EV/EBITDA	24.4	20.6	10.4	17.6	15.7	16.0			
净资产收益率	9.2%	10.5%	11.6%	11.6%	10.9%	10.1%			
现金分红收益率	0.7%	1.0%	0.0%	1.3%	1.4%	1.4%			

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

维持 A 股“中性”评级和 B 股“推荐”评级: 1) 公司目前正在完成商业模式转型, 短期内看不到业绩快速反转可能。2) A 股估值不便宜, 公司目前 A 股股价对应 2011/2012 年市盈率分别为 17.6/17.1 倍, 对 2012 年底净资产值有 38% 的折让, 估值相对合理; 但公司 B 股股价对 2012 年底净资产值仍折让 63%, 估值吸引力明显。

关注要点

- **商业模式转型进行中:** 公司原为小陆家嘴地区唯一一家土地批租经营商, 历史上收入主要以土地批租转让为主, 我们看到, 公司写字楼及商业物业租赁正走上正轨, 未来两年租金收入将保持 20% 左右的同比增长, 租赁、经营物业面积远期将达到 170 万平米, 中长期有望实现从土地批租商向上海金融核心区持有物业经营商的转变。
- **收入依然靠批租:** 但近年的收入/盈利依然依靠土地批租的贡献, 盈利增长相对有限。我们预期, 近两年土地出租收入的减少将由天津红桥国际社区开发结算所弥补部分, 预期利润将基本保持稳定, 我们预测 2011/2012 年每股盈利分别为 0.68/0.69 元。
- **财务状况较为稳健:** 公司坚持负债经营的思路, 但净负债率仍较低, 2011 年上半年期末净负债率为 38.2%, 而在手现金达 16.9 亿元, 现金较为充沛, 财务状况稳定, 保持了一定的抗风险能力。
- **资产价值吸引力有限:** 公司目前持有 170 万平米商业物业 (权益 124 万平米, 包括会展业务), 全部集中在上海浦东, 我们估计其权益 NAV 达 230 亿。综合来看, 我们对公司整体资产的 NAV 估计为 320 亿元, 目前 A 股股价较 NAV 有 38% 折让, 估值吸引力一般。

方兴地产 (00817.HK): 上调至“推荐”

图表 121: 方兴地产主要财务, 股票信息

(港币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	H股
主营业务收入	2,813	3,913	6,321	6,348	7,065	9,482	股票代码 817.HK
(+/-)	38%	39%	62%	0%	11%	34%	当前股价 港币 1.13
营业利润	1,118	1,534	2,805	2,396	2,777	3,775	目标价格 港币 2.03
(+/-)	85%	37%	83%	-15%	16%	36%	日成交量 (百万股) 29.78
基本净利润	673	826	1,048	1,067	1,734	1,765	总市值 (百万) 10,352
(+/-)	-12%	23%	27%	2%	62%	2%	52周最高价/最低价 港币 2.75/1.09
摊薄每股盈利 (港币)	0.07	0.09	0.11	0.12	0.19	0.19	发行股数 (百万股) 9,161
(+/-)	-12%	23%	27%	2%	62%	2%	其中: 流通股 (百万股) 2,853
摊薄每股盈利(人民币)	0.07	0.08	0.10	0.10	0.16	0.16	主要股东 (持股比例) 中化香港 (62.87%)
(+/-)	-17%	12%	30%	0%	55%	2%	
每股股利 (港币)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.04	
市盈率 (X)	15.4	12.5	9.9	9.7	6.0	5.9	
市净率 (X)	0.9	0.9	0.6	0.4	0.4	0.4	
EV/EBITDA (X)	2.3	7.6	6.5	4.7	3.1	3.3	
净资产收益率	5.6%	7.5%	6.4%	4.6%	6.8%	6.3%	
现金分红收益率	1.9%	1.7%	2.2%	2.2%	3.7%	3.7%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

上调评级至“推荐”: 1) 销售有望超预期, 公司年初至今销售已至 78 亿元, 加上金茂府二期 9 月推盘预售 15 亿, 全年销售有望超预期; 2) 投资/酒店物业依然稳定, 投资物业基本满租, 继续贡献稳定盈利, 酒店业务出租率、房价均有所提升; 3) NAV 折让高, 估值吸引力大: 目前股价对应的 2011/2012 年市盈率为 6.0x/5.9x, 较 2012 年预测每股 NAV 折让 74%。公司最新目标价为每股 2.03 港币。

关注要点

- 租赁/酒店业务稳定成长:** 方兴地产目前主要拥有三块出租物业, 北京凯晨世贸中心、中化大厦以及上海金茂大厦, 商业项目总储备 (包括建成物业) 达 154 万平米, 占总储备的 64%。目前, 北京凯晨世贸中心以及中化大厦的出租率都达到了 100%, 上海的金茂大厦截至 2011 年上半年的出租率为 96.9%。而酒店业务主要是来自于北京金茂威斯汀 (1H11 入住率 73.4%, 房价 1,386 元)、上海金茂君悦 (60.5%, 1,780 元)、三亚希尔顿 (84.2%, 2,710 元) 以及丽思卡尔顿酒店 (72.0%, 2,176 元)、深圳 JW 万豪酒店 (72.7%, 949 元) 贡献。综合来看, 我们预计 2011 年全年租赁及酒店业务全年将贡献收入 32.8 亿港元, 同比增长 14%。
- 金茂府销售良好, 有望超过全年销售目标:** 公司 2011 年主要销售物业为北京双井金茂府项目, 一期三栋住宅及一栋公寓, 目前销售达 36 亿, 二期 9 月 17 日开盘预售, 15#和 16#住宅楼可售面积 3.4 万方, 销售均价 5 万元/平米, 销售金额超过 15 亿元。年初至今销售已至 78 亿元 (不含金茂府二期), 预计全年 100 亿的销售目标将有望超过。
- 土地储备 240 万平米, 64%将持有:** 公司现有土地储备 240 万平米, 其中 154 万平米将定位于持有物业 (82 万平米已经投入运营, 年贡献租金/酒店收入约 30 亿港元)。房地产开发方面, 公司近期的业绩贡献项目主要有三个, 上海国际航运服务中心、北京广渠门金茂府和崇明别墅及旅游度假项目 (项目建面总计约 80 万平米)。根据我们测算, 公司 2011/2012 年每股 NAV 为 4.05/4.33 港币。
- 在手现金丰富, 财务状况稳健:** 截止到 2011 年上半年, 公司净负债率仅 40.5%, 依然保持在相对低位, 而且公司在手现金丰富, 达 192 亿港元。
- 短期盈利将稳定:** 我们预计公司 2011 年、2012 年将实现收入 70.7 亿港元和 94.8 亿港元, 实现盈利 17.3 亿港元和 17.7 亿港元, 对应每股收益 0.189 港币和每股 0.193 港币。

瑞安地产 (00272.HK): 上调至“审慎推荐”

图表 122: 瑞安地产主要财务, 股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	H股
主营业务收入	4,570	2,066	6,758	4,879	6,217	7,748	股票代码 272.HK
(+/-)	-3%	-55%	227%	-28%	27%	25%	当前股价 港币1.97
营业利润	2,284	549	3,005	1,533	2,154	2,579	目标价 港币3.5
(+/-)	5%	-76%	447%	-49%	40%	20%	日成交量 (百万股) 8.49
核心净利润	2,075	1,512	2,271	759	1,119	1,389	52周最高价/最低价 港币4.48/1.84
(+/-)	98%	-27%	50%	-67%	48%	24%	发行股数 (百万股) 5,212
摊薄每股盈利 (元)	0.40	0.29	0.44	0.15	0.21	0.27	其中: 流通股 (百万股) 2,550
(+/-)	98%	-27%	50%	-67%	48%	24%	总市值 (百万港币) 10,267
每股股利 (元)	0.11	0.06	0.11	0.12	0.14	0.16	主要股东 (持股比例) 瑞安集团 (50.09%)
市盈率 (X)	4.7	5.8	4.0	11.6	7.5	6.1	
市净率 (X)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	
EV/EBITDA (X)	1.5	0.7	0.4	(0.2)	(0.5)	(0.1)	
净资产收益率	13.3%	9.0%	10.5%	3.1%	4.1%	4.6%	
现金分红收益率	5.6%	2.9%	5.6%	5.9%	7.0%	8.1%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

上调至“审慎推荐”评级: 1) 公司项目均位于城市主要商业区核心地段, 体量大, 成本低, 位置稀缺性高, 重估值高; 2) 我们看好公司所进驻城市的商业发展前景; 3) 估值吸引力较高: 当前股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 7.5 倍和 6.1 倍, 市净率分别仅为 0.3 倍和 0.3 倍, 对 2012 年 NAV 折让 78%。风险主要在于: 目前净负债率处于高位, 若销售低于预期, 资金压力将显著加大。我们最新的目标价为 3.5 港币, 较 2012 年 NAV 折让 60%。

关注要点

- **土地资源价值量高:** 瑞安地产拥有 1140 万平方米土地储备, 其中权益储备 840 万平方米 (上海占比 29%、武汉 11%、重庆 24%、佛山 18%、大连 18%), 项目均位于城市主要商业区黄金地段, 体量大、位置稀缺性高。平均地价仅 5800 元/平方米, 而目前已售未结项目均价已达到 20,700 元/平方米, 平均毛利率超过 40%。
- **产品业态平衡, 盈利模式平衡:** 项目采取复合业态开发模式, 涉及住宅、办公楼、零售物业、酒店和服务式公寓 (分别占比 42%、33%、21%、4%)。部分办公楼和零售物业作为投资性物业持有, 租金收入每年贡献 10%-15% 的营业额, 且呈逐步增长趋势。
- **房地产销售业绩确定性较强:** 2011 年销售目标人民币 100 亿元, 上半年已完成 53%, 已锁定销售额 67.1 亿元 (建筑面积 32.2 万平方米), 下半年计划可售住宅面积 33.2 万平方米。预计 2011 年下半年房地产结算将显著提高。
- **投资性物业租金收入稳定增长:** 公司目前持有投资性用途的商业物业总计 43.9 万平方米 (33.4 万平方米位于上海), 其中办公楼 39%, 零售物业 60%, 公允价值共计 145 亿元。以公允价值计算, 2011 年下半年预计落成物业 78 亿元, 剩余待开发物业 103 亿元。租金等收入过去三年复合增长率 13%, 预计 2011 年突破 10 亿元, 同比增长 30%, 未来随着新物业落成, 租金仍可维持 15%-20% 的增速。
- **财务压力较大:** 公司中报净负债率升至 85%。短期借款及长期借款当期到期部分 57 亿元, 在手现金仅 44 亿元。
- **估值吸引力较强:** 我们预计公司 2011 年~2012 年将实现营业收入 62 亿元及 77 亿元, 实现净利润 11 亿元及 14 亿元, 对应每股盈利 0.14 元及 0.16 元, 同比分别增长 17% 和 14%。对应于 2011 和 2012 年市盈率分别为 7.5 倍和 6.1 倍, 市净率分别仅为 0.3 倍和 0.3 倍, 对 2012 年 NAV 折让 78%, 估值吸引力较强。

宝龙地产 (01238.HK): 中性

图表 123: 宝龙地产主要财务, 股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	H股
主营业务收入	1,026	1,584	4,136	4,433	5,637	6,819	股票代码 1238.HK
(+/-)	155%	54%	161%	7%	27%	21%	当前股价 港币 1.35
营业利润	504	513	2,062	1,888	2,380	2,891	目标价格 港币 1.99
(+/-)	283%	2%	302%	-8%	26%	21%	日成交量 (百万股) 1.63
基本净利润	204	291	1,223	1,034	1,356	1,612	52周最高价/最低价 港币 2.74/1.33
(+/-)	668%	43%	321%	-16%	31%	19%	发行股数 (百万股) 4,068
每股基本盈利 (港币)	0.05	0.08	0.34	0.30	0.41	0.48	其中: 流通股 (百万股) 1,067
(+/-)	717%	56%	311%	-14%	38%	19%	总市值 (百万元) 5,492
每股股利 (港币)	0.01	0.00	0.07	0.07	0.11	0.12	主要股东 (持股比例) Mr Hoi Kin Hong (44.29%)
市盈率 (X)	25.4	16.3	4.0	4.6	3.3	2.8	
市净率 (X)	5.2	2.6	0.6	0.4	0.3	0.3	
EV/EBITDA (X)	10.6	13.5	2.2	3.8	3.5	3.6	
净资产收益率	19.4%	14.5%	14.9%	9.5%	9.6%	9.2%	
现金分红收益率	0.6%	0.0%	4.5%	4.4%	6.6%	7.0%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

维持“中性”评级: 我们认为公司 2011 年销售难超预期, 且考虑到公司业绩锁定程度并不高, 维持“中性”评级。根据我们测算, 公司 2011/2012 年每股 NAV 为 3.92/4.43 港币, 目前公司 2011、2012 年市盈率为 3.3x/2.8x, 股价较 2012 年预测每股 NAV 折让 69%。公司最新目标价为每股港币 2.0 元。

关注要点

- **专注于三四线城市综合体开发:** 宝龙地产是一家三四线城市商业综合体开发商, 主打品牌为宝龙城市商业广场。第一个商业项目是福州宝龙城市广场, 总建面 21.5 万平米, 2008 年竣工。截止到 2011 年 5 月份, 公司已在山东、河南、安徽、江苏、福建和重庆等省 20 个城市拥有开发项目 34 个。
- **1012 万平方米土地储备, 63%为商业地产:** 公司目前土地储备达 1012 万平方米, 其中 63%的储备是商业地产, 自持将达 224 万平米, 占比 22%。公司项目三四线城市土地储备为 610 万平米, 占比达 61%。我们估算土地储备的 2011 年、2012 年 NAV 将分别达到 131 亿元和 148 亿元, 对应每股 3.92 港币及 4.43 港币。
- **公司模式中长期具备防御性:** 我们看好公司具备防御性, 理由在于: 1) 宝龙地产项目多数位于经济发展较快的三四线城市, 消费增长相对稳定, 对商业地产需求波动性较小; 2) 购物中心及商铺的泡沫相对较小, 受到政策调控的可能性较低。3) 土地成本低, 抗风险能力强: 公司平均地价成本仅 1190 元/平米, 仅占预计售价的 15% 左右, 低廉的土地成本使得公司在行业下行周期较其他公司抗风险能力更高。
- **但短期内业绩锁定性不高, 销售难超预期:** 我们预计公司 2011~2012 年将实现营业收入 56.4 亿元及 68.2 亿元, 核心盈利为 13.6 亿元及 16.1 亿元, 对应的盈利复合增长率 25%。公司上半年末的预售账款仅 30 亿元, 加上上半年结算 19.5 亿元, 合计仅占我们 2011 年预测收入的 87.8%, 业绩锁定性并不高。而公司 1-8 月仅实现销售 37.3 亿元, 在流动性整体收紧的大背景下, 我们认为全年的销售也将很难超过全年 100 亿的既定目标。

SOHO 中国 (00410.HK): 中性

图表 124: SOHO 中国主要财务, 股票信息

(港币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		H股
主营业务收入	3,121	7,413	18,215	7,485	18,346	股票代码	410.HK
(+/-)	-55%	138%	146%	-59%	145%	当前股价	港币5.14
营业利润	962	3,288	8,351	2,950	8,132	目标价格	港币6.20
(+/-)	-71%	242%	154%	-65%	176%	日成交量 (百万股)	9.29
基本净利润	379	1,674	3,479	1,020	3,431	52周最高价/最低价	港币7.4/4.75
(+/-)	-81%	341%	108%	-71%	236%	发行股数 (百万股)	5,188
每股基本盈利 (港币)	0.09	0.37	0.78	0.24	0.81	其中: 流通股 (百万股)	1,864
(+/-)	-79%	331%	113%	-69%	236%	总市值 (百万元)	26,665
每股股利 (港币)	0.10	0.20	0.14	0.19	0.26	主要股东 (持股比例)	Capevale Limited (32.04%)
市盈率 (X)	60.5	14.0	6.6	21.4	6.4		
市净率 (X)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9		
EV/EBITDA (X)	15.2	4.4	2.0	4.7	3.0		
净资产收益率	2.7%	9.7%	18.1%	4.9%	14.9%		
现金分红收益率	2.3%	4.4%	3.2%	4.6%	6.3%		

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

维持“中性”评级: 我们看好商业写字楼出售的前景, 但公司工程进度低于预期, 业绩波动较大, 估值并不具备较大吸引力, 根据我们测算, 公司 2011/2012 年每股 NAV 为 7.40/8.26 港币, 目前股价较 2012 年每股 NAV 预测折让 38%, 对应 2011/2012 年市盈率为 21.4x/6.4x, 我们维持“中性”投资评级。公司最新目标价为每股 6.2 港币。

关注要点

- **一线城市核心商业地产开发商, 独特的写字楼出售模式:** 公司定位为向高净值人群提供高收益率的投资项目, 项目集中于在北京、上海的核心商业区, 商业模式以收购/开发写字楼项目再出售为主。项目储备达 192 万平米, 其中约 85% 用于出售; 分业态类型看, 公司 60% 以上的项目为高端写字楼, 其余的商铺为写字楼的配套设施。
- **目标客户为高净值人群, 中长期潜在需求增长巨大:** 根据贝恩公司与招商银行联合发布的《2011 中国私人财富报告》显示, 2010 年中国个人总体持有的可投资资产规模达到 62 万亿人民币, 较 2009 年末同比增加约 19%, 增长速度显著, 根据预计, 到 2011 年, 中国高净值人士 (可投资资产 1000 万人民币以上) 数量将达到 59 万人。公司目标客户定位于高净值人群, 这部分人的投资能力强, 规模增长快, 将为公司的可持续成长奠定了良好的基础。
- **公司资产负债表状况良好:** 公司一直处于净现金状态, 截至 2011 年上半年, 在手现金 114 亿元, 净负债率 -4.0%, 财务状况良好, 未来杠杆化空间较大。
- **盈利短期将有较大波动:** 我们下调了公司 2011 年核心盈利至 10.2 亿元, 合每股收益 0.20 元, 同比将下滑 71%, 主要考虑到公司 2011 年的项目进度低于预期, 2011 年主要结算项目是三里屯 SOHO、东海广场和中山广场; 我们预计 2012 年公司将实现核心净利润 34.3 亿元, 合每股收益 0.66 元。但公司 2010 年底的已售未结款约 180 亿元, 加上 2011 年年初至今销售 83 亿元, 2011~2012 年总体盈利依然较为确定。

普洛斯 (GLP.SP): 推荐

图表 125: 普洛斯主要财务, 股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	新加坡
主营业务收入	249,793	355,089	413,467	473,865	508,130	564,501	股票代码 GLP.SP
(+/-)	n/a	n/a	16%	15%	7%	11%	当前股价 新加坡币 1.66
营业利润	194,707	258,349	329,111	406,353	447,930	498,111	目标价格 新加坡币 2.58
(+/-)	n/a	33%	27%	23%	10%	11%	日成交量 (百万股) 11.60
基本净利润	207,335	212,554	178,668	279,409	314,151	343,444	52周最高价/最低价 新加坡币 2.33/1.56
(+/-)	n/a	3%	-16%	56%	12%	9%	发行股数 (百万股) 4,596
每股基本盈利 (美元)	0.05	0.05	0.04	0.06	0.07	0.07	其中: 流通股 (百万股) 2,164
(+/-)	n/a	3%	-16%	56%	12%	9%	总市值 (百万元) 7,629
净资产收益率	1.0%	-11.8%	9.7%	4.2%	4.5%	4.6%	
Adjusted EBIT	15,642	(283,824)	9,925	382,676	427,017	480,442	
(+/-)	n/a	-1914%	-103%	3756%	12%	13%	
EBITDA	15,369	47,718	(62,648)	387,603	435,289	485,344	
(+/-)	n/a	210%	-231%	-719%	12%	11%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

维持“推荐”评级: 1) 中国和日本最大的现代物流设施提供商之一, 拥有建筑面积 1090 万平米储备, 其中 280 万平米已经建成并稳定运营; 2) 工业地重估将提升公司资源价值 2) 估值相对便宜, 我们计算的 NAV 为每股 2.58 新币, 目前股价较 NAV 折让 36%, 2011 年 P/B 为 0.7 倍。目标价为 2.58 新币/股。

关注要点

- **专注于现代物流设施的龙头企业:** 普洛斯是中国和日本最大的现代物流设施提供商之一, 目前拥有储备建筑面积 1090 万平方米, 其中 280 万平米已经建成并稳定运营, 均位于中国和日本主要城市的重点物流枢纽, 中国和日本市场占有率分别达到 40%和 29%, 先发优势明显。
- **一体化业务模式、扩张潜力巨大:** 凭借其一体化业务模式, 普洛斯具有明显竞争优势。其一体化业务模式主要体现在: (1) 利用日本市场获得的收益为在中国市场扩张提供资金支持; (2) 具有附加值的一体化解决方案和服务为核心的经营理念; (3) 较快的现金流滚动速度。借助一体化业务模式、较高品牌知名度与大量客户, 普洛斯的扩张潜力将得到挖掘。
- **规模效应带来先发优势:** 我们认为, 作为亚洲最大的现代物流设施提供商之一, 普洛斯在拿地、签署建筑合约和设施管理合约以及优化人力资源和信息系统等方面享有成本优势。
- **工业地重估将提升公司资源价值:** 普洛斯未来在中国和日本市场的持续增长将面临良好机遇, 我们预计增长的主要推动力包括: (1) 中国市场强劲的消费增长与电子商务催生市场需求; (2) 中国与日本市场设施翻新与修缮需求; (3) 第三方物流提供商支持所带来的增长潜力。另外, 工业用地价格料将加速上涨, 在中国大城市中, 地段较好的工业用地的价格 (美元/平方米) 与大型仓库租金 (美元/平方米/年) 的比率在 0.9-2.7 倍之间, 而平均值为 1.6 倍, 意味着土地价格仅能转化为 1.6 年的租金。但在东京、首尔和香港, 这一比率分别为 21.6, 31.9 和 37.4。
- **未来业绩增长稳定:** 公司目前净负债率仅为 31.7%, 在手现金为 19.6 亿美金, 我们认为公司良好的财务状况将在中长期支撑在中国的高增长, 拿地速度也会增加, 我们看好其收入增速在未来五年保持在 10%以上。我们预测公司在 2012 财政年度和 2013 财政年度收入将分别增长 7%和 11%, 对应收入 5.08 亿美金和 5.65 亿美金, 实现净利润 3.14 亿美金及 3.43 亿美金, 合每股 0.07 美金和每股 0.07 美金, 对应的同比增速分别为 12%和 9%。

嘉茂中国信托 (CRCT.SP): 审慎推荐

图表 126: 嘉茂中国信托主要财务, 股票信息

(百万新币)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	新加坡
收入	78.2	108.9	120.3	119.0	126.1	139.1	股票代码 CRCT.SG
(+/-)	0.0%	39.3%	10.5%	-1.1%	6.0%	10.3%	当前股价 新加坡币 1.19
净运营收入	48.9	69.5	77.1	77.2	83.1	93.5	目标价格 新加坡币 1.409
(+/-)	0.0%	42.0%	11.0%	0.2%	7.7%	12.4%	日成交量 (百万股) 0.13
净利润	56.8	38.7	42.7	111.3	103.4	87.2	52周最高价/最低价 新加坡币 2.33/1.56
(+/-)	0.0%	-31.9%	10.5%	160.7%	-7.1%	-15.7%	发行股数 (百万股) 687
每股收益 (新币)	0.119	0.062	0.069	0.178	0.151	0.127	其中: 流通股 (百万股) 414
(+/-)	0.0%	-47.6%	9.8%	159.6%	-15.4%	-15.7%	总市值 (百万元) 815
可供分配利润	32.3	45.9	50.6	52.2	55.6	61.9	
(+/-)	0.0%	42.0%	10.4%	3.1%	6.5%	11.5%	
DPU(新币)	0.0470	0.0668	0.0738	0.0760	0.0810	0.0902	
(+/-)	0.0%	42.0%	10.4%	3.1%	6.5%	11.5%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

投资建议

维持“审慎推荐”: 1) 专业的中国商业综合体信托基金, 物业出租稳定, 回报高: 目前在国内北京、上海、郑州、武汉、呼和浩特及芜湖 6 个城市拥有 9 个商业综合体物业。总计的可出租面积 (Gross rentable area) 达 53.8 万平米, 平均的出租率达到 98.1%, 2010 年底的经营利润回报率 (Net Property Income Yield) 为 6.2%; 2) 未来依然有外延扩张机会; 3) 估值吸引力明显, 内含价值将达到 1.41 新币, 较目前股价折让 16%, 而且目前股价下预期的股利分红收益率为 6.5%。我们维持公司目标价为每股 1.41 新币。

关注要点

- **专业的中国商业综合体信托基金:** 公司是一家专注于国内商业综合体运营的房地产投资信托基金, 目前在国内北京、上海、郑州、武汉、呼和浩特及芜湖 6 个城市拥有 9 个商业综合体物业。总计的可出租面积 (Gross rentable area) 达 53.8 万平米, 平均的出租率达到 98.1%, 截止到 2011 年 6 月的资产评估价值达到 68.4 亿元, 2010 年底的经营利润回报率 (Net Property Income Yield) 为 6.2%。45.3% 的物业 (以可出租面积计算) 位于北京。
- **中长期商业物业增值潜力大:** 我们看到, 中国目前零售物业人均存量 0.5 平方米, 低于欧美和亚洲主要国家 (地区), 我们判断中国零售物业人均存量未来可能维持在人均 1.1-1.3 平方米的水平, 较目前仍有倍增空间。价格方面, 我们也注意到, 目前一线城市商业与住宅价格比例在 1.3~1.5 左右, 与国际发达国家/城市的 1.5~2.0 比例相比, 商业物业价格增长在中长期仍有较大空间。
- **未来依然存在外延式扩张机会:** 我们认为, 公司依然存在较多的外延式扩张机会, 主要将来自三个方面: 1) 现有长租合约综合体的重新谈判签约; 2) 来自于大股东凯德以及嘉德商用的注入机会; 3) 住宅市场调控之后, 住宅开发商因为资金压力而低价售出其持有的商业物业。
- **每股分红将稳定增长:** 我们预计其租金收入将稳定成长, 2011 年及 2012 年将分别实现 6% 和 10.3% 的增长至 1.26 亿新币和 1.39 亿新币。估计 2011 年和 2012 年该信托的每股分红将达到 0.081 新币和 0.090 新币, 对应复合增长率 8.9%。
- **估值吸引力明显:** 我们估计公司的内含价值将达到 1.41 新币, 较目前股价折让 16%, 而且目前股价下预期的股利分红收益率为 6.5%, 估值吸引力明显。

嘉德商用产业 (CMA.SP)：推荐

图表 127：嘉德商用产业主要财务，股票信息

(千元新币)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	新加坡
营业收入	205,210	228,946	245,402	239,299	258,344	股票代码 CMA SP
(+/-)	21%	12%	7%	-2%	8%	当前股价 新加坡币 1.23
EBIT	299,698	521,113	472,432	482,559	570,680	目标价格 新加坡币 2.02
(+/-)	-7%	74%	-9%	2%	18%	日成交量 (百万股) 4.55
净利润	115,562	388,096	421,906	419,243	495,413	52周最高价/最低价 新加坡币 2.33/1.13
(+/-)	-38%	236%	9%	-1%	18%	发行股数 (百万股) 3,884
核心净利润	14,615	217,540	297,428	256,043	293,813	其中：流通股 (百万股) 1,321
(+/-)	-92%	1388%	37%	-14%	15%	总市值 (百万元) 4,777
核心每股收益 (新币)	0.00	0.06	0.08	0.07	0.08	
(+/-)	-92%	1388%	37%	-14%	15%	
每股分红 (新币)	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01	
P/E (X)	326.9	22.0	16.1	18.7	16.3	
P/B (X)	3.1	0.9	0.8	0.8	0.7	
ROE	1.0%	4.0%	5.1%	4.1%	4.4%	
股息收益率	0.0%	0.8%	1.6%	0.9%	1.0%	

资料来源：彭博，中金公司研究部

投资建议

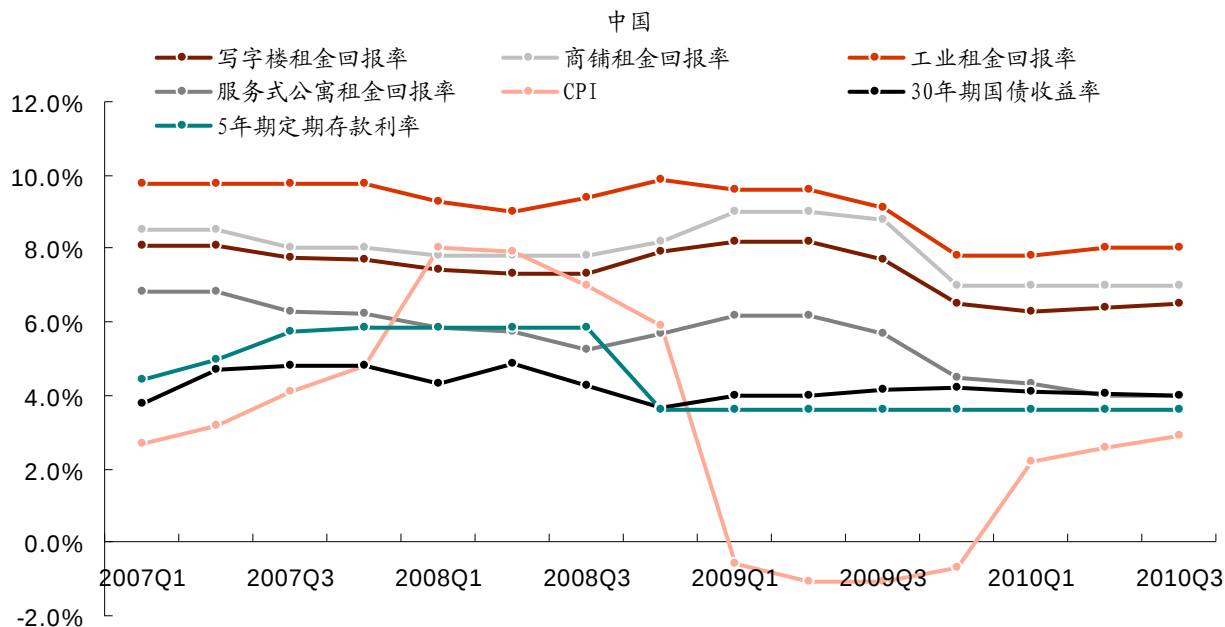
维持“推荐”：公司是亚洲地区最大的商业综合体开发运营商之一，截止到 2010 年底，公司共拥有在新加坡、中国等 5 个国家 49 个城市共 88 个商业综合体，持有管理总面积达 7000 万平方英尺。我们对公司 NAV 的估计为每股 3.47 新币，目前股价较 NAV 折让 65%；我们给予公司最新目标价为每股 2.02 新币，较 2012 年 NAV 估计有 42% 的折扣。

关注要点

- ▶ **亚洲地区最大的商业综合体开发运营商之一：**公司是亚洲地区最大的商业综合体开发、运营、管理者之一，截止到 2010 年底，拥有在新加坡、中国、马来西亚、日本和印度等国家的 49 个城市共 88 个商业综合体物业，持有管理的物业总计达到 7000 万平方英尺（如果按 100% 持股计算），管理资产规模达 216 亿新币。
- ▶ **在手现金充足：**2011 年上半年度末，公司在手现金 1,190 万新元，净负债率仅为 -4%，处于净现金状态，有较大的杠杆化空间。
- ▶ **增长主要靠并购：**我们认为，用良好的融资渠道支撑并购扩张是公司快速增长的主要原因。公司借助资本市场已经成功的将持有的商业地产的中长期收益贴现化，从而在短期内保证充足资金用于并购扩张。2011 年上半年共收购 4 家商场，其中新加坡 2 家，中国武汉和马来西亚各 1 家。
- ▶ **短期盈利波动较大：**公司于 2010 年处置了部分位于马来西亚和新加坡的商场，投资收益和管理费收入有所下降，我们预计公司在 2011 及 2012 财政年度将分别实现盈利 2.56 亿新币及 2.94 亿新币，合每股收益 0.07 新币和 0.08 新币，对应的盈利增长分别为 -14% 和 15%。
- ▶ **NAV 折让高但分红收益相对较少：**我们对公司 NAV 估计为每股 3.47 新币，目前公司股价较我们 NAV 估计折让约 65%，但从盈利持续性和分红回报角度看，公司 2011、2012 年 P/E 为 18.7 倍及 16.3 倍，分红收益率仅 0.9%，回报并不高。

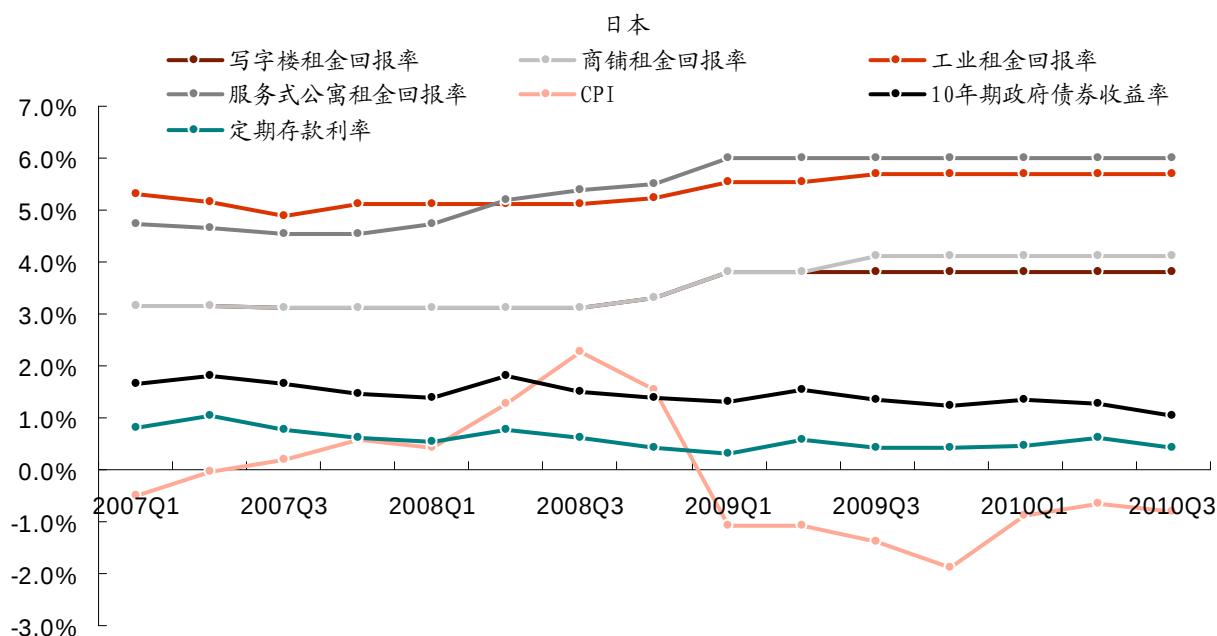
附录

图表 128: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——中国



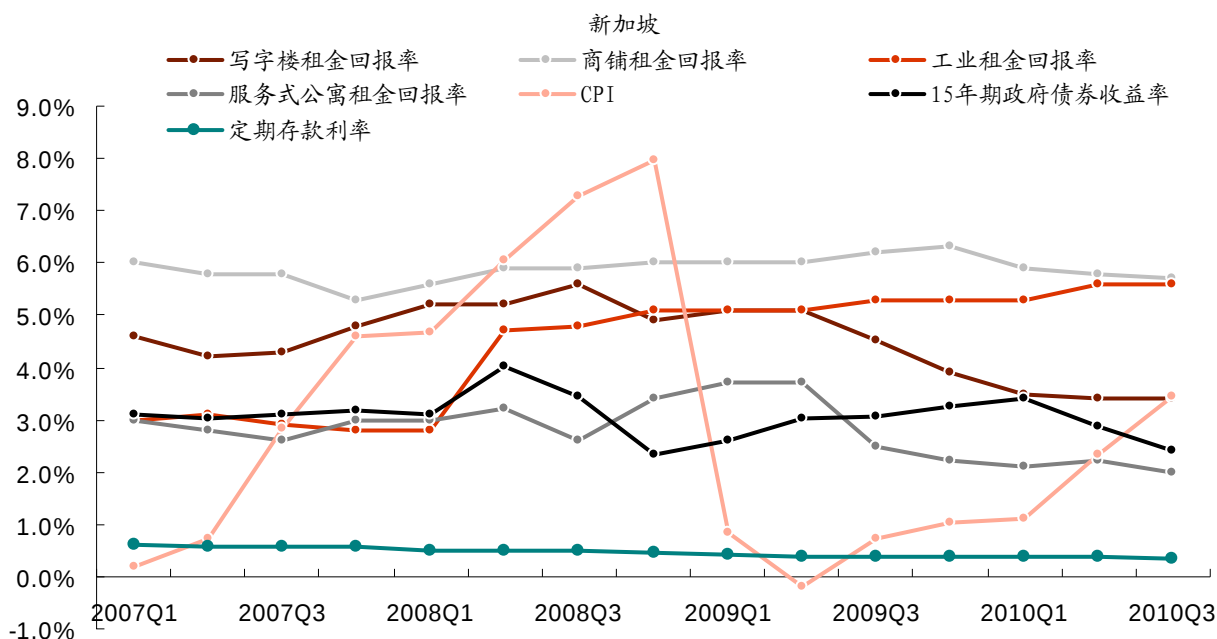
资料来源: CBRE, Bloomberg, CREIS, 中金公司研究部

图表 129: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——日本



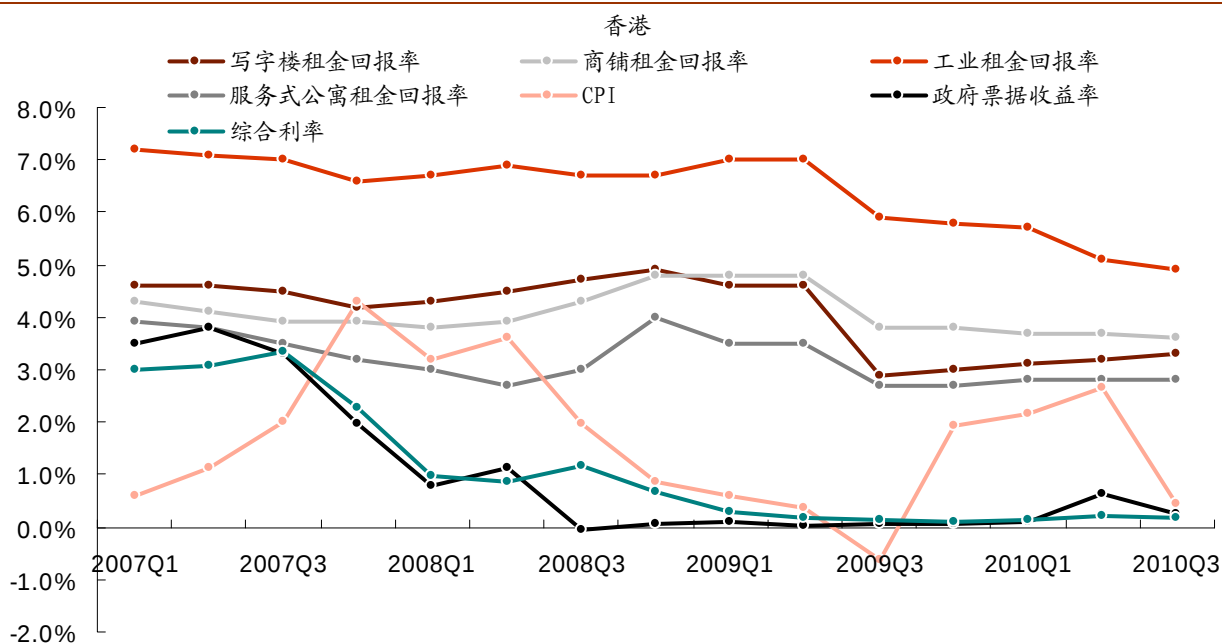
资料来源: CBRE, Bloomberg, CREIS, 中金公司研究部

图表 130: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——新加坡



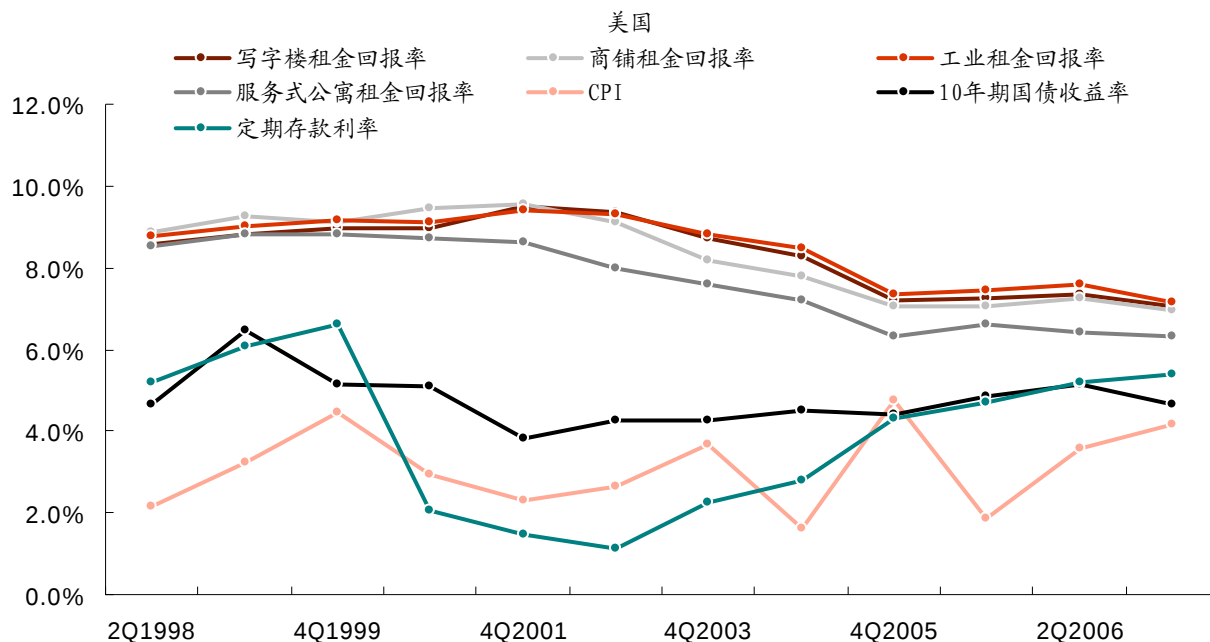
资料来源: CBRE, Bloomberg, CREIS, 中金公司研究部

图表 131: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——香港



资料来源: CBRE, Bloomberg, CREIS, 中金公司研究部

图表 132: 各国商业地产租金收益率与资金成本比较——美国



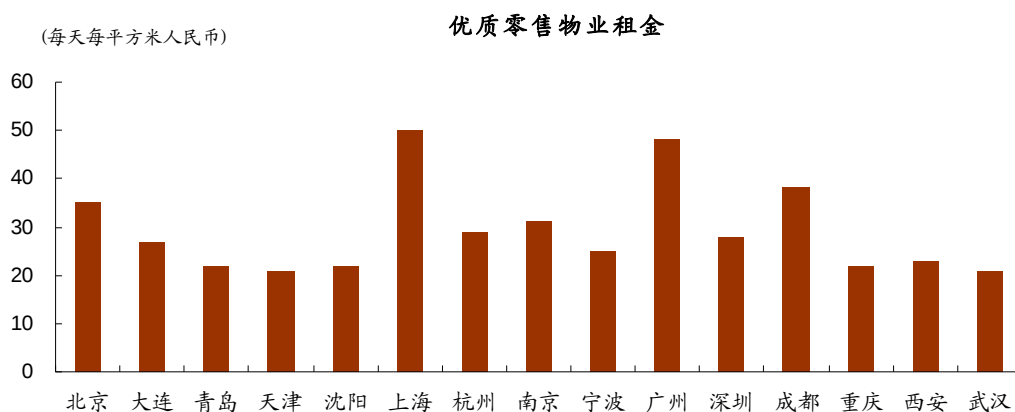
资料来源：CBRE, Bloomberg, CREIS, 中金公司研究部

图表 133: 中国零售物业租金举例（2010 年）

国家	城市/地区	商业区	优质零售物业租金		国家	城市/地区	商业区	优质零售物业租金			
			当地货币	等价美元（每平方米/月）				当地货币	等价美元（每平方米/月）		
中国	北京	西单	人民币31.7-43.3/平方米/天	13.4-18.3	日本	东京	银座	日币115,000-165,000/坪/月	38.7-55.6		
		王府井	人民币43.3-66.7/平方米/天	18.3-26.2			表参道大街	日币90,000-130,000/坪/月	30.3-43.8		
		CBD	人民币21.7-40.0/平方米/天	9.2-16.9			涉谷	日币80,000-125,000/坪/月	26.9-42.1		
		朝阳门外	人民币21.7-40.0/平方米/天	9.2-16.9			新宿	日币90,000-150,000/坪/月	30.3-50.5		
	上海	淮海中路	人民币40.0-60.0/平方米/天	16.9-25.3	新加坡	新加坡市	原宿	日币70,000-125,000/坪/月	23.6-42.1		
		南京东路	人民币42.0-60.0/平方米/天	17.7-25.3			乌节路	新币31.1/平方米/月	23.7		
		南京西路	人民币54.0-70.0/平方米/天	22.8-29.6			滨海城中区	新币24.5/平方米/月	18.6		
		徐家汇	人民币55.0-68.0/平方米/天	23.2-28.7			市郊	新币29.0/平方米/月	22.1		
	广州	上下九路	人民币26.7-40.0/平方米/天	11.3-16.9	泰国	曼谷	普拉特旺	泰铢1,800-3,200/平方米/月	5.5-9.8		
		天河CBD	人民币20.8-111.1/平方米/天	8.8-46.9			席隆路	泰铢1,800-3,200/平方米/月	5.5-9.8		
		北京路	人民币69.0-90.3/平方米/天	29.1-38.1			素坤逸路	泰铢1,800-3,200/平方米/月	5.5-9.8		
		环市东路	人民币55.6-64.1/平方米/天	23.5-27.1			马尼拉	比索1,045/平方米/月	2.2		
	香港	中环	港币520/平方米/月	67	印度	新德里	康诺特广场	卢比500-700/平方米/月	11.2-15.7		
		铜锣湾	港币500/平方米/月	64.4			Greater Kailash	卢比500-700/平方米/月	11.2-15.7		
		尖沙咀	港币455.7/平方米/月	58.7			可汗市场	卢比1,000-1,200/平方米/月	22.4-26.9		
		旺角	港币290/平方米/月	37.4			South extension	卢比550-750/平方米/月	12.3-16.8		
台北	中山东路	新台币5,773/平方米/月	17.2	马来西亚	吉隆坡	苏盖德	卢比400-500/平方米/月	9.0-11.2			
	中山北路	新台币3,933/平方米/月	11.7			Vasant 购物中心	卢比300-400/平方米/月	6.7-9.0			
	西门汀	新台币2,494/平方米/月	7.4			吉隆坡城市中心	令吉27-107/平方米/月	8.8-34.7			
	敦化南路	新台币2,481/平方米/月	7.4			市郊	令吉15-80/平方米/月	4.9-25.9			
							CBD	美元97-124/平方米/月	9.0-11.5		
							越南	胡志明市	还剑湖	美元60-90/平方米/月	5.6-8.4
							河内	Hoi Bo Trung	美元85-145/平方米/月	7.9-13.5	

资料来源：CBRE, 中金公司研究部

图表 134: 中国主要城市优质零售物业平均租金 (2010 年)



资料来源: CBRE, 中金公司研究部

图表 135: 全球高端零售物业租金排名

排名	城市	商铺租金(美元/平方米/年) 2011 1Q	2010 4Q 排名
1	纽约	8,181	1
2	香港	7,307	3
3	悉尼	5,602	2
4	伦敦	3,914	4
5	苏黎世	3,569	6
6	东京	3,475	5
7	巴黎	3,371	7
8	布里斯班	3,242	8
9	莫斯科	3,104	9
10	墨尔本	2,975	10
11	广州	2,476	11
12	洛杉矶	2,239	12
13	米兰	2,153	14
14	慕尼黑	2,110	16
15	芝加哥	2,067	13
16	新加坡	2,024	15
17	罗马	1,985	17
18	北京	1,933	18
19	法兰克福	1,903	19
20	上海	1,783	20

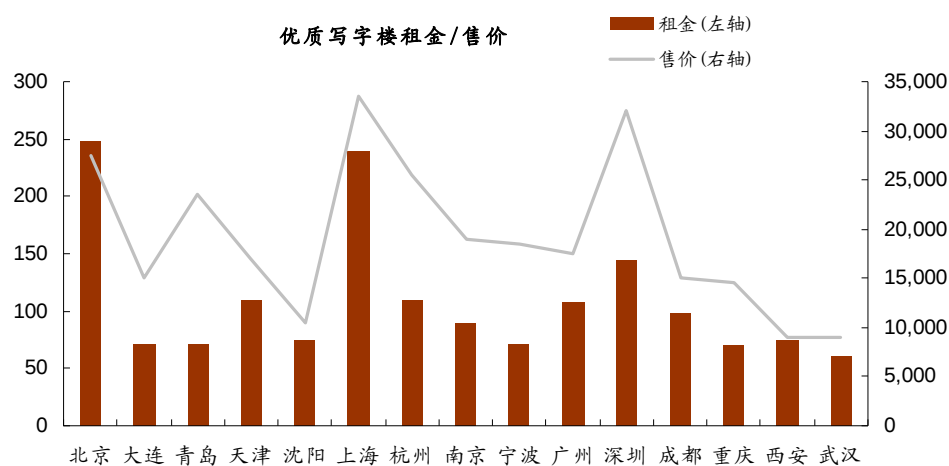
资料来源: CBRE, 中金公司研究部

图表 136: 全球高端写字楼租金排名

排名	城市	写字楼租金(美元/平方米/年)	排名	城市	写字楼租金(美元/平方米/年)
1	伦敦西区	2,085	26	纽约	717
2	香港CBD	1,983	27	都柏林	714
3	东京核心区	1,702	28	伯明翰	698
4	孟买	1,404	29	罗马	689
5	莫斯科	1,381	30	格拉斯哥	685
6	东京非核心区	1,370	31	阿伯丁	684
7	伦敦	1,341	32	上海浦东	665
8	巴黎	1,246	33	奥斯陆	663
9	圣保罗	1,174	34	雅典	662
10	里约热内卢	1,124	35	珀斯	642
11	新德里	1,089	36	多伦多	636
12	迪拜	1,026	37	利兹	626
13	香港非CBD	996	38	马德里	621
14	日内瓦	927	39	悉尼	615
15	苏黎世	906	40	北京	612
16	卢森堡	889	41	上海浦西	598
17	伊斯坦布尔	848	42	布鲁塞尔	595
18	米兰	846	43	慕尼黑	593
19	斯德哥尔摩	789	44	赫尔辛基	580
20	阿布扎比	776	45	布宜诺斯艾利斯	573
21	首尔CBD	764	46	华盛顿	571
22	法兰克福	756	47	泽西	571
23	爱丁堡	753	48	特拉维夫	570
24	曼彻斯特	736	49	温哥华	568
25	新加坡	727	50	华沙	563

资料来源: CBRE, 中金公司研究部

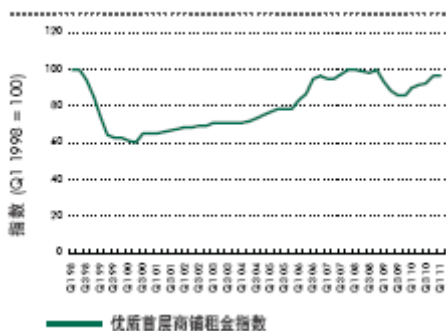
图表 137: 中国主要城市写字楼租金/售价



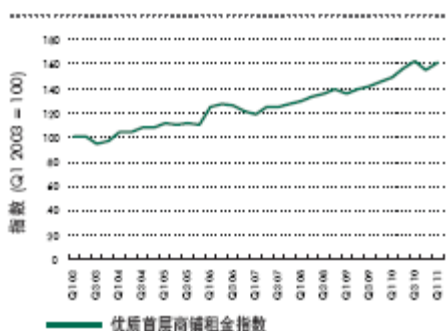
资料来源: CBRE, 中金公司研究部

图表 138: 零售物业租金指数——环渤海地区

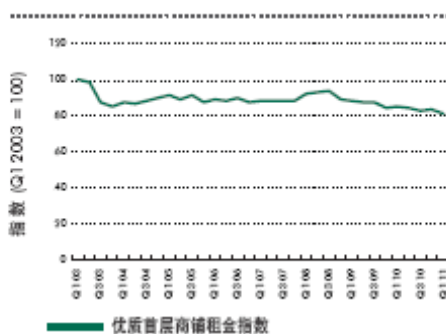
北京优质零售物业市场



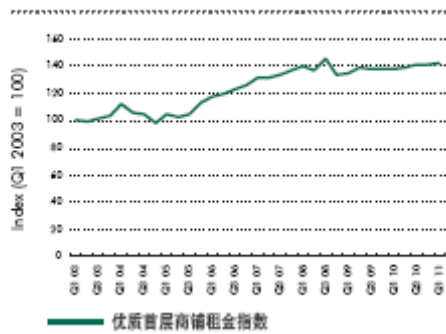
天津优质零售物业市场



青岛优质零售物业市场



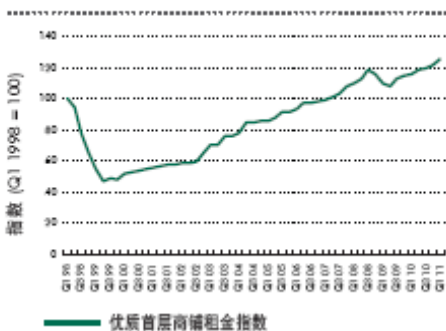
大连优质零售物业市场



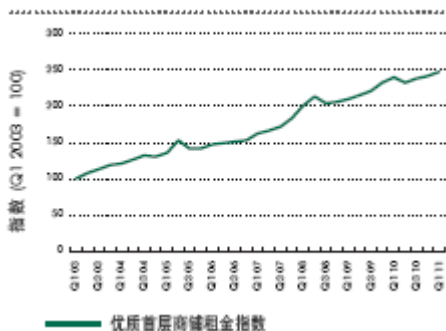
资料来源: CBRE, 中金公司研究部

图表 139: 零售物业租金指数——长三角地区

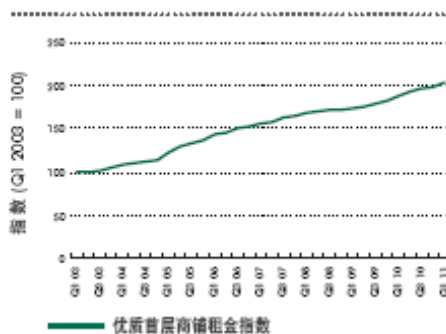
上海优质零售物业市场



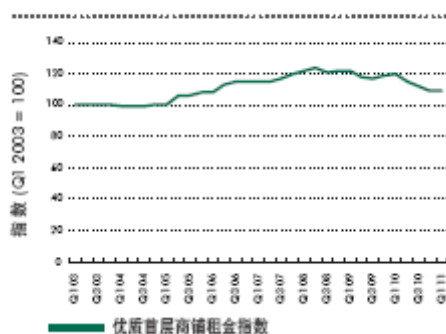
杭州优质零售物业市场



宁波优质零售物业市场



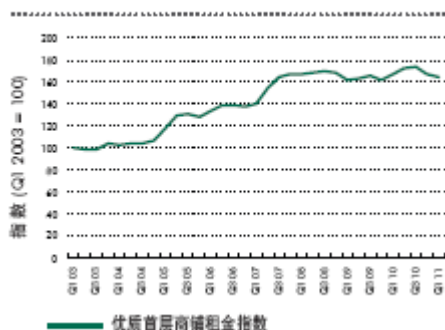
南京优质零售物业市场



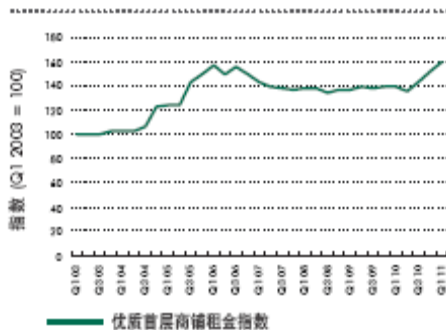
资料来源：CBRE，中金公司研究部

图表 140：零售物业租金指数——珠三角地区

广州优质零售物业市场



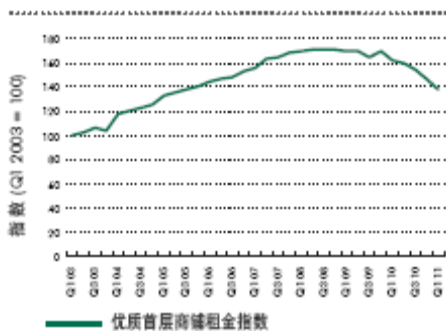
深圳优质零售物业市场



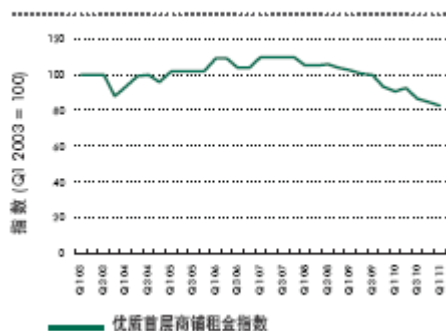
资料来源：CBRE，中金公司研究部

图表 141：零售物业租金指数——中西部

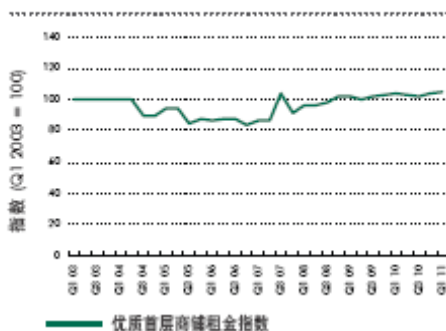
成都优质零售物业市场



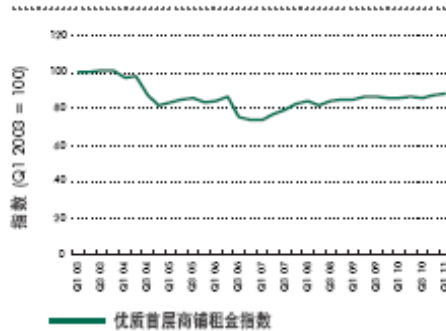
重庆优质零售物业市场



武汉优质零售物业市场

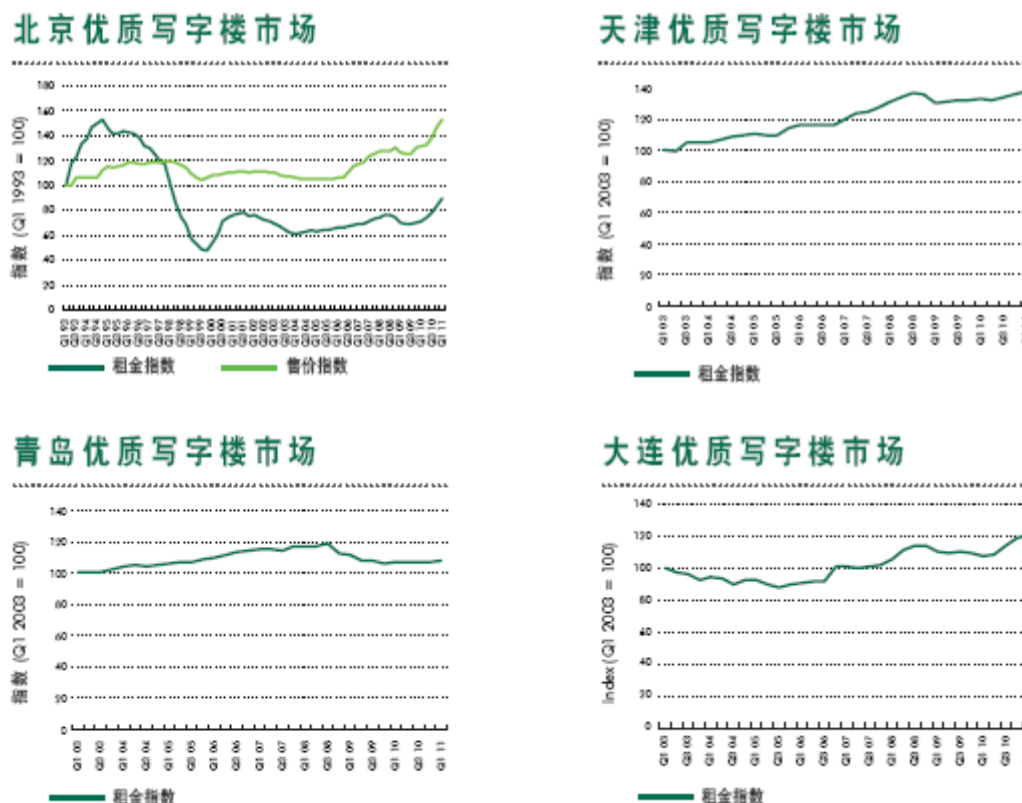


西安优质零售物业市场



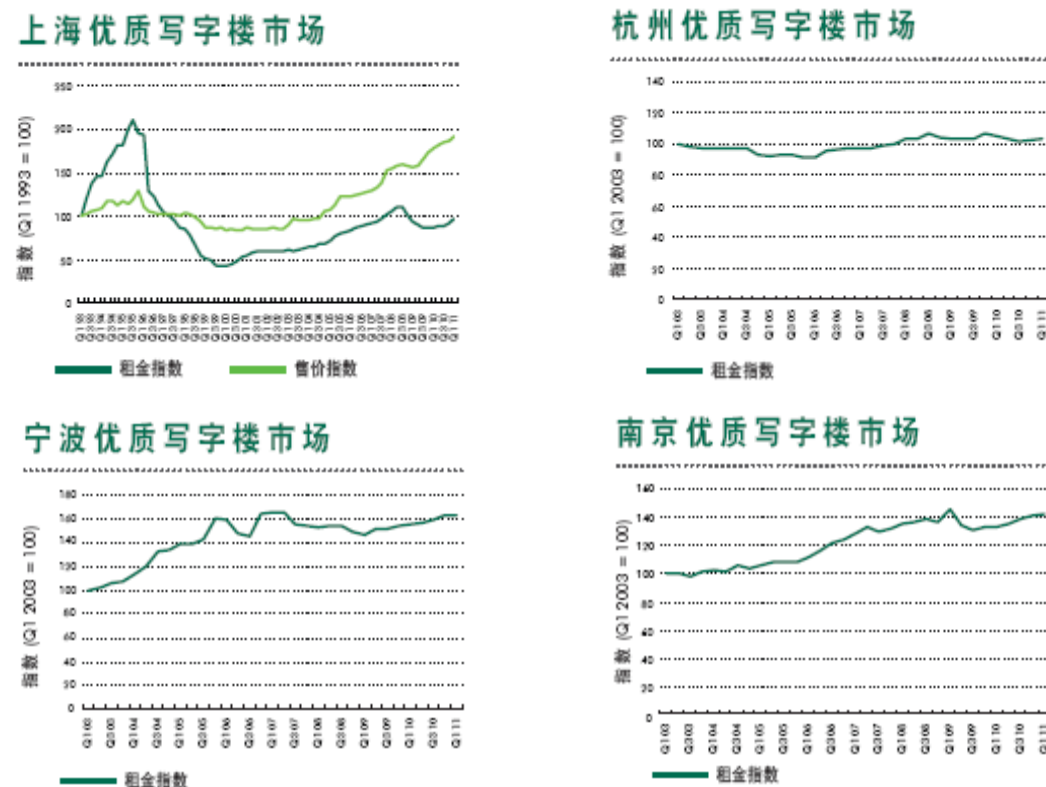
资料来源：CBRE，中金公司研究部

图表 142: 写字楼租金指数——环渤海地区



资料来源: CBRE, 中金公司研究部

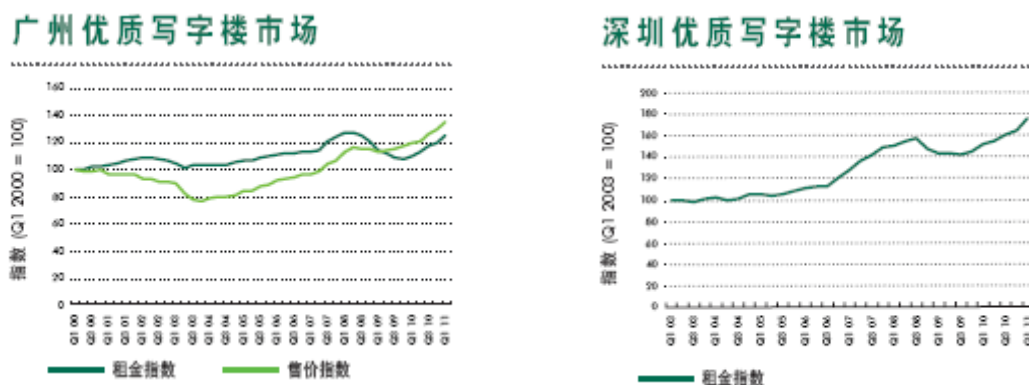
图表 143: 写字楼租金指数——长三角地区



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

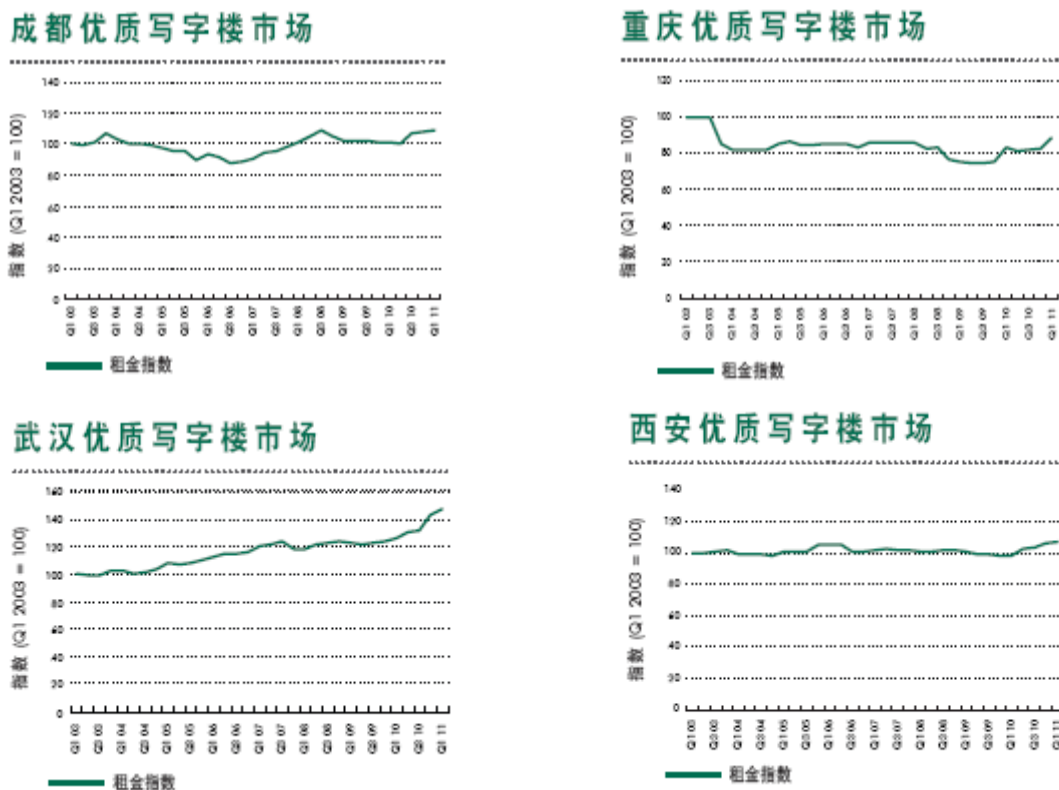
资料来源：CBRE，中金公司研究部

图表 144：写字楼租金指数——珠三角地区



资料来源：CBRE

图表 145：写字楼租金指数——中西部



资料来源：CBRE，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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为普洛斯、嘉德商用产业提供过投资银行服务。

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

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