

证券研究报告—深度报告

房地产

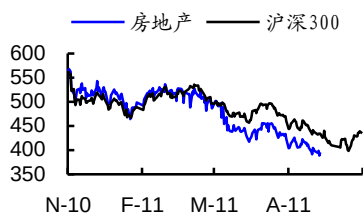
2011 年三季报业绩回顾

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 11 月 9 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《房地产行业 11 月策略：宏观政策微调，销售预期改善》——2011-11-7

《重点城市房地产销售跟踪（11 年第 44 周）：“银十”平淡收场》——2011-11-1

《重点城市房地产销售跟踪（11 年第 43 周）：北京、南京、杭州三地库存增长明显》——2011-10-25

《重点城市房地产销售跟踪（11 年第 42 周）：节后销量恢复性增长，但仍偏低》——2011-10-18

证券分析师：方焱

电话：0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001

证券分析师：区瑞明

电话：0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

证券分析师：黄道立

电话：0755-82130685

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003

行业专题报告

偿债能力尚好，业绩增长无虞

● 业绩增速有所放缓，但单季度增速仍具备比较优势

我们统计的房地产板块上市公司营业收入同增 15.94%，净利润同增 16.58%；虽然增速较二季度有所放缓，但在与 23 个行业的比较中却位居前（均排名第 8 位），其中营业收入同比增速排名较二季度提升 8 位，归属母公司股东的净利润同比增速排名较二季度提升 1 位，比较优势显现。

● 实际销售增速好于报表数字，龙头公司更胜一筹

我们通过营业收入和预收款变化计算出的“推算销售额”显示，全板块前三季度销售收入同增 23%，好于报表披露的增速水平。龙头平均销售增速则达到 42%，市场占有率也较去年增加 0.84 个百分点。

● 扩张意愿弱，拿地支出少，业绩锁定性创历史新高

严厉的调控导致上市公司扩张意愿明显减弱，现金支出快速减少，龙头公司购地金额与销售金额的比值也在 40% 以下。由于发展商预期趋谨慎，上市公司释放业绩动力不足，龙头公司业绩锁定性达 1.84 倍，创历史新高。

● 存货周转放缓，但去化压力仍低于 08 年，偿债能力尚好

利用推算销售额以及剔除已售在建工程后的“未售存货”测算得出板块及龙头公司目前去化周期分别为 1.62 年和 1.37 年，好于 08 年最困难时期；三季度末，全板块和龙头公司净负债率分别为 74% 和 64%，年初以来呈现板块上升、龙头回落的态势，偿债能力整体表现较好，全板块和龙头公司的货币资金偿债保障倍数达 1.09 和 1.53 倍，无明显偿债压力。

● 维持“攻守有据，守成为上”的观点，推荐龙头公司

综合上述，我们认为①三季报整体超越市场估值所反应的预期（市场估值已低于 08 年最差时候）；②行业集中度提高，龙头占有率提升；③与 08 相比龙头公司抗周期能力加强，若行业出现新机遇，龙头公司的增长和业绩弹性均值得期待。因此我们维持四季度策略“攻守有据，守成为上”的观点，推荐杠杆低、销售增长明显、业绩锁定性高的龙头地产公司“保招万金”及具有超强资源整合能力、价值被严重低估的世茂、华业。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元)	EPS		PE	投资评级
			11-11-04	2010E	2011E	2010E	
000002	万科 A	862.02	7.84	0.90	1.22	8.71	推荐
600048	保利地产	593.05	9.97	1.06	1.38	9.41	推荐
000002	招商地产	303.45	17.67	1.40	1.91	12.62	推荐
000402	金融街	196.15	6.48	0.73	0.88	8.88	推荐
600823	世茂股份	146.79	12.54	0.96	1.33	13.06	推荐
600240	华业地产	66.18	10.26	0.93	1.50	11.13	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

2011 年前三季度房地产板块利润表分析	3
增速有所放缓，但单季度增速在 23 个行业中仍具备比较优势	3
受益房价上涨，毛利率提升	4
三项费用率有所提升，其中销售费用率提升幅度最大	4
2011 年三季度房地产板块其他财务指标分析	5
实际销售增速好于报表数字，龙头公司更胜一筹	5
扩张意愿弱，现金开支快速回落，拿地支出下降	6
业绩释放动力不足，预收款/营业收入创历史新高	8
周转率下降，但存货压力仍低于 08 年	8
负债水平整体可控，短期偿债能力尚好	10
房地产板块投资策略	12
维持四季度策略观点，重点推荐行业龙头公司	12

图表目录

图 1: 房地产板块营业收入同比增速有所放缓	3
图 2: 房地产板块净利润同比增速有所放缓	3
图 3: 地产板块 Q3 收入同比增速在板块排名中提升 8 位	3
图 2: 地产板块 Q3 利润同比增速在板块排名中提升 1 位	3
图 5: 近 4 年房地产板块毛利率和净利润率水平	4
图 6: 房地产板块 Q1-3 累计三项费用率情况	5
图 7: 房地产板块 Q3 单季度三项费用率情况	5
图 8: 前三季度推算销售额增速好于报表增速水平	6
图 9: 龙头推算销售额增速远高于板块均值	6
图 10: 前三季度龙头公司市场占有率显著提升	6
图 11: 06-11 年房地产板块现金收支比状况	7
图 12: 06-11 年房地产板块龙头公司现金收支比状况	7
图 13: 万科购地金额和销售金额	7
图 14: 金地集团购地金额和销售金额	7
图 15: 保利地产购地金额和销售金额	7
图 16: 恒大地产购地金额和销售金额	7
图 17: 房地产板块业绩锁定性创历史新高	8
图 18: 龙头公司业绩锁定性远超行业平均水平	8
图 19: 近 5 年房地产板块存货和总资产周转率	8
图 20: 近 4 年房地产板块存货变动及季度存货环比增速	8
图 21: 板块及龙头公司“存货/预收款”处于历史低位	9
图 22: 房地产板块近 4 年推算去化周期情况	10
图 23: 房地产龙头公司近 4 年推算去化周期情况	10
图 24: 房地产板块和龙头公司负债率情况	11
图 25: 房地产板块和龙头公司有息负债情况	11
图 26: 近 5 年房地产板块短期偿债能力变动情况	11
图 27: 近 5 年房地产龙头公司短期偿债能力变动情况	12
表 1: A 股房地产板块 2011 前三季度及三季度单季主要财务指标对比	5

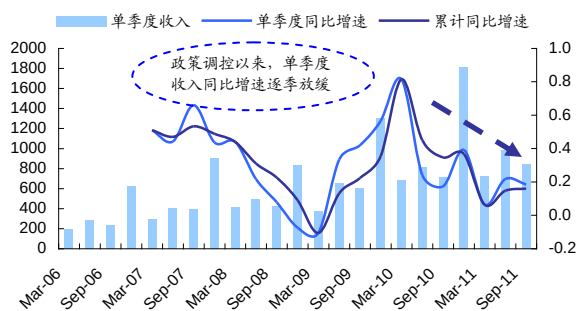
2011 年前三季度房地产板块利润表分析

增速有所放缓，但单季度增速在 23 个行业中仍具备比较优势

2011 年前三季度，我们统计的房地产板块上市公司共实现营业收入 2552.72 亿元，同比增长 15.94%，实现归属母公司股东的净利润 292.02 亿元，同比增长 16.58%；与去年同期相比，前三季度房地产板块营业收入与归属母公司股东净利润的同比增速分别放缓 18.78 和 9.84 个百分点。

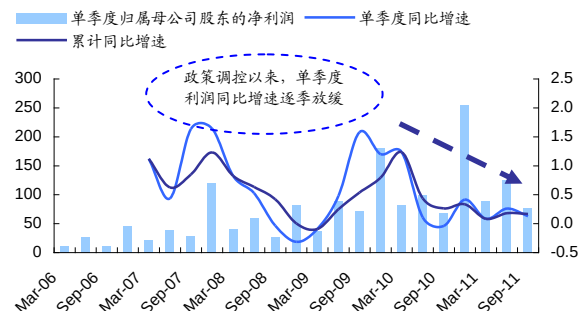
第三季度单季，房地产板块共实现营业收入 841.89 亿元，同比增长 18.49%，实现归属母公司股东的净利润 77.53 亿元，同比增长 12.75%，与今年二季度相比，三季度单季房地产板块营业收入与归属母公司股东净利润的同比增速分别放缓 3.23 和 13.27 个百分点。

图 1：房地产板块营业收入同比增速有所放缓



资料来源：WIND，国信经济研究所整理

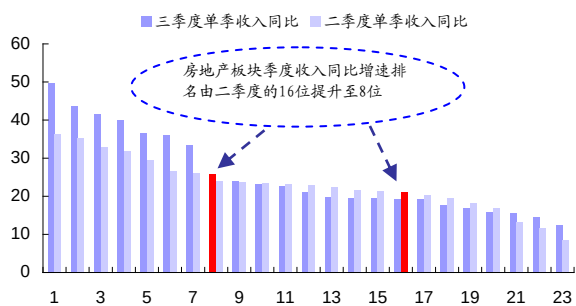
图 2：房地产板块净利润同比增速有所放缓



数据来源：WIND，国信经济研究所整理

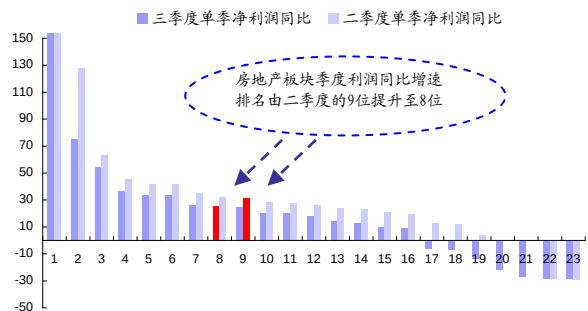
虽然收入及净利润同比增速较二季度有所放缓，但在行业比较中，房地产板块仍具备一定的比较优势：房地产板块三季度营业收入和净利润同比增速在 23 个行业中排位居前，均排名第 8 位，其中，营业收入同比增速排名较二季度提升 8 位，归属母公司股东的净利润同比增速排名较二季度提升 1 位。从排名的提升可以看出，在宏观经济整体增速放缓的大背景下，房地产板块放缓幅度慢于其他板块，调控风险向上下游传导使板块的比较优势逐步显现。

图 3：地产板块 Q3 收入同比增速在板块排名中提升 8 位



资料来源：WIND，国信经济研究所整理

图 4：地产板块 Q3 利润同比增速在板块排名中提升 1 位

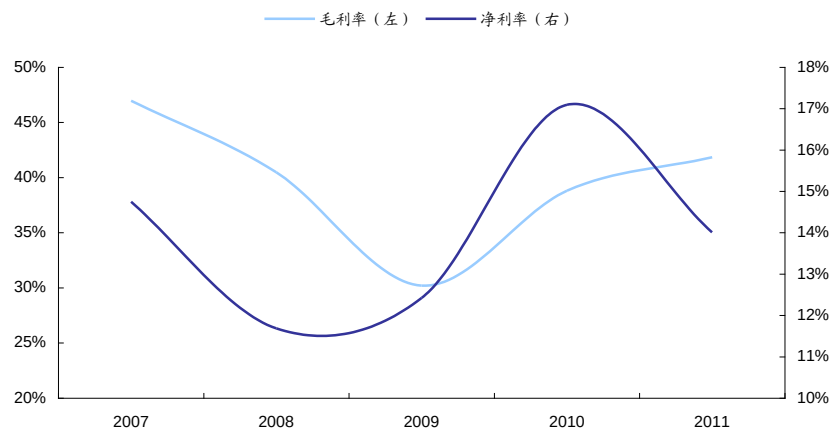


数据来源：WIND，国信经济研究所整理

受益房价上涨，毛利率提升

前三季度，房地产板块毛利率 32.90%，与去年同期相比提升 2.1 个百分点。在预售结算制度下，2011 年业绩主要反映的是 2009 年底和 2010 年的销售情况，该时间区间房价上涨是全板块毛利率提升的主因。自 09 年以来，房价经历了快速上涨、增速放缓和平稳回落三个阶段，这一点也在今年毛利率的提升幅度较去年同期明显放缓中得到了反应。我们认为，房价回落的效应短期内尚不会在报表内反应，2011 年全年毛利率仍有一定提升空间。

图 5：近 4 年房地产板块毛利率和净利润率水平

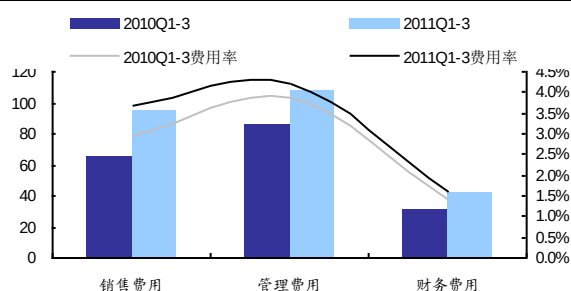


资料来源：WIND，分析师整理

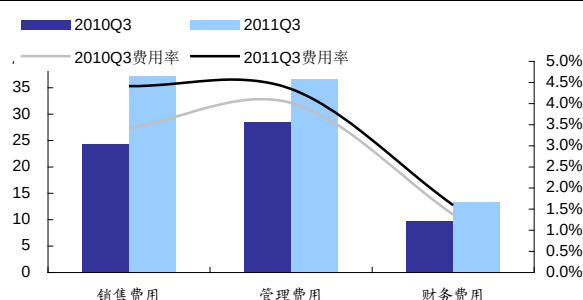
三项费用率有所提升，其中销售费用率提升幅度最大

2011 年前三季度，房地产板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.69%、4.21%、1.62%，与去年相比，变动幅度分别为：0.74%、0.33%和 0.20%；三项费用合计占比 9.52%，较上年同期提升 1.27 个百分点。从单季度变化情况上看，销售费用提升幅度更加明显，三季度单季板块销售费用率达 4.41%，比去年同期提升 0.99 个百分点。

我们认为销售费用率显著提升主要有以下两点原因：（1）限购、限贷和限证为开发商带来一定的销售压力，广告投入、打折促销等活动的增加提升了期间的销售费用率水平；（2）销售费用为当期费用，销售收入来自往期销售结算，严厉的调控政策下，融资阀门紧闭，开发商缺乏释放业绩的动力，当期结算收入增速低于当期实际销售增速也是提高销售费用率的重要原因之一。（下文中将有关于结算收入增速与当期实际销售增速的比较分析，此处不再赘述）

图 6：房地产板块 Q1-3 累计三项费用率情况


资料来源：WIND，国信经济研究所整理

图 7：房地产板块 Q3 单季度三项费用率情况


资料来源：WIND，国信经济研究所整理

表 1：A 股房地产板块 2011 前三季度及三季度单季主要财务指标对比（亿元）

	2010Q1-Q3	2011Q1-Q3	同比增速	2010Q3	2011Q3	同比增速
营业收入	2,201.69	2,552.72	15.94%	710.53	841.89	18.49%
营业成本	1,523.62	1,712.89	12.42%	504.65	577.18	14.37%
毛利率 (%)	30.80%	32.90%	提升 2.1 个百分点	28.98%	31.44%	提升 2.47 个百分点
销售费用	64.90	94.12	45.02%	24.31	37.15	52.85%
销售费用率 (%)	2.95%	3.69%	提升 0.74 个百分点	3.42%	4.41%	提升 0.99 个百分点
管理费用	85.35	107.50	25.96%	28.51	36.58	28.29%
管理费用率 (%)	3.88%	4.21%	提升 0.33 个百分点	4.01%	4.34%	提升 0.33 个百分点
财务费用	31.27	41.34	32.21%	9.75	13.40	37.38%
财务费用率 (%)	1.42%	1.62%	提升 0.2 个百分点	1.37%	1.59%	提升 0.22 个百分点
投资净收益	39.95	50.86	27.33%	10.42	13.87	33.09%
公允价值变动净收益	0.99	6.45	549.60%	-0.51	-0.56	10.00%
营业利润	374.64	427.26	14.04%	101.99	116.61	14.34%
营业利润率 (%)	17.02%	16.74%	降低-0.28 个百分点	14.35%	13.85%	降低-0.5 个百分点
利润总额	375.25	436.57	16.34%	102.88	120.38	17.02%
所得税	98.09	116.81	19.08%	27.97	33.39	19.37%
实际所得税率 (%)	4.46%	4.58%	提升 0.12 个百分点	3.94%	3.97%	提升 0.03 个百分点
净利润	277.16	319.77	15.37%	74.91	87.00	16.14%
净利润率 (%)	12.59%	12.53%	降低-0.06 个百分点	10.54%	10.33%	降低-0.21 个百分点
归属母公司股东的净利润	250.50	292.02	16.58%	68.76	77.53	12.75%

注：统计包含 98 家房地产上市公司

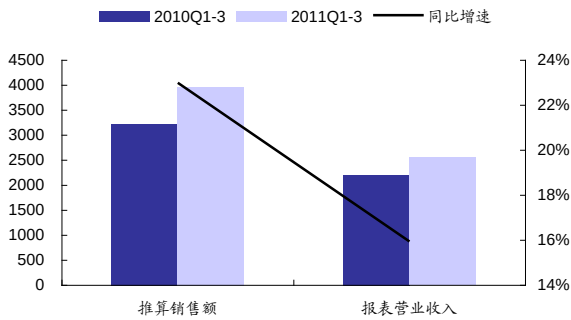
资料来源：WIND，国信经济研究所分析师整理测算

2011 年三季度房地产板块其他财务指标分析

实际销售增速好于报表数字，龙头公司更胜一筹

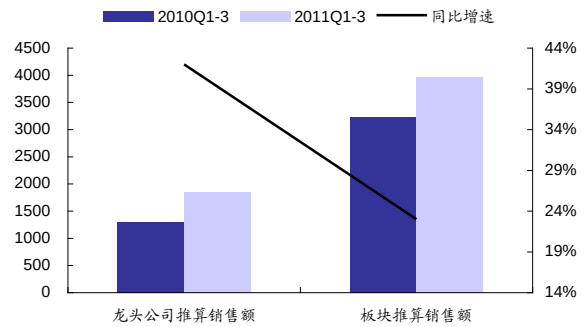
在预售结算制度下，房地产上市公司预售房屋首先将受到的购房款计入流动负债中的预售账款，待工程达到结算竣工条件之后再将其计入收入，若销售为现房，则可当期结算，直接将销售收入计入当期营业收入。因此，我们大致可以通过房地产上市公司当期营业收入加减期间内预收账款变化，来推算上市公司实际预售、限售房屋的销售额情况。我们将上述方法计算出来的结果成为“推算销售额”。通过对 98 家公布季报的上市公司的统计我们发现，全行业 2011 年前三季度推算销售额为 3961.26 亿元，去年同期该数字为 3229.8 亿元，同比增长 23%，远好于报表反映的销售收入同比增长 15.94%。

图 8：前三季度推算销售额增速好于报表增速水平



资料来源：WIND，国信经济研究所整理

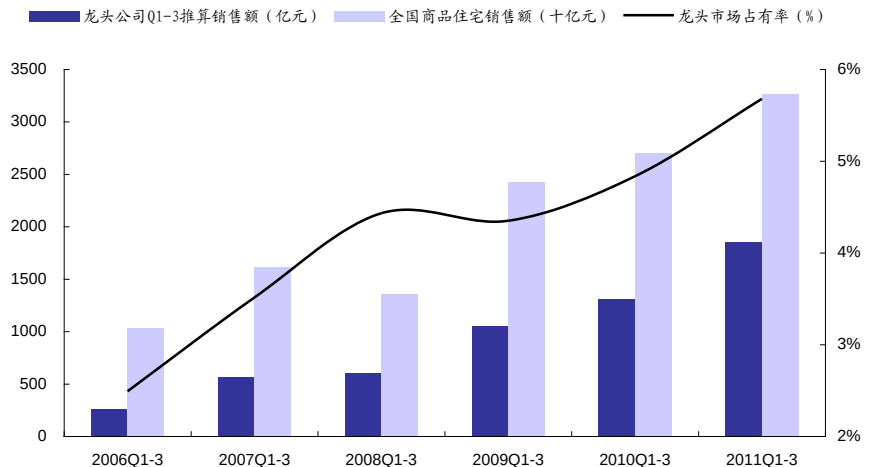
图 9：龙头推算销售额增速远高于板块均值



数据来源：WIND，国信经济研究所整理

龙头公司在逆境中表现远好于板块平均水平，前三季度推算销售额同比增速高达 42%，跑赢板块均值 19 个百分点。同时，龙头公司市场占有率水平也去年同期的 4.84% 提高至今年的 5.68%。（注：龙头公司数据统计包含万科、保利、金地、招地、金融街和华侨城 6 家公司，下同）

图 10：前三季度龙头公司市场占有率显著提升



资料来源：WIND，国信经济研究所整理

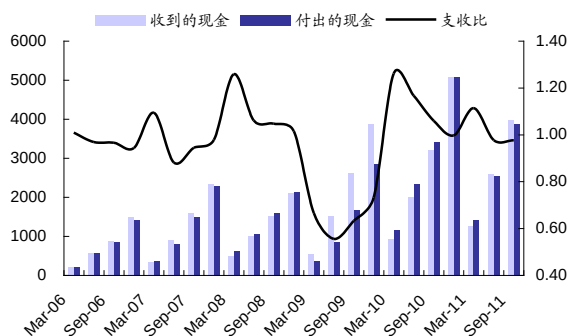
扩张意愿弱，现金开支快速回落，拿地支出下降

我们在今年年度策略中曾以“连续博弈”的“囚徒困境”模型为例，说明政策强压之下今年房企将逐步进入战略收缩。从过去三个季度房企上市公司的报表上可以看出，我们的判断正逐步得到印证。

前三季度，98 家上市公司销售商品和提供劳务所收到的现金合计为 3970 亿元，购买商品和接受劳务所支付的现金合计为 3875 亿元，现金收支比仅为 0.976，年内呈现逐季下降的趋势，在第三季度达到最低点。而龙头上市公司前三季度销售商品和提供劳务所累计收到的现金合计为 1843 亿元，购买商品和接受劳务所支付的现金合计为 1609 亿元，现金收支比仅为 0.873，低于行业平均水平。

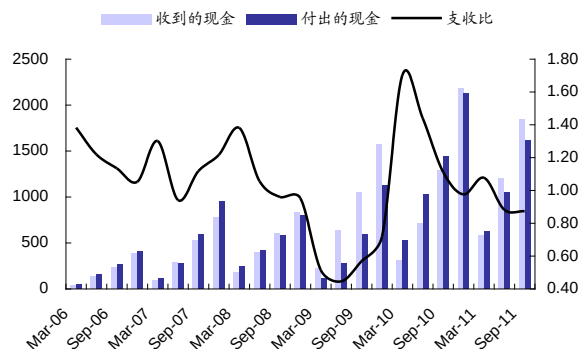
我们认为，由于现金支出中包含了预售楼盘后续工程建设的再投入，去年销售的超预期增长导致今年还需对已售项目进行进一步投入，因此，若扣除此部分因素的影响，房企实际投资收缩幅度将远大于收支比所反应的情况。

图 11: 06-11 年房地产板块现金收支比状况



资料来源: WIND, 国信经济研究所整理

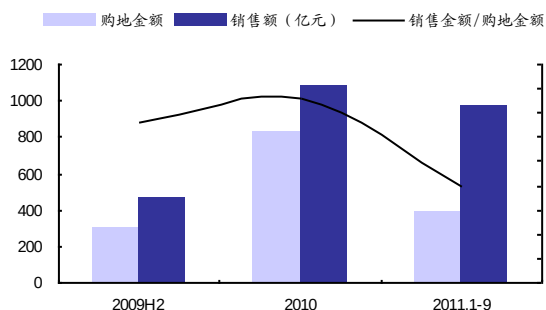
图 12: 06-11 年房地产板块龙头公司现金收支比状况



数据来源: WIND, 国信经济研究所整理

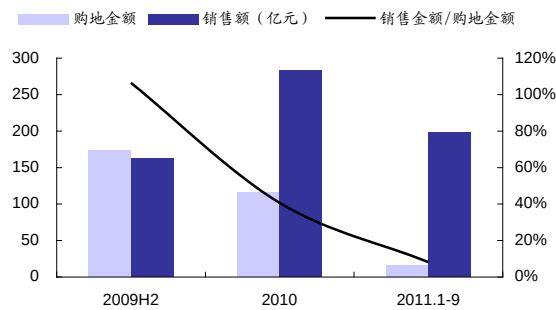
另外龙头企业今年“购地金额/销售金额”比值变化趋势，也清晰地反应出今年以来开发商的防御心态日渐浓厚：万科 2010 年购地额/销售额为 0.7，而今年 1-9 月下降至 0.4，金地 2010 年该比值为 0.4，今年 1-9 月下降至 0.08，恒大则由去年的 0.27 下降至今年 1-9 月的 0.14。

图 13: 万科购地金额和销售金额



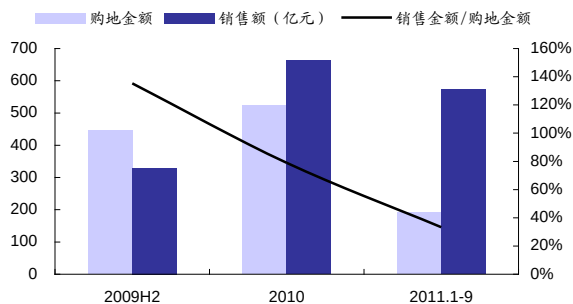
资料来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 14: 金地集团购地金额和销售金额



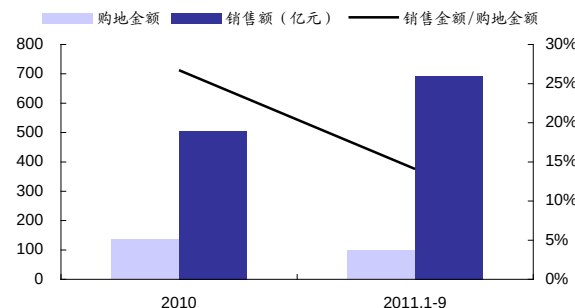
数据来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 15: 保利地产购地金额和销售金额



资料来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 16: 恒大地产购地金额和销售金额

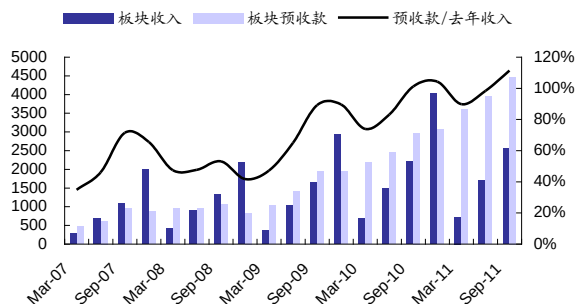


数据来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

业绩释放动力不足，预收款/营业收入创历史新高

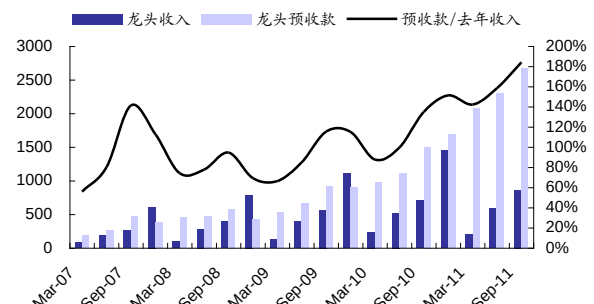
由于政策强压，再融资阀门紧闭，上市房企释放业绩动力不足，积累的可结算资源逐渐增加。前三季度房地产板块预售账款总额达 4470 亿元，同比增长 50%，龙头公司预收款总额达 2680 亿元，同比增长 80%。房地产板块预收款总额是去年权板块结算收入的 1.11 倍，而龙头公司三季度末预收款总额已达到去年全年结算业绩的 1.84 倍，业绩锁定性创历史新高。因此，若未来行业政策面出现松动迹象，房地产上市公司的业绩弹性将十分值得期待。

图 17：房地产板块业绩锁定性创历史新高



资料来源：WIND，国信经济研究所整理

图 18：龙头公司业绩锁定性远超行业平均水平



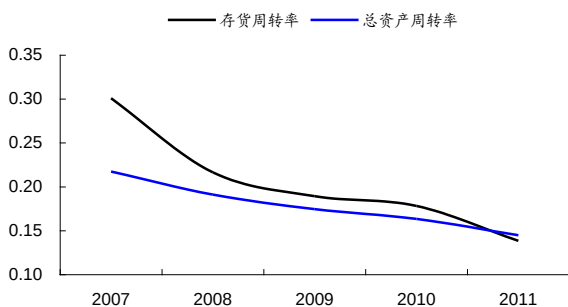
数据来源：WIND，国信经济研究所整理

周转率下降，但存货压力仍低于 08 年

2011 年前三季度房地产板块存货周转率 0.138 次，总资产周转率 0.145 次，与去年同期相比，分别下降 0.040 和 0.019，降幅有所扩大。

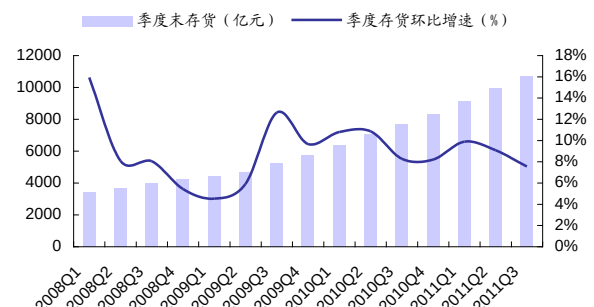
截止 2011 年 3 季度，全行业存货达 1.07 万亿元，同比增长 39%，较 2 季度末环比增长 7.55%，环比增速放缓 1.53 个百分点，期末存货环比增速年内有所放缓，印证了我们上文中“房企扩张意愿弱，投资放缓”的观点。

图 19：近 5 年房地产板块存货和总资产周转率



资料来源：WIND，分析师整理、测算

图 20：近 4 年房地产板块存货变动及季度存货环比增速



数据来源：WIND，分析师整理、测算

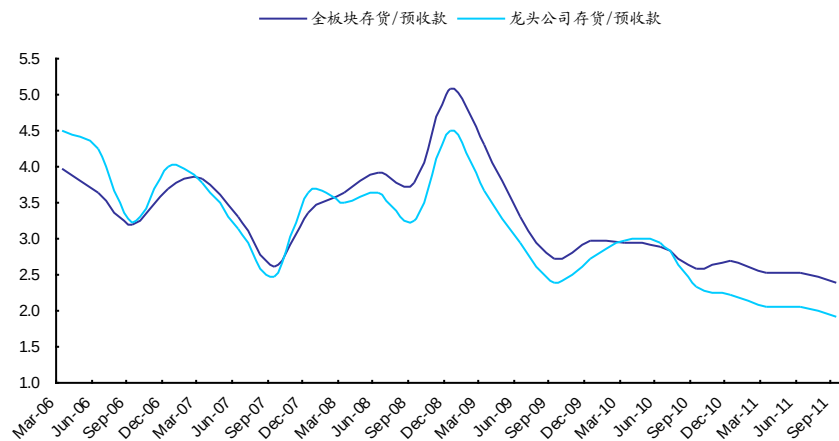
从绝对量上看，虽然三季度末，行业整体存货规模创下历史新高，但我们不能简单的将此作为判断房企存货压力、去化压力达到历史高位的依据（09 年全行业快速去库存化时，各季度末全板块存货水平也是呈现上升并不断创新高的趋势）。我们认为，存货规模的不断扩大与上市上市公司经营规模的不断扩张有

较大关系，若需要考量上市公司的存货压力情况，则需要对存货与公司预收款、销售额等进行综合分析。

此处我们引入“存货/预收款”以及“推算未售存货/推算销售额”两项指标对房地产板块区划压力进行分析。

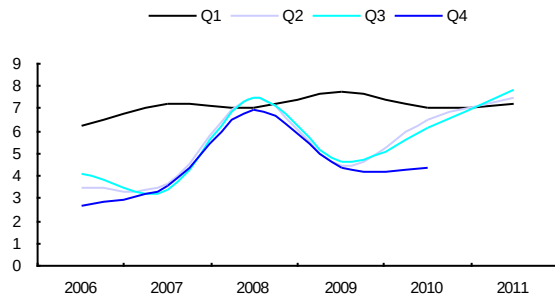
首先，在我们前期的报告中我们曾使用过“期末存货/（单季度收入+期末预收账款-期初预收账款）”来测算开发商去化速度，其中“单季度收入+期末预收账款-期初预收账款”可理解为“当期推算销售额”。但由于房地产企业存货包括土地、在建工程和未售的现房三类，其中，由于预售制度的存在，在建工程中包含了一定数量的已售但仍在建的项目，该部分项目不存在销售压力，在测算去化速度时应给予剔除。因此我们对上述指标进行改进，利用预售账款推算期末存货中包含的已售部分：（1）预收款为预售项目所得，其中包含了地价、建安及各项税费等，在假设成本占比无大变化的情况下，通过“预收账款*营业成本/营业收入”，推算出已售项目地价+建安的大致总数；（2）根据我国《城市房地产管理法》第44条规定，达到预售条件开发商投入开发建设的资金应达到工程建设总投资的25%以上，因此我们假设已售在建工程平均工程投入达到剩余应投入额的中值，则已投入部分占预计总投入62.5%，运用“预收账款*营业成本/营业收入*62.5%”作为期末存货中在建项目中已售部分的剔除数，最终计算出不含已售部分项目的“推算期末存货”。

图 21：板块及龙头公司“存货/预收款”处于历史低位



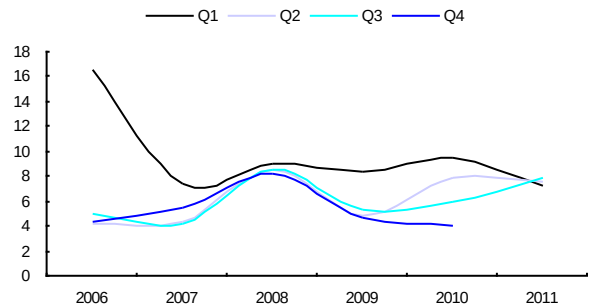
资料来源：WIND，国信经济研究所整理

图 22: 房地产板块近 4 年推算去化周期情况



资料来源: WIND, 分析师整理、测算

图 23: 房地产龙头公司近 4 年推算去化周期情况



数据来源: WIND, 分析师整理、测算

通过对上诉指标分析, 我们得出如下结论:

① 房地产板块三季度存货/预收款的值为 2.39, 是 06 年来的最低点, 远低于 08 年的 5.08, 龙头公司表现更优, 存货/预收款的值仅为 1.90;

② 通过“推算期末存货/当期推算销售额”, 算得全板块目前去化周期为 6.43 个季度, 相当于 1.62 年, 较年初提高了 0.11 年, 略低于 08 年同期 0.04 年, 由此可见持续了一年多的宏观调控确实给房地产板块上市公司造成了一定的去化压力, 但目前情况尚略好用 08 年最艰难的时期;

③ 龙头公司的推算去化周期为 5.46 个季度, 相当于 1.37 年, 明显好于行业平均水平, 优于 08 年同期约 0.34 年, 可见在严厉的调控下, 龙头开发商已较早的采取了战略防御, 弱化了政策调控对公司经营带来的负面影响;

④ 综上所述我们认为, 目前行业存货去化水平有所上升但整体尚可控, 上半年土地市场转冷已经说明战略防御已经从龙头公司逐步转变为全行业开发商的一致行为;

因此, 若未来开发商继续谨慎拿地并控制好预售前的工程投入, 预计存货压力将有望继续保持在可控的范围之内。

负债水平整体可控, 短期偿债能力尚好

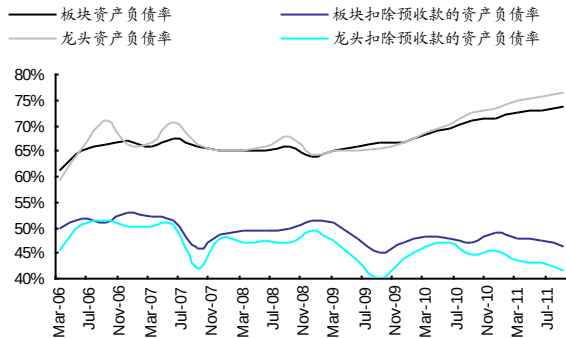
扣除预收账款后的资产负债率有所回落

房地产板块 2011 年三季度末资产负债率 74%, 较上年提高 3 个百分点, 较二季度末提高 1 个百分点, 龙头公司资产负债率为 77%, 较上年提高 3 个百分点, 较二季度末提高 1 个百分点。但资产负债率并非房地产企业最好的负债情况考量指标, 因为在预售制度之下, 预售楼款计入流动负债中的预收账款中, 此部分“负债”并不会给上市公司带来偿债压力, 因此我们考量地产上市公司负债情况时, 应将其扣除。

经过测算, 房地产板块扣除预收账款后的资产负债率为 46%, 较去年同期降低 1 个百分点, 较二季度末降低 1 个百分点; 龙头公司扣除预收账款后的资产负债率为 41%, 较去年同期降低 4 个百分点, 较二季度末降低 2 个百分点。二

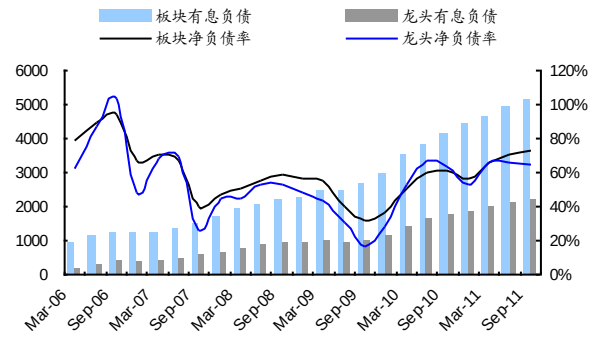
者均接近 09 年的最低值。

图 24: 房地产板块和龙头公司负债率情况



资料来源：WIND，分析师整理、测算

图 25: 房地产板块和龙头公司有息负债情况



数据来源：WIND，分析师整理、测算

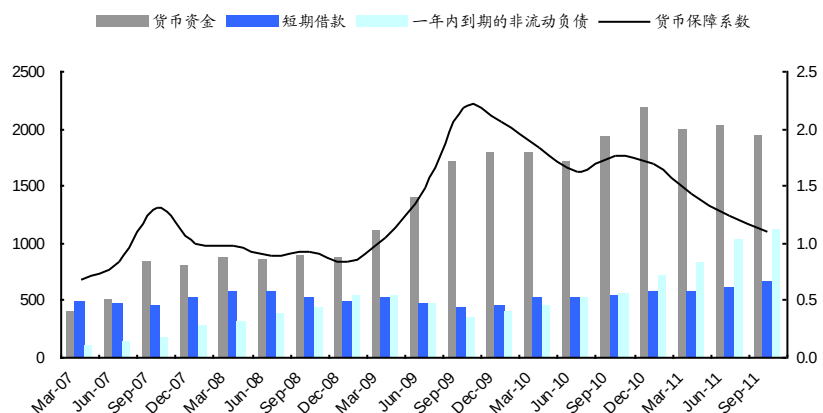
净负债率：板块提升、龙头回落

2011 年三季度末全板块有息负债总额为 5109 亿元，净负债率达到 73%，比去年同期提高 12 个百分点，比二季度末提高 3 个百分点，创下 09 年以来的新高。龙头公司净负债水平相对可控，三季度末龙头公司有息负债总额达 2181 亿元，净负债率为 65%，比去年同期提高 2 个百分点，较二季度末回落 1 个百分点，尚低于 2010 年中期水平。

短期偿债能力尚好

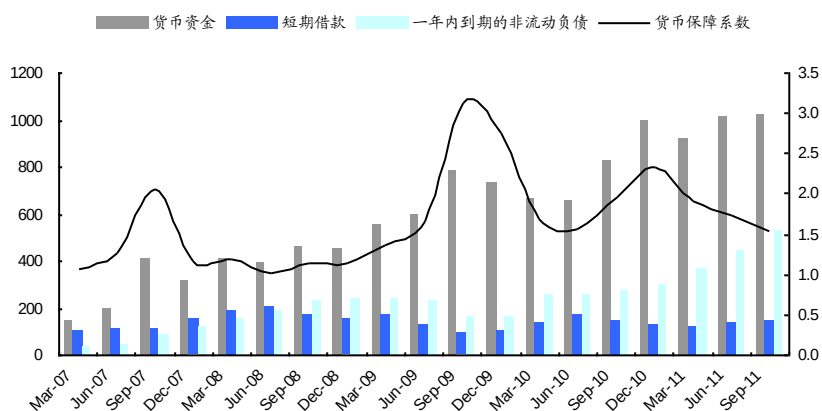
虽然全行业负债水平有所提高，但短期偿债能力尚好，全板块货币资金是短期借款和一年内到期的非流动负债之和的 1.09 倍，虽然有所回落，但明显优于 08 年同期水平。龙头公司短期偿债能力要明显优于行业平均水平，货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）达到 1.53。

图 26: 近 5 年房地产板块短期偿债能力变动情况



资料来源：WIND，分析师整理、测算

图 27：近 5 年房地产龙头公司短期偿债能力变动情况



资料来源：WIND，分析师整理、测算

房地产板块投资策略

维持四季度策略观点，重点推荐行业龙头公司

综合上述，我们认为：①政策调控确实给行业带来一定的负面影响，但严重程度尚不及 08 年。而房地产板块整体估值水平早已低于 08 年的最低点，说明估值水平已经持续反映了比报表更加悲观的预期，从这一点上看，三季报整体表现实际上超出了市场预期；②龙头公司市场占有率提升，行业集中度提高；③由于此轮调控经历周期较长（最早始于 09 年中期），加上 08 年行业调整的历史经验，龙头公司抗周期和应对调控的能力有所加强，在此次调控来临时较早的进行战略收缩，一方面削弱了政策调控带来的负面影响，另一方面也为行业未来的新机遇保存实力，未来龙头公司的增长和业绩弹性均值得期待。

因此，我们维持四季度策略“攻守有据，守成为上”的观点，推荐杠杆低、销售增长明显、业绩锁定性高的龙头地产公司“保招万金”及具有超强资源整合能力、价值被严重低估的世茂、华业。

特别提示

根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2010]28号）第十二条的规定，我公司特披露：截至 2011 年 11 月 8 日，我公司以自有资金投资持有“保利地产”（600048）67610000 股。

附表：国信证券重点地产股盈利预测及估值

证券简称		11-11-6	EPS				PE				PB	NAV	P/NAV	投资评级	
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E					
"保招万金"等全国龙头	万科 A	7.84	0.66	0.90	1.22	1.50	11.8	8.7	6.4	5.2	1.9	12.0	0.65	推荐	
	招商地产	17.67	1.17	1.40	1.91	2.48	15.1	12.6	9.3	7.1	1.6	26.4	0.67	推荐	
	保利地产	9.97	0.83	1.06	1.38	1.83	12.1	9.4	7.2	5.4	1.6	10.9	0.91	推荐	
	金融街	6.48	0.59	0.73	0.88	1.14	11.0	8.9	7.4	5.7	1.1	10.9	0.59	推荐	
	金地集团	5.02	0.60	0.78	0.94	1.27	8.3	6.4	5.3	4.0	1.3	9.6	0.52	推荐	
	华侨城 A	7.26	0.54	0.67	0.83	1.02	13.4	10.8	8.7	7.1	1.7	12.1	0.60	谨慎推荐	
云天星球	云南城投	8.05	0.40	1.58	2.37	2.79	20.1	5.1	3.4	2.9	1.6	18.9	0.43	谨慎推荐	
	中天城投	8.64	0.43	0.80	1.50	2.26	19.9	10.8	5.8	3.8	4.3	17.5	0.49	推荐	
	福星股份	8.01	0.70	0.85	1.30	1.70	11.4	9.4	6.2	4.7	1.1	19.3	0.42	推荐	
	苏宁环球	6.92	0.38	0.48	0.82	1.01	18.3	14.3	8.4	6.9	3.1	11.5	0.60	谨慎推荐	
其他区域龙头	华发股份	8.27	0.92	1.49	2.00	2.72	9.0	5.6	4.1	3.0	1.2	19.9	0.42	推荐	
	新湖中宝	4.02	0.25	0.34	0.43	0.55	16.0	11.8	9.3	7.3	2.4	5.5	0.73	谨慎推荐	
	亿城股份	3.76	0.46	0.60	0.80	0.97	8.2	6.3	4.7	3.9	1.1	6.5	0.58	推荐	
	滨江集团	7.89	0.71	1.02	1.36	1.98	11.0	7.7	5.8	4.0	2.4	16.5	0.48	推荐	
	荣盛发展	7.70	0.55	0.78	1.04	1.45	14.1	9.9	7.4	5.3	2.2	8.8	0.87	谨慎推荐	
	新城 B 股	3.00	0.41	0.75	1.38	1.90	7.4	4.0	2.2	1.6	1.1	11.4	0.26	推荐	
	中华企业	5.13	0.50	0.72	0.92	1.12	10.3	7.1	5.6	4.6	1.7	8.3	0.62	谨慎推荐	
	建发股份	7.44	0.78	0.94	1.17	1.57	9.5	7.9	6.4	4.7	2.5	10.3	0.72	推荐	
	栖霞建设	4.01	0.27	0.48	0.59	0.73	14.8	8.4	6.8	5.5	1.2	7.4	0.54	推荐	
	天地源	4.49	0.26	0.34	0.45	0.57	17.1	13.2	10.0	7.9	1.8	6.5	0.69	推荐	
	首开股份	8.82	0.90	1.26	1.67	1.97	9.8	7.0	5.3	4.5	1.0	15.8	0.56	推荐	
	合肥城建	6.97	0.43	0.78	1.00	1.25	16.2	8.9	7.0	5.6	2.3	9.9	0.70	谨慎推荐	
	整体上市或资产注入	沙河股份	6.75	0.35	0.43	0.55	1.21	19.3	15.7	12.3	5.6	2.7	8.0	0.84	中性
		中粮地产	4.97	0.26	0.36	0.50	0.66	19.4	13.8	9.9	7.5	2.0	7.1	0.70	谨慎推荐
中航地产		7.46	0.81	0.34	0.69	1.04	9.2	21.9	10.8	7.2	0.8	9.8	0.76	谨慎推荐	
渝开发		5.82	0.19	0.43	0.55	0.74	30.1	13.5	10.6	7.9	1.8	5.9	0.99	谨慎推荐	
广宇发展		5.73	0.21	0.50	0.90	1.27	27.5	11.5	6.4	4.5	4.7	11.3	0.51	推荐	
金科股份		11.99	0.02	1.20	1.75	2.24	582.5	10.0	6.9	5.4	6.5	18.1	0.66	谨慎推荐	
津滨发展		3.61	0.06	0.12	0.25	0.31	61.0	30.1	14.4	11.6	2.7	3.8	0.95	中性	
上实发展		6.28	0.30	0.42	0.55	0.70	20.7	15.0	11.4	9.0	2.6	13.2	0.48	谨慎推荐	
其它	深振业 A	5.37	0.49	0.65	0.91	1.15	11.0	8.2	5.9	4.7	1.6	7.6	0.71	推荐	
	深长城	17.32	1.51	1.86	2.26	2.80	11.5	9.3	7.7	6.2	1.6	29.2	0.59	谨慎推荐	
	深天健	9.03	0.24	0.32	0.41	0.54	37.2	28.2	22.0	16.7	1.0	26.0	0.35	谨慎推荐	
	阳光城	6.68	1.05	1.34	1.68	2.23	6.4	5.0	4.0	3.0	2.2	11.4	0.59	推荐	
	嘉凯城	4.88	0.62	1.22	1.55	2.13	7.9	4.0	3.1	2.3	2.3	11.1	0.44	推荐	
	中南建设	7.99	0.63	0.86	1.23	1.65	12.6	9.3	6.5	4.8	1.9	16.3	0.49	推荐	
	广宇集团	5.41	0.44	0.60	0.72	0.90	12.3	9.0	7.5	6.0	1.9	7.2	0.75	谨慎推荐	
	冠城大通	7.63	0.70	0.99	1.20	1.51	10.8	7.7	6.4	5.1	2.3	11.1	0.69	谨慎推荐	
	鲁商置业	5.94	0.44	0.85	1.05	1.40	13.5	7.0	5.7	4.2	5.4	11.9	0.50	推荐	
	华业地产	10.26	0.45	1.00	1.63	2.28	22.7	10.3	6.3	4.5	2.8	15.3	0.67	推荐	
	南京高科	11.38	0.61	0.70	0.99	1.24	18.7	16.3	11.5	9.2	1.1	20.7	0.55	推荐	
	万通地产	4.47	0.34	0.44	0.56	0.66	13.2	10.2	8.0	6.8	1.8	5.7	0.78	中性	
	中国宝安	16.75	0.30	0.42	0.75	0.92	56.1	39.9	22.3	18.2	7.0	11.0	1.52	谨慎推荐	
	中润投资	10.58	0.37	0.55	0.72	0.90	28.9	19.2	14.7	11.8	8.1	10.7	0.99		
商业出租类	小商品城	10.02	0.30	0.78	1.32	1.64	33.7	12.8	7.6	6.1	1.8	16.4	0.61	推荐	
	南国置业	5.52	0.20	0.28	0.33	0.50	27.5	19.7	16.7	11.0	1.8	7.8	0.71	谨慎推荐	
	世茂股份	12.54	0.75	0.96	1.33	1.69	16.8	13.1	9.4	7.4	1.7	33.3	0.38	推荐	
	浦东金桥	8.22	0.57	0.73	0.97	1.21	14.4	11.3	8.5	6.8	2.0	21.7	0.38	推荐	
	中国国贸	9.94	0.12	0.19	0.25	0.30	82.9	52.3	39.8	33.1	2.3	14.0	0.71	中性	
	陆家嘴	14.09	0.64	0.79	0.90	1.06	22.1	17.8	15.7	13.3	2.5	20.4	0.69	谨慎推荐	
地产服务	世联地产	14.65	0.74	1.12	1.53	1.99	19.8	13.1	9.6	7.4	2.5	5.0	2.93	推荐	
A 股平均			0.52	0.77	1.06	1.39	30.1	12.7	9.1	7.0	2.3	13.1	0.69		
H 地产股	中国海外发展	15.00	1.51	1.96	2.45	2.82	9.9	7.7	6.1	5.3	2.0	13.0	1.15	谨慎推荐	
	合生创展集团	4.82	3.43	2.26	2.64	2.83	1.4	2.1	1.8	1.7	0.2	22.0	0.22	谨慎推荐	
	世茂房地产	7.82	1.32	1.64	1.98	2.49	5.9	4.8	3.9	3.1	0.9	12.1	0.65	推荐	
	龙湖地产	10.02	0.80	0.97	1.16	1.26	12.5	10.3	8.6	8.0	2.9	12.0	0.84	推荐	
	碧桂园	3.02	0.26	0.31	0.39	0.42	11.6	9.7	7.7	7.2	1.9	3.4	0.89	谨慎推荐	
	富力地产	7.36	1.35	1.55	1.80	2.05	5.5	4.7	4.1	3.6	1.2	14.4	0.51	谨慎推荐	
	恒大地产	3.63	0.51	0.70	0.73	0.93	7.1	5.2	5.0	3.9	2.0	4.4	0.83	谨慎推荐	
	雅居乐地产	7.26	1.71	2.03	2.45	2.78	4.2	3.6	3.0	2.6	1.3	24.7	0.29	推荐	
绿城中国	4.95	0.93	1.39	1.69	2.12	5.3	3.6	2.9	2.3	0.8	23.3	0.21	谨慎推荐		
H 股平均			1.31	1.42	1.70	1.97	7.1	5.7	4.8	4.2	1.5	14.4	0.62		

资料来源：WIND，分析师测算

注：EPS 按现有股本除权

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	周 琦	0755-82133568
		袁 剑	0755-82139918	赵学昂	0755-66025232
		余 辉	0755-82130741	邓 岳	0755- 82150533
		王越明	0755-82130478		
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	