

# 资金成本下降驱动估值上升

2014 年 11 月 5 日

## 投资要点

- ❖ **银行发放按揭贷款动力不足，板块销售回款不佳。**三季度，板块销售商品，提供劳务收到的现金环比下降 4.0%，同比下降 21.2%。按揭贷款定价贵，发放速度慢，既造成了企业签约情况不佳，也使得销售回款率（回款/签约额）明显降低。三季度，四家大企业的销售回款率只有 83%，比去年同期下降了 9 个百分点。不过，930 新政之后，按揭贷款发放明显提速，我们预计四季度销售回款将比三季度出现显著环比上涨。
- ❖ **谨慎拿地，控制开发投资支出。**我们重点监测的 12 家企业在 2014 年第三季度仅新增土储总价 216 亿元（不考虑权益比，下同），其中四家大公司 154.3 亿元。这相当于四家公司销售回款的 18.7%。正常情况，企业的土地成本应占未来营业收入的 20% 以上，这说明主流公司拿地十分谨慎。所以，在三季度，板块购买商品，接受劳务支付的现金环比下降 2.0%，同比下降 13.4%。2014 年三季度板块经营性现金净流出 118 亿，是 2013 年以来经营性现金净流出最少的月份。我们预计，2014 年四季度板块经营性现金流有望实现净流入。
- ❖ **杠杆率继续提升，但趋势即将终结。**2014 年三季度，板块的净负债上升到 102.6%，有息负债率达到 34.7%，都比二季度末继续上升，并达到 2007 年以来的最高点。但我们预计，销售回款继续增长，股权融资的陆续开展，都将有效降低企业的杠杆。我们预计，2014 年四季度开始，板块将进入降杠杆率的周期。而且，本轮杠杆率的高点并不重叠企业资金成本的高点，企业资金成本正在下降，这有效化解了板块性的风险。
- ❖ **报表的盈利能力进入低谷，结算规模增长也有限，板块净利润负增长。**三季度，板块的毛利率和净利润率水平分别为 30.4% 和 9.9%，营业收入同比增长了 10.3%。由于板块盈利能力下降和营业收入增速乏力，板块整体净利润同比下降了 3.0%。
- ❖ **风险提示：**政策效果体现耗时过长的风险。
- ❖ **当期业绩增速并非地产股投资决定性因素，资金成本下行将两方面推动行业估值提升。**资金成本下行，一方面推动了购房成本的下降和需求的释放，另一方面推动了企业融资成本下降，盈利能力恢复和资产负债表风险的下降。我们认为，地产开发行业是最受益于全社会资金成本下行的行业之一。我们看好板块表现，重点关注世联行，保利地产，招商地产，万科 A，金融街等。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	NAV	EPS				PE				评级
			13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	
金地集团	7.96	8.19	0.81	0.96	1.2	1.46	9.8	8.3	6.6	5.5	增持
万科 A	9.4	11.8	1.37	1.67	1.98	2.31	6.9	5.6	4.7	4.1	买入
保利地产	5.77	12.38	1.00	1.28	1.59	1.95	5.8	4.5	3.6	3.0	买入
招商地产	13.25	21.61	1.63	2.05	2.56	2.72	8.1	6.5	5.2	4.9	买入
华侨城 A	5.51	10.67	0.61	0.74	0.91	1.13	9.0	7.4	6.1	4.9	买入
首开股份	5.78	10.45	0.57	0.76	1.00	1.20	10.1	7.6	5.8	4.8	买入
金融街	6.42	11.18	0.96	1.01	1.31	1.72	6.7	6.4	4.9	3.7	买入
中南建设	9.46	15.62	1.04	1.38	1.88	2.41	9.1	6.9	5.0	3.9	买入
荣盛发展	10.77	12.39	1.54	1.95	2.62	3.55	7.0	5.5	4.1	3.0	买入
新湖中宝	4.11	4.79	0.16	0.28	0.41	0.47	25.7	14.7	10.0	8.7	买入
滨江集团	6.99	13.00	1.04	1.34	1.62	1.81	6.7	5.2	4.3	3.9	买入

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 10 月 31 日收盘价



## 强于大市（维持）

### 中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

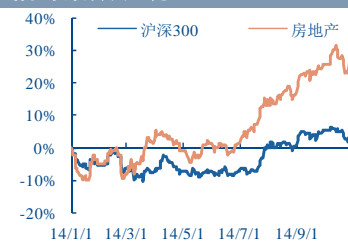
付瑜

电话：010-60836707

邮件：yufu@citics.com

执业证书编号：S1010512080008

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 相关研究

1. 房地产行业重大事项点评—政策的同与异(2014-10-30)
2. 房地产行业 2014 年 10 月跟踪报告——拐点 (2014-10-13)
3. 房地产行业 2014 年 9 月跟踪报告——适应地产新常态 (2014-9-10)



2014 年房地产行业三季报全部披露完毕，我们点评如下。

## 现金流量表分析

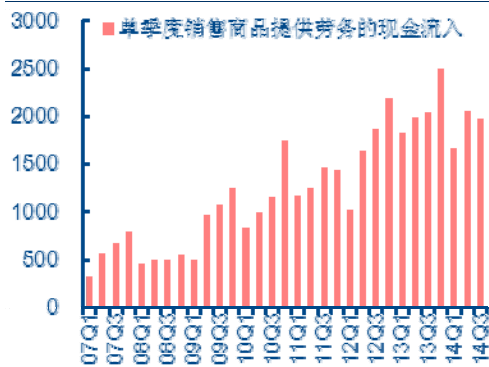
### 销售回款不佳，按揭借贷是主因

2014 年三季度，房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金 1966 亿元，环比下降 4.0%，同比下降 21.2%。（2013 年三季度销售回款环比上升 22.5%。）历史上来看，三季度应该是企业回款的高峰期，但 2014 年三季度的表现则较为一般。2014 年三季度，全国商品房销售面积和销售额的同比降幅分别为 8.2%和 8.7%。可见，A 股上市公司销售回款同比下降幅度要大于全国商品房销售额同比下降。要么是销售回款率出问题，企业销售额较高而回款不足，要么是 A 股地产上市公司普遍跑输行业。

我们统计了 2014 年三季度万科/保利/金地/招商的回款率（销售回款/销售签约），A 股大公司销售回款率比 2013 年下降。尽管这些公司在三季度的销售签约同比增长了 6.9%，可是销售回款却同比下降了 3.9%。四大公司的销售回款率从 2013 年三季度的 92%下降到了 2014 年三季度的 83%。金地集团甚至从 95%下降到了 62%。

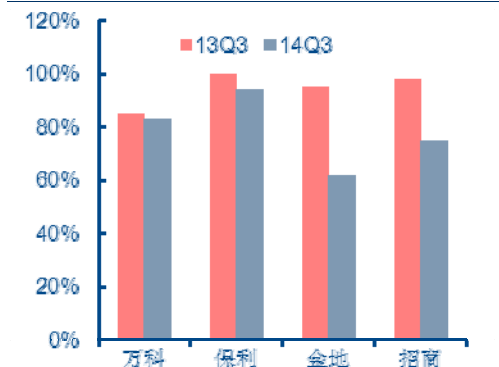
商业银行发放按揭贷款优先考虑大公司，我们认为中小公司的销售回款率并不会更好。我们有理由相信，三季度房地产板块销售商品，提供劳务收到的现金同比下降幅度快于全国商品房销售额的下降幅度，并不是因为 A 股公司表现不佳，而是因为行业的销售回款率明显下降。我们认为，全国开发企业销售回款的下降幅度（尽管统计局没有这个数据）应该会明显大于商品房销售额的同比下降幅度。

图 1：单季购买商品和劳务现金流出单位：亿元



资料来源：wind

图 2：各大公司的销售回款率



资料来源：wind

造成销售回款率很低的核心原因，是银行按揭贷款发放速度迟缓。2014 年 9 月前，尽管央行曾召开过专门会议鼓励按揭贷款发放，商业银行普遍对按揭贷款发放持消极态度。2014 年 9 月 30 日以后，随着差别化住房信贷政策调整，按揭贷款发放速度明显加快，按揭贷款加权平均利率明显下行。

表 1：各城市按揭贷款利率下调幅度估算（融 360 监测）

排序	城市	利率下降幅度	平均利率变动（9月→10月20日）
1	南京	0.37%	6.88%→6.51%
2	厦门	0.32%	6.87%→6.55%
3	佛山	0.28%	7.11%→6.83%
4	重庆	0.23%	7.57%→7.34%

5	深圳	0.23%	6.92%→6.69%
6	长沙	0.22%	6.98%→6.76%
7	武汉	0.21%	6.76%→6.55%
8	哈尔滨	0.19%	6.84%→6.65%
9	珠海	0.18%	7.14%→6.96%
10	广州	0.15%	6.90%→6.75%
11	天津	0.11%	6.58%→6.47%
12	成都	0.10%	7.25%→7.15%
13	北京	0.10%	6.45%→6.35%
14	上海	0.10%	6.64%→6.54%
15	青岛	0.09%	6.52%→6.43%
16	杭州	0.07%	6.40%→6.33%
17	无锡	0.03%	6.58%→6.55%
18	苏州	0.01%	6.84%→6.83%

资料来源：融 360

因此我们认为，在 2014 年三季度造成销售回款不佳的主要因素已经不存在，2014 年四季度销售回款较三季度预计环比将出现明显上涨。

## 以销定产，主流企业控制开发投资支出

由于销售回款同比下降，开发企业对于投资，尤其对拿地开支极为谨慎。

我们统计了万科/保利/招商/金地/新湖/荣盛/金科/华发/首开/滨江/冠城/福星在 2014 年三季度的公告拿地情况。这 12 家在 2014 年三季度公告获取土地储备的总金额为 216 亿元。其中，招保万金四家公司在三季度获取土地的总金额为 154.3 亿元（不计权益比）。这相当于四家地产公司并表销售回款口径的 18.7%。我们认为，这四家龙头公司中的任何一家，其土地成本占总房价的比例都应该在 20% 以上。而且，我们监测的这 12 家企业中，有不少企业在上一个季度没有拿地。

土地市场并没有明显的机会，主流公司拿地谨慎。今年三季度，这些公司拿地的平均楼面地价为 3541 元/股。尽管土地市场的溢价率明显下降，但流拍并不多见，一些地块根据当前市场房价来测算的 IRR 也并不是很高。地方政府并没有降低出让的底价，而一些中小企业（非上市公司）也仍然有一些拿地的热情。

表 2：12 家重点监测公司在 2014 年拿地情况一览

公司	所在城市	土地名称	用地面积 (万平方米)	容积率	建筑面积 (万平方米)	权益	总地价款	均价(元/平方米)
新湖	温州	平阳县西湾围涂区块 B09、B10 合并地块	3.5	2.6	9.1	51%	1.6	1724
新湖	温州	平阳县西湾围涂区块 B14、B15 合并地块	4.8	2.0	9.6	51%	2.2	2250
新湖	温州	平阳县西湾围涂区块 B16、B17 合并地块	4.7	2.0	9.5	51%	2.1	2250
万科	南昌	青云谱洪都项目	2.8	3.4	9.5	25%	3.8	4026
万科	嘉兴	城南路东地块项目	2.5	2.4	6.0	100%	1.3	2083
万科	乌鲁木齐	四季花城项目	18.9	3.0	56.6	49%	9.9	1756
万科	郑州	万科城项目一期后续地块	15.2	3.5	53.1	51%	12.5	2349
万科	广州	车陂北项目	1.3	3.7	4.9	25%	5.9	12082
万科	福州	三江口项目	8.0	5.2	41.2	100%	14.5	3519
荣盛	沧州	CTP-1411 号地块	9.6	2.0	19.1		2.9	1503
荣盛	临沂	2014-088 号地块	4.9	1.2	5.9		0.4	664
荣盛	神农架	林区 2014-18 号地块	11.9	0.5	6.0		0.4	750
荣盛	黄山	太平湖镇共幸村	3.3	0.8	2.6		0.1	564
荣盛	聊城	2014-63 号地块	4.2	2.9	12.1		0.2	200
金科	成都	CH16(21):2014-046	2.0	6.0	11.9		3.0	2520
金科	重庆	FL2014-03-30 号	19.0	2.0	37.9		7.6	2000

金科	无锡	苏地 2014-G-32 号	6.1	2.5	15.2		4.6	3028
金科	重庆	NC2014 让-3-6-2 隆化组团地产分区 06-1A	3.8	2.8	10.8		1.2	1072
金科	重庆	NC2014 让-3-6-3 隆化组团地产分区 07-1	4.6	2.8	12.9		1.4	1072
金科	重庆	NC2014 让-3-7-2 隆化组团地产分区 09-1	10.7	2.8	29.8		3.2	1072
金科	重庆	大渡口区中梁山组团 F 分区	6.6	2.2	14.3		2.9	1998
金地	杭州	萧山蓝爵国际西地块项目	3.0	3.3	10.1	50%	6.3	6190
金地	郑州	荥阳市赵家庄项目	5.8	3.0	17.3	51%	1.5	852
华发	武汉	P(2014)049 号地块	4.2	3.8	16.0		4.3	2705
华发	上海	浦东新区张江南区配套生活基地 A1-05 号地	4.6	2.0	9.2		23.7	25765
保利	广州	科学城开创大道地块	17.1	2.8	47.8	60%	28.6	5980
保利	郑州	高新区白杨路地块	6.8	3.5	24.0	50%	2.9	1217
保利	厦门	同安新城地块	15.3	2.1	32.6	100%	33.9	10382
保利	三亚	月川片区地块	1.7	4.5	7.7	50%	2.9	3813
保利	成都	金牛区金泉街道淳风桥社区地块	13.7	1.0	13.8	100%	8.2	5941
保利	成都	龙泉驿区大面街道地块	7.1	4.0	28.4	100%	4.5	1575
保利	南京	浦口区青奥体育公园地块	7.9	3.2	25.1	100%	17.6	7005
					610.0		216.0	3541

资料来源：各公司公告，中信证券研究部整理

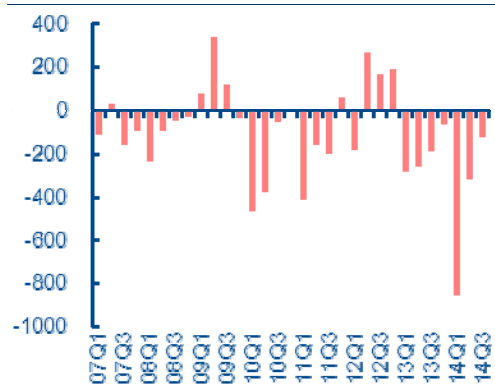
谨慎投资自然影响现金流量表购买商品，接受劳务支付的现金支出。2014 年 3 季度，A 股地产企业购买商品，接受劳务支付的现金环比下降了 2.0%，同比下降了 13.4%。

展望四季度，尽管我们预计销售回款将有明显好转，但不少企业的边际利润率实际上仍然不高。虽然企业融资成本持续下行，但可供拿地的核心城市地价并不便宜。因此，我们预计未来企业的经营性现金的支出虽然可能有环比上升，但恢复速度并不会很快。

## 现金流继续维持净流出，但收缩拿地开始体现成效

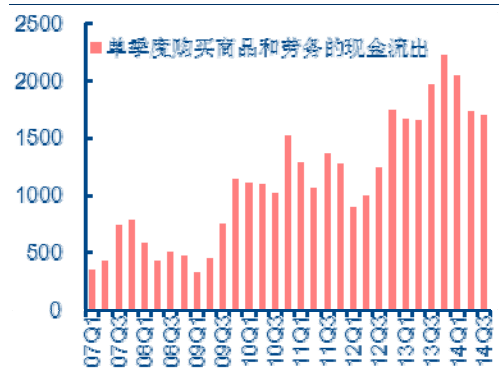
随着开发企业控制拿地和投资的节奏，单季度经营性现金流净额虽然仍为负值，但相比过去两个季度有明显的收窄。2014 年第三季度，板块经营性现金流净流出 118 亿元，是 2013 年以来经营性现金净流出最少的一个季度。我们预计，随着销售回款好转和企业控制投资，2014 年四季度起经营性现金流净额有望转正。

图 5：单季经营性现金流净额



资料来源：wind

图 6：单季度购买商品和劳务的现金流出



资料来源：wind

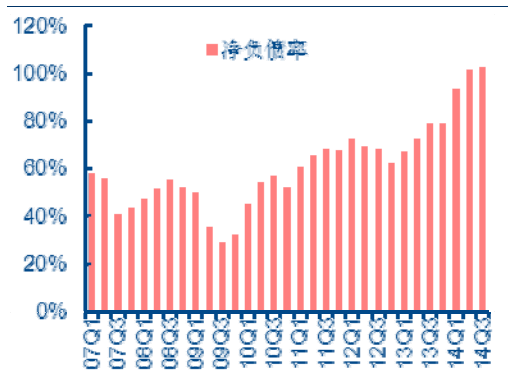
板块经营性现金流净流出的收窄，是企业杠杆率提升趋势逐渐终结的最根本原因。

## 资产负债表分析

## 杠杆率继续提升，但趋势已经近乎终结

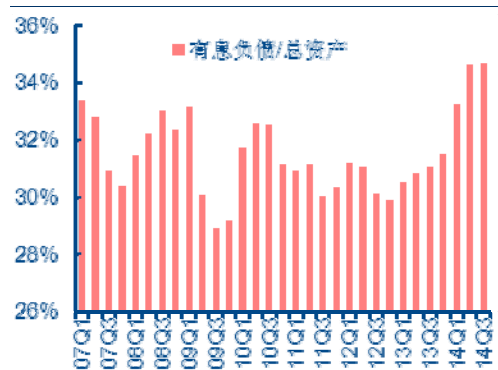
2014 年三季度末，房地产板块净负债率 102.6%，比二季度末上升超过 1 个百分点，比去年同期则大幅上升了约 24 个百分点。板块的有息负债率在今年三季度末达到了 34.7%，比二季度末上升了 0.03 个百分点，比去年同期则上升了超过 3 个百分点。从有息负债和净负债率来说，整个板块的杠杆率水平达到了 2007 年以来的最高点

图 7：板块的净负债率



资料来源：wind

图 8：板块的有息负债率



资料来源：wind

但是，三季度行业杠杆率提升的速度明显放缓。我们注意到企业在购买商品和劳务时的开支不断收缩，但销售速度却已经开始有所起色。我们认为，地产板块加杠杆的周期已经临近结束。

## 预计股权融资将进一步降低企业的杠杆

销售放量和谨慎投资，将有利于企业控制杠杆率不断提升。但促成企业杠杆率快速下降的，应该是公司股本的扩大。2007 年中期和 2009 年中期，一些龙头公司完成一次股本发行，都造成了整个板块净负债率和有息负债率的快速下降。

2011 年之后，由于境内市场股权融资窗口的关闭，A 股地产板块的杠杆率也一直处于整体上升的通道。至今为止，顺利实行增发股票的地产公司并不多。2014 年至今，地产类公司股票发行募集资金总额未超过 200 亿（包含大股东认购）。造成股本融资规模不大的原因，一是股权融资审批难度仍然较大；二是从预案公告日到增发获批的时间普遍比其他行业企业更长；三是部分企业估值阶段性较低。

表 3：2014 年前 10 月地产公司股票发行

名称	增发公告日	增发价格	预案价下	增发数量(万股)	预计募集	实际募资	发行折价	大股东是	预案公告日
迪马股份	2014-5-14	3.50		118,643.98	41.53	41.53	1.41	是	2013-8-28
天保基建	2014-5-21	4.46	4.46	31,660.00	15.50	14.12	20.64	否	2013-9-6
天业股份	2014-6-26	6.84		16,220.95	11.10	11.10	19.72	是	2013-7-17
天业股份	2014-8-5	6.30	6.16	5,870.44	3.70	3.70	30.77	否	2013-7-17
北京城建	2014-8-22	7.80	7.15	50,000.00	39.00	39.00	9.83	是	2013-8-9
华丽家族	2014-9-6	3.67	3.65	46,321.40	17.00	17.00	31.66	否	2014-4-25
迪马股份	2014-9-11	3.15	3.15	43,942.22	13.84	13.84	22.22	否	2013-8-28
中茵股份	2014-9-19	11.00	9.53	15,594.55	17.15	17.15	14.86	否	2014-8-6
莱茵置业	2014-9-24	4.45	3.00	22,921.35	10.20	10.20	24.32	是	2013-9-18
大名城	2014-9-30	6.00	5.03	50,000.00	30.00	30.00	28.40	否	2014-9-4

资料来源：wind

我们认为，这三个因素都在向着积极的方向转变。A 股地产公司一旦取得更多股权融资的机会，则我们可以看到杠杆率进一步下降。

## 杠杆顶峰并不重叠资金成本高点

企业的负债规模虽然一直提升，但企业的资金成本却在下降。到 2014 年三季度后，一些企业的公司债的发行票面利率已经下降到了 5.5%左右。银行间市场对于部分企业的开放，不仅降低了企业的资金成本，也改变了房地产企业过多依赖抵押融资的现状，丰富了房地产企业核心开发的主要内容。

表 4：地产公司现有公司债发行日期，主体评级和票面利率一览

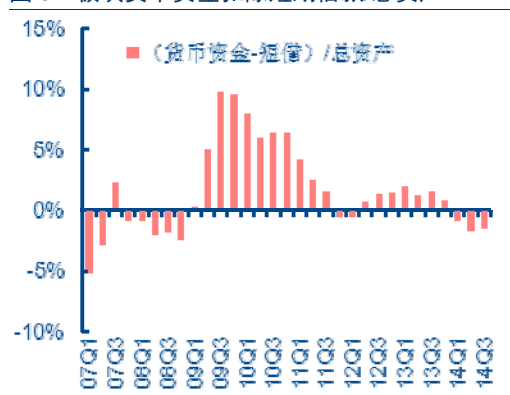
证券简称	票面利率(发行时)	起息日期	发行人最新评级
13 牡丹 01	5.40	2014-10-29	AA
14 嘉宝债	5.50	2014-10-23	AA
13 中企债	5.47	2014-10-14	AA
13 卧龙债	9.07	2014-9-23	AA-
14 凤凰债	5.65	2014-9-12	AA
14 福星 01	9.20	2014-8-26	AA
14 国贸 01	5.50	2014-8-20	AA+
14 渝发债	6.30	2014-8-12	AA
13 苏新城	8.90	2014-7-23	AA
13 天房债	8.90	2014-4-25	AA-
10 中科债	8.50	2010-2-2	A
09 东华债	8.50	2009-12-28	A+
09 新黄浦	5.90	2009-12-16	AA
09 宁高科	5.36	2009-12-8	AA
09 津滨债	7.20	2009-11-26	A
09 泛海债	7.20	2009-11-13	AA-
09 苏高新	5.50	2009-11-9	AA
09 华发债	7.00	2009-10-16	AA
09 京城建	6.80	2009-9-28	AA-
08 中粮债	6.06	2008-8-25	AA
08 新湖债	9.00	2008-7-2	AA-
08 金地债	5.50	2008-3-10	AA+

资料来源：wind

在销售回款的最低谷销售去化却不错，这说明了金融系统的逆周期操作达到了明显效果。企业受益于全社会的资金较为充裕。一些公司尽管净负债率较高，但并无流动性风险。房地产行业系统性风险随着实际利率的下降而下降。

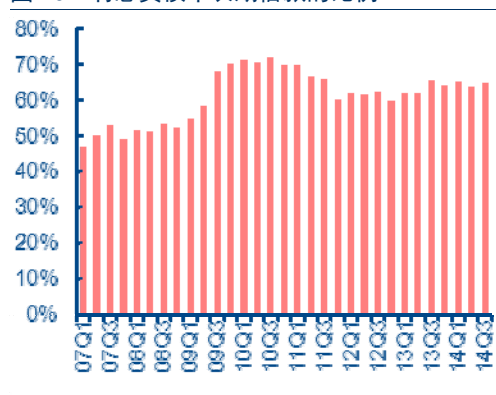
企业的货币资金和短期借款，短期借款和长期借款之间的比例也是适当的。

图 9：板块货币资金扣除短期借款/总资产



资料来源：wind

图 10：有息负债中长期借款的比例



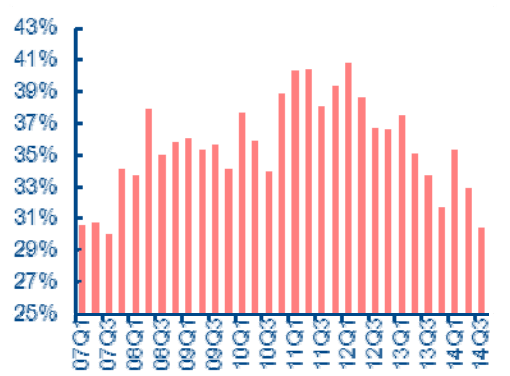
资料来源：wind

## 利润表分析

### 报表盈利水平进入低谷

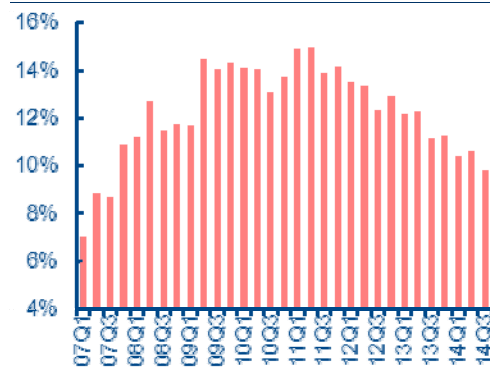
2014 年三季度报，板块的毛利率和净利润率水平分别为 30.4% 和 9.9%。板块毛利率水平比二季度下降了超过 2 个百分点，比 2013 年三季度下降了超过 3 个百分点，是 2008 年以来的最低水平。板块的净利润率 2008 年以来首次跌破 10%。

图 11：板块结算毛利率



资料来源：wind

图 12：板块的结算净利润率



资料来源：wind

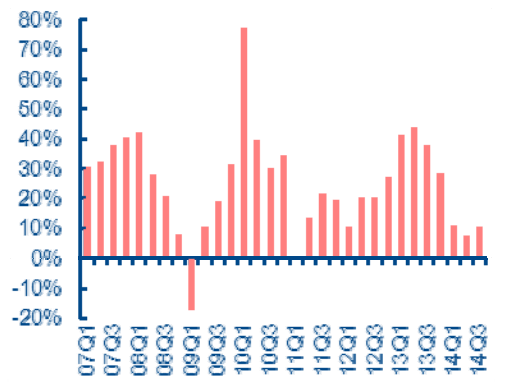
造成板块的净利润率水平下降的核心原因，一是过去一段时间资金成本和土地成本偏高，二是降价促销，三是企业未来平滑业绩增长的需要。不过百城房价指数要到 2014 年二季度才出现房价环比下降，因此造成企业毛利率下降的最重要原因可能是成本压力以及上市公司平滑业绩增速。

### 结算规模增长有限，板块净利润负增长

2014 年第三季度，板块净利润同比下降了 3.0%。板块盈利能力的下降和结算金额的不足共同造成了这一局面。当季，板块营业收入同比增速 10.3%，较 2014 年二季度增速略有恢复，但仍然明显慢于去年同期水平。板块销售回款在 2014 年三季度出现了同比明显负增长，预计未来营业收入同比增速加快的可能性并不大。不过，大量的企业面对未来行业增速可能存在的问题，也预留了相当比例的可结算资源以平滑业绩。2014 年第三季度，板块的预收款项占总资产比例达到 24.0%，比前两个季度有所上升。因此，我们认为随着未来销售情况好转，板块的净利润增速也不会长期维持在负增长状态。

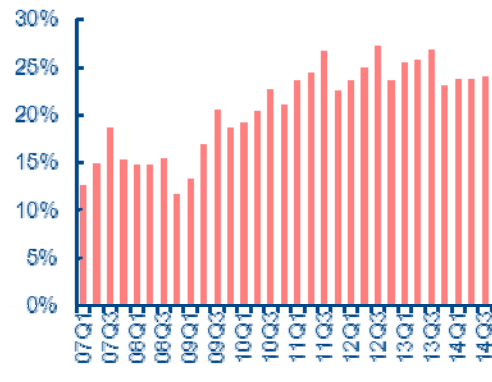


图 13: 板块营业收入的同比增长



资料来源: wind

图 14: 板块预收款项占总资产比例



资料来源: wind

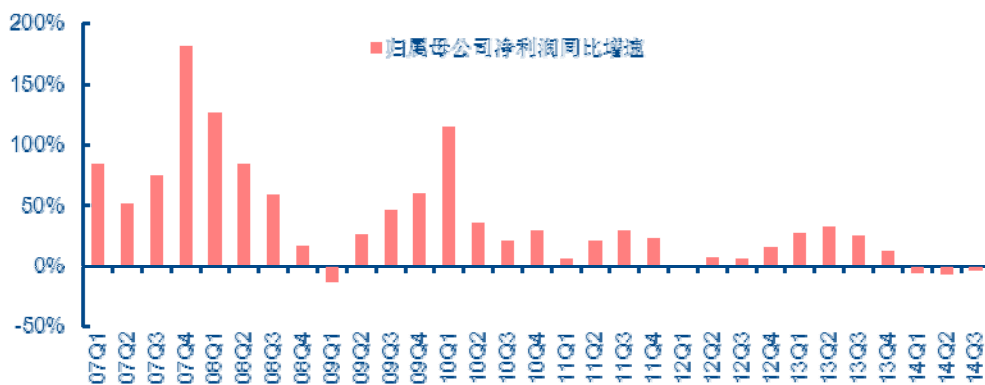
我们预计, 2014 年四季度的结算高峰, 板块的净利润增速仍有望实现正增长。

## 重视资产负债和现金流的积极变化

### 当期业绩增速并非地产股投资的决定因素

2014 年二季度开始, 由于房价的下降, 企业开始不断下调对行业的盈利预测, 资本市场也对企业未来的业绩增速逐渐转向悲观。

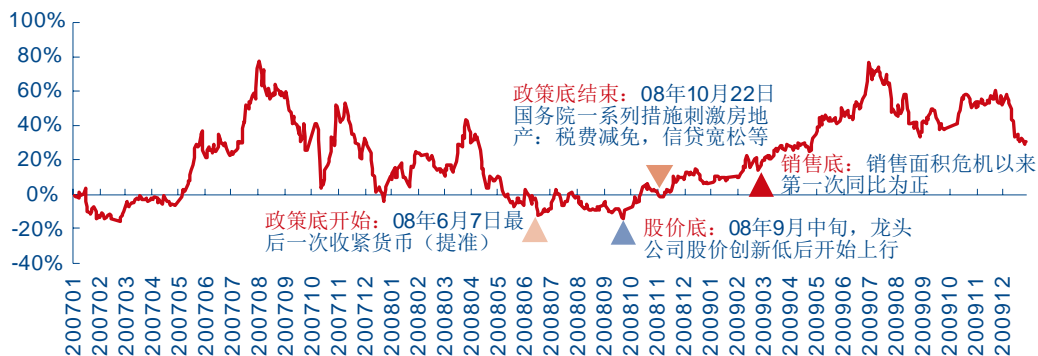
图 15: 2008 年到 2014 年, 地产企业净利润增速波动



资料来源: wind

我们并不是第一次见到地产股业绩增速的下行。在 2008 年的四季度和 2012 年的一季度, 房地产板块净利润增长就出现过明显的“失速”。不过, 这种失速并不伴随地产股估值水平的下行, 甚至往往伴随地产股估值水平的上行。这是因为, 当房价持续下跌一段时间, 在企业结算端已经感受到净利润增速下行压力时, 地产行业面临的政策环境就很有可能已经发生了变化。而这种政策环境的变化, 往往可能带来板块估值的变化。我们认为, 是板块的估值, 而不是板块的盈利水平, 是影响地产股表现的核心因素。

图 16：2008 年房地产行业周期波动政策、销量和股价的博弈（红线为房地产行业的超额收益）



资料来源：Wind，中信证券研究部总结

图 17：2011 年房地产行业周期波动政策、销量和股价的博弈（红线为房地产行业的超额收益）



资料来源：Wind，中信证券研究部总结

## 重视资金成本下行对资产负债和现金流状况的正面影响

资金成本下行对地产行业有两方面最主要的影响。第一，按揭贷款加权平均利率下降，推动销售转暖，企业经营性现金回流增加；第二，企业融资成本下降，推动企业开发成本下行，盈利能力恢复，资产负债表风险下降。

和历史上每一次周期相比，本次周期自有其独特之处。行业的调控政策，也不是简单靠地产去刺激经济增速的政策。然而，全社会资金成本的下行毕竟对于房地产行业会带来正面影响。行业的系统性风险正在下降，而中期营业收入和盈利的预期也正在改善。

表 5：08-09 年政策周期和 14-15 年政策周期的相似之处

	08-09 年	14-15 年
房价表现	房价连续下跌	房价连续下跌已经超过 5 个月，70 个大中城市没
可销售资源	可销售资源规模庞大，存货去化压力较大	可销售资源规模更为庞大，一些城市面临严重去
行政管理力度	以 90/70 等为代表的行政组合拳存在，此后限制	行政管制力度空前，企业拿地，融资，开发和销
居民杠杆率	居民杠杆率较低，商业银行担心房地产贷款风险	居民杠杆所受到管制较之以往更强，但金融当局
企业资金成本	企业资金成本较高，货币宽松政策出台后下降	企业资金成本较高，但融资成本已经开始结构性
土地市场	土地市场一度非常冷清，政策出台后逐渐好转	土地市场略有降温
代表性政策	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的	放开限购，放开符合条件的企业准入银行间市场，

资料来源：中信证券研究部整理

表 6：估值表

简称	股价	NAV	NAV 溢价	EPS				PE				评级
				13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	
<b>一线地产股</b>												
金地集团	7.96	8.19	-3%	0.81	0.96	1.2	1.46	9.8	8.3	6.6	5.5	增持
万科 A	9.4	11.8	-20%	1.37	1.67	1.98	2.31	6.9	5.6	4.7	4.1	买入
保利地产	5.77	12.38	-53%	1.00	1.28	1.59	1.95	5.8	4.5	3.6	3.0	买入
招商地产	13.25	21.61	-39%	1.63	2.05	2.56	2.72	8.1	6.5	5.2	4.9	买入
华侨城 A	5.51	10.67	-48%	0.61	0.74	0.91	1.13	9.0	7.4	6.1	4.9	买入
<b>均值</b>			<b>-33%</b>					<b>7.9</b>	<b>6.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4.4</b>	
<b>二线地产股</b>												
首开股份	5.78	10.45	-45%	0.57	0.76	1.00	1.20	10.1	7.6	5.8	4.8	买入
金融街	6.42	11.18	-43%	0.96	1.01	1.31	1.72	6.7	6.4	4.9	3.7	买入
中南建设	9.46	15.62	-39%	1.04	1.38	1.88	2.41	9.1	6.9	5.0	3.9	买入
荣盛发展	10.77	12.39	-13%	1.54	1.95	2.62	3.55	7.0	5.5	4.1	3.0	买入
新湖中宝	4.11	4.79	-14%	0.16	0.28	0.41	0.47	25.7	14.7	10.0	8.7	买入
滨江集团	6.99	13.00	-46%	1.04	1.34	1.62	1.81	6.7	5.2	4.3	3.9	买入
<b>均值</b>			<b>-33%</b>					<b>10.9</b>	<b>7.7</b>	<b>5.7</b>	<b>4.7</b>	
<b>重点覆盖公司平均</b>			<b>-33%</b>					<b>9.5</b>	<b>7.1</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>	

资料来源：wind

我们认为，地产行业仍然是全社会最受益于资金成本下行的行业之一。我们看好地产行业的表现，重点关注世联行，保利地产，招商地产，万科 A，金融街等。

## 分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### 一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2014 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

### 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

#### Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。