



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

2012 年 1 月 13 日

房地产

研究部

白宏伟

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

风险当头, 延后释放

房地产信托专题分析报告

投资提示:

房地产信贷紧缩加速了房地产信托业务的发展, 2010 年和 2011 年新增信托估计为 5000 亿, 占到存量信托的 70%, 按照 1.5~2 年的发行期限, 预计 2012 年和 2013 年将分别需要还本付息约为 2500 亿和 3100 亿, 由于房地产市场的低迷, 这些信托将面临着还款风险, 需要以降价促销、“借新还旧”以及项目转让等方式来应对, 由于今年 3 季度是信托还款高峰期, 所以将加剧二季度行业的调整; 但总体而言, 信托展期将使得系统性风险延迟到 2013 年释放, 上市公司龙头企业信托参与度较低或者占比较低, 而参与信托较多的中小开发商将面临较大风险, 建议投资者回避中小开发商, 防守性的持有龙头及商业地产公司。

理由:

- 1) **7000 亿房地产信托还款期集中在今后三年, 风险当头:** 2012 年预计到期信托规模 2234 亿, 总还款额约 2500 亿, 2013 年预计到期信托规模 2816 亿, 总还款额约 3100 亿。由于项目销售的放缓, 信托到期还款风险较大, 应对过程先是开发商自救, 包括降价促销、其他渠道筹资或卖项目; 然后是信托公司支持下展期或以新换旧, 最后是信托公司自有资金介入或进入破产程序其他资产管理公司介入。
- 2) **开发商/信托公司共渡难关, 信托展期将风险延迟至 2013 年。** 由于开发商和信托公司都不希望信托违约出现, 所以大部分项目会以开发商降价促销、“借旧还新”或者项目转让等方式来应对, 预计 10%~15% 的信托项目可能在今年出现违约风险, 需要信托公司自有资金介入或通过资产管理公司收购, 总的来说“借旧还新”/展期将使得房地产信托风险延迟到 2013 年释放。
- 3) **信托事件对市场的影响有三:**
 - a) **加速房价在 2 季度调整:** 今年 2500 亿还款主要集中在 3 季度, 月均还款将达到 360 亿, 且其中 6 成是布局在一二线城市, 具备一二级资质的中大型开发商, 意味着二季度开始, 开发商将加快销售, 回笼资金, 一二线城市房价面临调整压力。
 - b) **加快行业整合:** 拥有较强资金实力的龙头地产公司容易获得廉价土地, 进一步提升市场份额;
 - c) **中小上市公司面临风险高:** 与大型上市公司相比, 无论从信托融资总规模, 还是从信托规模占净资产比例等指标看小地产公司如阳光城、浙江广厦、南国置业等, 面临更大的到期风险, 其次是区域中做周转的中小公司如荣盛发展、福星股份。

估值与建议:

受信托到期影响, 行业调整将加剧, 盈利预测下调以及部分问题项目或问题公司的出现将进一步压制地产股二季度表现, 高杠杆的中小地产公司股价下调风险较大, 而相应的由于系统性风险不会在 2012 年出现, 那些负债率较低、销售较好的龙头企业将明显具有防守性, 建议可逢低介入。A 股推荐排序是, 万科、招商、金地、首开、城建; 金融街、中国国贸。H 股推介的顺序是 CRland、COLI、Longfor、Franshion、Sino ocean 和 Sunac。

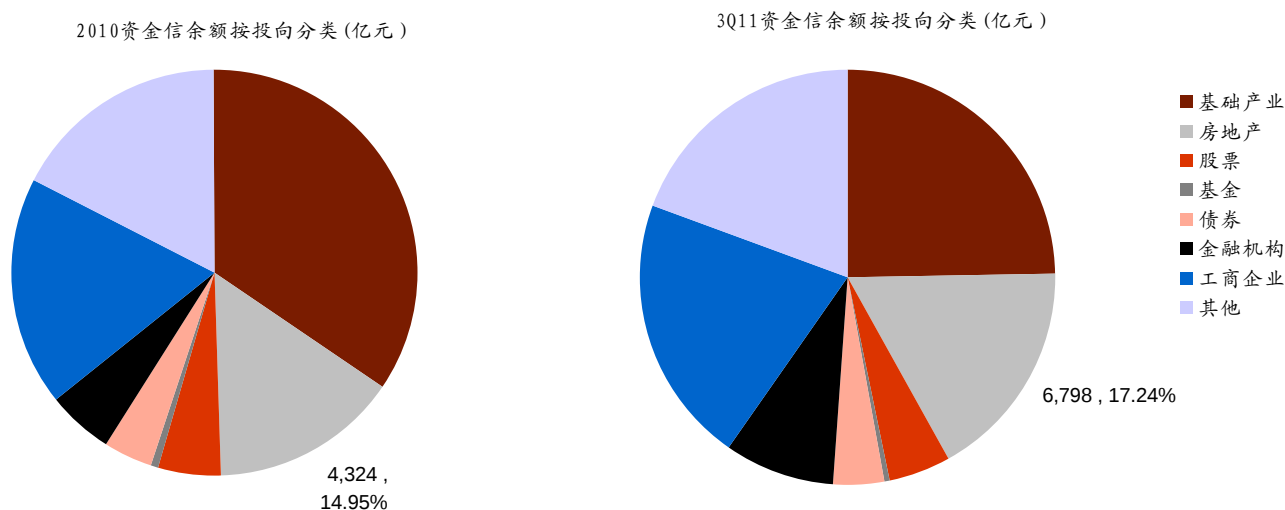
风险提示:

外部经济环境恶化使得国内房价调整过快带来信托大面积违约风险。

房地产信托存量 7000 亿，2012 年到期 2200 亿

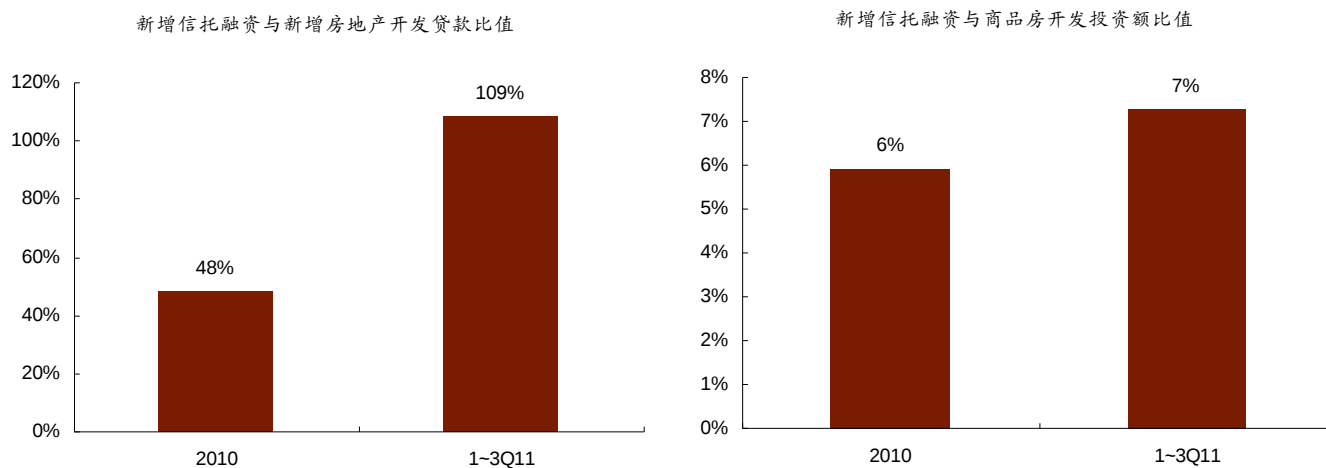
房地产信托主要是集合类信托，存量规模约 7000 亿：按资金来源分类，信托可以分为集合类及单一类产品，新增房地产信托中，主要是集合类产品，2011 年 1 到 11 月房地产集合信托新增约 2783 亿。截至三季度末存量房地产业投向信托规模达到 6798 亿元。

图表 1：全部资金信托中大约 15%~17% 投向房地产



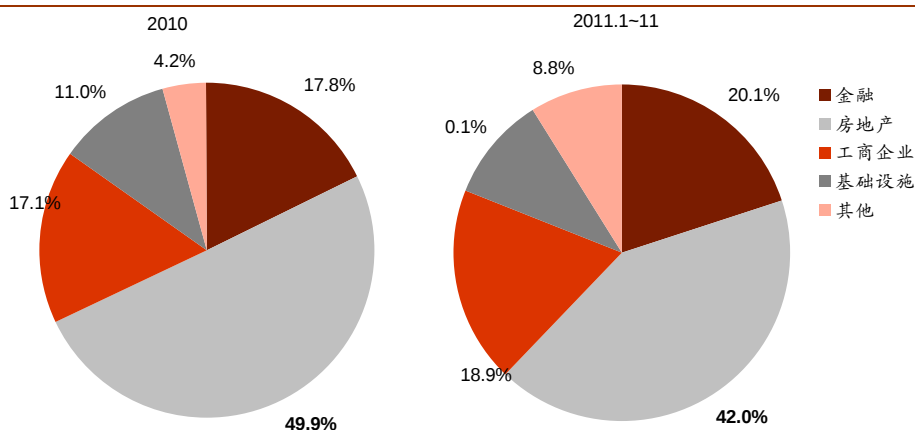
资料来源：中国信托业协会，中金公司研究部

图表 2：新增房地产信托与新增开发贷、商品房开发投资额



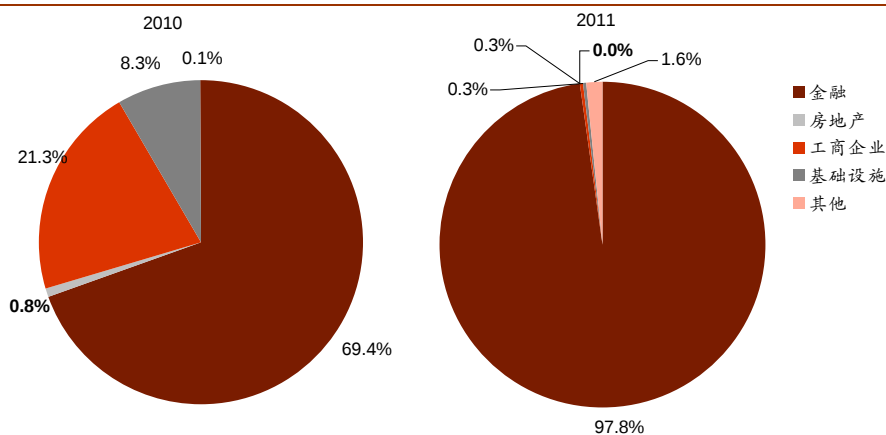
资料来源：中国信托业协会，中国人民银行，国家统计局，中金公司研究部

图表 3：新增集合类信托中约 50% 投向了房地产



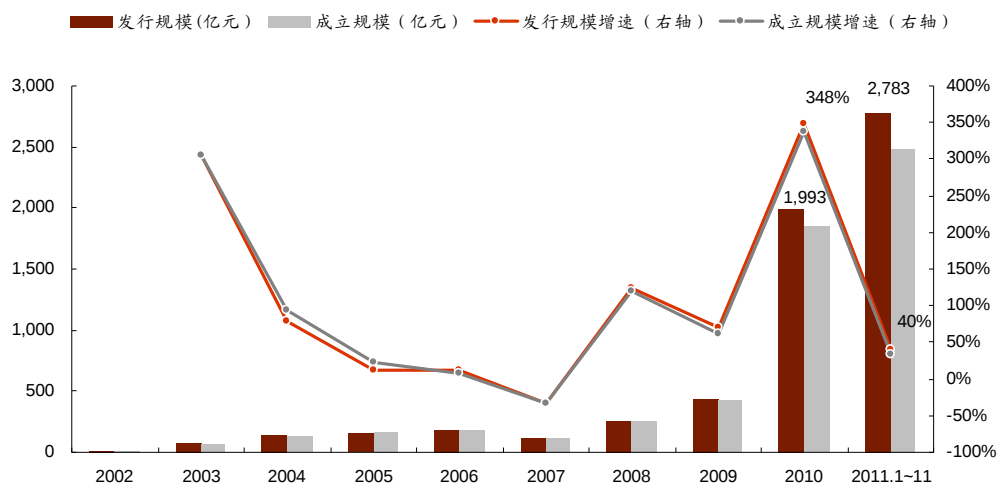
资料来源：用益信托网，中金公司研究部 注：集合类信托。是指由信托公司担任受托人，接受多个委托人的委托，集中管理、运用和处分信托资金的行为。单个集合类信托的自然人人数不得超过 50 人且通常单个自然人投资金额不得小于 100 万元。个人投资者接触的信托产品多数是集合类信托。单一类信托。是指由信托公司担任受托人，接受单个委托人的委托，单独管理、运用和处分资金信托的行为。银信合作产品是单一类信托重要形式之一，是指商业银行将理财资金交付给信托公司，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。个人投资者接触的单一类信托以银信合作产品为主，但非银信合作产品单一类信托委托人多数是机构/超高净值个人。

图表 4：银信合作产品新增投向房地产的比重不及 1%，总额不超过 200 亿



资料来源：用益信托网，中金公司研究部

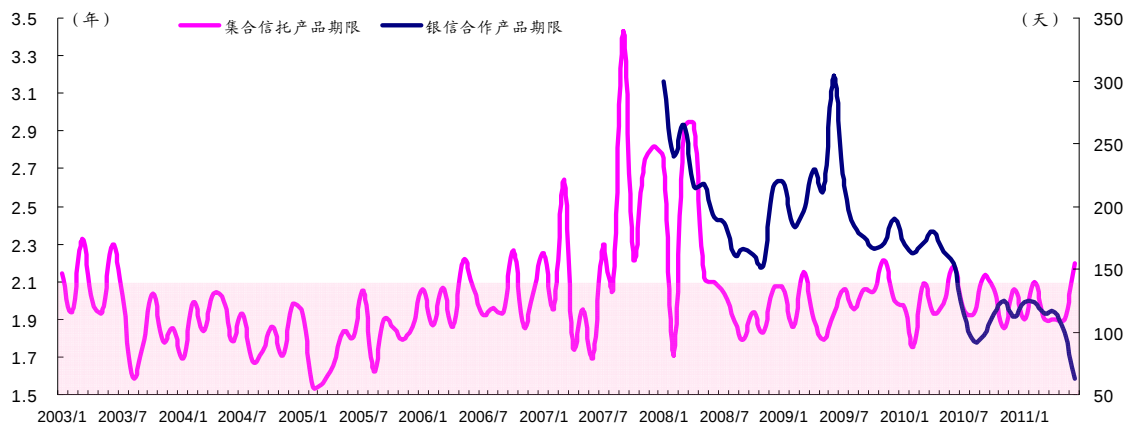
图表 5：2010 年及 2011 年集合类房地产信托快速发展



资料来源：用益信托网，中金公司研究部

2012 年~2013 年房地产信托分别到期 2200 亿及 2800 亿，总还款额分别约 2500 亿和 3100 亿。按照我们采用的用益信托工作室以及中国信托业协会的数据模拟推测，2012 年开始将是房地产集合类信托偿付高峰，2012 年预计到期规模约 2,234 亿，2013 年到期 2816 亿元，总还款额分别约 2500 亿和 3100 亿。分季度看，第三季度房地产业集合类信托融资将到期约 1,000 亿的规模，其他季度单季度也在 350~500 亿元左右，3 月是小高峰（到期约 220 亿元），7 月起是到期大高峰（每月均在 300 亿元以上）。（注：市场上还有一种 2012 年 1000 余亿房地产信托到期的统计口径，该数据为不完全统计结果。）

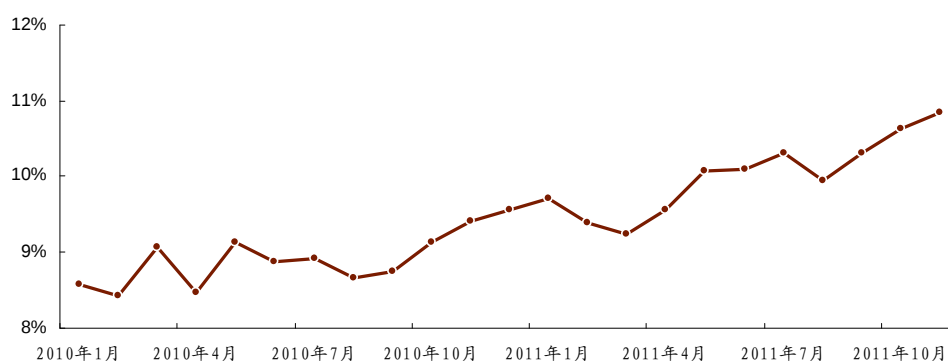
图表 6：集合信托产品期限一般在 1.5~2 年左右



资料来源：用益信托网，中金公司研究部

图表 7：房地产集合信托年化收益率平均在 10% 左右，且逐月走高

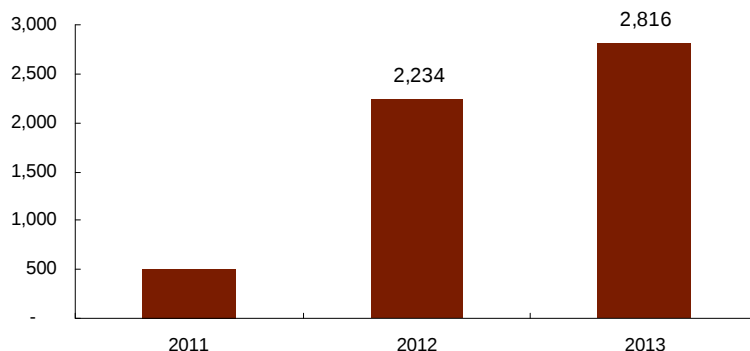
房地产集合信托产品平均收益率



资料来源：用益信托网，中金公司研究部

图表 8：2012 年开始进入到期高峰

投向房地产的集合类信托资金到期情况模拟（亿元）

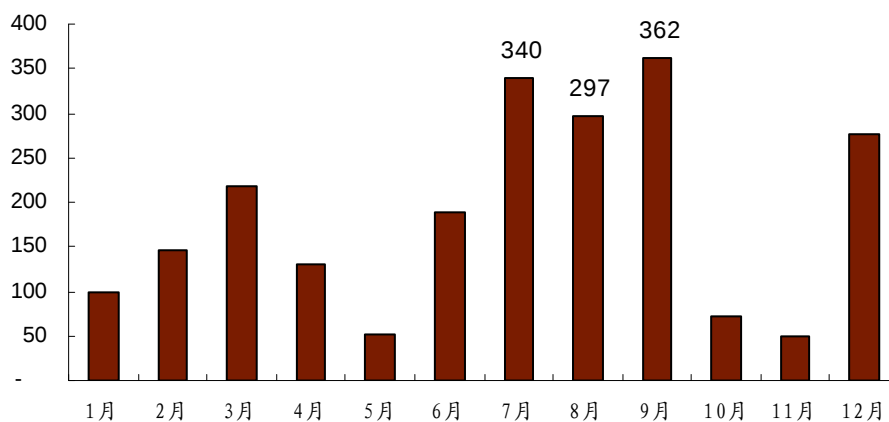


资料来源：用益信托网，中国信托业协会，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 9: 2012 年中 3 季度每个月都有 300 亿左右信托到期

2012 年投向房地产的集合类信托资金到期情况模拟（亿元）



资料来源：用益信托网，中国信托业协会，中金公司研究部

解决风险需要开发商、信托公司共同努力

由于开发商和信托公司都不希望信托违约出现，所以大部分项目会以开发商降价促销、“借旧还新”或者项目转让等方式来应对，预计 10%~15% 的信托项目可能在今年出现违约风险，需要信托公司自有资金介入或通过资产管理公司收购，总的来说房地产信托风险将延迟到 2013 年释放。

信托到期风险的解决方式：

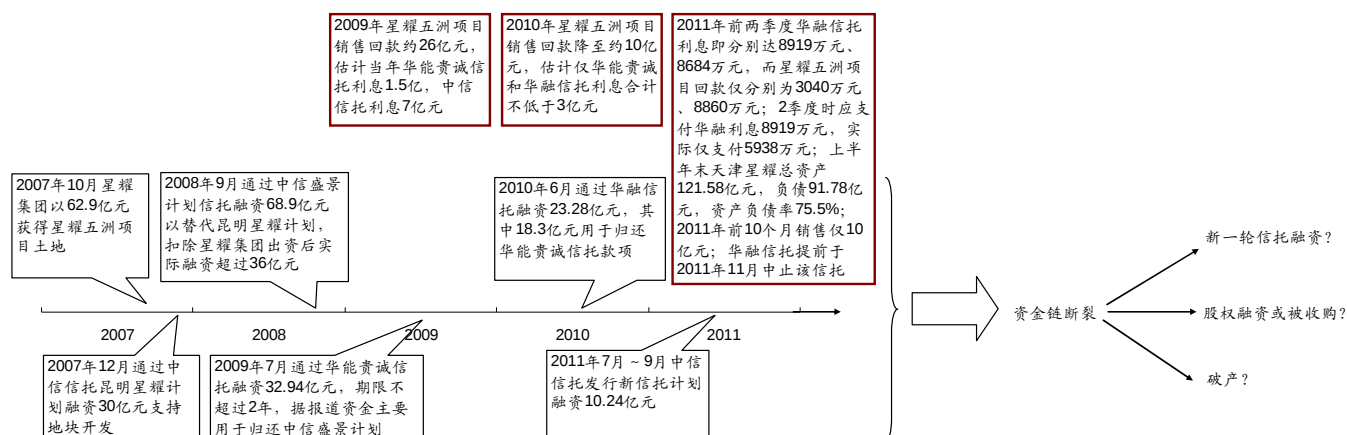
信托违约前

- **开发商自行回款：**一般的信托项目均以房产销售收入作为第一还款来源，同时建立回款保证金制度，一般回款保证金要占销售收入的 6 成，因此，到期前一到两个季度，开发商会调低价格，尽量加快回款，保证信托资金偿付。
- **借新还旧/展期：**借新还旧主要是通过其他信托公司（或自身）新发信托，替换掉老信托资金，展期是将老信托期限延长，两者的前提都是项目本身的现金流情况仍然可覆盖，只是暂时的偿还困境，而且后期信托的要求收益率也将明显上升。

信托违约后，

- **信托公司自有资金兜底：**信托公司可以用对自有资金违约的信托项目进行收购。
- **资产管理公司/其他开发商收购：**或者就是出让给资产管理公司，信托公司退出，主要针对抵押率较好的项目（比如 <40%）。而开发商收购的前提是信托借款人财务有问题、但项目品质相对好。

图表 10: 案例分析：星耀五洲项目及其信托融资情况



资料来源：用益信托网，搜房，中金公司研究部

信托到期将加快降价进程，促进行业整合

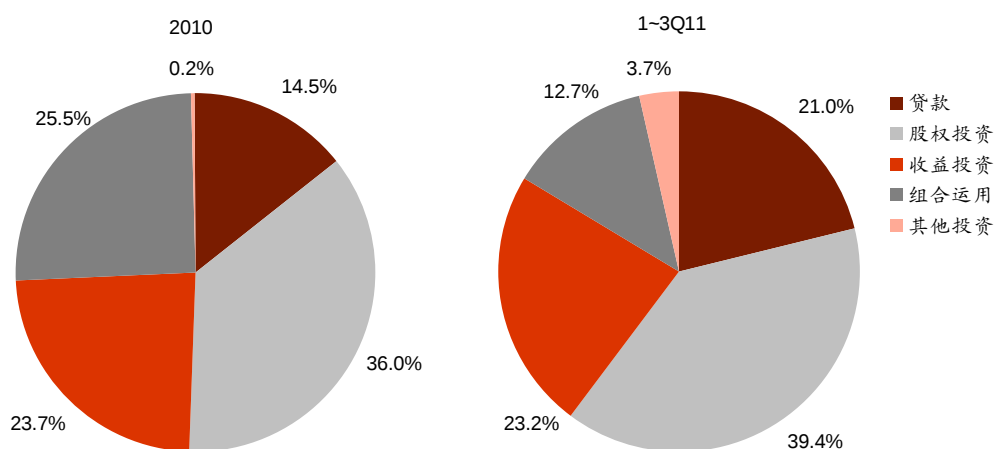
开发商需要在二季度降价加快销售：2200 亿的到期规模相当于每年新增开发贷的 1/3，且其中 6 成是给布局在一二线城市，具备一二级资质的中大型开发商的融资，意味着二季度开始，开发商将加快销售，回笼资金，一二线城市房价面临调整压力，也验证了我们之前对一二线城市房价下跌 10%~15%的判断。

加快行业整合：拥有较强资金实力的龙头地产公司容易获得廉价土地，进一步提升市场份额；

单项目低资质公司的项目风险更高：分资质来看，一级资质开发商多使用权益投资及贷款等方式的信托，等价于高息贷款，且自身由于项目多，融资渠道广，资金可以周转腾挪，风险相对有限，三级以下资质开发商多为项目公司，信托介入较早，以股权融资为主，违约风险较高。

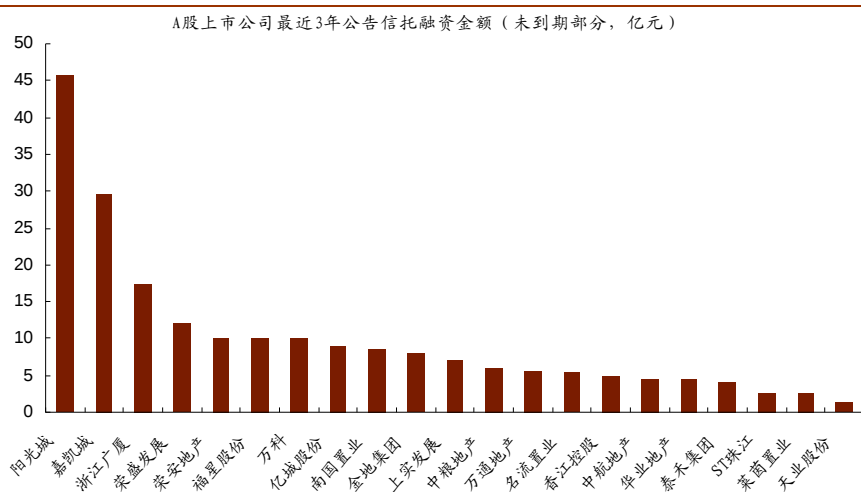
上市公司中，小地产公司明显风险大：我们汇总的上市公司信托融资公告数据发现，无论是从信托融资总规模，还是从信托规模占净资产比例等指标看，小地产公司如阳光城、浙江广厦、南国置业等，面临更大的到期风险，其次是区域中做周转的中小型公司如荣盛发展、福星股份。综合来看，信托违约风险，三线城市、单项目、低资质小地产公司>二线、多项目的区域龙头>全国布局龙头。

图表 11: 新增房地产集合信托的运用方式



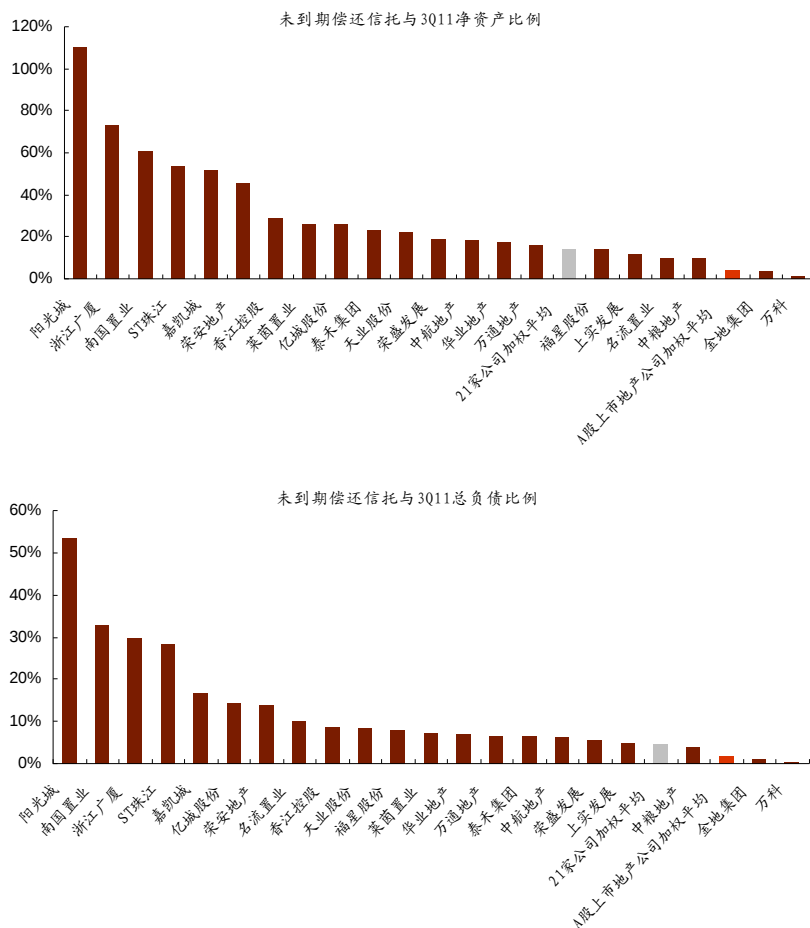
资料来源：用益信托网，中金公司研究部

图表 12: A 股上市公司最近 3 年公告信托融资金额



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13: A 股公司最近 3 年公告信托融资金额与净资产/总负债比例



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14: H 股主要上市公司信托融资情况摘要

公司名称	信托贷款余额 (人民币百万)	利率	到期时间	有息负债 (2011.6.30) (人民币百万)	权益 (人民币百万)	信托贷款占 有息负债比例	信托贷款占 权益比例	附注
绿城中国	5,255	14%	2013	35,301	15,496	15%	34%	2011年12月到期20亿, 2012年到期10亿, 2013年到期20亿
远洋地产	4,080	8.50%	2012	28,469	37,842	14%	11%	
雅居乐	3,300	11.5%~14.5%	2012-2014	20,894	22,012	16%	15%	并表部分:1) 15.9亿, 2012年11月到期, 利率11.5% 2) 9.9亿在2012年3月到期, 利率13% 非并表部分:1) 7.3亿在2014年到期, 利率14.5%
融创中国	~3000	13%-17%	2012-2013	6,948	5,319	43%	56%	
富力地产	2,600	13%~15%	2012-2014	30,743	20,714	8%	13%	并表部分:1) 10亿, 2013年3月到期, 利率约15% 非并表部分:1) 6亿在2014年到期, 利率14.5% 2) 9.9亿在2012年3月到期, 利率13%
世茂房地产	1,600	13%~14.5%	2012-2014	37,445	33,480	4%	5%	非并表部分:1) 6亿在2014年到期, 利率14.5% 2) 9.9亿在2012年3月到期, 利率13%
恒盛地产	1,250	12%	2013	16,719	17,051	7%	7%	
碧桂园	2,500	n.a	n.a	27,473	26,910	9%	9%	非并表
华润置地								
中国海外								
龙湖地产								
方兴地产								
北辰实业								
深控股								

资料来源：公司数据，中金公司研究部。注：负债和权益为中报数，信托余额为最新数据。

图表 15: 房地产信托分类汇总

房地产信托汇总				
产品类型	信托分类	发行规模	投资门槛	风险管控
贷款产品	银信合作，单一信托为主，部分为集合信托	一般在5000万~10亿元不等	集合类偏高，而银信合作产品较低，10万元~30万元不等	担保方式 1) 抵押担保，将融资方（开发商）持有的土地使用权或在建工程抵押，通过确定抵押率来保障本息还款。一般抵押率在50%~60%左右。 2) 质押担保，分股权质押担保和收益权质押担保，股权质押担保是将房地产项目公司股权或开发商持有其他公司股权进行质押；收益权主要是将融资方其他信托的受益权提供质押担保。 3) 保证担保，即除融资方提供抵押外，融资方法人、主要股东或者实际控制人向受托人提供保证，承担连带责任。 管控制度 1) 回款保证金：主要以房产销售收入作为第一还款来源，因此需要建立回款保证金制度，一般回款保证金要占销售收入的6成。 2) 分批发放：对于大型项目开发，特别是一二级联动项目，抵押物暂时无法全部提供的，受托人将信托资金分多次向融资方发放。 监管要求 融资类房地产业务需要满足“四二三”原则，即项目需要四证齐全，开发商二级及以上资质，项目资本金在30%以上。
股权投资产品	集合信托为主	5000万~30亿元不等	股权投资门槛一般在100万元左右	主要特点在于拥有项目公司控制权或者重大决策权。 1) 获得股权：受托人一般会获得目标公司股权，并成为绝对控股股东。融资方剩余股权一般采用股权质押方式质押于受托人，实现受托人实际控制目标公司100%股权目的。 2) 其他担保及经营层面管控：受托人还可能要求除融资方外的项目公司原股东提供连带保证，或者其他项目土地使用权抵押。受托人还可以向目标公司派驻管理人员，以及对项目施工进行控制。 3) 结构化分层配置：信托公司还可以通过分层设置满足不同风险偏好的投资者收益要求。 监管要求 结构化设计的房地产集合资金信托计划，优先及劣后受益权配比不得超过3:1。
收益投资产品	集合信托为主	2000万~10亿元不等	一般小于<500万元	收益权主要包括应收账款、债权、资产收益权、股权受益权、土地收益权等。 风险管控一般以担保、结构化等为主，同时还存在溢价赎回制度。
组合投资产品	集合信托为主	10亿元~100亿元不等	一般为100万元	投资模式一般以“股权投资+债券投资”组合投资，信托资金在获得目标公司股权同时，受让原股东债权及贷款债权。通过销售回款方式实现债券清偿，通过溢价股权转让获得股权投资溢价。

资料来源：用益信托网，中金公司研究部

图表 16: 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)	
			2012/1/12			2012/1/12	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	7.5	n.a.	n.a.	81.8	0.48	0.66	0.89	1.07	15.5	11.4	8.4	7.0	2.2	1.9	1.5	1.3	11.5	12.5	-35%	-40%	75%	81.0	
金地集团	600383	推荐	5.2	n.a.	n.a.	23.3	0.40	0.60	0.75	0.85	13.1	8.6	6.9	6.1	1.6	1.3	1.1	1.0	9.2	9.7	-43%	-46%	71%	17.5	
招商地产	000024	推荐	18.3	n.a.	n.a.	28.3	0.96	1.17	1.51	1.89	19.1	15.6	12.1	9.7	1.9	1.7	1.5	1.3	32.6	32.5	-44%	-44%	65%	14.7	
保利地产	600048	推荐	10.4	n.a.	n.a.	61.8	0.59	0.83	1.17	1.45	17.6	12.6	8.9	7.1	2.5	2.1	1.6	1.3	15.6	16.0	-33%	-35%	79%	63.2	
华侨城A	000069	推荐	7.1	n.a.	n.a.	39.4	0.30	0.54	0.52	0.63	23.1	13.0	13.5	11.3	3.8	3.0	2.1	1.8	11.3	12.0	-37%	-41%	70%	9.6	
金融街	000402	推荐	6.0	n.a.	n.a.	18.2	0.45	0.59	0.77	0.89	13.3	10.2	7.8	6.7	1.2	1.1	0.9	0.8	13.8	15.2	-57%	-60%	68%	9.1	
首开股份	600376	推荐	9.6	n.a.	n.a.	14.3	0.62	0.90	1.14	1.43	15.3	10.6	8.4	6.7	1.5	1.3	1.1	1.0	18.9	19.0	-50%	-50%	75%	19.4	
中南建设	000961	推荐	8.1	n.a.	n.a.	9.5	0.48	0.63	0.90	1.18	17.0	12.8	9.0	6.9	2.4	1.8	1.5	1.2	15.1	17.9	-46%	-55%	78%	10.9	
滨江集团	002244	审慎推荐	6.9	n.a.	n.a.	9.4	0.48	0.71	0.75	1.34	14.5	9.7	9.2	5.2	2.2	1.6	1.4	1.1	11.78	12.77	-41%	-46%	80%	5.0	
北京城建	600266	审慎推荐	11.9	n.a.	n.a.	10.6	0.96	1.35	1.13	1.36	12.4	8.8	10.5	8.7	2.2	1.9	1.6	1.3	18.8	19.8	-37%	-40%	69%	5.5	
荣盛发展	002146	审慎推荐	8.4	n.a.	n.a.	15.7	0.33	0.55	0.73	0.95	25.8	15.4	11.5	8.9	4.1	3.0	2.3	1.8	9.0	10.0	-6%	-16%	75%	16.8	
北辰实业	601588	审慎推荐	2.8	n.a.	n.a.	8.1	0.17	0.06	0.14	0.17	16.2	46.1	20.4	16.1	1.0	1.0	1.0	0.9	6.1	6.1	-55%	-55%	64%	7.3	
冠城大通	600067	审慎推荐	6.4	n.a.	n.a.	4.7	0.39	0.70	0.98	1.13	16.5	9.0	6.5	5.6	2.3	1.9	1.4	1.2	11.2	11.7	-43%	-46%	74%	3.2	
华发股份	600325	审慎推荐	7.4	n.a.	n.a.	6.0	0.83	0.92	1.02	1.10	8.8	8.0	7.2	6.7	1.2	1.0	0.9	0.8	14.7	16.2	-50%	-55%	68%	9.0	
广宇集团	002133	中性	4.5	n.a.	n.a.	2.3	0.33	0.44	0.60	0.69	13.6	10.3	7.5	6.6	1.3	1.2	1.0	0.9	6.5	6.6	-31%	-31%	72%	1.2	
栖霞建设	600533	中性	3.3	n.a.	n.a.	3.4	0.21	0.27	0.25	0.28	15.4	12.1	13.0	11.8	1.3	0.9	0.9	0.8	4.3	4.8	-24%	-31%	56%	3.2	
苏州高新	600736	中性	4.6	n.a.	n.a.	4.8	0.20	0.30	0.23	0.26	23.0	15.4	19.6	17.2	1.5	1.4	1.2	1.2	6.5	6.6	-30%	-31%	75%	4.2	
世茂股份	600823	中性	9.5	n.a.	n.a.	11.2	0.18	0.75	0.82	1.00	54.2	12.8	11.6	9.5	1.6	1.1	1.0	0.9	21.1	23.4	-55%	-59%	61%	8.2	
中华企业	600675	中性	3.9	n.a.	n.a.	5.5	0.45	0.50	0.48	0.50	8.7	7.9	8.2	7.9	1.5	1.3	1.1	1.0	6.0	6.0	-34%	-34%	77%	2.3	
阳光股份	000608	中性	4.0	n.a.	n.a.	3.0	0.36	0.58	0.74	0.36	11.1	6.8	5.4	10.9	1.5	1.3	1.0	0.9	6.0	6.1	-34%	-35%	56%	1.5	
亿城股份	000616	中性	3.2	n.a.	n.a.	3.8	0.35	0.46	0.35	0.48	9.1	7.0	9.2	6.7	1.3	1.1	1.0	0.8	4.9	5.1	-34%	-37%	62%	2.8	
平均值											17.3	12.6	10.2	8.7	1.9	1.6	1.3	1.1			-39%	-42%	70%		
中间值											15.4	10.6	9.0	7.1	1.6	1.3	1.1	1.0			-37%	-41%	71%		
开发和持有:																									
中国国贸	600007	审慎推荐	9.2	n.a.	n.a.	9.2	0.29	0.12	0.21	0.34	31.9	76.6	43.9	27.3	2.1	2.1	2.0	1.9	13.7	14.5	-33%	-37%	54%	0.5	
浦东金桥	600639	审慎推荐	6.7	n.a.	n.a.	5.6	0.39	0.57	0.51	0.41	17.4	11.8	13.3	16.6	1.7	1.7	1.5	1.4	14.7	16.4	-54%	-59%	52%	1.7	
陆家嘴	600663	中性	11.6	n.a.	n.a.	18.6	0.63	0.64	0.68	0.69	18.4	18.2	17.2	16.7	2.1	2.1	1.9	1.7	17.2	18.1	-32%	-36%	49%	2.0	
平均值											22.6	35.5	24.8	20.2	2.0	2.0	1.8	1.7			-40%	-44%	52%		
中间值											18.4	18.2	17.2	16.7	2.1	2.1	1.9	1.7			-33%	-37%	52%		
B股																									
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)					
万科B	200002	推荐	8.0	11.5	44%	95.1	0.55	0.77	1.09	1.31	14.4	10.3	7.3	6.1	2.1	1.7	1.3	1.1	13.4	15.3	-41%	-48%	75%	81.0	
招商局B	200024	推荐	10.6	15.8	49%	32.9	1.09	1.36	1.84	2.30	9.8	7.8	5.8	4.6	1.0	0.9	0.7	0.6	37.9	39.6	-72%	-73%	65%	14.7	
金桥B	900911	推荐	4.9	7.0	44%	6.5	0.44	0.66	0.62	0.49	11.0	7.3	7.8	9.8	1.1	1.1	0.9	0.8	17.1	20.0	-72%	-76%	52%	1.7	
陆家B	900932	推荐	6.5	9.9	54%	21.6	0.72	0.74	0.82	0.84	9.0	8.7	7.8	7.6	1.0	1.0	0.9	0.8	19.9	22.1	-68%	-71%	49%	2.0	
平均值											11.1	8.5	7.2	7.0	1.3	1.2	1.0	0.8			-63%	-67%	60%		
中间值											10.4	8.3	7.6	6.9	1.1	1.0	0.9	0.8			-70%	-72%	58%		
H股																									
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)					
中国海外	688	推荐	13.5	18.9	40%	110.7	0.79	1.20	1.62	1.86	17.1	11.3	8.4	7.3	2.6	2.0	1.7	1.4	19.4	18.9	-30%	-29%	64%	44.3	
龙湖地产	960	推荐	8.7	11.6	34%	44.8	0.33	0.51	1.02	1.28	26.0	17.0	8.5	6.8	3.2	2.4	1.8	1.5	15.5	15.5	-44%	-44%	76%	33.3	
华润置地	1109	推荐	12.9	16.9	31%	69.4	0.48	0.67	1.00	1.30	27.0	19.3	12.9	9.9	1.8	1.5	1.3	1.1	19.6	19.9	-34%	-35%	61%	26.7	
融创中国	1918	推荐	2.1	2.8	36%	6.3	0.30	0.60	1.04	1.43	7.1	3.5	2.0	1.5	4.0	1.2	0.8	0.5	8.6	7.9	-76%	-73%	70%	7.2	
雅居乐	3383	推荐	7.5	9.3	23%	26.1	0.61	1.20	1.45	1.72	12.3	6.3	5.2	4.4	1.6	1.2	1.0	0.9	20.6	20.0	-63%	-62%	71%	39.2	
方兴地产	817	推荐	1.5	2.6	76%	13.7	0.11	0.12	0.19	0.20	13.1	12.9	8.0	7.7	0.8	0.6	0.5	0.5	3.8	3.9	-60%	-62%	48%	2.4	
北辰实业	588	推荐	1.2	2.3	92%	9.4	0.22	0.12	0.21	0.25	5.4	10.3	5.7	4.8	0.3	0.3	0.2	0.2	7.5	7.4	-84%	-84%	58%	7.3	
远洋地产	3377	推荐	3.6	4.1	15%	20.2	0.21	0.41	0.56	0.69	16.9	8.6	6.4	5.2	0.8	0.6	0.5	0.5	8.4	7.7	-57%	-54%	64%	24.5	
恒盛地产	845	推荐	1.2	1.5	32%	9.0	0.21	0.27	0.36	0.42	5.5	4.3	3.2	2.7	0.7	0.5	0.4	0.3	5.1	5.0	-78%	-77%	64%	19.2	
瑞安地产	272	审慎推荐	2.5	3.5	41%	12.9	0.50	0.17	0.26	0.33	5.0	14.7	9.5	7.6	0.5	0.4	0.4	0.3	7.0	8.6	-65%	-71%	54%	14.1	
碧桂园	2007	审慎推荐	3.2	3.5	10%	52.9	0.15	0.30	0.38	0.41	21.3	10.6	8.3	7.7	2.2	1.8	1.5	1.4	4.8	4.6	-34%	-31%	69%	52.1	
宝龙地产	1238	中性	1.0	1.3	33%	4.1	0.34	0.30	0.41	0.45	2.9	3.4	2.5	2.2	0.4	0.3	0.2	0.2	3.4	3.1	-71%	-68%	54%	8.5	
绿城中国	3900	中性	3.2	4.0	26%	5.2	0.54	0.83	1.59	1.84	5.9	3.8	2.0	1.7	0.5	0.4	0.4	0.3	20.4	19.7	-84%	-84%	88%	40.0	
深控股	604	中性	1.4	1.9	31%	5.0	0.22	0.23	0.30	0.35	6.4	6.3	4.8	4.1	0.4	0.4	0.4	0.3	5.3	5.0	-73%	-72%	57%	22.5	
SOHO中国	410	中性	5.1	6.3	22%	26.7	0.37	0.78	0.26	0.87	14.0	6.6	20.1	5.9	1.4	1.2	1.1	0.9	7.1	7.1	-28%	-28%	58%	1.9	
富力地产	2777	中性	6.6	7.2	9%	21.2	0.95	1.32	1.58	1.75	6.9	5.0	4.2	3.8	1.1	0.9	0.7	0.6	17.6	17.6	-63%	-63%	74%	24.5	
世茂地产	813	中性	6.9	7.7	12%	24.4	0.77	0.96	1.28	1.45	8.9	7.2	5.4	4.7	0.9	0.8	0.7	0.6	14.0	13.3	-51%	-48%	69%	33.4	
平均值											11.5	8.5	6.6	5.0	1.3	0.9	0.8	0.7			-59%	-59%	65%		
中间值											8.0	6.9	5.5	4.8	0.9	0.7	0.6	0.5			-63%	-62%	64%		

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

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

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

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

大连金马路证券营业部

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



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