



白宏伟 baihw@cicc.com.cn
(8610) 6505 1166

房地产板块 2005 年投资策略

要点：

- 04 年土地和信贷紧缩政策有效的释放了未来两三年后可能供求大幅失衡带来房价暴跌风险，有利于房地产行业的长期健康发展，但紧缩带来的地价上涨和对供给的抑制加剧了短期供求不平衡，房价涨幅较大；05 年房地产行业依然面临着升息或者其他对行业调控政策出台的不确定性，政府调控的重点将从 04 年对供给的抑制转向对需求的抑制，总的来说，影响行业供求的因素不会出现程度较大的改变，尽管区域差异性使得局部市场可能会出现一定的波动，但房地产行业整体向上的趋势将会保持。
- 自 97 年以来由取消实物分房和全面住房按揭带动的这一轮连续 7 年年均近 30% 的行业投资增长将不会再持续，未来行业增速将逐渐回落至合理的 1 到 2 倍的 GDP 的水平，而公司层面刚好相反，过去由于土地及其他政策不规范导致行业集中度较差，弱小的企业反而能够获得较高的收益，整体上公司增长低于行业发展速度。而当前土地公开出让政策和信贷紧缩政策的实施成为优良企业脱颖而出的转折点，行业集中度的加强将使得龙头企业获得超过行业发展速度的增长，这些公司未来发展空间十分巨大，具有较高的长期投资价值。
- 04 年地产公司有良好业绩增长但股价反而下跌，板块估值水平明显回落，比较国际各市场房地产类股票和香港本地和中资地产股，虽然总体上 A 股地产公司估值仍然偏高，但我们重点关注的地产龙头企业估值已经低于国际平均水平，与港股基本处于同等水平，这表明中国地产板块中的龙头企业最先着陆，投资风险得到释放，我们认为 05 年国家仍会出台抑制房价增长的措施，包括加息、提高按揭贷款利息等，对资本市场产生负面影响，所以房地产板块整体仍具有向下波动的风险，总的来说房地产板块的投资价值在于业绩的增长，在房价不会出现大幅度下跌的前提下，由于大量的廉价土地储备使这些企业具有比较大的盈利能力；所以该板块大致有两次投资机会，一是在 04 年年报之前，04 年的良好业绩对公司股票上涨的支持，二是在 05 年下半年，基于 05 年业绩的增长和加息或者其他调控措施对股价冲击的担忧的降低，房地产行业中龙头企业将有较好的表现。
- 房地产各细分市场中的龙头企业都具有比较好的投资价值，住宅是最大的一个细分市场，其市场波动性远低于商业类物业，而中国又是住宅短缺的国家，我们看好其中的万科和金地，他们具有较为接近的特点：专注于住宅开发、具有较好的品牌价值、拥有可供三年以上快速发展的土地储备以及规范稳定的管理团队。我们还看好华侨城、招商地产这样的公司，他们具有十分明显的地域垄断优势，可以长期获得稳定收益，同时在全国的扩张中具有获得超大面积土地资源的能力，这类公司在物业经营和地产开发结合上具有明显的优势。另外，随着房地产金融的发展、土地资源的不断紧缺，未来那些持有型物业具有长期投资收益、能够最大化的享受土地升值带来的收益，在地产市场波动时抗风险能力较强，这类型的企业也具有投资价值。

目录

05 年行业向好趋势不会发生改变	5
04 年宏观调控有效的释放了未来供大于求的风险	5
05 年行业仍处于紧缩的大环境中	6
抑制房价过快上涨是政府 05 年主要调控目的	6
05 年行业向好趋势将继续	7
区域市场分析	9
龙头地产企业将呈现快速发展	11
行业游戏规则发生改变	11
宏观紧缩政策有利于有实力的企业脱颖而出	12
什么样的公司能够获得超速发展	12
地产板块估值水平下降带来投资价值	14
地产板块估值较具吸引力	14
行业龙头公司具有明显的增长潜力	15
05 年投资机会把握	15
各细分市场领头公司的投资价值分析	16
三类房地产公司的代表性公司具有投资价值	16
各类型房地产公司的投资价值分析	16
房地产上市公司投资建议	18
H 股地产公司具有长期投资价值	18
内地房地产公司估值偏低	18
上市公司推荐	19
万科 A (000002/5.42 元)	22
金地集团(600383/10.66 元)	31
招商地产(000024/8.00 元)	37
华侨城 A(000069/7.46 元)	47

表格

表 1: 从影响供求的因素变化看 05 年房价变动	8
表 2: 决定房价的各因素分析	8
表 3: 房地产市场细分	13
表 4: 不同类上市公司财务比较	17
表 5: 香港房地产公司与在港上市内地房地产公司估值与净资产收益率比较	18
表 6: 在港上市内地房地产公司与 A 股房地产公司估值比较	19
表 7: 香港房地产公司与在港上市内地房地产公司估值比较	20
表 8: A 股排名前 15 位房地产公司估值情况	20
表 9: 世界房地产公司公司估值比较	21
表 10: 公司转债 05 年转股情景分析	25
表 11: 万科各季度业绩对比	26
表 12: 万科各季度各项指标数据	26
表 13: 公司 NAV 计算及构成	27
表 14: NAV 对价格敏感性分析	28
表 15: 万科 04、05 年结算项目列表	29
表 16: 万科企业股份有限公司财务指标	30
表 17: 公司 04、05 及 06 年主要结算项目及金额预测	34
表 18: 公司 FY04 NAV 计算及构成	34
表 19: 公司净资产值的敏感性分析	35
表 20: 金地主要财务指标	36
表 21: 招商地产可转债发行对股价的摊薄	40
表 22: 公司 NAV 计算及构成	42
表 23: NAV 的价格假设	42
表 24: 公司的折现率计算	43
表 25: 截至 04 年底招商地产土地储备情况	44
表 26: 公司 04 年主要结算项目情况	44
表 27: 公司 05 年主要结算项目情况	44
表 28: 招商地产 04 年业绩预测	45
表 29: 招商地产地产主要财务指标	46
表 30: 华侨城与迪士尼规模差距十分明显	50
表 31: 公司当前土地储备价值分析	53
表 32: 公司 DCF 估值计算	55
表 33: 公司折现现金流估值计算	55
表 34: 公司项目发展情况	56
表 35: 华侨城 A 财务数据	57

插图

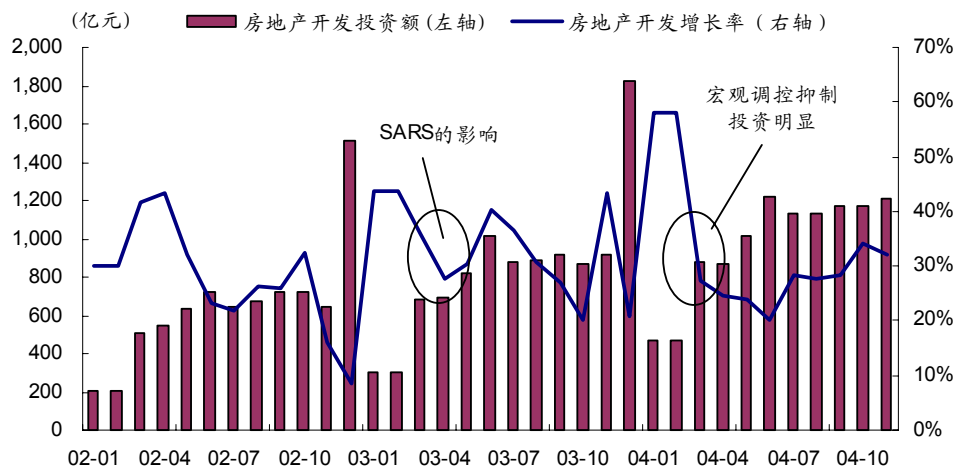
图 1: 宏观调控抑制投资的过快增长	5
图 2: 宏观调控给行业降温	5
图 3: 全国房价涨幅明显	7
图 4: 全国房价收入比上升	7
图 5: 全国住宅供求状况及价格走势	10
图 6: 上海住宅市场供求状况及价格走势	10
图 7: 北京投资及新开工面积走势	10
图 8: 北京住宅市场供求状况和价格走势	10
图 9: 深圳住宅市场供求状况及价格走势	10
图 10: 上海投资及新开工面积走势	10
图 11: 世界各国房地产上市公司前 5 名的估值变化水平	14
图 12: 房地产上市前 5 名公司世界范围市盈率估值比较	14
图 13: 万科 04 年底的土地储备情况	25
图 14: 万科土地储备构成	25
图 15: 万科各季度各项指标的增长情况	26
图 16: 公司当前的土地储备	33
图 17: 公司 04 年底土地储备	38
图 18: 公司 04 年底土地储备构成	39
图 19: 公司各分项业务毛利率变化趋势	39
图 20: 公司 04 年主营业务收入预测	41
图 21: 公司 04 年主营业务利润预测	41
图 22: 主题公园与地产互补开发模式	49
图 23: 华侨城 03 年收入构成	51
图 24: 迪士尼公司 03 年收入构成	51
图 25: 华侨城 A 税前利润构成	53

05 年行业向好趋势不会发生改变

04 年宏观调控有效的释放了未来供大于求的风险

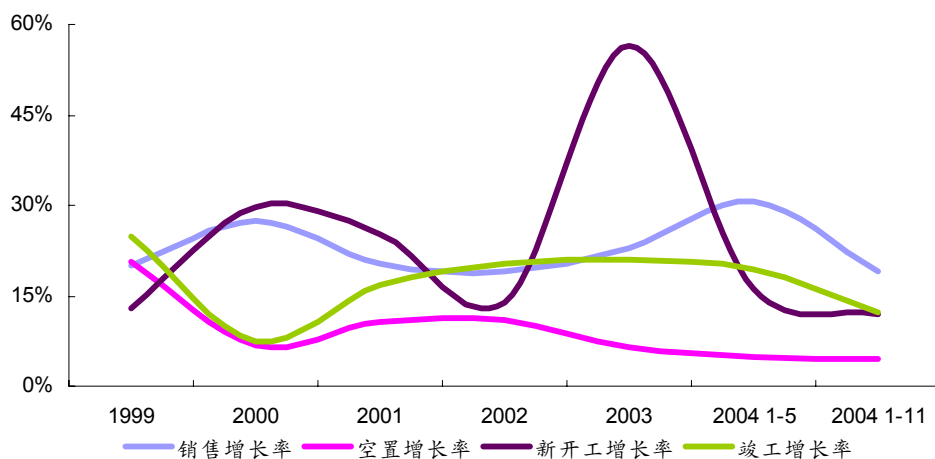
宏观调控首先抑制了投资的增幅, 04 年一季度 52% 的投资增幅在宏观调控作用下迅速下降到 35% 左右 (图 1), 截至前 11 个月, 行业的月度投资增幅维持在 30% 左右, 预计全年将略高于 25%。另外, 土地调控使得新开工面积降幅明显, 11 月底在 11% 左右, 作为先行指标, 现开工面积增幅下降较好的控制了未来可能供求大幅失衡的风险。

图 1: 宏观调控抑制投资的过快增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 2: 宏观调控给行业降温



资料来源: CEIC、中金公司研究部

除了对投资和新开工面积抑制之外，宏观调控对当前市场的供给和需求都进行了抑制，从实际的供求变化情况看，对供给的抑制大于对需求的抑制，这主要是由于信贷的严格控制使得项目进度明显放缓，另外对未来地价和房价上涨的预期也使得开发商主观上放缓了开发速度，对供给的抑制较强使得供求差进一步加大，促进房价上涨，04年房价上涨幅度将在10%以上，是近几年平均涨幅的一倍。

05年行业仍处于紧缩的大环境中

影响行业投资的两大因素资金和土地在05年都将延续04年的状态，我们认为05年行业的投资增幅将继续回落，预计全年在20%左右：

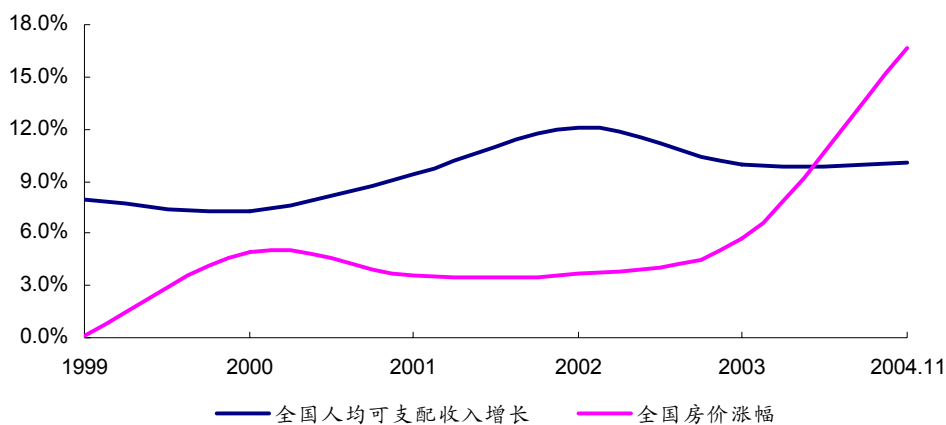
- **土地紧缩将是一个长期的政策：**在04年底“三个暂停”解除后，为防止土地供应反弹，国家出台了《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》，随后又有了《温家宝在全国深化改革严格土地管理工作电视电话会议上的讲话》，此届政府对土地政策的方针表明：土地紧缩政策将是持久的；土地成为政府进行宏观经济调控的重要手段之一；耕地保护和国土资源管理将是中央考核各地方政府政绩的内容之一；紧缩的土地政策下，市场的供应量主要靠节约和集约用地解决，也就是靠盘活存量土地。我们认为在省以下土地垂直管理体制没有建成之前，土地供给仍然会处于停滞或混沌状态。
- **控制信贷风险依旧是银行最重要的任务：**而除了银行之外，房地产融资的渠道依旧比较缺乏，房地产信托将面临着规范中发展，对融资支持有限，而资本市场融资将是众多发展商所追逐的，但受益者仍局限在大型开发商；05年国外自己进入将是新增的重要的渠道。总的来看，开发资金大部分仍来自项目预售，项目预售取决于市场的状况，当市场处于敏感时期，预售将受到较大影响，进而对开发商的现金流产生较大压力，从这个意义上说，05年将比04年更为敏感。

抑制房价过快上涨是政府05年主要调控目的

我们在行业报告（04.8.19）中详细阐述过，中国过去处于一个不断消化历史高价的状态，但04年房价涨幅明显的高于可支配收入的涨幅（图3），从而房价收入比表现出掉头向上的状态（图4），我们认为这种状态持续的时间越长，中国泡沫的程度将越重。

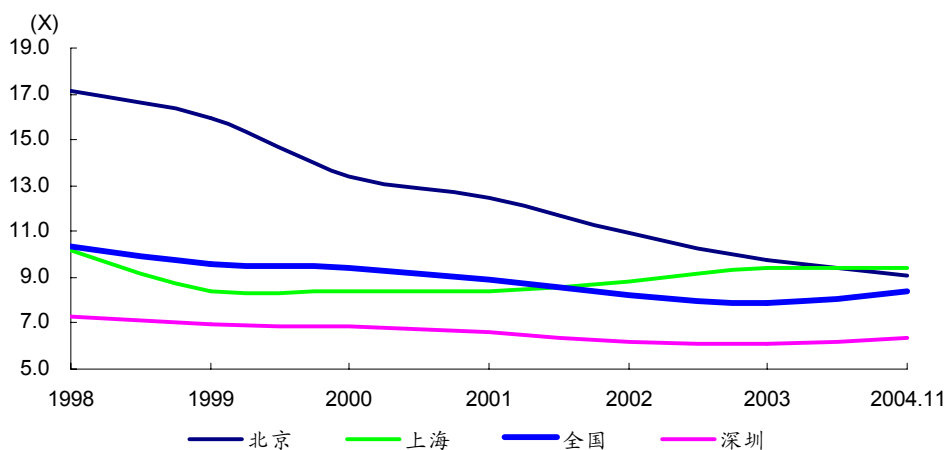
由于政府已经通过土地和投资的抑制释放了未来供过于求的风险，所以当前政府的调控目标将转向对房价的抑制，相应的未来可能出台的政策将是围绕房价的稳定为目的，我们认为抑制房价有两个方面的渠道，增加供给或抑制需求，但从供给的角度来看，调控的空间较小，所以有可能对抑制需求方面做文章，比如加息、提高按揭利率或比例等等，另外，如果房价出现大幅度下调，政府也将采取措施进行托市，所以我们认为05年中国房地产可以谨慎乐观。

图 3: 全国房价涨幅明显



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 4: 全国房价收入比上升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

05 年行业向好趋势将继续

供求关系有望走向均衡: 我们对房地产行业供求关系的因素进行分析, 05 年将不会出现较大程度的改变 (见表 1), 我们认为 05 年的供求关系主要取决于政府出台的政策情况, 根据供给的释放而同时需求受到一定抑制, 则 05 年房价将有望走向平衡, 总的来看, 05 年行业保持向上趋势的概率较大。

表 1: 从影响供求的因素变化看 05 年房价变动

		过去状况	当前状况	05年变动趋势
供给的影响因素	土地供给	不规范导致大量土地被囤积	土地紧缩政策导致新增土地供应量增幅大幅度降低, 新增土地价格涨幅较大	土地紧缩政策将持续, 但在国家土地垂直管理制度和各级机构建成和正常运转之前, 各地方政府仍将有较大的动力和空间进行土地批租
	资金供应	资金获得比较容易, 对项目自有资金要求较低, 以土地和项目抵押可以容易获得贷款。其他融资渠道较缺乏	在项目取得“四证”之前难以获得银行贷款, 有实力的公司仍然可以获得银行的支持。除银行之外, 信托成为房地产公司的一个新渠道	整体上信贷紧缩政策将继续, 但银行对行业内资质较好的公司仍会比较宽松; 各种外资及其他资金对地产的介入会增多。房地产信托业将在规范中发展, 总体上05年资金面会比04年宽松。
需求的影响因素	消费需求	累积的消费需求一次性释放带来较强的消费需求, 新增购房者和改善居住的购房者为主	房价上涨刺激了一部分潜在需求的提前释放, 收入增加带来新增购买力以及改善居住条件购房者成为购房主力	在升息预期和对未来房价走势的担忧将抑制潜在需求的提前释放行为, 每年新增的城市化人群和稳定收入的白领阶层将是稳定的需求者
	投资需求	在负利率、投资渠道少和投资回报低三大因素的影响下, 对房价投资行为从清淡到热烈追捧, 对中国经济的看好也带动较多的海外投资者进入投资市场	影响投资的因素没有发生根本的改变, 但加息开始, 国家对投资者的抑制和投资者对未来房价涨幅的不确定性对投资行为有一定的抑制作用, 但不明显。	仍存在加息的预期以及局部区域房价涨幅较大使得投资需求将受到进一步抑制, 但人民币升值预期会刺激海外投资者的进入。综合起来看, 投资需求仍将保持稳中上涨的状态, 区域差异性将更加明显。另外, 国家对投资需求的抑制将会加强
	被动需求	城市化的加速和城市改造导致大量的被动需求的产生, 在北京、天津等城市比较明显	拆迁法规的实施和旧城改造项目的暂停和延迟使得被动需求有明显的减少。	05年不会有较为明显的旧城改造项目增加, 预计会保持一个稳定增长的状态。
影响供求的因素	房价	房价平稳增长对需求和未来供给的指导作用明显	房价上涨刺激了一部分潜在需求的提前释放, 同时对未来供给也起到了促进作用。	房价的不确定性也使得需求的不确定性增强, 而由于土地紧缩政策, 使得房价的不确定性对供给方面影响较小。
	二手房市场发展	发展比较缓慢, 仅有上海和广州等城市发展较为迅速	全国范围内均有较快的发展势头, 二手房市场的发展对供求都起到促进作用	在政策的支持下, 二手房市场将进一步发展, 对供求的促进作用将不断增大。
综合结论		供求均保持较高的发展水平, 供求从供大于求趋向于供求平衡。	供求均受到抑制, 对供给的抑制大于对需求的抑制, 供求趋于供小于求。	供求不平衡仍将持续一段时间, 供给预计将保持一定的水平, 而需求主要看未来国家政策出台的内容和频率。如果没有较为严厉的抑制需求政策出台, 则供求不会出现明显的逆转。

资料来源: 中金公司研究部

房价涨幅将放缓: 影响房价的各种因素在 05 年可能发生变化的情况见表 2, 我们认为各种因素综合作用下, 房价波动在不同区域有着不同的表现, 总的来看, 房价有望在 05 年保持增长, 但增幅将放缓。

表 2: 决定房价的各因素分析

	过去状况	当前状况	05年变动趋势
供求关系	供求基本平衡促进房价保持平稳	供给小于需求带动房价上涨	供给与需求差将有望拉小, 需求不发生明显的减少情况下房价将继续向上走势
成本因素	土地成本偏低对房价上涨起到抑制作用	对高土地成本的预期、建安成本提高、交通能源成本升高都将对房价起到一定支撑作用。	价格传导在05年将更加明显, 高成本土地储备进入市场将进一步支撑房价
区域吸引力	区域吸引力从珠三角转到长三角, 导致长三角区域房价走势较好。	长三角吸引力依旧看好, 但短期价格涨幅较高增高了生产和居住成本, 吸引力邹平	环渤海区域吸引力在北京奥运概念的带动下不断增强, 其对该区域房价有一定支撑作用
需求的延迟和提前释放	在货币化分房和按揭带动下, 延迟的需求被释放	房价的上涨带动了一部分需求的提前释放	局部区域仍将表现为需求的提前释放
二手房市场	发展缓慢, 对房价促进作用有限	发展提速, 有助于一手房市场的价格提升。	日渐发展的二手房市场对不同类型物业的价格支撑影响不断增强
综合	房价保持平稳向上	房价大幅度上扬	区域价格变化差异明显, 房价平稳向上的概率较大

资料来源: 中金公司研究部

区域市场分析

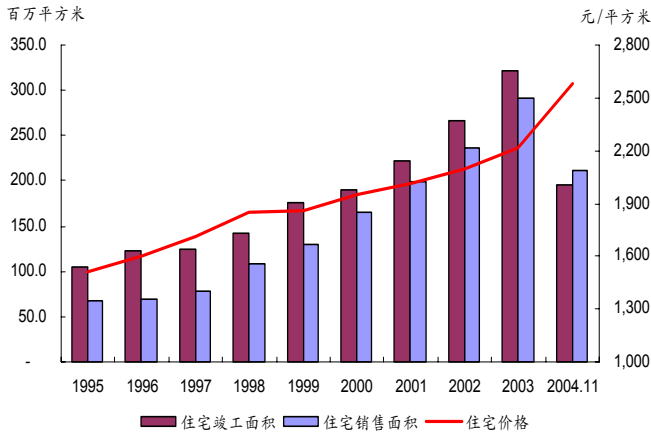
较大的区域差异性使得 05 年房价的表现仍将表现出明显的区域性，总的来看，深圳和广州为代表的长三角区域在 05 年将保持平稳，以上海为代表的长三角由于房价涨幅较高，未来发生波动的风险较大，以北京为代表的环渤海区域在奥运概念的支撑下，05 年房价表现稳中上涨的可能性较大。

上海市场：随着过去几年房价上涨，上海房价已经呈现高出不胜寒的状态，支撑上海房价更多的是外地及外国的投资需求，单纯从供求角度来看，04 年仍将会是供小于求状态，这意味着未来上海的房价回落或者调整仍需要一段时间，随着供应量的释放，预计 05 年上海的房价将表现为盘整状态的概率较大（图 6），而从图 10 中投资及新开工面积等先行指标来看，未来两三年后市场的供应将会放缓。

北京市场：从北京 04 年 1-11 月的价格走势来看，04 年整体房价不会出现大幅度增长，但从供求角度来看，04 年将呈现供求关系向供小于求转变的趋势，预计 05 年北京供应量有可能进一步放大，但需求估计也将保持较高的水平，以整体上看，房价将上涨（图 8），从图 7 中看投资和新开工面积指标，北京的新开工面积的下降趋势预示着未来的供应将会有限。

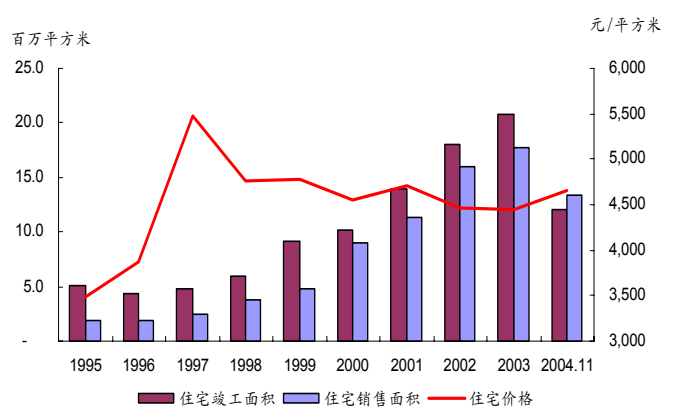
深圳、广州市场：深圳和广州两个市场较为成熟，过去已经完成了调整的过程，04 年开始两地的价格在小幅上升，预计 05 年两地的房价仍会保持稳中上涨的趋势，我们认为以深圳和广州为代表的长三角区域泡沫较小，未来的发展空间依然较大（图 9）

图 5: 全国住宅供求状况及价格走势



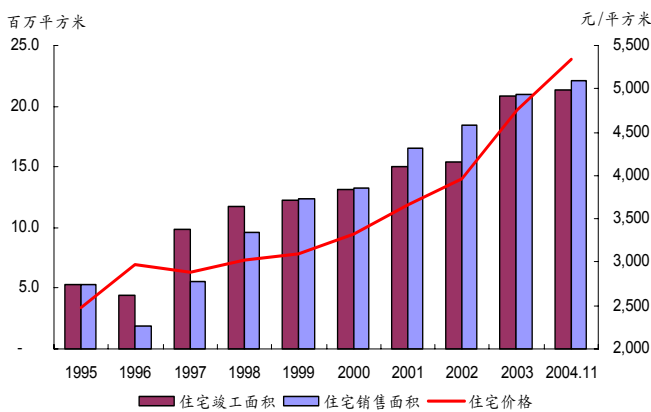
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 8: 北京住宅市场供求状况和价格走势



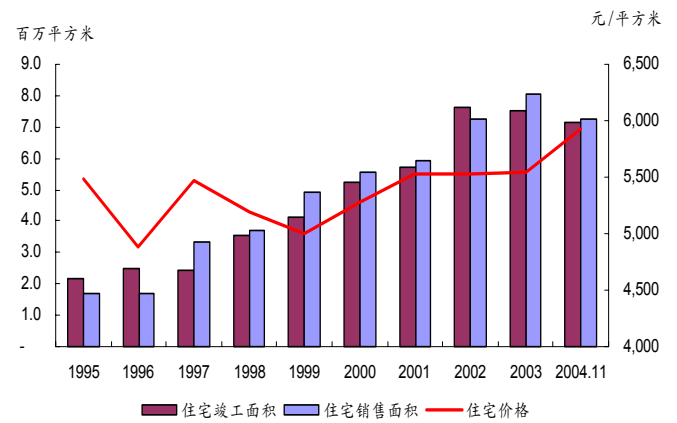
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 6: 上海住宅市场供求状况及价格走势



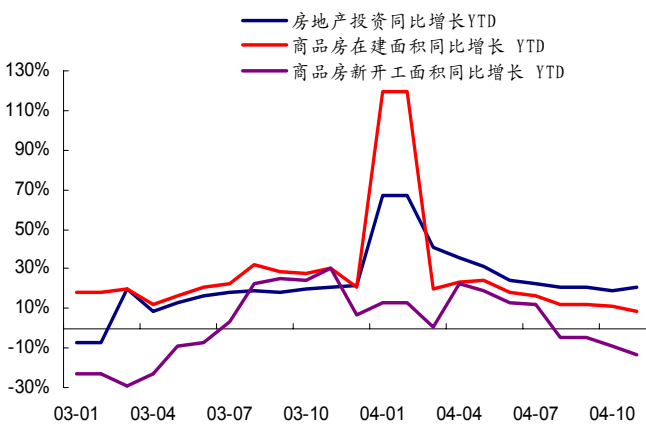
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 9: 深圳住宅市场供求状况及价格走势



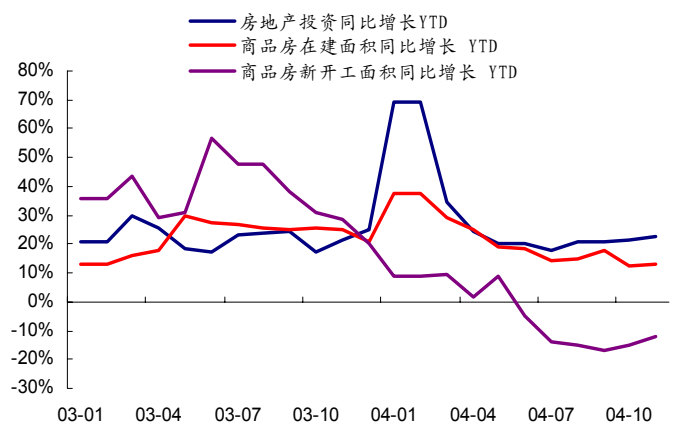
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 7: 北京投资及新开工面积走势



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 10: 上海投资及新开工面积走势



资料来源: CEIC、中金公司研究部

龙头地产企业将呈现快速发展

行业游戏规则发生改变

过去房地产上市公司平均表现弱于行业的发展速度，我们认为其主要原因是缺少一个公平的竞争平台，随着国家公开土地出让政策的实施和在银行信贷业务的规范成为行业的转折点，优良企业脱颖而出，行业集中度的加强将使得龙头企业获得超过行业发展速度的增长，这些公司未来发展空间十分巨大，具有较高的长期投资价值：

- **行业集中度加大。**过去由于房地产行业特性和行业粗放式发展的初期特点使得行业壁垒太低，太多的房地产企业充斥于该行业中，全国有大大小小的房地产企业 3 万多家，平均净资产不足一千万元，开发企业中具有一级资质的只占 1.44%，二级资质也仅占 12.9%，其中最大的开发企业，其销售额也占不到全国 1% 的市场份额，这种现状与其支柱产业地位和发展的内在要求不相适应，与许多国家和地区的经验 and 规律相差甚远，制约了房地产业结构优化调整和产业升级。我们认为随着宏观紧缩，房地产企业兼并重组的步伐加快，市场将由无序竞争向大企业大集团占领瓜分市场转变，企业整合重组的趋势是企业的规模化、专业化、品牌化，集中度提高是一个必然趋势。
- **大量小企业将被淘汰：**大量小企业存在的根源在于土地，按照以前的土地制度，通过各种关系和渠道可以以极小的代价获得土地的开发权，然后以土地作担保获得银行贷款，然后整合各种资源完成开发活动；而更多数的企业，其存在的目的是为了土地批租，获得土地的开发权甚至仅获得土地的开发意向，然后通过土地开发权转让获得巨额利润。当前土地政策发生改变，获得土地必须通过公开方式，这种方式使得拥有土地的代价很大，与此同时，银行不得为土地支付进行贷款，这就从根本上减小了大量中小房地产企业存在的可能。中小企业尤其是想玩“空手道”的企业失去了生存的土壤，这样的企业退出市场是必然。
- **行业壁垒提高：**行业壁垒提高体现在两个方面，一是行业内生存压力加大，土地成本、建材价格和融资成本在不断上升，房价行业利润率整体水平趋降，没有资金实力和开发实力的公司生存日益困难；另一方面是进入成本加大，在新的土地和信贷政策下，房地产开发不再可能出现“空手道”的运作方式或者以低资金量撬动整个项目的情况，项目开发要求提高自然就提高了行业壁垒。而行业壁垒的提高将会使得行业利润保持在一个稳定的水平上。
- **物业发展模式将有所改变：**在当前的土地政策和信贷政策下，公司的开发模式将发生一定的改变，首先土地不再是企业竞争最重要的资源，合理的土地储备将是企业的必然选择；土地政策的改变也将促使土地环节的开发模式的转变，土地一级市场开发完全通过政府很难完成，参与土地一级开发也将是一个方向。其次，信贷政策使得资金成本不断加大，这就要求企业要有较多的融资渠道和融资能力，同时，尽可能降低开发周期，在这种压力下，住宅开发的规模化也会不断被尝试。

宏观紧缩政策有利于有实力的企业脱颖而出

- **政策上支持：**国务院在 18 号文件确立了房地产业在国民经济的支柱产业地位且明确提出：“支持具有资信和品牌优势的房地产企业通过兼并、收购和重组，形成一批实力雄厚、竞争力强的大型企业和企业集团”，这方面国家已经明确了五家国有房地产企业作为重组的主导，其中有中房股份、招商地产、中建总公司、华侨城、保利集团，这些公司有可能会获得较为良好的资产，但在当前状态下，仍然不具有可操作性；
- **资金获取上的优势：**银行对房地产企业的贷款必将趋向差异性，银行之间的竞争有利于优良企业获得优惠贷款，另外有实力的企业上市融资或者以其他方式融资的优势也十分明显。在融资模式上，各房地产公司已经不同程度的进行探索，国外各种基金也在寻求合适的进入模式，但总的来说，由于缺少法律框架，当前还没有比较规范的模式，但可以预期的是房地产金融创新将在近几年获得迅猛发展；
- **土地获取上的优势：**有实力的公司获得土地有三方面优势，一是凭借较强的资金实力参与拍卖和挂牌，8.31 政策以后几大城市内获得以拍卖方式拿到土地的基本上都是有实力房地产公司；二是凭借公司的综合实力以招投标方式取得土地，这种方式可以发挥品牌房地产公司良好的规划和引导市场的优势，具有一定的一级开发商的功能，金地在上海嘉定，合黄在成都都是依靠综合优势以偏低的价格拿到的土地；三是与其他有实力的公司合作联合取得土地，由于深圳走在全国的前面，所以在这方面十分明显，近几块大的土地都是几家大公司联合获得，比如中海和信和合作拿到香蜜山项目；华侨城与招商地产合作拿到尖岗山项目，这种模式具有很强的排他性，没有一定实力很难参与其间。

什么样的公司能够获得超速发展

行业集中度的加强将使得龙头企业获得超过行业发展速度的增长，那么哪些企业能够获得超速发展，或者说想在未来发展中胜出，需要在哪些方面做更多的准备，我们对未来企业的发展方向和各细分市场情况进行了分析如下：

未来企业的发展方向：未来发展潜力较大的公司主要表现在较好的实现以下几个方面因素：

- **战略规划：**公司能否更好的平衡发展与规避风险的关系、融资和回报的关系、土地储备与开发速度的关系以及合作和竞争的关系等；
- **融资能力：**融资方式不同对企业发展的影响也不同，而融资能力的高低取决于公司的企业运作和项目开发实力。
- **市场细分：**市场领先者将获得竞争优势，而专注于某一个或几个细分市场的公司容易获得市场领先者地位；
- **成本控制：**成本控制是公司竞争实力的重要组成部分，成本控制程度取决于企业规模化、管理制度化、控制流程化和产品标准化。

专注于市场细分：房地产公司差异化越来越显著，随着市场的成熟，专注于某一细分市场的企业将有可能加快成长过程，成为该细分市场的领先者：

- **专注于普通住宅开发：**当前开发企业大部分公司的基本开发模式是开发-销售模式，这种模式的优点是资金占用时间短，资金利用效率高，投资回收快，利润高，但这种模式受到行业影响较为明显，在一个不断向好的市场内是能够获得较好的收益，但如果市场发生波动甚至逆转则对企业的影响必将是巨大的。
- **物业持有：**随着国内房地产开发企业长期投资能力的增强和各种房地产金融服务产品的拓宽，持有一些优良资产持有获得长期经营收益和物业资产升值；不仅有利于拓展企业业务领域，而且能够提高抵抗政策风险和市场风险的能力。另外有了雄厚的资金也是公司融资的保证；随着行业的开放，国际的投资机构进入中国，必将寻找合作伙伴，内地企业的自有资产和长期稳定的经营能力是国际及国内投资机构合作伙伴的优先选择。
- **土地一级市场的开发：**一方面政府在进行土地一级开发方面能力不足，需要企业的参与和配合；另一方面，专业化分工、土地一级市场开发商的存在使得企业开发周期变短、开发风险降低。
- **各种金融服务机构的快速发展：**房地产金融体系的发展需要较为成熟和完善的金融服务机构，需要法律、政策、金融、评估等服务机构快速发展。

我们对当前国内房地产市场比较典型的房地产公司类别情况描述如下（表3），这些公司未来具有较大的可能成为各细分市场的领先者。

表3：房地产市场细分

市场细分	市场特点	代表性公司
普通住宅市场	需求量大，开发周期短，风险相对较低	万科、金地集团、富力集团、上海复地
高档住宅市场	需求量小，开发周期短	华润置地、合生创展、万通、世茂股份
写字楼、商住市场	市场需求有限，开发周期长，风险较大	嘉里建设、红石、中关村建设、金融街
商业物业	需求量有限，开发周期长，资金占用大	大连万达、华贸集团
经济适用房	成本低，利润低，具有垄断性，基本无风险	天鸿宝业、金隅集团
旅游地产	行业壁垒高，投资大，开发周期长	华侨城
综合类	拥有以上三种物业模式，开发难度大	首创置业、中国海外

资料来源：中金公司研究部

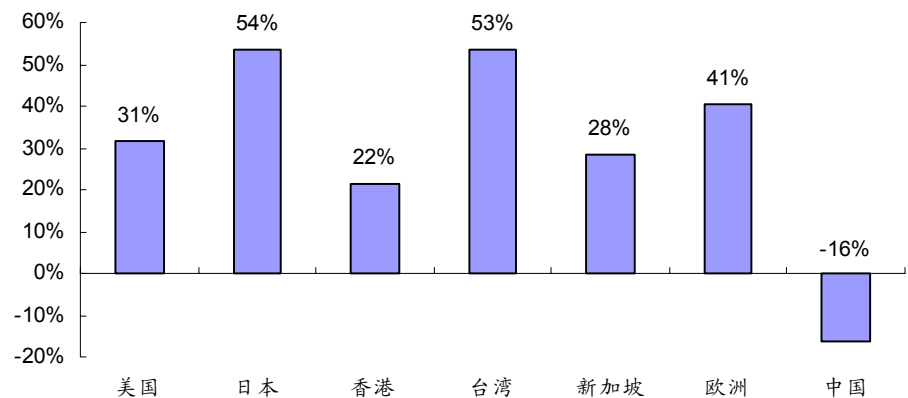
地产板块估值水平下降带来投资价值

地产板块估值较具吸引力

房地产板块的估值水平经过04年公司股价下跌而业绩增长两方面同向作用下，估值水平明显回落，我们比较了国际各市场房地产类上市公司前五位的估值变化水平和绝对估值水平（图11、图12），可以明显的看出，过去一年全世界范围内估值水平平均上涨了38%，而中国却相应的下跌了16%。从绝对值上看，中国前5大公司当前的估值水平为22倍，是世界范围内最低的。

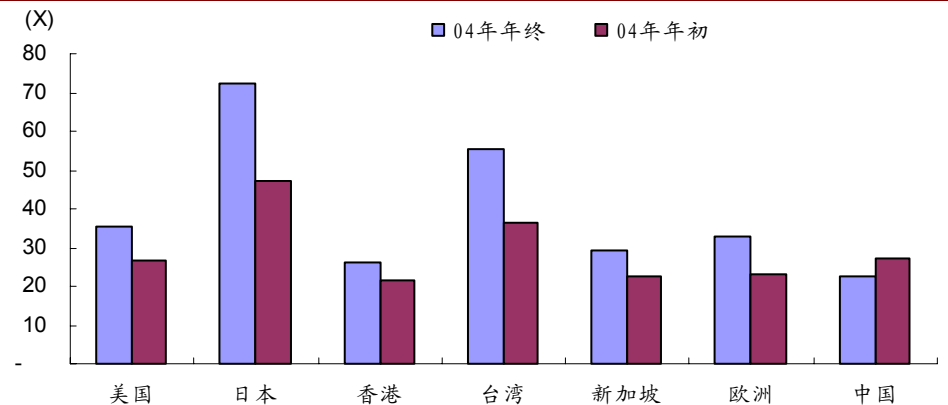
我们认为中国房地产类股票估值已经从高位走向回落，其中龙头公司已经着陆，与世界其他国家地产行业向比，中国具有明显的市场潜力巨大、可持续增长时间最大的特点，在这样的房地产行业龙头公司应该享受更高的估值水平，以体现其增长价值，但从当前的估值状态来看，这种价值没有被反映到股价中去，我们认为龙头公司的投资价值已经显现。

图11：世界各国房地产上市公司前5名的估值变化水平



资料来源：CEIC、中国统计年鉴、中金公司研究部

图12：房地产上市前5家公司世界范围市盈率估值比较



资料来源：CEIC、中国统计年鉴、中金公司研究部

行业龙头公司具有明显的增长潜力

我们看好龙头企业的主要原因如下：

- **估值水平较低：**上面论述过，龙头企业估值水平处于最低的水平。
- **已有的土地储备可以保证未来两年的盈利增长：**从影响企业盈利增长的两个方面因素价格和成本来看，由于这些企业拥有可供未来三年开发的土地储备，所以在市场不出现明显的大幅度价格下跌的情况下，这些企业的销售收入将会得到保证，从成本来看，土地储备基本上是过去完成的，相对来说价格较低，廉价的土地储备使得公司盈利空间较好，可以保证其在正常的销售情况下获得良好的利润增长。
- **抵抗市场风险的能力强：**龙头企业在定价方面具有高于市场平均水平的能力，这些企业在融资能力方面也强于其他企业，在市场走软的情况下，仍然可能保持维持较好的收益甚至保持较高的增长。
- **行业层面出现价格大幅度下跌的可能性不大：**行业层面我们在上面论述过，近两年中国的房地产市场局部可能出现一定幅度的调整，但总体上向好的趋势不会发生改变。

05年投资机会把握

我们认为05年国家仍会出台抑制房价增长的措施，包括加息、提高按揭贷款利息等，对资本市场产生负面影响，所以房地产板块整体仍具有向下波动的风险，总的来说房地产板块的投资价值在于业绩的增长，所以该板块大致有两次投资机会，一是在04年年报之前，04年的良好业绩对公司股票上涨的支持，二是在05年下半年，基于05年业绩的增长和加息或者其他调控措施对股价冲击的不确定性的降低，将成为较好的投资时机。另外，我们认为对于行业内的龙头企业，具有长期持有的价值，因此，每次低点都是吸筹的机会，可以伴随着公司业绩的增长而获益。

各细分市场领头公司的投资价值分析

三类房地产公司的代表性公司具有投资价值

当前房地产行业正处于市场细分和行业集中度不断加强的发展初期，这个时候每个细分市场中的领头企业的发展潜力最为明显，我们认为当前市场中三类企业具有较好的投资价值，一类是住宅开发型企业；一类是区域垄断和拥有大面积土地储备的企业；还有一类是商业物业的经营与持有型公司。

• 专注于住宅开发

房地产各细分市场中的领头企业都具有比较好的投资价值，住宅是最大的一个细分市场，其市场波动性远低于商业类物业，而中国又是住宅短缺的国家，我们看好其中的万科和金地，他们具有较为接近的特点：专注于住宅开发、具有较好的品牌价值、可供三年以上快速发展的土地储备以及规范稳定的管理团队。在投资这类型企业的时候，由于其高土地储备、不断增加的在建项目和不断的需要融资，所以需要重点防范市场的波动带来的风险，在行业调整的时候，更应关注那些抗风险能力强的公司。

• 区域垄断和大面积土地储备

我们还看好华侨城 A、招商地产这样的公司，他们具有十分明显的地域垄断优势，可以长期获得稳定收益，而全国的拓张中具有获得超大面积土地资源的能力，这类公司在物业经营和地产开发结合上具有明显的优势。这些公司的投资风险在于缺少市场化的磨练，由于垄断而削弱其竞争实力，如果相应的资源发生变动，则将带来较大的经营风险，另外，这类型的企业需要在一个区域较长时间的沉淀，所以有着长远的预期，但增长潜力相对来说要弱于开发型企业。

• 商业物业经营和持有

另外，随着房地产金融的发展、土地资源的不断紧缺，未来有的企业持有型物业具有长期投资收益、能够最大化的享受土地升值带来的收益，在地产市场波动时抗风险能力较强，这类型的企业也具有投资价值。比较有代表性的是陆家嘴、金融街等。我们认为未来这类型物业将会沉淀大量的资金，也会整合出巨无霸的企业，在行业发展成熟或者市场波动风险较大时，具有较好的抗风险能力。这类企业的风险在于需要沉淀大量的资金，市场波动较为频繁，周期性强于住宅开发。

各类型房地产公司的投资价值分析

我们把 A 股房地产按业务类型分为三类：物业开发型、园区开发型和物业持有型三类，并对不同类型具有代表性的公司各经营指标进行了比较（表 4）：

- **物业开发型**：主营业务利润率低于其他两类，但净资产收益率最高，成长性最好；由于负债率水平最高，其抗风险能力在三者之间最弱；
- **园区开发型**：盈利能力、增长速度和负债率水平均处于中间水平，相应的估值水平最高，这与这类型企业拥有垄断性土地资源有关，这些公司的价值更多的表现为土地一级开发商所带来的超额土地收益和物业持有带来的稳定收

益，从长远来看，这类型企业随着园区资源的开发完成，未来将面临转型，一方面成为物业持有型企业，另外也有可能成为物业开发型企业。

- **物业持有型：**以中国国贸为代表，负债率最低、利润率比较稳定但成长性最弱，所以从估值来看，处于中间水平。

总的来看，我们认为物业开发型由于增长潜力最高，所以最具有投资价值，而物业持有型和园区开发型拥有较为稳定的收益，并且拥有较优良的物业，所以具有物业升值概念，并且在房地产行业波动的情况下具有较好的抗风险能力。另外，随着国家在土地新政的开始，园区类企业可能在一段时间内享受土地增值带来的超额收益，但长远来看，这类型企业面临着转型的波动风险。

表 4：不同类上市公司财务比较

	当前股价	主营业务利润率		净资产收益率		资产负债率		每股现金流量	市盈率(X)		市净率(X)		净利润增长率		主营业务收入增长率		一年 股价波动
	(元) 2004-12-31	2003	1-3Q04	2003	1-3Q04	2003	1-3Q04	(元) 2003	2003	1-3Q04	2003	1-3Q04	2003	1-3Q04	2003	1-3Q04	
普通物业开发型																	
万科A	5.26	21.8%	30.1%	11.4%	6.7%	54.9%	63.5%	-0.71	22.1	23.3	2.5	2.1	41.9%	41.1%	39.5%	6.4%	20.6%
金地集团	9.88	29.5%	26.0%	10.9%	6.3%	67.0%	71.6%	-4.38	16.1	20.8	1.8	1.7	19.9%	2.9%	55.6%	54.2%	2.4%
栖霞建设	9.70	28.5%	26.6%	12.6%	11.8%	64.3%	69.6%	-1.99	19.2	14.9	2.4	2.3	66.7%	110.9%	31.3%	119.6%	-7.5%
中华企业	4.47	30.6%	41.6%	11.4%	3.5%	69.4%	73.7%	0.68	17.8	44.3	2.0	2.0	8.8%	323.8%	-9.0%	68.2%	-7.3%
天鸿宝业	5.55	22.0%	23.6%	5.2%	2.8%	40.3%	50.3%	-1.49	25.8	34.7	1.3	1.4	-44.1%	944.3%	-67.8%	47.3%	-24.1%
均值		26.5%	29.6%	10.3%	6.2%	59.2%	65.7%	-1.58	20.2	27.6	2.0	1.9	18.6%	284.6%	9.9%	59.1%	-3.2%
园区类物业型																	
金融街	10.06	30.7%	32.8%	19.0%	15.3%	69.5%	73.2%	-0.10	14.3	16.1	2.7	3.3	24.2%	27.0%	55.6%	15.7%	27.8%
陆家嘴	6.89	37.7%	40.8%	11.9%	6.9%	32.1%	34.1%	0.79	19.4	23.5	2.3	2.2	29.6%	-12.6%	5.2%	-14.3%	-32.9%
长春经开	4.16	35.9%	37.5%	3.4%	0.9%	44.6%	42.3%	-0.58	20.2	55.7	0.7	0.7	-47.3%	-47.3%	-32.2%	-41.7%	-38.2%
浦东金桥	5.80	33.6%	40.6%	6.6%	7.6%	37.1%	37.9%	0.08	34.9	21.2	2.3	2.1	17.8%	48.7%	-10.0%	-7.1%	-21.4%
外高桥	7.08	31.8%	30.4%	1.9%	2.1%	58.4%	62.6%	-0.13	208.2	147.5	4.1	4.0	-120.2%	64.4%	96.2%	40.2%	-24.1%
均值		33.9%	36.4%	8.6%	6.5%	48.3%	50.0%	0.01	22.2	29.1	2.4	2.5	-19.2%	16.1%	23.0%	-1.4%	-17.8%
物业持有型																	
中国国贸	5.41	55.5%	55.6%	8.6%	6.9%	44.3%	44.5%	0.47	20.5	18.9	1.8	1.7	20.7%	8.1%	-0.8%	7.2%	-11.2%

资料来源：兴汇金融，中金公司研究部

房地产上市公司投资建议

H 股地产公司具有长期投资价值

红筹房地产公司净资产收益率平均在 7-9% 以上, 而香港房地产公司的净资产收益率在 6% 以上。内地房地产公司的负债率普遍较高, 资产负债率达 50% 以上, 香港地产公司的资产负债率只有 25% 左右。香港本地房地产公司的现金流较充裕, 而红筹房地产公司平均现金流为负数。估值方面, 红筹房地产公司从市盈率角度低于香港地产公司, 从市净率来看略高于香港房地产公司 (表 5)。我们认为由于过去种种原因, 香港上市的地产公司的盈利能力和增长速度都有不良的表现, 随着优良的地产公司的新上市和原有的地产公司像中海和华润置地盈利能力和未来发展的看好, 我们认为借助内地地产市场巨大的增长潜力, H 股地产公司将有很好的增长空间, 投资价值将增大。

表 5: 香港房地产公司与在港上市内地房地产公司估值与净资产收益率比较

	股价(HKD)	市盈率(X)			市净率(X)			净资产收益率(%)		
	2004-12-31	2003	2004E	2005E	2003	2004E	2005E	2003	2004E	2005E
长江实业	77.50	18.23	15.56	21.31	1.02	0.97	0.95	5.72	6.56	4.82
新世界发展	8.70	n.m.	24.23	22.25	0.46	0.54	0.51	亏损	3.23	3.77
信和置业	7.65	579.21	16.85	14.52	1.22	1.01	0.93	0.20	6.50	7.16
新鸿基地产	77.75	28.34	18.43	16.51	1.53	1.32	1.23	5.26	7.56	7.78
恒基地产	40.40	31.03	18.26	15.43	1.29	1.14	1.00	4.05	6.61	7.23
恒隆	12.00	34.29	12.05	9.77	1.44	1.16	1.04	4.10	10.42	11.92
嘉里建设	16.60	49.70	15.17	13.20	0.99	0.90	0.84	1.99	6.14	6.68
均值		32.32	17.22	16.14	1.14	1.01	0.93	3.55	6.72	7.05
首创置业	2.28	13.04	13.23	8.75	1.78	1.88	1.66	17.49	15.80	20.90
中国海外	1.92	15.16	17.91	17.51	1.29	1.26	1.20	8.52	7.06	6.87
华润置地	1.32	25.05	17.37	13.72	0.50	0.49	0.47	1.99	2.83	3.50
北京北辰	1.79	12.32	13.16	14.79	0.71	0.68	0.65	5.93	5.50	5.60
上海置业	0.97	14.26	10.10	6.55	1.22	1.09	0.96	8.78	11.98	14.55
新世界中国	3.13	n.m.	50.40	18.71	0.29	0.28	0.28	亏损	0.55	1.10
均值		15.97	14.35	13.34	0.97	0.95	0.87	8.54	7.28	8.75

注1: 2003年、04年市盈率均值计算不包含信和置业以及新世界中国。

注2: 中国海外, 华润置地所用数据为中金预测数据, 其他为市场预测均值

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

内地房地产公司估值偏低

对房地产上市公司估值主要考虑其盈利能力、增长潜力和公司的净资产值, 我们认为增长潜力是对国内地产公司最大的卖点:

- 中国房地产市场是全球发展最迅速的市场, 而且这种快速增长将维持相当长的一段时间, 这为房地产企业的发展提供了少有的广阔空间;
- 行业集中度较弱, 按照国际成熟的房地产市场发展经验, 20% 的公司将占据 80% 的市场份额, 我国当前的行业集中度较低, 最大的公司其市场份额仍不到 1%, 行业集中度的提高也是地产企业面临的难得的发展机遇。

内地上市公司估值分析

我们比较了H股和A股房地产公司的估值情况，不同市场对地产公司的估值变化情况有所不同：

- 香港地产股估值上升：红筹地产股04年估值水平有不同程度的上升，从市盈率的角度已经与A股公司基本持平，从对净资产折让来看，一年来我们关注的地产公司提高了30%，我们认为与内地地产公司受宏观调控影响股价下调不同，香港H股受到资本市场影响和香港股市的总体更相关，由于04年总体的估值水平走高，05年面临着全球房地产泡沫的担心和加息周期的开始，香港H股保持平稳的可能性较大（表7）。
- A股公司的估值水平明显下降：受宏观调控的影响，A股房地产公司的相对估值已经低于香港市场，在全球来看也是最低的，我们认为在业绩增长的良好预期下，地产公司的增长价值将会有明显的体现，宏观调控给了这些龙头公司获得超过行业增速的发展，竞争结构的调整将带来更多的富人效应。我们看好其短期和长期价值，当前市场最大的风险来自于加息或者其他打压地产行业的政策出台，建议在适当的情况下进行波段操作。

上市公司推荐

由于香港和A股地产公司的估值情况的不同，我们对A股地产公司的估值以P/E为主，结合其净资产值；对香港公司以净资产值为主，结合其P/E值。通过对我们研究的公司盈利能力、增长潜力和竞争实力进行分析，我们认为万科、金地、华侨城较好的投资价值。

表 6：在港上市内地房地产公司与 A 股房地产公司估值比较

	股价 2004-12-31 (港币)	市盈率 2003	市净率 2003	NAV(人民币)	净资产折让	年初股价对净 资产折让
内地在港上市公司						
中国海外发展	1.92	15.16	1.29	2.50	-23.2%	-40.1%
华润置地	1.32	25.05	0.50	2.20	-36.4%	-45.5%
均值		20.10	0.89	2.35	-29.8%	-42.8%
相对于年初均值的变动 (+/-%)		25.0%	31.5%		-30.4%	
A股房地产公司						
万科A	5.26	22.07	2.52	5.59	-5.9%	-15.3%
招商局A	7.89	14.77	1.30	8.56	-7.8%	14.4%
金地集团	9.88	16.13	1.77	12.06	-18.1%	-13.9%
均值		17.66	1.86	8.74	-10.6%	-5.0%
相对于年初均值的变动 (+/-%)		3.2%	4.7%		113.5%	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 7: 香港房地产公司与在港上市内地房地产公司估值比较

	股价(港币) 2004-12-31	市盈率 2003	市净率 2003	NAV(人民币)	净资产值折让	年初股价对净 资产值折让
香港房地产公司						
长江实业	77.50	18.23	1.02	85.35	-3.7%	-23.3%
新鸿基地产	77.75	28.34	1.53	74.50	10.6%	-8.6%
恒基地产	40.40	31.03	1.29	49.62	-13.7%	-26.7%
信和置业	7.65	579.21	1.22	9.14	-11.3%	-48.7%
均值		25.87	1.27	54.65	-4.5%	-26.8%
相对于年初均值的变动 (+/-%)		20.7%	30.5%		-83.1%	
内地在港上市房地产公司						
中国海外发展	1.92	15.16	1.29	2.50	-23.2%	-40.1%
首创置业	2.275	13.04	1.78	3.26	-26.0%	-37.1%
华润置地	1.32	25.05	0.50	2.20	-36.4%	-45.5%
上海复地	2.725	9.53	4.14	n.a.	n.a.	n.a.
均值		15.69	1.93	2.65	-28.5%	-40.9%
相对于年初均值的变动 (+/-%)		14.9%	3.5%		-30.2%	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 8: A 股排名前 15 位房地产公司估值情况

名称	股价 (04.12.31)	每股收益 (全面摊薄)	主营业务收入 (亿元)	主营业务利 润率	净资产 收益率 (全面摊薄)	资产 负债率	每股营业现金 净流量	当前股价 对应市盈率 (03年年报)	年初股价 对应市盈率 (03年年报)	当前股价 对应市净率 (03年年报)	年初股价 对应市净率 (04年年报)
万科A	5.26	0.24	63.80	21.80	11.43	54.92	-0.71	22.07	18.29	2.52	2.09
招商地产	7.89	0.53	48.39	12.68	10.60	43.88	-0.39	14.77	17.26	1.30	1.52
陆家嘴	6.89	0.36	22.66	37.65	11.87	32.08	0.79	19.35	28.85	2.30	3.43
深振业A	4.13	-1.15	19.87	2.25	-30.77	72.76	0.04	亏损	-4.56	1.10	1.40
中华企业	4.47	0.25	18.86	30.56	11.37	69.36	0.68	17.81	19.20	2.02	2.18
深长城A	5.23	0.25	19.52	20.29	4.31	68.31	0.53	20.92	30.68	0.90	1.32
天鸿宝业	5.55	0.22	3.98	21.96	5.17	40.25	-1.49	25.81	34.00	1.34	1.76
长春经开	4.16	0.21	7.18	35.90	3.40	44.56	-0.58	20.19	32.67	0.69	1.11
金地集团	9.88	0.61	15.10	29.51	10.95	66.97	-4.38	16.13	15.75	1.77	1.72
金融街	10.06	0.70	14.38	30.72	18.99	69.53	-0.10	14.29	11.18	2.71	2.12
南京高科	4.86	0.23	11.01	18.86	6.29	58.51	0.88	20.86	26.27	1.31	1.65
苏州高新	5.04	0.24	8.13	33.52	7.15	48.84	-0.40	21.18	24.75	1.52	1.77
中远发展	4.03	0.08	6.45	21.32	1.67	54.66	-1.20	53.73	78.80	0.90	1.32
浦东金桥	5.80	0.17	6.11	33.61	6.57	37.11	0.08	34.94	44.46	2.30	2.93
阳光股份	6.74	0.17	4.55	19.94	6.54	68.11	-0.69	38.74	21.43	2.53	1.40
平均	6.00	0.21	18.00	24.70	5.70	55.32	-0.46	24.34	26.60	1.68	1.85
相对于年初均值变动 (+/-%)								-8.5%		-9.1%	

注: 每股收益按 2003 年年报收益全面摊薄, 价格按 2004 年 12 月 31 日收盘价

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表9：世界房地产公司估值比较

(美元 百万)	股价(美元) 04-12-31	股价(美元) 03-12-31	总市值 04-12-31	净利润 2003	总资产 12/31/2003	资产负债率 (%) 12/31/2003	主营业务收入增长率 (%) 2003 to 2002	2003 市盈率 年末股价	2003 市净率 年初股价	2003 市净率 年末股价	年初股价	净资产收益率 (%) 2003
美国												
The St. Joe Company	64.20	37.29	4,880.1	75.9	1,275.7	61.16	17.68	64.20	37.29	10.02	5.82	15.69
Forest City Enterprises-CI A	57.55	47.51	2,894.4	48.8	5,092.6	84.39	2.74	58.72	48.48	4.00	3.30	7.09
Avatar Holdings Inc.	48.10	48.30	387.6	18.5	362.7	27.31	32.99	22.58	22.68	1.71	1.72	7.61
Cons Tomoka Land Co-Florida	43.00	32.70	242.4	13.2	97.9	32.94	22.29	18.30	13.91	3.68	2.80	22.26
American Realty Investors In.	9.70	9.13	101.7	10.7	1,240.2	89.05	25.03	12.60	11.86	2.57	2.42	18.55
平均值			1,701.2	33.4	1,613.8	58.97	20.15	35.28	26.84	4.40	3.21	14.24
日本												
三井不动产	11.75	9.14	9,678.3	108.3	21,935.3	75.20	3.74	89.73	69.76	1.78	1.38	2.08
住友不动产	12.61	8.91	6,005.0	23.6	15,781.7	89.07	14.75	217.47	153.66	2.97	2.10	1.41
东急不动产	4.04	2.17	1,857.5	18.8	6,105.8	88.79	5.56	98.56	52.96	2.70	1.45	2.91
东京建物	6.30	4.05	1,600.4	47.2	4,143.1	78.24	15.40	28.49	18.33	1.44	0.93	5.81
平均值			4,785.3	49.5	11,991.5	82.83	9.86	72.26	47.02	2.22	1.47	3.05
香港												
长江实业	9.94	7.92	23,026.8	1,260.4	25,759.6	10.52	246.85	18.23	14.52	1.02	0.81	5.72
新鸿基地产	9.97	8.24	23,946.5	844.2	20,617.1	21.77	-9.57	28.34	23.42	1.53	1.27	5.26
恒基地产	5.18	4.40	9,404.1	287.5	10,942.5	21.16	23.08	31.03	26.35	1.29	1.10	4.05
恒隆地产	1.54	1.28	5,651.8	135.7	5,240.3	35.91	-10.10	34.29	28.43	1.44	1.20	4.10
恒基发展	1.46	1.15	4,102.0	208.5	2,787.8	5.58	-0.59	19.68	15.52	1.63	1.28	8.23
平均值			13,226.2	547.3	13,069.4	18.99	0.71	26.31	21.65	1.38	1.13	5.47
台湾												
国泰建设	0.60	0.39	986.2	8.2	568.3	2.50	20.79	119.07	77.15	1.78	1.16	1.51
宏生建设	0.52	0.43	288.9	-5.5	n.a.	n.a.	-54.43	亏损	亏损	n.a.	n.a.	n.a.
京城建设	1.94	1.28	289.0	8.4	n.a.	n.a.	-24.72	34.72	22.78	n.a.	n.a.	n.a.
太子建设	0.29	0.21	260.0	9.8	n.a.	n.a.	58.93	23.92	17.34	n.a.	n.a.	n.a.
大都市建设	0.80	0.50	519.1	11.1	789.4	65.75	-24.15	44.38	27.59	1.83	1.14	4.25
平均值			468.6	6.4	678.9	34.12	-4.72	55.52	36.22	1.81	1.15	2.88
新加坡												
City Developments Ltd.	4.23	3.60	3,684.4	87.4	7,689.9	48.91	4.46	39.15	33.30	1.29	1.10	3.60
Capitaland Ltd.	1.27	0.81	3,202.7	60.4	10,339.4	54.09	20.70	52.86	33.68	0.89	0.57	1.73
Singapore Land Ltd.	2.82	2.37	1,028.4	50.8	1,854.0	17.07	24.00	19.47	16.35	0.75	0.63	3.77
Allgreen Properties Ltd.	0.64	0.67	676.2	36.9	1,656.8	33.51	-38.16	18.38	19.06	0.73	0.76	4.08
Keppel Land Ltd.	1.34	0.94	954.0	57.7	2,746.5	63.70	133.37	16.34	11.48	1.09	0.76	6.78
平均值			1,909.1	58.6	4,857.3	43.45	2.75	29.24	22.77	0.95	0.76	3.99
欧洲												
Lundbergs AB-B Shs	37.49	30.64	2,329.6	101.8	6,414.6	44.16	-0.66	22.87	18.69	1.39	1.14	6.90
Land Securities Group Plc.	25.77	18.26	119.8	355.0	14,223.6	38.24	18.20	35.89	25.43	1.37	0.97	3.96
Olav Thon Eiendomsselskap	58.65	42.61	628.0	26.6	797.7	73.61	17.00	23.73	17.24	2.94	2.14	14.21
Brit. Land Co. Plc.	16.49	10.75	85.4	217.1	14,281.4	54.41	11.40	38.98	25.41	1.24	0.81	3.42
Liberty Intl. Plc.	17.86	12.56	57.5	131.7	9,320.3	44.78	14.40	41.54	29.21	1.12	0.79	2.89
平均值			644.1	166.4	9,007.5	51.04	12.07	32.60	23.20	1.61	1.17	6.28
中国												
陆家嘴	0.83	1.24	1,339.5	78.8	1,080.3	32.08	5.20	19.35	28.85	2.30	3.43	11.87
万科A	0.64	0.53	1,413.0	65.4	1,273.0	54.92	39.49	22.07	18.29	2.52	2.09	11.43
浦东金桥	0.70	0.89	461.8	15.8	361.6	37.11	-9.95	34.94	44.46	2.30	2.93	6.57
招商地产	0.95	1.11	532.9	39.9	715.5	43.88	25.55	14.77	17.26	1.30	1.52	10.60
平均值			936.8	50.0	857.6	42.00	15.07	22.78	27.21	2.11	2.49	10.12

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



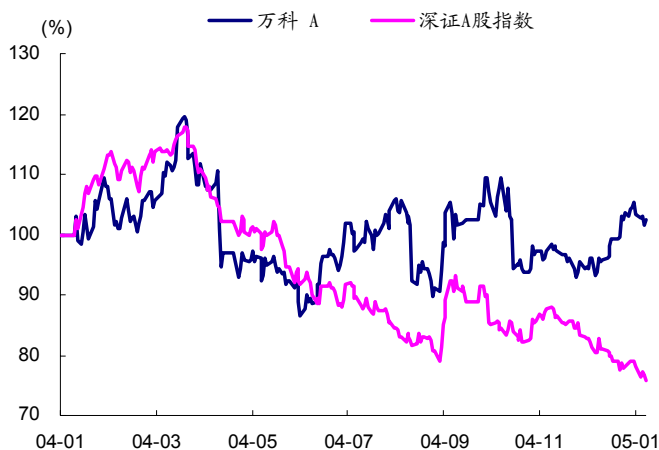
万科 A (000002/5.42 元) 长期投资价值显现

主要财务指标

(百万元)	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
主营业务收入	4,574	6,380	8,946	11,594	14,464
(+/-%)	8%	39%	40%	30%	25%
息税前利润	515	832	1,298	1,668	2,087
(+/-%)	5%	62%	56%	28%	25%
净利润	382	542	863	1,131	1,453
(+/-%)	2%	42%	59%	31%	28%
每股盈利 (元)	0.17	0.24	0.38	0.50	0.64
(+/-%)	2%	42%	59%	31%	28%
市盈率	32.3	22.7	14.3	10.9	8.5
市净率	3.4	2.6	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	20.3	14.0	8.5	6.6	5.3
净资产收益率	10.6%	11.4%	14.3%	16.2%	18.2%
现金分红收益率	0.9%	1.3%	2.0%	2.0%	3.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

近期股价表现



资料来源：彭博资讯

要点：

- 长期发展目标和产业化战略为其指定了方向：**万科提出的未来十年达到年销售收入 1000 亿的目标和专注于住宅开发和产业化发展战略使其发展中的不确定性降低，有助于其专注于产品、品牌和人才培养。有了这样一个很高的目标也反过来促使其不断增强各方面能力，逐步实现从量的积累到质的跨越。
- 融资能力是公司当前的一大优势：**根据我们行业报告的分析，当前的房地产行业中土地已经不是决定房地产行业的第一要素，取而代之的是资金实力和融资能力。万科作为地产业内的第一品牌，在融资方面具有较大的优势，其与 HI 投资公司的合作，以及其他国家投资机构和基金进行的合作探索为其融资打开新的途径，预计未来公司从银行贷款、股市融资以及与合作专业投资机构的合作将成为公司的三大资金来源渠道。
- 宏观紧缩有利于万科的快速增长：**宏观紧缩的目的是为了避免行业过热，促进市场持续健康稳定发展，万科将受益于宏观调控带来的可持续的健康市场环境以及市场集中度的提高，另外，万科集中于普通住宅物业使其具有较强的抗风险能力。我们认为即使在 05 年出台加息或者其他抑制行业的政策出台，万科仍将保持快速的生长。
- 04、05 年公司将保持 30% 以上的业绩增长：**04 年公司的销售业绩十分良好，预计将增长 59%，全年盈利将达到 8.6 亿，每股收益 0.38 元，05 年销售收入将达到 116 亿左右，利润达 11 个亿，我们认为以深圳和上海为中心的长三角和珠三角将是其未来两年利润的主要来源。
- 维持“推荐”的投资评级：**公司 04 市盈率预计为 14.3 倍，我们认为公司市盈率水平在 18-20 倍比较合理。与我们估计的公司 5.59 元/股的净资产值有 20% 的溢价，我们认为能够反映其市场领先者的地位，给予万科“推荐”的投资评级。

长期发展目标和产业化发展战略为其指定了方向

10年销售达到1000亿的发展目标:对万科提出的未来十年达到年销售收入1000亿的目标,市场反应不一,多数人持有怀疑态度,我们认为提出这样一个目标的意义要大于是否这个目标能够实现目标:

● **公司在发展方向上的专注与明确:**从这一目标上可以看出万科将在未来相当长的时间内依旧专注于房地产开发上,我们认为未来市场潜力巨大,能够支撑这样规模的开发公司,而专注于开发方向将有效的规避由于转型带来的风险。

● **公司真正从项目公司阶段走向企业经营阶段:**当市场中大多数房地产公司仍将重心放在如何拿地、怎样平衡现金流量、如何规避市场和行业风险的时候,万科提出10年的发展目标意味着其关注点已经超过了其他竞争者,公司已经从项目开发型的公司走向了企业化经营。

长期发展目标的制定有助于其专注于产品、品牌和人才培养。有了这样一个较高的目标也反过来促使其不断增强各方面能力,逐步实现从量的积累到质的跨越。

产业化发展战略是其目标实现的关键:从销售额不到100亿达到年销售额1000亿决不是一个量的变化,房地产开发的规模不经济导致其风险随着项目的增多而增大,在这种情况下,如何实现在超大开发量面前获得规模优势,则是一个比较重要的因素,产业化发展战略则是公司实现从量的积累到质的变化的关键:

● **专注于住宅开发和产业化发展战略使其发展中的不确定性降低,**

● **成本的降低:**大规模的定制化生产,将从规划设计、部件生产、运输、安装到维护一系列活动的成本的有效下降,但需要提醒的是,在开始产业化发展的初期仍然具有提高成本的影响。

● **管理风险的释放:**标准化含义中包含着管理和控制的标准化,在这种标准化实施下,未来由于规模加大使得管理中的不确定性和难度降低,相应的管理成本将随着规模的上升而下降。

● **引导行业的标准:**一流的企业做标准,二流的企业做品牌,三流的企业做产品,公司已经从品牌的发展中更上一步台阶,如果公司在未来的发展中制定出能够适应于整个行业的标准,则未来发展中公司将处于一个不断领先的位置上。

产业化发展是万科提高自身要求,寻求发展成为最大的住宅供应商的重要手段,但其中仍然面临着较多的挑战,是否能够成功将取决于公司自身的发展和国家在产业政策上的支持和规范。

资金获取是公司当前的一大优势

融资渠道的增加:房地产行业融资渠道窄是制约当前行业发展的主要因素,而土地政策改变后,资金已经成了制约行业发展的第一要素(详见我们04年8月19日行业报告),万科作为地产业内的第一品牌,在融资方面具有较大的优势:

● **银行贷款的支持:**万科作为行业内第一品牌,有着20年的发展历史以及较低的负债率水平为其获取银行贷款较为容易。在当前宏观紧缩的情况下,作为优质客户,万科反而享受到融资的优待。

- **资本市场融资空间大：**万科作为最早上市的一批房地产企业，其资本市场表现一直比较平稳，业绩的良好增长使其融资能力不断增强。资本市场融资已经成为公司重要的融资渠道之一。
- **多渠道融资优势大：**公司从03年开始探索多渠道融资模式，04年与HI公司的合作打开了公司另外一种融资模式，当前公司正在同国际专业基金和资金在探求多方面的合作。

我们认为未来万科将以上模式作为融资的三大渠道，随着房地产金融的发展，未来万科的品牌价值将促进其在融资中获得更多的机会。

宏观紧缩有利于万科的快速增长

行业层面，宏观调控释放了未来供求失衡的风险：宏观紧缩的目的是为了避免行业过热，促进市场持续健康稳定发展，国家宏观调控带来的两个方面的积极作用，一是增强了行业可持续平稳发展的可能性：供求两方面看，由于对投资和土地的抑制，表明未来商品房供应量的大面积的释放的可能性大大降低了，从而表明未来市场平稳发展成为可能，而一个稳定的市场环境对行业内注重于长期发展的公司来说是比较有利的。

行业壁垒的提高和行业集中度的加强有利于万科扩大其市场份额：宏观调控带来的另外一个重要的影响是行业壁垒的提高和行业的集中度的加强：

- **行业壁垒提高：**行业壁垒提高体现在两个方面，一是行业内生存压力加大，土地成本、建材价格和融资成本在不断上升，行业利润率整体水平趋降，没有资金实力和开发实力的公司生存日益困难；另一方面是进入成本加大，在新的土地和信贷政策下，新进入这需要大量的自有资金才能进入这个行业。
- **行业集中度加强：**大量小企业存在的根源在于土地，通过各种关系和渠道以极小的代价获得土地的开发权，然后完成开发活动或者单纯的进行土地批租，以转让土地开发权获得巨额利润。当前土地政策发生改变，一大批中小企业尤其是想玩“空手道”的企业失去了生存的土壤，这样的企业退出市场是必然。

行业壁垒的提高有助于行业内平均利润水平的稳定，而集中度的加强有助于万科这样的有实力、品牌的公司在竞争中扩大其市场份额。

公司抗风险能力较强

基于以下四个方面原因，公司拥有较充裕的现金流，可以较好的应对未来市场波动对企业可能带来的风险。

- **大量的廉价土地储备：**公司目前拥有830万平方米土地储备，大部分是在03年之前获得的，相对成本较低，而公司在04年放缓了土地储备的速度，在二季度没有新增的土地储备，而三季度仅新增两个地块，较少的增量土地储备有利于公司应对当前的信贷紧缩，而原有的土地储备足以支撑公司未来三年的快速发展。
- **可转债成功发行：**公司19.9亿可转债已9月24日发行并于10月18日上市，该可转债的成功发行有助于缓解公司这几年发展的资金缺口问题，随着转债陆续转股，公司资本结构的进一步改善将有利于公司更长远的可持续发展（转债情况见表10）。

- **预售及销售情况良好:** 当前全国范围内房地产市场形势良好, 住宅价格不断上涨, 房地产公司的整体销售情况也都相应的有比较好的表现, 万科的预售和销售情况较为良好, 这对公司抵抗市场风险
- **专注于住宅市场风险较小:** 住宅需求量最大, 市场波动的风险较低, 而开发管理和操作难度最小, 专注于住宅市场是其他类物业中风险最小的。

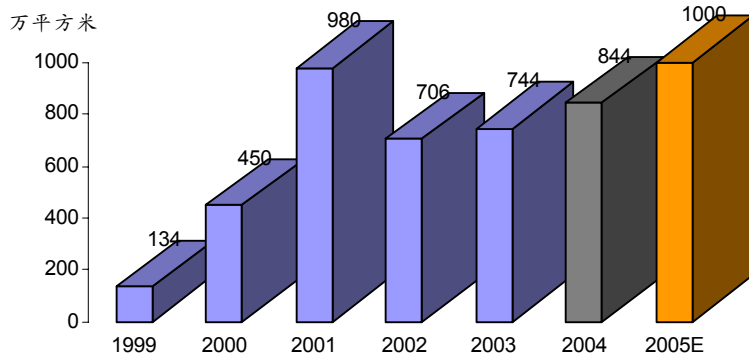
表 10: 公司转债 05 年转股情景分析

	04-12-31	05-12-31	05年底转债2一半转股	05年底转债2完全转股后
总股本	2,273,627,900	2,273,627,900	2,455,197,243	2,636,766,586
流通股本	1,576,847,700	1,576,847,700	1,758,417,043	1,939,986,386
最大可转股数			181,569,343	363,138,686
每股收益 (元)	0.38	0.50		
转股价 (元/股)				5.48
总股本扩张比例			8.0%	16.0%
流通股本扩张比例			11.5%	23.0%
总股本稀释率			7.4%	13.8%
流通股本稀释率			10.3%	18.7%
摊薄每股收益 (元)	0.38	0.50	0.46	0.43
市盈率 (*)	14.26	10.84	11.71	12.57

* 04 年 05 年盈利预测为估计, 具体的盈利调整将在近期完成

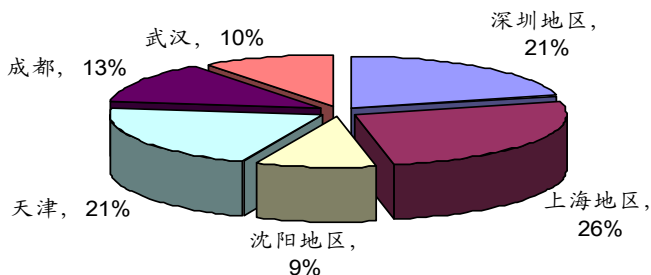
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 13: 万科 04 年底的土地储备情况



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 14: 万科土地储备构成

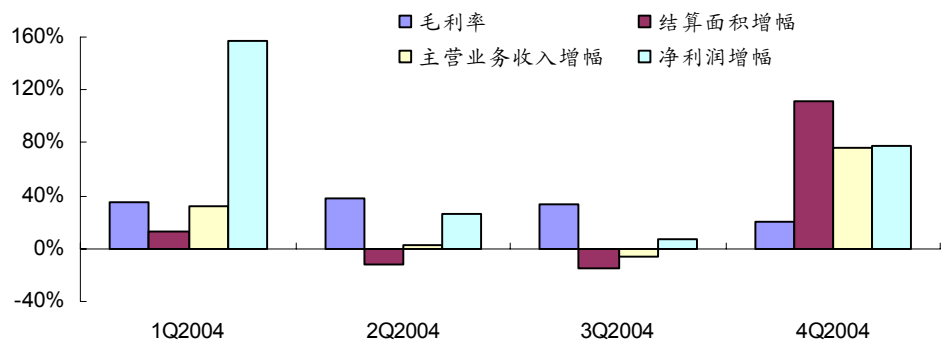


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 11: 万科各季度业绩对比

(人民币百万元)	2004E	2003	YoY%	1-3Q04	1-3Q03	YoY%	1H04	1H03	YoY%	1Q04	1Q03	YoY%
主营业务收入	8,946	6,380	40	3,475	3,265	6	2,469	2,191	13	1,031	780	32
主营业务成本	6,575	4,640	42	2,234	2,379	-6	1,564	1,576	-1	674	568	19
主营业务税金及附加	468	349		195	164		139	107		55	41	
主营业务利润	1,903	1,391	37	1,046	722	45	767	508	51	302	171	77
主营业务利润率	21%	22%		30%	22%		31%	23%		29%	22%	
其他业务利润	20	5		14	5		4	1		2	3	
营业费用	305	211	45	217	134	62	115	84		43	38	
管理费用	322	362	-11	247	221	12	167	142	17	96	75	28
财务费用	1	(1)		8	(6)		10	(4)		(1)	(2)	-66
营业利润	1,294	823	57	588	379	55	479	287	67	165	62	166
营业利润率	14%	13%		17%	12%		19%	13%		16%	8%	
投资收益	1	(7)		(8)	(3)		(7)	(2)		0	(2)	
营业外收入	11	20		8	6		3	2		2	1	
营业外支出	6	7		5	4		3	3		2	1	
税前利润	1,301	830	57	583	377	55	473	284	66	165	60	174
税前利润率	15%	13%		17%	12%		19%	13%		16%	8%	
所得税	415	264		185	102		139	75		55	21	168
少数股东权益	24	24		13	2		19	2		5	(1)	-487
净利润	863	542	59	385	273	41	315	207	52	105	41	156
净利润率	10%	8%		11%	8%		13%	9%		10%	5%	
每股盈利 (元)	0.38	0.24		0.17	0.12		0.14	0.15		0.05	0.03	156

资料来源: 公司资料 中金公司研究部

图 15: 万科各季度各项指标的增长情况


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 12: 万科各季度各项指标数据

	毛利率 %	结算面积增幅 万平方米	主营业务收入 百万元	净利润 百万元
1Q2004	35%	17.50	1,030.59	104.94
2Q2004	38%	24.14	1,438.34	209.82
3Q2004	33%	18.96	1,005.93	70.35
4Q2004	21%	79.40	5,471.27	477.65

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

04、05年盈利预测

已有的840万平方米土地储备和在建项目将有有力的支撑万科近三年可销售面积的增长；宏观体调控使得房价地价的双双上涨是万科近几年盈利增长实现的有力保障，从公司项目的分布上看，公司在05年仍然以深圳和上海为主，但由于项目分布在17个城市且均为住宅项目，所以即使房地产市场局部出现调整，万科所受到的影响仍将较小。

根据前三季度的业绩情况和项目发展计划，我们预计04年销售收入将达到89个亿，净利润达8.6亿元，每股收益接近0.38元，同比增长59%。05年销售收入预计会超过116亿元，净利润达到11个亿左右，同比增长达31%。（主要指标预测见表11、表15，04、05年主要项目情况见表15）

估值及投资建议

公司净资产值：

万科04年净资产值（NAV）为5.59元/股（表13），与当前股价有3.04%的溢价。我们也对其对价格和折现率进行了敏感性分析（表14）

表 13：公司 NAV 计算及构成

1.在建及待建项目净资产值(NAV)				
	总建筑面积 (万平方米)	比例	资产净值 (百万元)	比例
深圳	115.0	12.9%	2,370.6	19.51%
上海	112.7	12.7%	2,651.9	21.82%
北京	14.9	1.7%	392.1	3.23%
天津	187.0	21.0%	1,164.1	9.58%
沈阳	55.8	6.3%	558.1	4.59%
武汉	155.5	17.5%	1,319.7	10.86%
成都	23.0	2.6%	340.6	2.80%
长春	20.4	2.3%	190.6	1.57%
南京	26.0	2.9%	661.3	5.44%
南昌	42.0	4.7%	304.7	2.51%
广州	98.2	11.0%	1,649.2	13.57%
其他	39.7	4.5%	549.0	4.52%
小计	890.1	100%	12,152.1	100%
2.待售项目(NAV)			1,866.0	
3.投资物业(NAV)			437.5	
总计			14,455.6	
净现金			-1,745.1	
净资产值			12,710.5	
每股净资产值			5.59	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 14: NAV 对价格敏感性分析

		NAV (元/股)
保守	售价保持不变	5.12
正常	售价年3%上涨幅度	5.59
乐观	售价年5%上涨幅度	5.92

资料来源：公司资料，中金公司研究部

维持“推荐”的投资评级

公司 P/E 值低于同行业上市公司平均值，按照公司未来几年将保持 20% 以上的增长速度，我们认为给公司 05 年 18-20 倍市盈率水平是比较保守的。当前股价与我们估计的该公司的净资产值 (NAV) 有 3.04% 的折让。对于万科这样行业最知名品牌及最成熟的全国拓张的公司，在有着良好发展空间的市场内，我们认为其股价相对于其 NAV 有 20% 的溢价是合理的。我们认为 05 年的良好业绩对其股价上涨作用明显，我们维持“推荐”的投资评级。

风险提示

- 1、万科区域发展并不均衡：万科当前的发展重心在长三角和珠三角，由于历史的原因，北京区域发展较弱，基本上面临着没有后续项目的危险，而我们认为以北京为中心的环渤海区域是最具有发展潜力的，而长三角区域的市场风险较高，我们认为这种不均衡对万科抵抗市场波动风险不利。
- 2、全国性的拓展及每年 150 万平方米左右的物业开发及销售规模对公司管理能力、人才储备和资金实力有着很高的要求，节约成本、提高管理能力、培养和防止人才流失以及提高资金使用效率是公司面临的重要任务。

表 15: 万科 04、05 年结算项目列表

2004年竣工项目		2005年开竣工项目			
项目名称	竣工面积 (万平方米)	项目名称	开工面积 (万平方米)	竣工面积 (万平方米)	
上海	假日风景3期	1.6	假日风景	0.0	10.2
	四季花城1期	6.5	沪四季花城	3.7	0.0
	蓝山小城1、2期	11.9	蓝山小城	3.3	0.0
	新区南块3期	8.9			
	假日风景. 广场公寓	0.7			
	兰乔圣菲2期	2.7	兰乔圣菲	3.1	2.7
南京	金色家园3期	6.0	光明城市	8.0	7.1
南昌	四季花城5期	2.7	南昌四季花城北区	14.4	7.2
	北区1期	3.6			
无锡		魅力之城	6.6	4.2	
昆山		昆山高尔夫别墅	4.0	0.0	
	东海岸1期	4.9	东海岸	0.0	5.9
深圳		金城蓝湾	6.0	0.0	
	万科17英里1期	2.6	17英里	0.0	2.5
	华为1期	11.5	万科城	23.1	10.0
			第五园(华宇威宏)	1.1	8.5
			和乐项目	7.7	0.0
			大梅沙总部用地	8.0	0.0
广州	四季花城1期	6.1	穗四季花城	4.9	7.8
	四季花城2期	7.3	穗城市花园	9.5	8.9
			穗南湖项目	0.0	6.6
东莞	高尔夫花园	2.5	东莞城市	4.1	11.8
			高尔夫项目		
			运河东项目	11.0	0.0
中山	城市风景1期	3.4	中山城市风景	11.0	13.5
沈阳	金色家园3期	2.0	沈金色项目	0.0	3.3
	四季花城	8.0	沈四季项目	11.9	9.0
长春	上东院	4.0	长春上东区	5.8	9.3
大连			大连城花项目	7.0	13.7
鞍山	鞍山城市花园	6.1	鞍山城市花园	5.4	7.9
北京	万科星园项目	7.5	万科星园项目	0.0	2.5
	青青家园项目	6.0	青青家园项目	0.0	8.1
	西山庭院	10.0	西山庭院	2.0	4.1
天津	水晶城	6.7	水晶城	0.0	12.9
	新城东区	0.5			
	东丽湖	3.0	东丽湖	15.0	0.0
成都			西青	16.9	7.7
	城市花园4.5期	1.3	蓉城花项目	1.7	12.5
	金色家园	10.4	蓉万科新城	10.2	10.2
武汉			汉城市花园项目	19.5	9.4
	四季花城	9.6	汉四季花城	21.8	0.0
			西半岛项目		
总计	158.0		246.7	217.3	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 16: 万科企业股份有限公司财务指标

截至12月31日	2001	2002	2003A	2004E	2005E	2006E
损益表 (百万元)						
房地产开发	3,124	4,215	6,219	8,769	11,400	14,250
其他	141	159	161	177	195	214
主营业务收入合计	3,265	4,374	6,380	8,946	11,594	14,464
房地产开发	315	528	823	1,370	1,756	2,194
其他	5	5	0	0	0	0
营业利润	499	526	837	1,300	1,692	2,164
投资收益	(0)	(2)	(7)	1	2	3
税前利润	499	524	830	1,301	1,694	2,167
所得税	(115)	(127)	(264)	(415)	(540)	(691)
税后少数股东损益前利润	384	398	566	886	1,154	1,477
少数股东损益	(8)	(16)	(24)	(24)	(24)	(24)
净利润	376	382	542	863	1,131	1,453
资产负债表 (百万元)						
现金和银行存款	805	1,187	969	4,080	4,680	5,348
应收和预付帐款	551	589	572	726	849	955
可售项目	1,173	1,325	1,866	1,866	1,959	2,057
在建项目	1,189	1,721	2,461	3,445	4,134	4,961
待建项目	2,137	2,684	4,172	5,841	7,009	8,411
固定资产	525	611	434	455	501	551
短期银行借款	1,353	460	1,840	2,760	3,588	4,664
应付帐款及其他	1,519	2,463	2,848	4,475	5,310	6,242
长期负债	261	160	249	1,044	1,148	1,263
可转债		1,355	658	1,990	1,990	1,990
股东权益	3,237	3,620	4,740	6,038	6,982	8,000
总资产	6,470	6,829	9,881	14,486	17,205	20,359
现金流量表 (百万元)						
联营公司调整	(216)	2	7	(1)	(2)	(3)
开发性营运资本变动	(770)	(1,210)	(2,765)	(2,655)	(1,952)	(2,329)
营运资本变动	30	(29)	19	(164)	(123)	(107)
自由现金流	(483)	(773)	(2,090)	(1,842)	(815)	(835)
支付股利	(112)	(114)	(126)	(70)	(250)	(250)
其他	(66)	1,268	1,997	5,023	1,665	1,753
净现金变动	(196)	382	(219)	3,111	600	668
财务指标						
营业利润率	15%	12%	13%	15%	15%	15%
股息收益率	1.1%	0.9%	1.3%	2.0%	2.0%	3.5%
资产收益率	5.8%	5.6%	5.5%	6.0%	6.6%	7.1%
净资产收益率	11.6%	10.6%	11.4%	14.3%	16.2%	18.2%
净债务/股东权益	25%	22%	38%	28%	29%	32%
每股净资产	5.1	2.6	3.4	2.7	3.1	3.5
市净率	3.8	3.4	2.6	2.0	1.8	1.5

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



金地集团(600383/10.66 元)

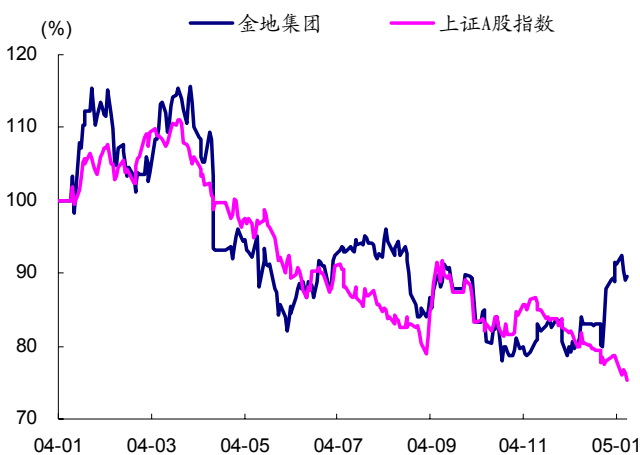
增发后投资价值显现

主要财务指标

(百万元)	2002	2003	2004E	2005E	2006E
主营业务收入	970	1,510	2,691	3,644	4,701
(+/-%)	46%	56%	78%	35%	29%
营业利润	171	254	401	540	719
(+/-%)	21%	48%	58%	35%	33%
净利润	138	165	228	302	400
(+/-%)	15%	20%	38%	32%	32%
每股盈利 (元)	0.51	0.61	0.62	0.82	1.08
(+/-%)	15%	20%	1%	32%	32%
市盈率	20.9	17.4	17.3	13.0	9.9
市净率	2.0	1.9	1.1	1.6	1.4
EV/EBITDA	14.2	15.7	11.2	10.2	8.1
净资产收益率	9.8%	10.9%	9.1%	16.4%	19.0%
现金分红收益率	2.3%	2.8%	2.8%	3.8%	5.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

近期股价表现



资料来源：彭博资讯

要点：

- **金地集团以招标方式拿地是其优势：**通过招标而不是拍卖或者挂牌方式拿地是金地集团全国扩张中采取的主要策略，通过这种方式可以以较低的价格获得相对面积较大的土地，这样可以从项目开始阶段降低开发风险；招标方式获得土地储备是公司品牌、项目前期规划和政府公关能力的综合体现，在当前土地一级开发商缺位的情况下，以招标方式拿地仍有较大的拓展空间。
- **增发的实施将对公司未来发展十分有利：**增发完成后，公司资金情况有明显好转，有利于抵抗宏观调控带来的资金风险；增发带来的资金和较低负债水平有利于公司增加土地储备，促进公司长远发展；增发提高了公司流动性，有利于看重公司长期投资价值的机构投资者持有该股票。
- **公司属于我们优先选择类型。**在未来一到两年房价不出现大幅度下跌的情况下，行业的调整有利于优良房地产企业的脱颖而出，那些增长潜力大、抗风险能力强的公司是投资选择的重点，金地集团符合这样的条件：①有品牌、较强的开发实力；②物业集中在中档住宅，这样可以较好的抵御市场波动的风险；③金地有大量土地储备，对公司近几年业绩快速增长有较好的支撑；④增发后有资金实力和较强融资能力；⑤公司物业相对分散，较好的平衡局部区域市场波动的风险。
- **04、05年盈利预测：**基于公司前三季度销售情况及项目良好的预售状况，我们上调公司04年的销售收入和利润，调整后04年销售收入接近27个亿，完全摊薄每股盈利达到0.62元；05年销售收入将达到36个亿，完全摊薄每股盈利为0.82元。
- **维持“推荐”的投资评级：**按照目前的盈利预测，公司05年完全摊薄后动态市盈率为13.0倍，公司最新的NAV估值约为12.06元/股，当前股价对其有11.6%的折让，表明公司的价值被低估，我们维持投资评级为“推荐”。

金地集团以招标方式拿地是其优势

通过招标而不是拍卖或者挂牌方式拿地是金地集团全国扩张中采取的主要策略，以招标方式拿地的主要优势是通过这种方式可以以较低的价格获得相对面积较大的土地储备，金地集团在上海嘉定和北京的亦庄等项目是比较典型的招标获得，金地以招标方式拿地主要基于其两个方面的优势：品牌、项目前期规划实力以及公司较强的公关能力。

招标方式拿地是一个双赢的模式：当地政府通过引进具有较强品牌和项目开发实力的公司，不仅可以带动区域地块的升值，而且可以较好的完成土地的一级规划工作。而对公司来说，这种方式获得的土地储备具有相对较低的成本优势，这样可以从项目开始阶段降低开发风险，并且在竞争日益激烈的市场中获得较大面积的土地储备。我们认为在当前土地一级开发商缺位的情况下，以招标方式拿地仍有较大的拓展空间。

增发后该股的投资价值显现

金地集团股价被低估

我们认为主要受到以下三个方面影响公司的价值被低估：

- 房地产行业处于敏感状态：从年初国家实行宏观调控以来，房地产行业作为调控的主要对象，一直处于风雨飘摇之中，对房地产泡沫破灭的担心和国家后续加息和其他调控手段可能出台的预期使得房地产板块整体表现较弱，另外，股市整体的低迷也对投资者的信心产生较大的打击。
- 公司的流通性问题：金地集团流通性较差使得以长线投资为基础的机构投资者很难介入，从而也影响了公司股价的表现。
- 增发的影响：由于增发数量较大，所以对盈利的摊薄作用明显。

增发的顺利实施将对公司未来发展十分有利

我们认为增发对公司的未来发展十分关键：

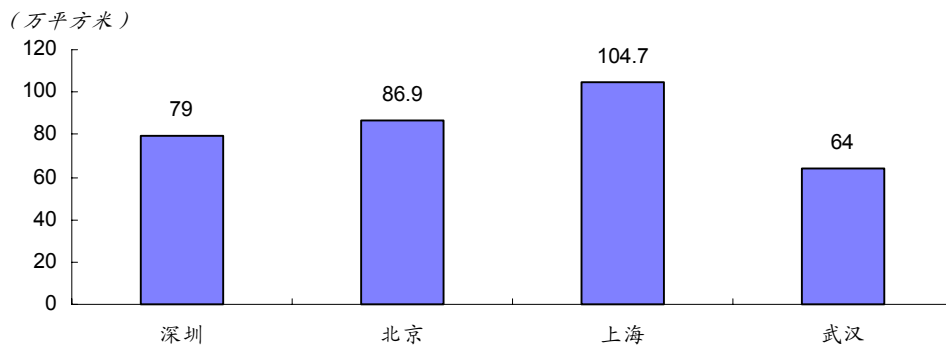
- 增发后公司的负债水平大幅度降低：由于公司在03年大幅度增加土地储备，使得公司的负债率接近70%，在国家30%自有资金的限制下，公司基本没有了借债能力，另外在信贷紧缩政策下，公司的经营风险也处于较高的水平。而增发完成后，一方面资金情况有明显好转，另外公司的负债将降至45%左右，从而打开了公司举债空间。有利于抵抗宏观调控带来的资金风险。
- 增发带来的资金有利于公司的长期发展：当前公司的土地储备在350万平方米左右，虽然可以保障近几年的快速发展，但从土地紧缩的长期政策和公司的长远发展来看，当前增加土地储备十分必要，这也是公司成为国内领先的房地产企业的最重要的因素。
- 增发后有利于公司流动性的提高：增发后公司的流通股将达到1.9亿，这样将极好的提高公司的流动性，有利于看重公司长期投资价值的机构投资者持有该股票。

公司属于行业中优先选择的类型

在未来一到两年房价不出现大幅度下跌的情况下，我们认为行业的调整中，一部分企业仍会有较好的表现，那些增长潜力大、抗风险能力强的公司依旧是投资选择的重点，金地集团符合这样的类型：

- **有品牌、较强开发实力的公司：**公司的专注于房地产项目开发和其品牌和项目运作能力较强，在未来行业调整中将受益于资金+专业的发展模式。
- **物业开发集中在住宅：**公司的物业集中在中档住宅，这样可以较好的抵御市场波动的风险。北京金地国际花园虽然属于高档住宅和写字楼项目，但由于地处 CBD，投资回报比较有保障）；
- **金地有大量土地储备的公司：**公司当前拥有土地储备 350 万平方米左右，按照每年 60 万平方米的开发量，可供 5 年开发，对公司近几年业绩快速增长有良好的支撑（见图 16）；
- **有资金实力或者较强融资能力的公司：**增发后负债率将有明显下降（资产负债率降至 45% 左右），有利于公司后续资金的获得和新增土地储备；
- **公司物业相对分散：**公司利润来源主要来自深圳、北京、上海三地，而土地储备也比较均衡，因此可以较好的平衡局部区域市场波动对公司未来业绩的影响。

图 16: 公司当前的土地储备



资料来源：公司资料，中金公司研究部

04、05 年盈利预测

基于公司前三季度销售情况及公司良好的预售状况，我们预计公司 04 年的销售收入接近 27 个亿，摊薄前每股盈利达到 0.62 元；05 年销售收入将达到 35 个亿，摊薄前每股盈利为 1.12 元。我们对公司 04、05 年及 06 年项目结算情况预测如下表 17：

表 17: 公司 04、05 及 06 年主要结算项目及金额预测

区域	项目名称	2004E		2005E		2006E	
		预计总收入 (万元)	预计利润 (万元)	预计总收入 (万元)	预计利润 (万元)	预计总收入 (万元)	预计利润 (万元)
北京	金地格林小镇	50,000	4,500				
	金地国际花园北区	90,560	6,520	67,947	5,626	3,683	265
	金地国际花园南区					50,923	4,828
	北京格林小城					73,788	8,855
上海	格林春岸	44,280	6,551				
	格林春晓(二期)	27,265	5,471	12,960	1,555		
	格林世界(一期)			57,252	4,809	104,834	8,806
	格林世界(二期)					56,610	7,925
	浦东三林			49,728	5,967	51,220	8,093
深圳	国网中心项目一期	45,220	4,949	10,660	1,167		
	国网中心项目二期			33,269	4,787	25,700	3,084
	深圳龙华项目					49,014	5,882
	东莞金地格林小城			30,282	3,634	23,393	3,696
武汉	武汉金地格林小城			37,970	4,556	39,109	5,084
合计		257,325	27,991	352,571	40,397	478,274	56,517

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

公司净资产值计算 (NAV)

公司的净资产值有一定幅度提高。我们对公司 04 年净资产值进行了重新计算, 其每股净资产值为 12.06 元(表 18), 公司的净资产值相比有了较大幅度提高, 其主要原因是各地物业价格上升幅度较大, 使得公司的土地储备价值增加明显, 例如上海格林春晓项目售价从 6500 元/平方米上升到 8300 多元/平方米, 北京的国际花园北区从 12500 元/平方米上升到 14500 元/平方米, 总的来说上海物业的价格涨幅最大。另外公司在深圳龙华项目的落实也使得公司在深圳的净资产值所占比例增至 30%。

表 18: 公司 FY04 NAV 计算及构成

在建及在售物业(NAV)				
区域	物业面积(万平方米)	比例(%)	NAV(万元)	NAV(%)
北京	86.9	26.0%	111,152	23.65%
上海	104.7	31.3%	175,966	37.44%
深圳	79.0	23.6%	139,097	29.59%
武汉	64.0	19.1%	43,823	9.32%
小计	334.6	100%	470,037	100%
2. 投资物业(NAV)			22,963	
合计			492,999	
净贷款			(46,753)	
NAV			446,247	
NAV(每股)			12.06	

注: 计算中未计入珠海 70 万平方米工业用地价值

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

情景分析表明公司的价值被低估：我们对公司未来价格走势做了如下情景分析，我们认为随着国家对土地紧缩政策的长期执行，未来建设用地价格将不断攀升，因此未来房价保守来看会保持平稳，正常来看会保持一定的升幅（表 19）。

表 19：公司净资产值的敏感性分析

		NAV值（元/股）
悲观	售价下降5%	9.18
保守	售价保持不变	10.19
正常	售价3%年增幅	12.06
乐观	售价5%年增幅	13.39

资料来源：公司资料，中金公司研究部

维持“推荐”的投资评级

基于以下原因，我们维持金地集团的投资评级为“推荐”。我们未来公司的股价有较大的上涨空间，建议大家积极参与申购。

- **公司未来业绩增长速度在20%以上，13倍05年P/E值明显偏低。**04年公司的摊薄前市盈率为12.6倍，预计公司05年市盈率为9.5倍，考虑到增发以后完全摊薄市盈率为13.0倍，对金地这样具有良好增长潜力的公司，我们认为该股票有着较大的上涨空间。
- **当前股价对公司的净资产值有11.6%的折让。**根据我们对公司当前项目和土地储备情况计算出公司的净资产值大致为12.06，我们认为对金地这样快速增长的公司其股价至少应该在其净资产值水平，因此给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示

宏观政策不确定性风险：当前仍然面临升息背景，针对房地产行业的调控政策仍有可能再出台，再次加息或调控政策的出台都将会在短期内对房地产行业上市公司股价产生负面影响。

流动性风险：南方证券持有公司流通股10.39%，而南方证券现已经被国家开发银行接管，该公司的集中持股带来公司短期内股价波动的潜在风险。

表 20: 金地主要财务指标

截至12月31日	2001A	2002	2003A	2004E	2005E	2006E
损益表 (人民币百万元)						
主营业务收入	663	970	1,510	2,691	3,644	4,701
主营业务利润	220	313	446	711	981	1,280
营业利润	141	171	254	401	540	719
税前利润	141	173	227	373	512	691
净利润	120	138	165	228	302	400
资产负债表 (人民币百万元)						
应收款项	84	289	84	84	84	84
存货	723	1,743	3,603	4,684	5,621	6,746
货币资金	1,277	768	840	1,647	857	878
固定资产	181	186	173	186	186	186
应付款项	285	1,104	1,388	1,888	2,422	2,904
短期借款	500	230	1,370	1,576	1,812	2,174
股东权益	1,275	1,413	1,511	2,508	1,849	2,101
总资产	2,270	3,076	4,819	6,720	6,867	8,013
现金流量表 (人民币百万元)						
经营活动现金流	(349)	(256)	(1,179)	(287)	(11)	(125)
投资活动现金流	(62)	(98)	(63)	(34)	(36)	(37)
筹资活动现金流	1,231	(232)	1,300	1,141	124	214
现金及现金等价物净增加额	819	(585)	58	820	77	53
期初现金及现金等价物余额	459	1,277	692	750	1,570	1,647
期末现金及现金等价物余额	1,277	692	750	1,570	1,647	1,700
财务指标						
毛利率	33%	32%	30%	26%	27%	27%
股息收益率	1.7%	2.3%	2.8%	2.8%	3.8%	5.0%
资产收益率	5.3%	4.5%	3.4%	3.4%	4.4%	5.0%
净资产收益率	9.4%	9.8%	10.9%	9.1%	16.4%	19.0%
净现金/股东权益	49%	16%	-65%	-19%	-81%	-87%
每股净资产	4.72	5.23	5.60	9.29	6.85	7.78
市净率	2.3	2.0	1.9	1.1	1.6	1.4

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



招商地产(000024/8.00元)

04年播种、06年收获

主要财务指标

(人民币百万元)	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
主营业务收入	3,854	4,839	2,742	3,063	3,949
(+/-%)	16%	26%	-43%	12%	29%
营业利润	382	480	474	520	663
(+/-%)	11%	26%	-1%	10%	27%
净利润	242	330	333	361	467
(+/-%)	38%	37%	1%	8%	30%
每股盈利(元)	0.39	0.53	0.54	0.58	0.76
(+/-%)	38%	37%	1%	8%	30%
每股股利(元)	0.12	0.10	0.13	0.17	0.21
市盈率	20.5	15.0	14.9	13.7	10.6
市净率	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10	8	11	10	9
净资产收益率	9.7%	10.6%	9.8%	9.8%	11.6%
现金分红收益率	1.5%	1.3%	1.7%	2.1%	2.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

近期股价表现



资料来源：彭博资讯

要点:

- 04年扩张 06年收获。**招商地产从04年开始快速全国扩张，目前已经在七个城市完成了土地储备，全国拓张战略初步成功，但受到开发周期的影响，这些项目将在06年逐步开始参与结算，因此06年将是公司开始收获的年份，而05年公司的盈利增长不会十分明显，我们认为公司在宏观紧缩中快速扩张表明其在房地产业务发展的决心且有利于其在当前行业竞争结构调整中占据有利的位置。
- 土地和转债计划为全国拓张打基础。**公司04年新增土地储备196万平方米、已付地价42亿元，待付地价10亿元，而05年这些项目陆续进入开工期，所以05年将是公司资金最为紧张的一年，公司计划的16.5亿可转债发行将有效的缓解公司快速扩张带来的资金压力。
- 业务模式向综合地产商转变。**招商地产与众多地产公司不同之处在于其社区运营能力很强，在一个区域内业务涵盖了城市运营的各个方面，这是公司最大的竞争优势之一，其在蛇口开发区20年的发展经验为其在漳州及其他区域再造蛇口模式打下良好的基础。
- 上调04、05年盈利预测。**房地产业务和园区供水供电业务的良好增长对主营业务收入有较好的支撑。另外，公司在管理费用、财务费用方面的下降及补贴收入上的大幅度增加也弥补了石化业务利润的缺口。预计公司04年主营业务收入同比下降43%，达27.4亿，而净利润同比增长1%，达到3.3亿，合每股0.54元。05年将在04年基础上有稳定增长，全年预计收入为31亿，盈利达到3.6亿。
- 维持“短期中性，长期推荐”的投资评级。**公司04年动态市盈率为15倍，低于同行业平均水平，相应的股价对其NAV有6%的折让，但05年盈利增长有限，且可能受到可转债增发影响，我们维持公司“短期中性，长期推荐”的投资评级。

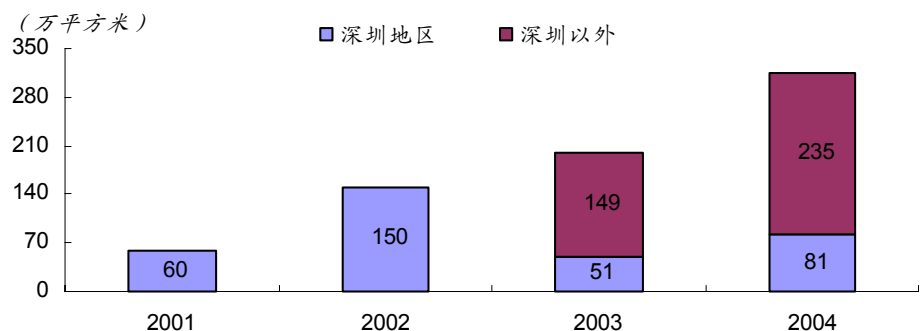
04年扩张、05年收获

公司于04年下半年加速了土地储备进程,8月25日通过拍卖获得苏州阳澄湖22.57万平方米项目地块,8月27日又通过协议转让获得重庆江北区董家溪43万平方米项目地块,而10月11日公司又成功的与万科合作获得天津西青区30万平米项目,加上公司在北京和广州番禺项目,目前已经在深圳以外的六个城市完成了300多万的土地储备(图17、图18),标志着其全国拓张初战告捷。公司在国家宏观紧缩期间加速其全国拓张,表明了公司对中国地产业前景看好以及其在地产业业务方面发展的决心,尽管当前的土地储备成本较高,但我们认为在当前行业竞争结构调整的时期,加快土地储备和全国布局的完成有利于公司在未来行业竞争中占据有利的位置。

石化业务剥离后,公司业务主要集中在地产开发、物业出租和园区供水供电三方面,剥离后公司的业务发展有了明显的改善:

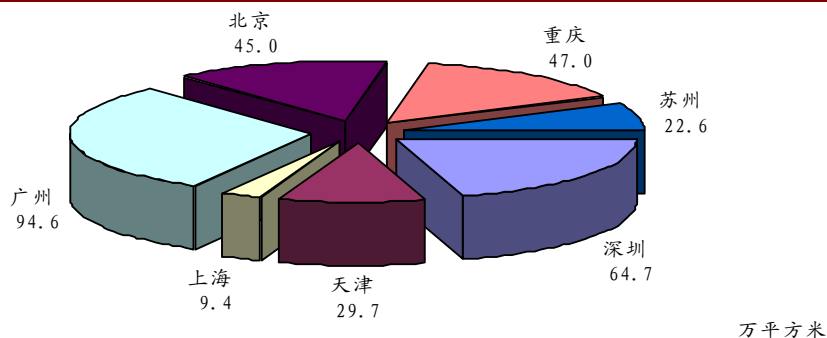
- **地产业务毛利率提高:** 受益于房价上涨,公司前三季度地产业务的毛利率从03年的25%上升到29.5%,由于蛇口地区的毛利率水平较高,所以在同行业中仍处于一个较高的毛利率水平,预计全年的毛利率水平将在高位维持(图19),未来随着公司在其他城市项目参与结算,公司的毛利率水平将会有所下降。
- **房屋租赁业务毛利率上升明显:** 公司04年前三季度房屋租赁业务毛利率达到54%,比去年的48%有了较大幅度的增长(图19),这主要归功于公司在原有项目的挖潜上获得了成功,代表性的是其海上世界的改造,预计未来公司的出租业务收入将会有不断的增长。
- **园区供电供水业务保持稳定:** 公司在园区供电供水业务每年保持在10%左右的增幅,04年前三季度毛利润率水平上升到20%,同以往分析的一样,园区供水供电将在今年和未来几年带给公司十分稳定的收益(图19)。

图 17: 公司 04 年底土地储备



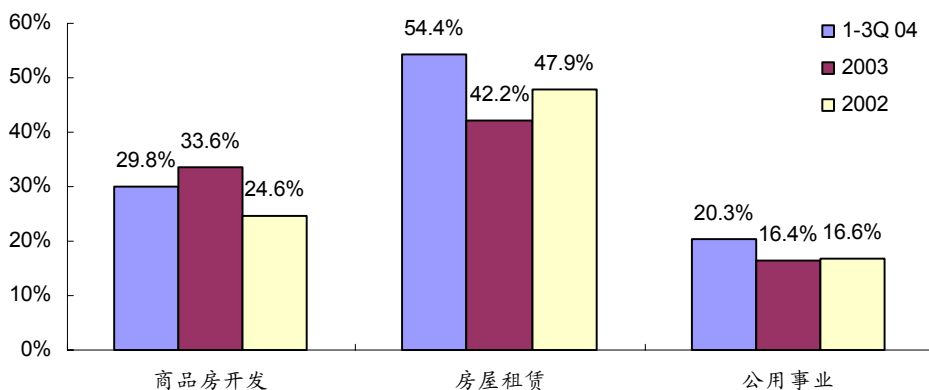
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图 18: 公司 04 年底土地储备构成



资料来源: 公司资料, 中金公司研究

图 19: 公司各分项业务毛利率变化趋势



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

土地和可转债发行计划为全国扩张打下基础

公司通过在上半年与蛇口工业区以 6.92 亿元协议转让土地 37.38 万平方米, 共计土地六块, 加上公司在三季度重庆和苏州合计招投标获得土地近 63 万平方米, 前三季度共增加土地储备 64%, 达到 293 万平方米 (图 17), 根据公司的发展计划和扩张战略, 预计全年的土地储备将超过 400 万平方米。公司土地储备的大幅度增加为公司未来几年的快速发展奠定了良好的基础, 同时也是公司成功实现全国扩张的第一步, 但同时, 大幅度的增加土地储备也增加了公司的资金压力, 从而导致了公司的负债水平从 03 年的 23% 提高了当前的 50% 左右, 为了应对资金压力, 公司拟在 05 年进行 16.5 亿的可转债增发, 我们认为可转债发行后公司的资金压力将得到一定的缓解。

业务模式向综合地产商转变

招商地产与众多地产公司不同之处在于其社区运营能力很强, 在一个大的区域内业务涵盖了城市运营的各个方面, 这是公司最大的竞争优势之一, 其在蛇口开发区 20 年的发展经验为其在漳州再造蛇口模式打下良好的基础。公司在过去及这两

年也加强了在出租物业方面的建设和经营:

- **原有租赁项目的潜力挖掘:** 新时代广场、鲸山别墅等物业继续其良好的出租收益, 鲸山别墅上半年的平均出租率达到 93.58%, 而新时代的出租率将近 90%, 这都是公司在后非典时期获得的最高出租水平。
- **开发新项目:** 蛇口海上世界的改造已经初具规模, 已经成为都市白领和外籍人士休闲娱乐的时尚场所。后续推出的太子广场是海上世界改造的第二部分, 租赁情况也十分良好。另外, 定位于跨国公司高级管理人员的深圳首家国际化服务式公寓——泰格公寓和深圳西部第一家大型 SHOPPING MALL——花园城中心的启动, 将为招商地产租赁业务的提升起到更大的作用。南山大厦的开业也将促进公司 05 年以后租赁收益的提高。

蛇口所处的位置得天独厚, 西部跨海大桥开通的带来的美好前景以及当前比较成熟的国际化人文社区必将带动该区域租赁收益的不断增长。我们认为公司在出租业务方面的发展将有效的平衡公司在全国范围的地产开发中所面临的市场风险, 另外, 出租业务也将成为公司社区化运营的重要组成部分之一, 对公司大社区建设经验的积累和获得物业长久增值和利润最大化均起到十分重要的作用。

可转债发行将缓解资金压力

公司已于 04 年通过股东大会, 拟在 05 年发行 16.5 亿可转债, 用于深圳四个项目的开发, 发行期为 5 年, 年利息、转债价格制定及赎回条款等均略优于万科 04 年转债条款。详见表 21, 我们认为公司的转债发行后的 06 年将有良好的业绩预期, 所以可留意其投资价值。

根据对公司 05 年的盈利预测, 如果在 05 年发行成功并可以转股, 则 05 年底之前完成一半转股和全部转股最多可对公司 05 年的业绩有 13.8% 和 24.3% 的摊薄作用, 相应的 05 年的市盈率将分别为 15.9 倍和 18.1 倍 (见表 21)。

表 21: 招商地产可转债发行对股价的摊薄

	04-12-31	05年底转债一半转股	05年底转债完全转股
总股本	618,822,672	718,220,262	817,617,853
流通股本	367,771,872	467,169,462	566,567,053
最大可转股数		99,397,590	198,795,181
05每股收益 (元)	0.58		
转股价 (元/股)		8.30	8.30
总股本扩张比例		16.1%	32.1%
流通股本扩张比例		27.0%	54.1%
总股本稀释率		13.8%	24.3%
流通股本稀释率		21.3%	35.1%
摊薄每股收益		0.50	0.44
市盈率 (*)		13.73	13.73
摊薄市盈率 (*)		15.94	18.14

注: 1、假设转股价为 8.30 元/股;

2、按当前股价 8.00 元/股。

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

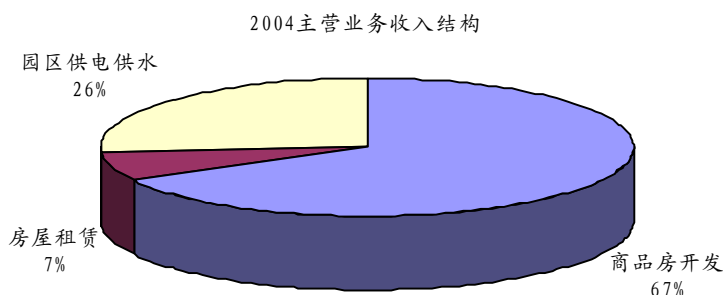
04、05 年盈利预测

虽然受到石化分销业务剥离的影响，但地产业务和园区供水供电业务的良好增长对主营业务收入有较好的支撑，另外，公司在管理费用、财务费用方面的下降及补贴收入上的大幅度增加也弥补了石化业务利润的缺口。

- 预计公司 04 年主营业务收入同比下降 43%，达 27.4 亿，而净利润同比增长 1%，达到 3.3 亿。从业务构成上看，商品房开发占到 67%，公共事业占到 26%，而房屋租赁占到 7%（图 20），利润构成上，三者分别为 64%、22% 和 14%（图 21）。
- 05 年由于参与项目结算有限，预计将在 04 年基础上有稳定增长，全年预计收入为 30.6 亿，盈利达到 3.6 亿，同比增长 8%。（04、05 年项目结算情况见表 26、表 27）

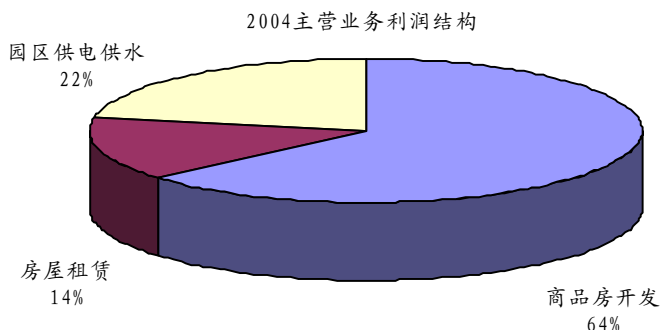
我们对公司 04 各季度各业务收入及盈利情况及 04 年全年的盈利预测详见表 28，05 年的盈利预测详见表 29。

图 20：公司 04 年主营业务收入预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 21：公司 04 年主营业务利润预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值及投资建议

净资产值 (NAV) 计算:

我们计算出 04 年末公司 NAV 值为 8.50 元 / 股(表 22), 公司项目开发中深圳项目所占比例最大, 但随着全国拓张, 深圳物业占公司总的在建及待建物业净资产值从上半年的 91% 下降到 72.8%。

我们认为我们对公司的净资产值计算并不能反映公司的真实价值, 其原因主要是在计算土地价值的时候, 没有计算其蛇口工业区和漳州开发区的土地的优先开发权。按照公司的计划, 蛇口工业区未来五年将有近 300 万平方米的项目开发面积, 这部分土地从账面上并没有反映出来, 而实际上基本属于公司的未来土地储备, 另外, 漳州开发区的用作房地产开发的土地规模十分巨大, 其价值及未来潜力也一样没有反映在我们对公司的净资产值计算中, 所以我们认为我们计算出的公司净资产值低于公司的实际价值。

我们对公司的净资产值对其物业价格上涨的敏感性进行了计算, 假设未来公司物业的售价年均涨幅为 3% 为正常状态, 而保守情况下, 其物业保持价格不变, 乐观情况下, 物业售价每年保持 5% 的增长, 则其净资产值 (NAV) 分别为 7.78 元 / 股和 9.10 元 / 股 (表 23)。

表 22: 公司 NAV 计算及构成

1. 在建及待建项目净资产值(NAV)

区域	总建筑面积 (万平方米)	比例	资产净值 (百万元)	比例
深圳	975,443	30.9%	1,955	72.8%
上海	94,244	3.0%	135	5.0%
广州	946,000	29.9%	425	15.8%
北京	315,500	10.0%	63	2.4%
重庆	469,500	14.9%	10	0.4%
苏州	225,676	7.1%	14	0.5%
天津	133,650	4.2%	82	3.0%
小计	3,160,013	63.8%	2,684	100.0%
2.待售项目(NAV)			396	
3.投资物业(NAV)			1,385	
4.园区供水供电(NAV)			1,513	
总计			5,977	
净现金			-715	
净资产值			5,261	
每股净资产值(元/股)			8.50	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 23: NAV 的价格假设

	NAV (元/股)
保守	7.78
正常	8.56
乐观	9.10

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 24: 公司的折现率计算

折现率	
债务成本	6.0%
资本成本	9.5%
负债率	33.2%
折现率	7.7%
资本成本	
R_f	4.9%
β	0.92
市场风险溢价	5%
资本成本	9.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

投资建议

我们维持招商地产“短期中性，长期推荐”的投资评级，主要基于以下原因：

- **P/E 值低于同行业上市公司平均值。**03 年公司的市盈率为 15.0 倍，按照我们的预测公司 04 年预期动态市盈率为 14.9 倍，我们认为公司 04 年市盈率水平达到 20 倍左右是比较合理的，低于行业前十五位公司的平均预期市盈率水平。但考虑到公司拟进行 16.5 亿的增发，该增发最多可能带来 24.3% 的摊薄效应。
- **当前股价将与其 NAV 值相同水平。**当前股价对其 NAV 值有 4% 的折让，我们认为其在蛇口和漳州工业区的土地优先开发权的价值没有体现在我们的 NAV 计算中，所以其股价对其 NAV 有一定的溢价是合理的。

公司 04 年由于受到石化分销业务剥离的影响，主营业务利润基本上与 03 年持平，而 05 年受到结算项目的限制，公司的业绩增幅有限，而 05 年拟发行可转债对股价仍有一定的抑制作用，我们认为公司 04 年的快速扩张将在 06 年有良好的收获，而 300 多万的土地储备和资金实力可以保障公司未来四五年的快速发展，我们维持对招商地产“短期中性，长期推荐”的投资评级，对长期持有的投资者可以关注。

风险提示

- **全国拓张的风险。**公司的从一个垄断的区域走出来，其面临的最大的挑战就是从在一个区域垄断的企业转化成为一个完全市场化的企业，其在跨地域管理、产品塑造、人才储备等一系列方面都将面临激烈的市场竞争的考验。
- **快速拓张带来的资金风险：**公司在 04 年土地储备的大幅度增加而项目收益期主要在 06 年，所以公司 05 年的资金压力将比较大，另外，公司 04 年下半年参与拍卖的土地价格较高，其项目开发的市场风险要高于一两年前储备的土地。

表 25: 截至 04 年底招商地产土地储备情况

项目	位置	所占权益	用地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	土地价格 (万元)	预计售价 (元/平方米)	预计开工日期
蛇口工业区外							
深圳新亚洲	深圳龙岗	100%	150,443	234,164	17,450	5,000	2004.10
深圳尖岗山	深圳宝安	50%	213,187	106,600	58,000	10,000	2004.12
上海松江沪亭	上海松江	100%	134,634	94,244	16,156	6,000	2004.10
番禺飞鹅岭	广州番禺	100%	743,533	946,065	66,880	5,000	2005.2
丰台六圈	北京丰台	50%	234,664	450,000			2004.12
福田区八卦岭地块	深圳福田	70%		81,756			
苏州阳澄湖地块	苏州阳澄湖	100%	225,676	225,676	33,851		2004.12
重庆董家溪地块	重庆江北区	100%	163,815	427,713	36,338		2006.10
蛇口工业区内							
虎山公寓	蛇口	100%	17,248	34,520			
半山花园二期	蛇口	100%	46,861	117,152		8,500	2004.10
半山花园一期	蛇口	100%	27,210	43,000	合计69,200		
花园城二期	蛇口	100%	25,629	50,500			2004.5
花园城三期1#地块	蛇口	100%	15,729	41,724			
花园城三期2#地块	蛇口	100%	35,736	86,900		6,500	2004.8
合计			2,034,365	2,940,014			

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 26: 公司 04 年主要结算项目情况

名称	规划建筑面积 (平方米)	2004年计划竣工面积 (平方米)	实际/预计售价 (元/平方米)	预计总销售额 (万元)	04年预计销售额 (万元)	预计结算面积 (平方米)	实际/ 预计竣工 时间
海月二期	220,367		6,200	2,696	2,426	3,913	2003.04
锦缎之滨	175,663		7,000	28,282	25,454	36,362	2003.08
彩虹之岸	161,013	161,013	6,700	107,879	64,727	96,608	2004.08
城市印象	39,636	39,636	6,200	24,574	14,745	23,782	2004.10
花园城三期1#地块	50,102	50,102	6,300	31,564	12,626	20,041	2004.12
半山.兰溪谷	124,000	92,000	9,000	82,800	66,240	73,600	2004.10
合计	1,033,039	342,751	7,323	277,795	186,217	254,306	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 27: 公司 05 年主要结算项目情况

名称	规划建筑面积 (平方米)	2004年计划竣工面积 (平方米)	实际/预计售价 (元/平方米)	预计总销售额 (万元)	05年预计销售额 (万元)	预计结算面积 (平方米)	实际/ 预计竣工 时间
彩虹之岸	161,013	161,013	6,700	107,879	43,151	64,405	2004.08
城市印象	39,636	39,636	6,200	24,574	14,745	23,782	2004.10
花园城三期1#地块	50,102	50,102	6,300	31,564	18,939	30,061	2004.12
半山.兰溪谷	124,000	92,000	9,000	82,800	17,057	24,800	2004.10
海月三期	72,500		6,500	47,125	42,413	65,250	2006.12
深圳招商花园城	224,500		4,000	89,800	44,900	112,250	2007.12
福田八卦岭	64,800		7,500	48,600	25,029	32,400	2006.12
合计	736,551	342,751	5,843	432,342	206,233	352,948	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 28: 招商地产 04 年业绩预测

(人民币百万元)	2004E	2003A	YoY%	1-3Q04	1-3Q03	YoY%	1H04	1H03	YoY%	1Q04	1Q03	YoY%
主营业务收入	2,742	4,839	-43	1,813	3,330	-46	1,184	2,116	-44	705	876	-20
商品房开发	1,817	1,453	25	739	745	-1	372	440	-16	113	138	-18
房屋租赁	186	177	5	138	131	5	91	85	7	45	102	-55
公用事业	714	649	10	515	475	8	317	294	8	151	585	-74
石化油气储运及经营	-	2,534		-	1,957		386	1,278	-70	386	47	717
其他	26	26		421	21		18	19		9	4	
主营业务成本	2,143	4,225	-49	1,445	2,892	-50	936	1,814	-48	598	750	-20
商品房开发	1,384	1,096	26	519	553	-6	259	305	-15	86	110	-22
房屋租赁	88	92	-5	63	70	-10	40	44	-8	18	67	-73
公用事业	566	514	10	410	400	2	248	246	1	111	546	-80
石化油气储运及经营	-	2,391		-	1,847	-100	374	1,203	-69	374	21	1699
其他	105	132		453	22		14	16		8	6	
主营业务税金及附加				48	48		26	29		9	9	
主营业务利润	599	613	-2	321	390	-18	222	273	-19	97	117	-17
主营业务利润率	22%	13%		18%	12%		19%	13%		14%	13%	
其他业务利润	6	6		1	1		0	1		0	0	
营业费用	24	21		21	14		13	9		6	4	
管理费用	106	118	-10	36	87	-58	32	57	-45	18	30	-41
财务费用	14	14		(4)	5		(1)	3		1	2	
营业利润	460	466	-1	268	284	-6	179	206	-13	73	81	-11
营业利润率	17%	10%		15%	9%		15%	10%		10%	9%	
投资收益	(21)	(35)		(38)	(36)		(25)	(23)		(13)	(14)	
补贴收入	33	33		33	16		33	16		10	5	
营业外收入	2	2		1	1		1	1		0	0	
营业外支出	12	24		0	1		0	0		0	1	
税前利润	462	455	1	263	264	-1	188	200	-6	69	72	-5
税前利润率	17%	9%		14%	8%		16%	9%		10%	8%	
所得税	101	96		43	46		31	41		13	15	
少数股东权益	28	28		6	18		4	13		1	5	
净利润	333	330	1	213	201	6	152	146	4	55	53	3
净利润率	12%	7%		12%	6%		13%	7%		8%	6%	
摊薄每股盈利(元)	0.538	0.534	1	0.345	0.324	6	0.245	0.236	4	0.088	0.085	3

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 29: 招商地产主要财务指标

截至12月31日	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
损益表(百万元)						
主营业务收入	3,321	3,854	4,839	2,742	3,063	3,949
主营业务成本	(2,804)	(3,339)	(4,225)	(2,143)	(2,407)	(3,133)
主营业务利润	517	515	613	599	657	816
销售及行政支出	(20)	(19)	(21)	(24)	(30)	(36)
营业利润	343	382	480	474	520	663
财务费用,净值	(27)	(4)	(0)	(14)	(31)	(37)
投资收益	(45)	(43)	(35)	(21)	(15)	(15)
税前利润	291	336	455	462	497	634
所得税	(55)	(68)	(96)	(101)	(108)	(138)
少数股东权益	(85)	(26)	(28)	(28)	(28)	(28)
净利润	175	242	330	333	361	467
资产负债表(百万元)						
流动资产						
开发中物业	1,254	1,454	1,359	1,699	1,971	2,759
已落成的待售物业	111	220	396	396	368	412
应收及其它应收	301	486	300	300	336	433
现金及银行存款	476	608	695	971	1,315	1,131
非流动资产						
固定资产净值	651	682	698	524	543	562
持有作开发的物业	29	39	19	55	55	55
长期投资	1,354	1,253	1,242	1,291	1,421	1,563
流动负债						
贷款	460	430	681	1,631	1,931	2,231
长期贷款的即期部分	-	45	-	50	50	-
应付及其他应付	683	1,404	1,067	352	396	515
应交税金	72	54	87	38	43	55
非流动负债						
长期贷款	807	282	45	5	205	405
其他长期负债	11	10	8	10	10	10
少数股东权益	-	180	205	234	262	290
股东权益	2,250	2,502	3,119	3,400	3,677	4,042
股本	476	476	516	619	619	619
储备	1,159	1,164	1,467	1,467	1,467	1,467
现金流量表(百万元)						
经营活动产生之现金流量净额	27	826	(202)	(624)	167	(278)
投资活动产生的现金流量净额	8	(50)	55	16	(215)	(227)
筹资活动产生的现金流量净额	(260)	(644)	234	885	391	321
货币资金增加额	(225)	132	87	276	344	(184)
财务指标						
毛利率	16%	13%	13%	22%	21%	21%
股息收益率	1.4%	1.5%	1.3%	1.7%	2.1%	2.6%
资产收益率	3.7%	4.6%	5.6%	4.7%	4.6%	5.3%
净资产收益率	7.8%	9.7%	10.6%	9.8%	9.8%	11.6%
净债务/股东权益	35%	6%	1%	21%	24%	37%
每股净资产	4.72	5.25	6.05	5.49	5.94	6.53
市净率	1.7	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



华侨城 A(000069/7.46 元)

旅游在爬坡，地产在收获

主要财务指标

(单位: 百万元)	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
主营业务收入	594	497	623	642	700
(+/-%)	40	(16)	25	3	9
息税折旧摊销前利润	197	137	238	252	295
(+/-%)	(25)	(30)	74	6	17
息税前利润	120	40	110	114	125
(+/-%)	(49)	(66)	172	3	10
净利润	270	230	323	532	705
(+/-%)	(34)	(15)	40	65	33
每股盈利 (元)	0.60	0.22	0.31	0.51	0.67
(+/-%)	(34)	(64)	40	65	33
净资产收益率 (%)	21.5	16.2	19.4	25.8	27.2
现金分红收益率 (%)	2.0	0.7	1.0	1.7	2.2
市盈率 (X)	12.3	34.0	24.2	14.7	11.1
EV/EBITDA (X)	20.5	63.5	36.6	34.1	28.6

资料来源：公司数据，中金公司研究部

近期股价表现



资料来源：彭博资讯

要点：

- **旅游+地产模式是公司最大的特点和优势。**华侨城是国内主题公园运营第一品牌,其四大主题公园代表着国内主题公园发展的最高水平。公司近年的业绩增长主要依靠公司参股 40% 的地产投资收益。我们认为旅游+地产模式具有大规模土地获得、业务模式互补和地块区域边际收益最大化的优势,又可以较好的规避旅游和地产单个行业的风险,我们认为凭借公司在品牌、产品塑造及区域垄断上的优势,公司未来发展潜力十分巨大。
- **向迪士尼模式发展是公司面临的巨大挑战。**虽然公司主题公园业务国内领先,但与迪士尼等世界级主题公园相比仍有巨大差距,我们认为单纯模仿迪士尼模式较难成功,只有发挥公司在内地市场、土地获得和与地产业务相结合的优势才能走出适合公司发展的成功之路。公司在北京主题公园将于 06 年开业,其成功与否将是公司全国拓张的关键。
- **低成本土地资源是公司近几年盈利快速增长的保证。**公司参股 40% 的华侨城地产在华侨城片区拥有近 180 万平方米的廉价土地储备的开发权,这些廉价的土地储备变现是公司近几年盈利的保障。华侨城地产全国拓张将带来 05 年及以后地产投资收益大幅度增加,我们认为公司专注于高端商品房具有比较明显的竞争优势。
- **04、05 年盈利预测。**预计公司 04 年三大主题公园的收入合计将达到 6.23 亿元,同比增长 25%,04 年地产投资业务收入仍然占到 70% 以上的比重,全年预计贡献 3 个亿左右;05 年将是公司业绩大幅度增长的一年,预计全年盈利将达到 5.3 亿元,同比增长可达 65%,05 年盈利增长主要来自于地产收益的增长。
- **给予“推荐”的投资评级。**预计公司 2004 年及 2005 年市盈率分别为 24 倍及 15 倍。我们采取 PE 类比分步加总估值法参考其 DCF 估值法对公司进行估值,认为该公司合理的价值应该在 05 年 18 倍市盈率,给予华侨城 A “推荐”的投资评级。

旅游+地产模式是公司最大的特点和优势

旅游+地产业务模式国内最佳

• 华侨城是国内主题公园运作的领导者，也是少数赢利的公司

从1989年模仿荷兰小人国而建成的锦绣中华，开创了国内主题公园的先河以来，华侨城在一系列的主题公园建设和运营中积累了其他公司所不具备的经验和能力，在国内大多数的主题公园亏损的情况下，公司保持了比较好的盈利状况。作为中国主题公园行业的第一品牌，公司在国内主题公园行业的竞争和发展中具有十分明显的优势。从市场现状来看，我国正处于旅游消费的初级阶段，人们花费在旅游和娱乐方面的支出将不断增加，主题公园市场潜力巨大，公司专注于主题公园开发有利于其最大优势的发挥。

• 华侨城波托菲诺项目的成功凸现了公司高档物业开发的能力

从01年天鹅堡项目开始，公司的地产业务进入了一个新的阶段，过去公司的地产开发业务并不市场化，水平较低，而天鹅堡项目的成功开发标志着公司在高档项目运作上有了较大的飞跃，我们认为公司地产项目的成功有三个方面的原因：①地产公司项目市场化的运作和努力，②华侨城片区的成熟和高档居住环境和氛围的形成，③收入的提高刺激了高档物业的需求。公司从05年开始将进入第二次飞跃阶段，其上海和北京的拓展和销售将使其地产业务走出华侨城片区、走出深圳。公司不仅从地产业绩上有大的提高，而且也成为全国性的房地产公司。由于公司专注于高档项目的开发和销售，而其强项在于环境的营造和提供高品质产品，所以在国内市场竞争中具有一定的优势。

• 华侨城的成功在于主题公园的不断创新和大型旅游休闲社区的建设

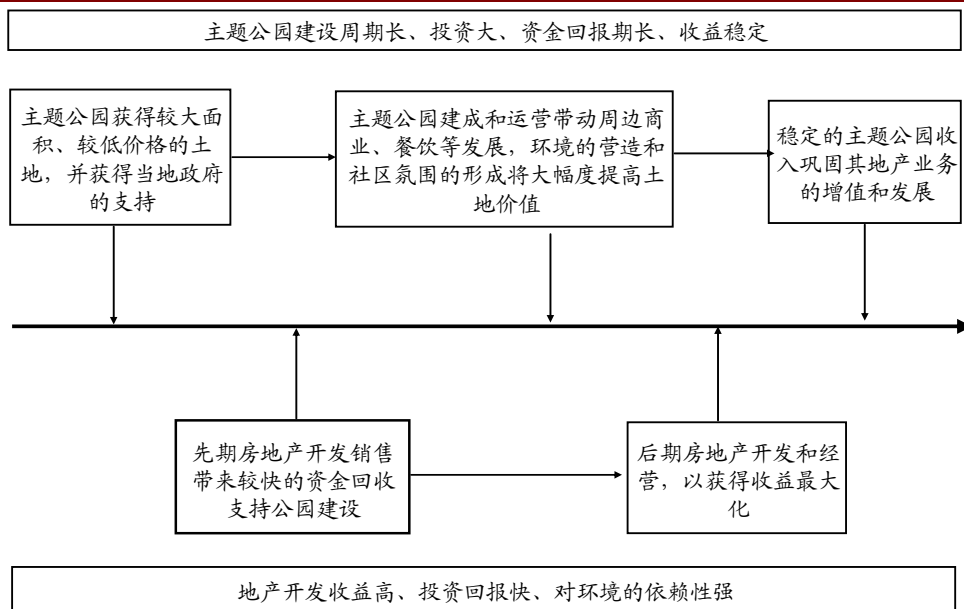
从锦绣中华到民俗文化村到世界之窗到欢乐谷，华侨城四大主题公园的成功伴随着公司不断的创新和发展。比如欢乐谷就是运用现代休闲理念和高科技成果兴建，在功能上突出了参与性、娱乐性，与原有三大主题公园形成互补。另外，为了弥补静态人造景观后续发展空间有限的缺点，公司强化了动态景观设计的开发和更新。除了四大主题公园以外，华侨城还根据大型旅游休闲社区的功能要求，陆续建设了深圳湾大酒店、海景酒店、威尼斯水景主题酒店、何香凝美术馆、暨大中旅学院、华夏艺术中心、欢乐干线高架单轨车、华侨城生态广场、华侨城高尔夫俱乐部、华侨城雕塑走廊、华侨城燕含山郊野公园等一批旅游文化项目设施，形成一个集旅游、文化、购物、娱乐、体育、休闲于一体的，面积达5平方公里的旅游之城。在这样的一个大的社区环境内，其土地价值有了明显的提升，波托菲诺项目良好盈利就是其土地价值的最直接体现。

旅游+地产模式有利于快速拓张

• **大面积土地获得优势：**土地紧缩使得建设用地的获得成本和难度越来越大，而主题公园投资由于可以带动旅游业的发展、促进环境的改善、刺激区域经济增长、创造就业机会、提升区域的影响力等比较容易获得当地政府支持的原因。华侨城作为主题公园方面的泰斗，其依靠旅游+地产模式在土地尤其是大面积土地的获得上具有别人难以获得的优势，大面积和成本低廉是其最大的受益之处，大面积的土地是规避风险获得超额利润的关键。

- **缓解资金压力:** 资金压力的缓解来自于两个方面, 低廉的土地成本和地产开发对主题公园建设周期长、投资额高的帮助; 另外, 主题公园运营的较好的现金流也可在一定程度上对地产业务开发提供支持 (见下图 22)。
- **业务模式的互补:** 房地产开发建设周期相对较短, 开发难度较小的特点, 而对资金的需求较高, 主题公园具有较为良好的现金流, 如果可能可以较好的解决地产业务现金流的问题;
- **价值最大化:** 通过主题公园的建设和运营, 能够最大程度上对地块价值进行提升, 另外有了主题公园的依托, 公司在房地产销售方面就具有一定的垄断性质, 尤其是其高档物业的定位, 这也是公司在未来竞争中的主要优势之一。

图 22: 主题公园与地产互补开发模式



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

旅游+地产的业务结构可以较好的规避市场风险

- **旅游市场风险规避:** 旅游市场受突发事件影响较为明显 (如非典), 地产开发可以在一定程度上平衡由此产生的经营风险。
- **地产市场风险规避:** 房地产开发, 尤其是高档物业的开发风险较高, 有主题公园的稳定现金流的支持, 公司可以适当放缓地产物业的开发速度, 从而在市场不好的时候规避市场波动风险。
- **现金流风险:** 不论是土地储备成本低, 还是旅游和地产资金之间的互补性, 都可以较大程度的降低现金流风险。

我们认为公司以主题公园为主业, 依靠地产物业盈利适用于国内市场, 从国际范围来看, 单凭门票收入盈利的主题公园很难生存, 地产收益 (包括酒店、商业、住宅等) 是很重要的收入来源之一。而在中国又有着十分特殊的情况, 中国人口

众多、建设用地的短缺使得拥有较好环境的高档住宅比较稀缺，因而地产物业的发展空间潜力巨大，地产物业的发展空间大是中国主题公园业有别于其它国家的最主要的优势。我们认为公司应该紧紧把握主题公园做主业，通过主题公园与地产开发的互动发展获得独特的竞争优势。

主题公园发展面临着挑战

主题公园业务国内领先，但与世界级主题公园相比仍有巨大差距

华侨城是国内最有实力的主题公园公司，其深圳的四大主题公园是国内少有的保持盈利的主题公园，公司在过去十多年的主题公园发展中积累了比较丰富的开发和管理经验，这对公司在国内拓展主题公园业务将带来较大的品牌、管理和合作的优势，但随着我国旅游产业的开放，世界级的主题公园运营商都在进入和觊觎进入中国，其中以迪士尼、环球影城、嘉年华三大国际主题公园品牌为代表。通过以迪士尼公司为主对先进的主题公园进行比较，我们认为华侨城与这些品牌相比仍有十分巨大的差距：

- **公司规模十分弱小：**迪士尼03年销售收入是华侨城2003年销售收入的451倍；净利润是华侨城的46倍，无论从企业规模和品牌影响力还有目标市场，二者根本不在一个水平线上。

表 30：华侨城与迪士尼规模差距十分明显

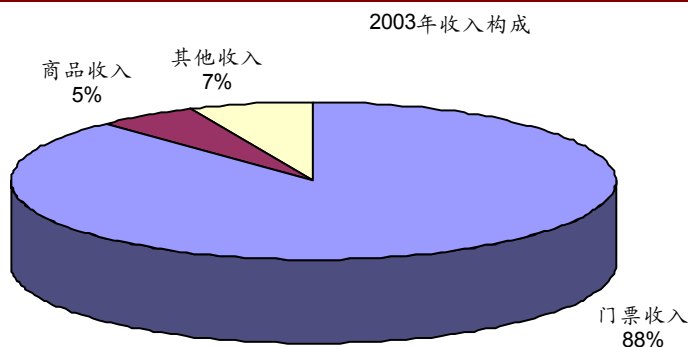
(人民币百万元)	2001	2002	2003
迪士尼公司			
销售收入	208,065	209,471	223,794
净利润	11,611	10,288	10,478
华侨城A			
销售收入	423	594	497
净利润	413	270	230
销售收入之比(*)	492	353	451
净利润之比(*)	28	38	46

资料来源：公司资料，中金公司研究部

- **投资规模较低：**我们从表 34 中看到华侨城四大主题公园的投资额基本上在 3000 万美元以下，而迪士尼和环球影响的投资额均在 10 亿美元左右。差距十分明显，从主题公园的特点来看，其服务性质使得该项产业高投入高产出的特性十分明显，投资较小是制约国内主题公园业发展的瓶颈之一。华侨城虽然领先于其他国内竞争对手，但随着竞争的加剧，投资规模将制约其竞争优势。
- **收入结构比较单一：**华侨城 2003 年收入构成中门票收入占到了总收入的 88% (图 23)，而同期迪士尼公司的收入构成中主题公园及景点收入占到 24% (图 24)，而看单一一个主题公园迪士尼世界的收入构成中，门票收入也只占到 36%。从迪士尼的收入构成来看，华侨城的收入模式需要有较大的调整，单纯依靠门票收入来维持主题公园发展难度较大。
- **传媒产业发展在初步尝试：**我们从世界三大主题公园来看，除了嘉年华(特殊

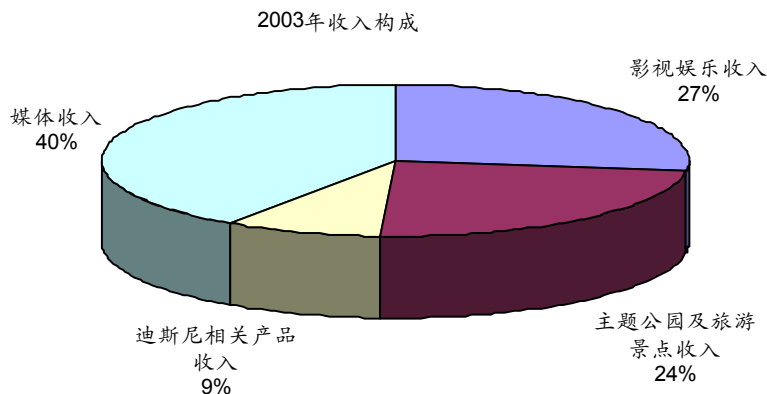
的巡回式游乐场,从规模、品牌和影响力远低于其他两大公司),迪士尼和环球影城基本上都是把媒体、影视娱乐、主题公园和主题产品综合发展,寻求最大的协同效用,以获得巨大的成功,另外,迪士尼与环球影城主题公园的成功与其传媒业的强大实力和影响力有着很密切关系。2001年11月,华侨城参股50%股权的深圳华侨城国际传媒有限公司成立,标志着公司将在传媒方面进行尝试发展。

图 23: 华侨城 03 年收入构成



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 24: 迪士尼公司 03 年收入构成



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司未来发展中所具有的优势

- **市场的广阔:** 中国是当前主题公园产业发展最大的潜在市场,这样大的市场对公司有着巨大的发展空间,公司可以寻求有别于迪士尼的差异性市场定位。从当前来看,公司的成本优势比较明显。
- **土地获得优势:** 作为国内最大的主题公园运营商,其获得大面积廉价土地的优势比较明显,从国际经验上看,土地成本一般占到主题公园总成本的30%,我们对香港迪士尼的投资拆分也证明了这一点。而华侨城在土地获得的时候拥有十分廉价的土地,如果考虑其建设用地的价值,其用于主题公园开发的土地成本在10%以下,这是公司在未来竞争中很重要的成本优势。

- **地产发展的广阔空间:** 中国与发达国家最大的区别在于人口众多而居住条件仍需大幅度改善。高档地产的持久需求是公司发展壮大独特之路。

公司主题公园拓张正处于关键时期

- **公司将以欢乐谷模式全国拓张**

自97年公司把世界之窗复制到长沙但遭到失败后,公司在主题公园为模式进行拓张方面比较谨慎,01年后在长江三峡、山东曲阜等地拓张主要是基于一些稀缺资源的获取;随着欢乐谷的成功运营,公司确定了以欢乐谷模式作为拓张的主要模式,欢乐谷模式的主要特点参与性:与锦绣中华、世界之窗等观赏性主题公园不同,欢乐谷以动态的参与性的特点来吸引顾客,欢乐谷模式的优点是:

1. 参与性客户资源具有重复性,而观赏性主题公园更多的是游客,二次以上参观的比例很小;
2. 参与性主题公园具有较好的发展前景,与自然性资源相比,人造景观相对吸引力较弱,而参与性的主题公园以文化、娱乐等方式带给人们欢乐,随着人们收入水平的提高,娱乐消费将不断增强,人们不再会满足于观赏,而更多的想参与其中。
3. 扩张模式复制可行性高,锦绣中华、世界之窗等观赏性景观在深圳的成功与深圳特定的环境有着密切的关系,而在景观资源丰富的北京和上海等其他区域很难能够获得较大的成功,而欢乐谷这类参与性、娱乐性的公园在各地都有比较好的市场潜力。

出于以上考虑,华侨城增持欢乐谷公司股权从75%增至100%,从而以欢乐谷这个品牌 and 平台进行全国拓张。另外在这个平台上,公司还可以不断加强研发、管理、市场标准的制定等工作,从而推动中国主题公园产业化进程,一流的公司做标准,华侨城作为主题公园的国内第一品牌,有能力也有责任协助制定出中国主题公园界的行业标准。

- **北京主题旅游社区开发能否成功是公司发展的关键**

2002年5月1日,华侨城集团持股49%的北京世纪华侨城实业有限公司成立,计划投资20亿元,在南磨房乡营造北京世纪华侨城旅游主题社区。其中包括约100公顷的主题公园和占地46.7公顷、总建筑面积50多万平方米的大型地产项目。该项目地产部分将于2005年开始销售,而主题公园将于2006年开业,该项目的成败对公司未来发展十分关键:

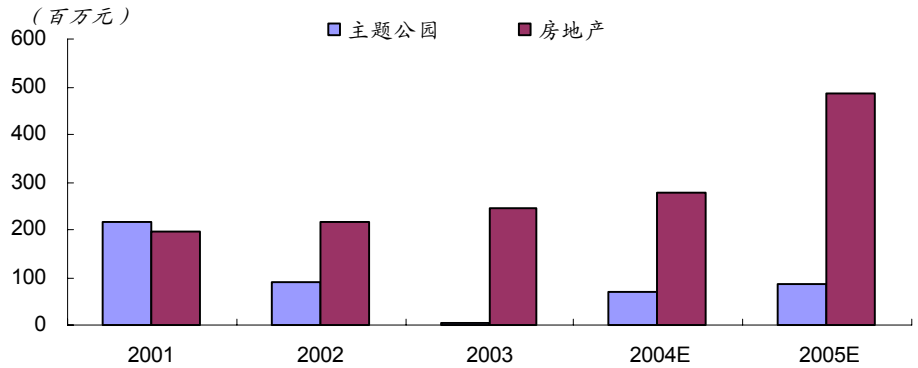
1. 这是公司以欢乐谷模式进行全国拓张的尝试,北京和上海被认为是中国最有潜力开发主题公园项目的区域,而华侨城主题公园的成功全部是在深圳,其模式能否在深圳以外的城市成功需要验证,北京有着完全不同的文化、气候、人文特点,北京项目能否成功将是公司近两年最大的考验。
2. 公司在北京的项目运作模式是地产先行,然后主题公园,这与深圳的运作模式不同,深圳的华侨城片区波托菲诺地产项目是在整个社区十分成熟的时候进行开发和销售的,而在主题公园开始运营之前进行地产开发是对公司地产开发实力的一个考验,如果成功,则意味着公司的地产开发将步上一个新的台阶。

房地产业务最具增长潜力

房地产业务是公司利润的主要贡献者

从2002年开始公司税前利润总额中房地产业务开始超过主题公园业务收入,而到了03年,受到非典的影响,公司主题公园业务基本没有收益,业绩的支撑基本上全部靠房地产业务,预计04年以后,来自房地产业务的投资收益将超过80%。

图 25: 华侨城 A 税前利润构成



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司的房地产业务未来增长有较高的保证

公司当前参股和控股下的土地储备有约 410 万平方米, 虽然总量并不是很大, 但由于这些土地储备都是极为廉价的, 所以这些项目都具有高毛利率的特点, 例如华侨城片区毛利率水平都在 50% 以上, 另外这些土地的性质基本上是以别墅为主的高档项目, 所以开发难度低、成本低, 而售价高, 这也是公司在未来实现业绩的优势之一。我们把公司当前的土地储备情况列示如下表, 并且按当前的市场状况大致估计了其可能获得的项目开发收益, 从表 31 中可以看到, 当前的土地储备足以支撑其未来五年快速发展, 如果公司按较快的发展速度(公司土地开发进度调控能力强), 则公司房地产业务的利润贡献将有惊人的增长。

表 31: 公司当前土地储备价值分析

华侨城项目情况	华侨城A所占股权比例	地块性质	总占地面积	规划可开发建筑面积(万平方米)	土地成本(亿元)	预计总利润(亿元)	股份公司可获利润(亿元)	收入实现时期
华侨城片区	50%	旅游工业建设用地	4.8平方公里	180	3.6	75	37.5	未来十年
深圳三洲田项目	50%	旅游用地	7.3平方公里	20	3.3	15	7.5	06年开始
深圳宝安尖岗山项目1	20%	建设用地	21万平米	10.6	5.28	5	1.0	05年-07年
北京世纪华侨城	40%	旅游地产建设用地	1平方公里	50	2	8	3.2	05年-08年
上海青浦地块	18%	建设用地	2.6平方公里	130	26	39	7.0	06年以后
深圳宝安尖岗山项目2	20%	建设用地	38.7万平米	19.65	16.85	6	1.2	06年-09年
合计				410.25	57.03	148	57.4	

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

专注于高端市场有明显的优势

深圳市场已经步入成熟的市场，但由于深圳土地资源的稀缺，使得深圳低密度的别墅类物业较为稀缺，未来以环境和舒适为主的别墅市场有着良好的发展空间，而华侨城环境营造的能力和较为有利的大面积土地的获得使得其市场优势十分明显；全国范围来看，行业内竞争将越来越激烈，而高端商品房市场受到行业景气度影响较小，而最高端的市场上升空间又相对较大，因而专注于高端市场有利于华侨城地产脱颖而出。

出租物业的价值上升空间很大

公司在片区内拥有 30 万平方米物业，主要有酒店、商业、写字楼等，物业出租每年收入 1 亿元左右，从公司拥有物业的位置、性质和未来发展趋势来看，其收益有着明显的上升空间，另外，在公司未来发展中，这部分物业能够提供十分稳定的现金流，从而能更好的平衡物业开发中所面临的风险。随着深圳市地铁的开通，华侨城片区的出租物业的升值空间显现。

04 年、05 年盈利预测

公司 04 年主题公园业务将有明显的增长，预计三大主题公园收入合计将达到 6.23 亿，同比增长 25%，如果剔除 03 年非典因素的影响，公司主题公园业务基本上保持平稳状态。04 年地产投资业务收入仍然占到 70% 以上的重，全年预计贡献 3 个亿左右，总体上 04 年业绩在 03 年基础上将有 40% 的增长，每股收益 0.31 元；05 年将是公司业绩大幅增长的一年，预计全年盈利将达到 5.32 亿元，折合每股收益 0.51 元，同比增长可达 65%，05 年盈利增长主要来自于地产收益增长，除天鹅堡二期 II 区正常结转外，纯水岸别墅一期将结转 1 万平方米，以及北京世纪华侨城项目一期也将结转，总体来看，05 年收益中地产业务比重将上升到 80% 左右。

给予“推荐”的投资评级

公司估值：我们认为华侨城具有比较明显竞争优势的就是旅游+地产模式，单纯搞主题公园或者单纯搞地产都会有缺陷。按照当前的情况来分析，对公司估值的时候分别考虑其不同业务，分步加总法估值结合 DCF 估值是较为合理的。

地产业务估值：当前国内 A 股市场排名前 15 位房地产公司的平均估值水平在 25 倍左右（表 10），其中我们关注的行业领先企业的估值水平在 20 倍左右，我们认为考虑其地产业务对主题公园的一定依赖性质给侨城地产业务 18 倍的市场率较为合理（已经接近世界范围内估值最低的香港中资地产股），其 05 年合理的价格为 $18 \times 0.52 = 9.36$ 元/股；

旅游业务估值：我们比较了国内上市的旅游公司，平均的市盈率水平为 40 倍（表 11），我们认为国内旅游公司的估值水平过高，我们在国际范围内进行了比较（表 12），由于与迪士尼公司具有较大的差距，所以给与侨城旅游业务估值按照旅游公司估值水平下限给予 20 倍市盈率，则旅游业务的估值为 $20 \times 0.52 = 10.4$ 元/股。

综合起来我们认为公司 05 年的合理价位为 9.62 元/股，由于两块业务的分离，我们给与一个 5% 的折扣，则最终我们得到的公司 05 年的估值应为 9.14 元。

DCF 估值:

折现率的计算采用加权资金成本(WACC),其中股权资本回报率的估算采用资本定价模型(CAPM),公式为: $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$,其中 β 系数用来衡量个股相对于市场平均的风险系数,这里取 1 倍。无风险回报率按照 10 年期国债的收益计,市场风险溢价取 5.02% (表 5)。按照以上假设计算,加权资金成本为 8.5%,我们保守取 9% 作为公司的加权资本成本。

另外,公司在 2010 年之前的收益及现金流情况如表 8 所示,且假设公司在 2010 年后永续增长速度为 1.5%,自由现金流退出倍数为 13 倍,则计算出的公司价值为每股 9.7 元(表 8)。相应的 04 年隐含 P/E 值为 31 倍。这里需要说明的是,我国人口众多,随着经济的增长人们的消费在娱乐、旅游等方面的需求越来越旺盛,未来中国的旅游产业将会有长足的发展,作为国内景点旅游业的领头者,我们对公司未来增长的估计比较保守。公司未来增长潜力将可能高于我们的假设,相应的其估值也偏于保守。

表 32: 公司 DCF 估值计算

折现率	
债务成本	6.0%
资本成本	9.0%
负债率	36.7%
折现率	7.2%
资本成本	
R_f	5.02%
β	0.79
市场风险溢价值	5%
资本成本	9.0%

资料来源:公司资料,中金公司研究部

表 33: 公司折现现金流估值计算

	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EBIT	110	114	125	144	151	159	168
(-) EBIT x 所得税率	7	7	8	9	9	10	10
(+) 折旧与摊销	128	138	169	180	191	204	217
(-) 营运资金的增加	-17	-14	-68	-71	-28	-28	-21
(-) 固定资产投资	102	-43	-66	-467	-518	-536	-553
自由现金流	147	302	421	853	879	917	949
折现现金流	147	275	348	641	600	569	536
NPV	2,970	2,695					
NPV(残值)	7,660	8,426					
净负债	-476	-320					
企业价值	10,154	10,801					
每股价值	9.70	10.32					
隐含市盈率	31.47	20.31					

资料来源:公司资料,中金公司研究部

投资建议

基于公司05年的盈利预测，目前华侨城04、05年动态市盈率分别为24和14.8倍，分步加总法估值得出公司05年的合理价位为9.14元/股。而DCF则计算出的公司价值为每股10.32元，我们按照二者的最低来衡量，公司依然有较好的上升空间，我们认为公司近几年盈利有着较好的保障，未来增长潜力巨大，可持续增长潜力看好，我们给与“推荐”的投资评级。

风险提示

- **主题公园全国拓张的风险。**公司成功运作的四大公园都是位于深圳的华侨城片区，由于深圳具有一定的特殊性，所以其欢乐谷模式在全国范围的拓张能否成功仍具有较大不确定性。
- **地产业务发展不确定性。**过去公司的地产开发也集中在侨城片区，其在北京和上海的发展能否成功也是其全国拓张过程中的风险之一；另外地产业务融资和发展模式具有不确定性，其发展方式将决定地产业务的进展速度和盈利能力。
- **母公司的战略发展对上市公司带来的不确定性。**母公司对上市公司具有绝对的控制权力，母公司作为国家直属大型国有企业，其在旅游和地产两方面业务都会得到国家的支持，其未来发展战略和如何处理其各业务之间的发展将给上市公司带来不确定因素。

表 34: 公司项目发展情况

项目公司名称	项目名称	项目投资日期	华侨城A所占股权	投资/预计投资金额 (元)
深圳锦绣中华公司	锦绣中华、民俗文化村	89年/92年	49%	13,600
深圳世界之窗	深圳世界之窗	94年	49%	13,668
深圳华侨城欢乐谷	欢乐谷	98年	100%	25,470
长沙世界之窗	长沙世界之窗	97年	25%	4,400
长江三峡旅游发展公司	三峡坝区	01年	35%	5,250
北京世纪华侨城公司	北京世纪华侨城	01年	49%	100,000
深圳华侨城三洲投资公司	深圳东部华侨城	03年	50%	300,000

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 35: 华侨城 A 财务数据

截至12月31日	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E
损益表 (百万元)						
旅游门票收入	314	442	367	478	487	536
旅游团费收入(中旅)	40	70	70	77	79	81
主营业务收入	423	594	497	623	642	700
旅游门票毛利	165	249	178	267	273	300
旅游团费毛利	5	7	6	8	8	8
主营业务毛利	272	304	219	311	321	352
营业利润	215	91	3	71	84	99
投资收益	198	217	243	277	485	655
税前利润	413	307	246	348	570	755
净利润	407	270	230	323	532	705
资产负债表 (百万元)						
货币资金	134	222	336	487	570	641
应收帐款合计	95	128	50	63	65	71
存货	3	7	12	66	73	80
长期投资	937	946	1,138	1,365	1,638	1,720
固定资产	625	996	1,018	1,073	1,130	1,493
无形资产及其它资产	53	98	432	406	380	354
短期借款	524	695	858	600	600	500
应付帐款合计	99	196	295	311	321	350
长期应付款	36	3	3	3	4	4
股东权益	984	1,258	1,421	1,663	2,063	2,593
资产合计	1,848	2,399	2,993	3,462	3,858	4,361
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流	270	212	135	232	234	320
投资活动现金流	(349)	(169)	(228)	(102)	43	66
融资活动现金流	335	45	207	20	(193)	(315)
现金及现金等价物净增加额	256	88	114	150	84	70
财务指标						
毛利率	64.4%	51.2%	44.1%	50.0%	50.0%	50.3%
营业利润率	51.0%	15.4%	0.6%	11.3%	13.2%	14.2%
净利润率	96.4%	45.5%	46.3%	51.8%	82.9%	100.7%
营业、管理费用/主营业务收入	10.8%	31.7%	36.9%	33.0%	33.0%	33.0%
净资产收益率	41.4%	21.5%	16.2%	19.4%	25.8%	27.2%
净债务/股东权益	39.6%	40.1%	36.7%	28.6%	15.5%	3.5%
每股净资产(元)	2.20	2.81	1.36	1.59	1.97	2.48
市净率(X)	3.4	2.7	5.5	4.7	3.8	3.0

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

要 点

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座6层

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴东路161号
中国招商大厦33层

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海陆家嘴东路证券营业部
中国 上海 200120
陆家嘴东路161号
中国招商大厦33层

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5879-7827

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室

电话: (86755) 8319-5000

传真: (86755) 8319-9229



中国国际金融有限公司

CICC

China International Capital Corporation Limited

<http://www.cicc.com.cn>

本报告中的信息均来自于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。