

房地产

2014.07.30

迎着暖风吹，抱得金秋归

评级：增持

上次评级：增持

细分行业评级

房地产开发	增持
房地产经营	增持

 侯丽科 (分析师)	 梁荣 (研究助理)	 温阳 (分析师)
 0755-23976713	 010-59312731	 021-38674876
 houlike@gtjas.com	 liangrong@gtjas.com	 wenyang010353@gtjas.com
证书编号 S0880514030004	S0880113090015	S0880513080010

本报告导读：

新盘增多+按揭改善+限购放松，有助推动销售改善，以及板块行情继续。当前基金持仓仍较低，板块向上弹性较大。维持板块增持评级。

摘要：

- **年初以来观点回顾：**我们在3月7日行业策略《纵然身处风雷雨，坚信朝阳必再遇》中明确看多板块，其后重点研究了国企改革、优先股试点、京津冀一体化、沪港通、险资举牌、限购放开等行业热点专题并持续推荐。个股方面，重点推荐了万科A、保利地产、华夏幸福、平潭发展、华业地产和金融街等。
- **站在目前时点，我们继续看多，四大理由支持我们判断：政策放松+资金改善+基本面向好+持仓低位。**
- **按揭贷款放款速度加快，有助推动签约改善；经济若持续偏弱，不排除出台定向降准、降息等宽松政策。**1) 大部分银行按揭贷款利率变化不大，但放款速度切实加快，对推动签约加快有重要作用。2) 部分银行按揭利率降低原因包括：弱经济下，不良率上升，故转向低风险按揭；按揭风险权重仅50%，且85%客户5年内提前还，盈利能力和久期均好于预期。3) 据我们宏观团队判断，若经济/地产继续下行，不排除定向降准、降息等措施出台。时间窗口在8月下旬。
- **限购放开短期影响显著，可推动一波成交高峰，中期影响逐步减弱，但中枢仍有一定提升。**1) 据网易房产等媒体报道，已有20多个城市限购政策有放松，达原来46个限购城市的一半左右。2) 明文放开的呼和浩特、济南效果明显；呼市、济南限购放开后几周的周均成交较之前一月分别上升40%、88%。3) 温州2013年限购放松后，短期成交量较正常值翻番，中期影响减弱，但成交中枢仍有提升。
- **新盘增多+按揭改善+限购放松，有助推动销售改善；预计全年销面同降2%左右。**1) 2013年下半年拿地较多，预计在2014年下半年形成可售；新盘降价促销蔓延，预计下半年去化有改善。2) 按揭贷款放款速度加快和限购放松，也都有助于推动购房需求入场。
- **板块估值位于低位，基金持仓仍较低，向上弹性大。**1) 主流公司2014年PE 7.5倍，RNAV折35%。板块PE、PB估值都处于历史低位。2) 基金持仓地产在2014年二季度末创下新低（占基金净值1.17%、占股票投资市值仅为3.48%），且地产持仓相对标准配置已连续两季度为负（2007年以来，这种状况也仅在2010年初出现过；标配为3.8%）。
- **维持行业增持评级。选股思路是顺政策周期，推荐：**1) 政策引导（区域振兴政策）：①京津冀一体化：推荐金融街（股权博弈）、华夏幸福、荣盛发展、北京城建、华业地产。②海西平潭“新秀”：平潭发展。2) 政策鼓励：推荐央企改革（招商地产、华侨城A）、万科A、保利地产（沪港通）。

相关报告

房地产：《土地市场量价齐跌，流拍略升》
2014.07.27

房地产：《北京限制产业目录出台，京津冀一体化东风又起》
2014.07.27

房地产：《按揭贷款迎来“活水”，销售平稳改善》
2014.07.27

房地产：《按揭贷款迎来“活水”，限购放开锦上添花》
2014.07.24

房地产：《销售偏淡，去库存是下半年主题》
2014.07.20

目录

1. 年初以来观点回顾.....	3
2. 市场关心两个问题解答：按揭贷款和销量走势.....	4
2.1. 按揭贷款：利率虽然改善不大，但放款速度切实加快.....	4
2.2. 下半年销量预计降幅收窄，三大因素推动销售改善.....	5
3. 估值、持仓仍位于低位，向上空间大.....	7
4. 选股思路：顺政策周期而非经济周期.....	8

1. 年初以来观点回顾

3月以来明确看多板块，对京津冀一体化、沪港通、险资举牌等做了专题研究。我们在3月7日行业投资策略《纵然身处风雷雨，坚信朝阳必再遇》中明确看多板块，其后重点研究了新型城镇化、再融资开闸、国企改革、优先股试点、京津冀一体化、沪港通、险资举牌、限购放开等行业热点专题并做持续推荐。

个股方面，重点推荐了万科A、保利地产、华夏幸福、平潭发展、华业地产和金融街。

1) 万科: 3月4日，我们发布万科A首次覆盖报告《“小股操盘”打开万科新成长空间》，开始重点推荐，并辅之以持续、紧密跟踪。4月3日发布公司更新报告《3月表现强于行业，市占率持续提升》；5月22日发布行业专题研究《绿地万科大PK》，以及公司更新《估值修复号角吹响》；6月16日《B转H取得重大进展，成功实施为大概率》；6月25日《成功B转H，估值修复空间可期》等等。

2) 保利地产: 3月9日发布报告开始重点推荐，发布报告《签约偏弱源于信贷紧，高管增持足以显信心》，看好公司成长性、受益于优先股试点。4月1日发布深度报告《高增长典范，优先股受益标的》，4月2日发布更新报告《多元拓展，多样拿地，高增可期》，6月6日《销售跑赢行业，环比继续改善可期》等等。

3) 华夏幸福: 3月2日行业报告中开始推荐华夏幸福，之后多次撰写报告，包括3月10日《硅谷设立子公司，盈利模式或有创新》、3月12日《产业集群化正当时，京津冀一体化最受益》等。

4) 平潭发展: 3月20日发布首次覆盖报告《扎根两岸家园，兑现业绩高成长》，开始独家、率先、持续推荐，看好公司“三特”属性（特殊地理位置、特殊政策、特殊定位）。之后持续跟踪，重点推荐，包括3月20日《15%所得税优惠落地，政策红利加速兑现》，4月2日《控股股东不减持承诺，彰显未来信心》，5月5日《更名顺利完成，静待政策东风》，6月3日《战略框架协议签订，自贸区龙头地位奠定》等。

5) 华业地产: 7月3日发布深度报告《蓝海或拓围，风景尤独好》，看好公司受益京津冀一体化和多元化预期。

6) 金融街: 7月15日发布深度报告《产业资本盛宴，京津冀东风正好》，明确指出公司大幅低估，看好产业资本增持前景。7月27日又发布更新报告《坐拥优质物业，畅想价值重估》等等。

2. 市场关心两个问题解答：按揭贷款和销量走势

从各家银行的情况来看，按揭贷款利率虽然改善不大，但放款速度切实加快；这对推动签约加快有重要作用。若经济/地产继续下行，不排除降息降准或定向降准等措施出台。

销售方面，年初以来销量偏弱，对地方经济增长和土地财政有影响。据网易房产等媒体报道，已有 20 多个城市出台政策放松，来推动销售改善。从明文放开限购的城市来看，限购放开短期影响显著，可推动一波成交高峰，中期影响逐步减弱，但中枢仍有一定提升。此外，下半年新盘较多，预计开发商降价促销更为普遍，可推动销售改善。

2.1. 按揭贷款：利率虽然改善不大，但放款速度切实加快

部分银行按揭贷款利率调整，行业整体未现明显松动。 1) 据《新闻晨报》报道，农业银行上海分行自 8 月 1 日起个人首套房按揭贷款商贷部分超过 200 万将实施基准利率 9.5 折。2) 根据我们银行团队的研究，全国首套房按揭贷款利率仍以基准及以上为主，折扣主要出现在一线城市的少数银行，折扣力度北京 > 上海 > 深圳。3) 近期调整按揭贷款政策的仅为农行，交通银行 7 月以来亦略有松动，但不是全行业全面放松。

整体不良上升较快、按揭贷款低风险权重较低等多方面因素导致按揭贷款有所宽松。 按揭贷款利率折扣主要为银行根据自身行为，而非监管机构指导下的全面松动。银行房贷利率松动有以下原因：①经济下行不良上升较快，部分回归风险较低的个人住房贷款业务；②按揭贷款风险权重仅 50%，以 5 年以上贷款基准利率定价而平均 85% 客户在 5 年内提前还款，按揭贷款实际利润率没想象中差。

按揭贷款放款加快确有其事，有助推动销量改善，短期无法证伪；退一步讲，即使地产销量难见起色，但经济下行明确，也不排除降息降准或定向降准等。 1) 经济下行背景下有效信贷需求减少，按揭贷款相对吸引力（低资本消耗）上升，虽然利率优惠较难全面放松，但审批进度预计将显著加快。2) 审批加快有助推动签约加快和销量改善，短期无法证伪。3) 另一方面，若地产销量改善无法持续，不排除整体或定向资金面宽松，来确保经济整体合理速度增长；而地产作为资金敏感的行业也会显著受益。

表 1: 首套房贷利率仍以基准居多

首套房贷利率最低上浮倍数	城市/银行
1.2	郑州
1.15	南昌、石家庄
1.1	成都、重庆、南宁
1.05	长春、长沙、常州、福州、广州、哈尔滨、海口、合肥、济南、苏州、厦门
1	北京、大连、贵阳、杭州、呼和浩特、兰州、南京、宁波、青岛、上海、深圳、沈阳、天津、无锡、武汉、西安
0.95	北京农行、天津 天津银行
0.9	南京建行、大连 大连银行、常州 江南银行
0.85	宁波光大银行
0.83	沈阳中行、青岛交行

数据来源: CRIC、国泰君安证券研究。

2.2. 下半年销量预计降幅收窄，三大因素推动销售改善

年初以来销量偏弱，据网易房产等媒体报道，已有 20 多个城市出台政策放松。1) 年初以来销量偏弱，我们检测的 33 个城市年初至今整体累计同比降 19%，其中一线城市降 28%，二线降 17%，三线降 6%。从统计局数据来看，上半年商品房销售面积同降 6%、销售额同降 7%。2) 房地产市场惨淡对地方经济和土地财政有明显拖累作用，为避免房地产市场进一步下滑，多地出台放松政策。据网易房产等媒体报道，目前政策有松动城市已达 20 多个；而 2011 年以来全部限购城市共计 46 个。3) 各地执行不同政策意味着政策调控走向差异化、市场化，压制房地产多年的政策打压得到逐步缓解。

表 2: 据网易房产等媒体报道，20 多个城市限购已经有所放松

城市/区域	内容要点	具体内容
天津滨海新区	放宽购房条件	据观点地产网报道，4 月 28 日，天津市相关负责人表示，只要滨海范围内无房，即可在新区购房；并将推出共有产权模式购房政策，购房人交一成首付就能先住房
无锡	购房落户条件放宽	据无锡房管局网站，5 月 1 日起，购买成套商品住宅(含二手房)、户均建筑面积达 60 平方米以上，且本市有稳定工作，准予本人、配偶和未成年子女来锡落户。之前是购房 70 平方米以上。
杭州萧山	设置购地保证金上限	据钱江晚报报道，4 月末出台政策，购地保证金设置 1000 万元上限，拆迁户鼓励货币补偿，一年内购房获补贴
南宁	购房人群范围放宽	据南宁房管局网站，从 2014 年 4 月 25 日起，广西北部湾经济区内的北海、防城港、钦州、玉林、崇左市户籍居民家庭可参照南宁市户籍居民家庭政策在南宁市购房。
安徽铜陵	契税补贴+公积金贷款条件放宽	据铜陵房管局网站，从 5 月 1 日起，年内在铜陵购买唯一住房的，可获房价 1% 的契税补贴。住房公积金贷款首付比例由 30% 降为 20%，个人贷款上限由 25 万提至 30 万，个人连续缴存期限由 6 个月放宽为 3 个月。
宁波	限购由两地核查变为一地核查	据中国广播网报道，5 月 5 日市房协会议通报宁波楼市限购政策的调整内容：从 2014 年 5 月份开始，宁波全市原来的限购政策由购房者户籍所在地和拟购房所在地两个地方同时核查，变更为仅在拟购房所在地核查。

郑州	为房贷提供政策担保	据郑州人民政府网站, 5月12日发布《郑州市个人住房置业贷款政策性担保管理办法(征求意见稿)》, 借款人申请个人住房商业银行贷款、个人住房公积金(组合)贷款, 贷款人提供担保保证时, 由住房置业政策性担保机构提供担保, 住房置业政策性担保机构收取担保服务费。
福州	全款不限购“只做不说”	据新华网报道, 5月底开始, 多家楼盘, 销售人员宣称, 福州户籍购房者, 现金一次性付款则不受到限购限制, 外地户籍购房者也可通过“补税”方式购房。
沈阳	限购放开	据凤凰房产报道, 6月10日, 上海易居房地产研究院副院长杨红旭在其新浪微博上称, 即日起, 沈阳限购取消, 本地人和外地人可购多套住宅。
呼和浩特	限购放开	根据呼和浩特房管局网站, 6月27日, 呼和浩特房地产开发监督管理局发布市政府办公厅的《通知》, 要求取消商品房销售方案备案制度, 居民购买商品住房(含二手住房)在办理签约、网签、纳税、贷款以及权属登记时, 不再要求提供住房套数查询证明。
济南	限购放开	根据济南房管局网站, 7月10日起, 济南新房与二手房限购政策将全面放开, 不管本地人还是外地人在济南买房都没有套数的限制。在济南实施了3年多的限购政策正式退出。
厦门	厦门岛外解除限购	中商情报网报道, 7月1日起, 厦门岛外限购全部解除, 购买不限套数, 且外地户口可以不用再交社保证明; 岛内, 外地户口限买1套住宅, 但也无须再交社保证明。
南昌	主城区外限购放开	据上证报报道, 7月14日, 南昌市除东湖、西湖、青山湖、青云谱四区继续限购外, 其它区域全部放开限购, 本地户口和外地户口的限购将全部放开, 购房申报材料不用再经过审核。
成都	限购放宽, 没有明文	新华网7月16日报道, “成都已取消限购”。开发商: 通知未正式下发 多套房可成功备案。虽然限购松绑但限贷依然存在。 房管局: 限购没有取消 只要备案成功就行
武汉	限购放宽, 140平以上放开	新华网报道, 7月18日开会口头传达, 19日开始放宽。1、140平米以上的住房不再纳入限购范围。2、新城区以及东湖高新开发区、武汉经济技术开发区、东湖生态风景区、武汉化工工业区这四个功能区的非本市户籍购房者, 由原来提供缴纳2年的纳税证明和社保证明, 调整为收取纳税和社保缴纳的证明材料, 不再规定缴纳时限, 近一年内有缴纳记录就可以。3、对于本科及以上学历的高学历人才, 在本市购买住房只需要提供近一年内的纳税和社保缴纳的证明材料。4、将请求银行落实首套房的优惠利率, 加大对二套房的信贷支持力度, 加大对在建商品住宅的开发贷款支持力度。公积金支持首套自住型购房需求。
长春	限购叫停	据网易房产报道, 7月19日, 在长春市执行了三年多的限购令被悄悄“叫停”, 但政府没有发布取消限购的正式文件。
苏州	90平以上限购放开	据中国新闻网报道, 苏州市住建局证实, 7月19日起, 苏州楼市的限购政策已做调整, 90m ² 以上住房全面放开, 90m ² 以下仍是按照以往政策执行。但“限贷”仍然存在。
海口	限购放开	据海南人民政府网站, 7月22日, 海口人民政府办公厅下发《关于中止执行房地产限购政策的通知》。从当天起, 海口中止执行商品房限购政策, 不再要求购房者提供住房套数证明。
西安	60平以下取消限购	据人民网报道, 7月25日起, 西安60平方米以下住房取消限购
无锡	90平以上限购放开	据新华网报道, 7月26日起取消90平米以上(含90平米)住房的限购政策, 90平米以下住房继续执行限购
石家庄	取消限购	新华网报道, 自2014年7月28日起, 石家庄将正式取消住房限购政策, 居民购房时不再提供查询证明。石家庄也将采取“只做不说”的方式来调整住房限购政策。
杭州	萧山余杭放开, 主城140平以上放开	据杭州住保房管局, 从7月29日零时起, 购买本市萧山区、余杭区住房(含商品住房、二手住房)不需提供住房情况查询记录; 购买主城区140平方米及以上住房(含商品住房、二手住房)不需提供住房情况查询记录。
贵阳	限购取消申请已上报	据新华网报道, 贵阳市住建局: 7月初已经将申请取消限购政策的文件上报到相关部门, 但是尚未通过, 具体情况还要再进行核实。

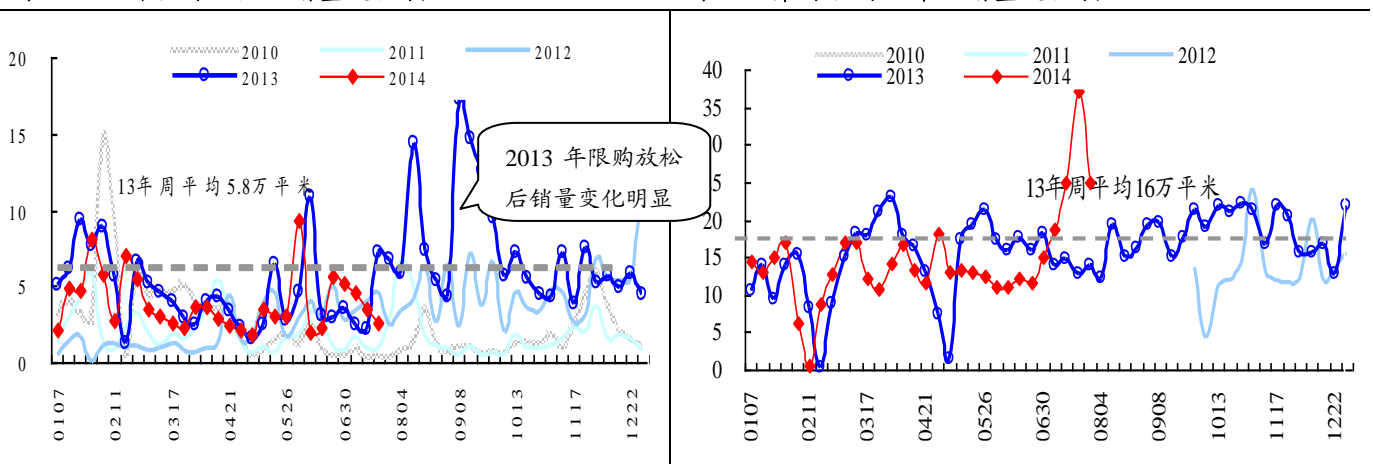
数据来源: 新华网、网易房产、各地房管局等, 国泰君安证券研究。

限购放开短期影响显著，可推动一波成交高峰，中期影响逐步减弱，但中枢仍有一定提升。呼和浩特、济南放开限购之后，效果明显；呼市、济南限购放开后几周的周均成交较之前一月分别上升 40%、88%，效果明显。库存高企之下，不排除更多城市逐步放开限购。

温州 2013 年限购放松后，短期成交量较正常值翻番，中期影响减弱，但成交中枢仍有提升。1) 温州自 2013 年 8 月 15 日起，本地户籍家庭可市区购买二套房。2) 9 月份迎来成交高峰，单周成交较 2013 年整体周均高 132%。3) 10 月之后，成交有所下降，但仍较政策出台前要高；周均较政策出台前上升 40%。4) 中期成交中枢仍有提升。进入 2014 年，温州单周成交虽较 2013 年降 33%，但较 2012 年仍升 21%；而行业（33 城市数据）2014 年周均较 2012 年则是降 12%。

图 1: 温州限购放松后销量变化明显

图 2: 济南限购放开后销量变化明显



数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

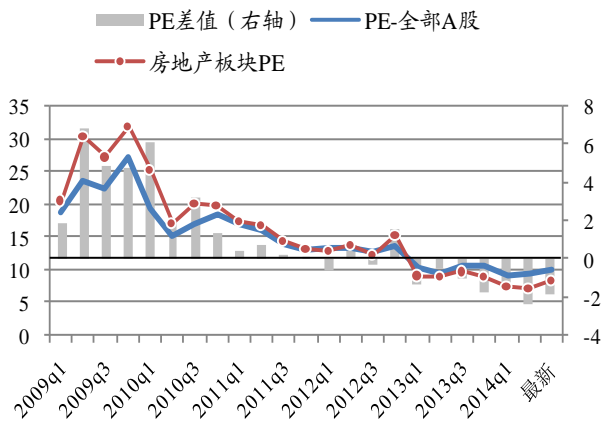
下半年预期销量同比改善，原因有三；预判全年销量同比下降 2% 左右。1) 2013 年下半年拿地较多，这部分土地在 2014 年下半年可形成可售，而通常来说，新盘降价比老盘降价更为容易；据我们了解，开发商去库存意愿较强，伴随更多促销活动，预计下半年去化和销售会有改善。2) 如前所讨论，按揭贷款放款速度加快也有助于推动销售改善。3) 限购放松对销售改善预计也有实质性效果。

3. 估值、持仓仍位于低位，向上空间大

板块估值具有安全边际：2014 年 PE 主流公司 7.5 倍，RNAV 折 35%。一线 6 倍，RNAV 折 28%；二线 8 倍，RNAV 折 40%；三线 10 倍，RNAV 折 17%；地产+X 6 倍，RNAV 折 40%；商业 PE8 倍，RNAV 折 42%。

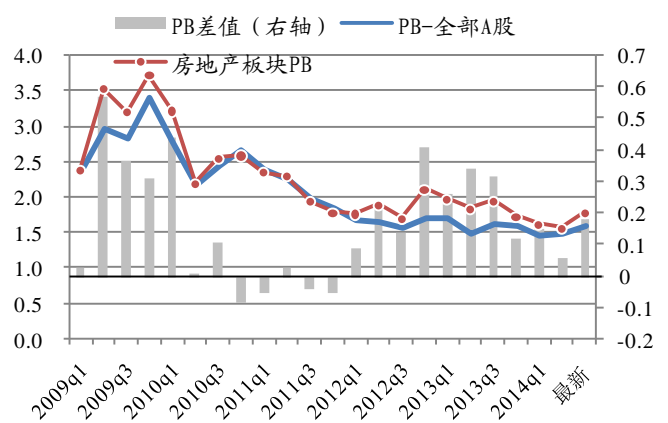
从整个板块来看，PE、PB 估值都处于低位。1) 房地产板块整体的最新动态 PE 是 8.3 倍，低于整个 A 股为 10.1 倍；从时间序列上来看，房地产板块整体估值也都处于低位。2) 从 PB 角度来看，房地产板块整体的 PB 是 1.8 倍，稍高于整个 A 股为 1.6 倍；而从时间序列角度来看，房地产板块 PB 估值处于历史低位。

图 3: 房地产板块 PE 仍处于低位



数据来源: wind、国泰君安证券研究

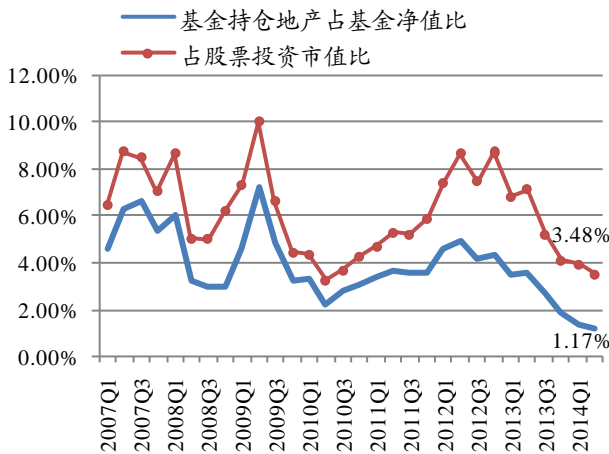
图 4: 房地产板块 PB 也处于低位



数据来源: wind、国泰君安证券研究

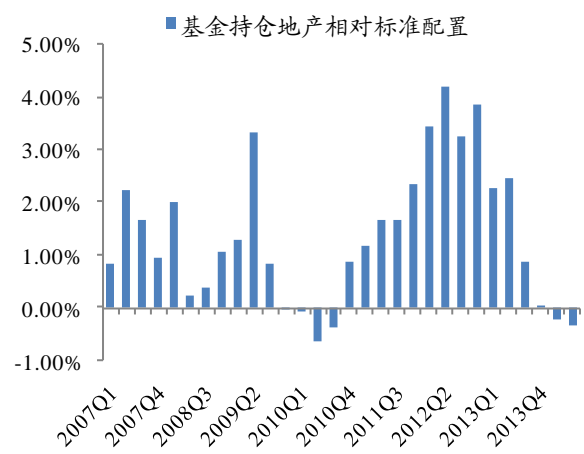
基金持仓地产在 2014 年中创下新低，且地产持仓相对标准配置已连续两季度为负。1) 2014 年二季度末，基金持仓地产占基金净值 1.17%，创 2007 年以来新低；而基金持仓地产占股票投资市值也仅为 3.48%，为 2007 年以来第二低。2) 基金持仓地产相对标准配置也已连续两季度为负，自 2007 年以来，这种状况仅在 2010 年初出现过。

图 5: 基金持仓地产在 2014 年中创下新低



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 6: 基金持仓地产相对标准配置连续两季度为负



数据来源: wind、国泰君安证券研究

4. 选股思路: 顺政策周期而非经济周期

维持行业增持评级。选股思路是顺政策周期而非顺经济周期，推荐：

1) 政策引导（区域振兴政策）：①京津冀一体化：推荐金融街（股权博弈）、华夏幸福（产业地产平台龙头）、荣盛发展、北京城建（棚改受益）、华业地产（多元化预期）。②海西平潭“新秀”：平潭发展。

2) 政策鼓励：推荐央企改革（招商地产、华侨城 A）、万科 A（H/A 溢价 36%，品牌、管理输出打开成长空间）、保利地产（沪港通）。

附表 1: 覆盖公司业绩预测及财务估值 (单位: 元, 亿股, 亿元)

分类	证券简称	7.29 股价	13A EPS	14E EPS	15E EPS	13A PE	14E PE	15E PE	PB	RNAV	溢价率	总市值	总股本	年初涨幅	投资评级
一线	万科 A	10.00	1.37	1.72	2.11	7.3	5.8	4.7	1.6	16.7	-40%	1101.5	110.2	31.4%	增持
	保利地产	6.23	1.00	1.27	1.57	6.2	4.9	4.0	1.3	9.5	-34%	667.0	107.1	17.9%	增持
	招商地产	12.88	1.63	2.06	2.55	7.9	6.3	5.0	1.2	23.3	-45%	331.8	25.8	-4.4%	增持
	金地集团	9.50	0.81	1.08	1.34	11.8	8.8	7.1	1.5	8.4	13%	424.8	44.7	44.8%	增持
	一线均值	9.65	1.20	1.53	1.89	8.0	6.3	5.1	1.4	14.5	-27%	631.3	71.9	—	—
二线	荣盛发展	11.35	1.54	2.02	2.65	7.4	5.6	4.3	2.0	14.8	-23%	215.8	18.9	15.8%	增持
	华夏幸福	29.39	2.05	2.87	3.85	14.3	10.2	7.6	5.4	32.8	-10%	379.0	13.2	46.2%	增持
	首开股份	5.35	0.57	0.91	1.21	9.3	5.9	4.4	0.9	10.6	-49%	119.9	22.4	10.7%	增持
	金科股份	8.15	0.85	1.24	1.64	9.6	6.6	5.0	1.2	19.4	-58%	94.3	11.6	2.6%	增持
	中南建设	8.57	1.04	1.50	1.90	8.3	5.7	4.5	1.3	15.5	-45%	100.1	11.7	24.1%	增持
	苏宁环球	4.72	0.24	0.41	0.53	19.8	11.6	9.0	2.3	10.1	-53%	96.4	20.4	5.4%	增持
	阳光城	11.50	0.62	0.91	1.18	18.4	12.6	9.7	3.6	12.2	-5%	120.1	10.4	24.6%	增持
	北京城建	8.95	1.20	1.65	2.18	7.4	5.4	4.1	1.2	23.2	-61%	96.0	10.7	16.1%	增持
	中华企业	5.26	0.22	0.47	0.60	24.5	11.1	8.8	1.7	6.2	-15%	98.2	18.7	-7.0%	增持
	华发股份	6.67	0.66	1.22	1.46	10.1	5.5	4.6	0.9	13.5	-51%	57.7	8.2	-7.5%	增持
	鲁商置业	3.95	0.26	0.31	0.37	15.0	12.7	10.6	2.1	10.2	-61%	39.5	10.0	2.1%	增持
		二线均值	9.44	0.84	1.23	1.60	11.2	7.7	5.9	2.0	15.3	-39%	128.8	14.2	—
三线	深振业 A	4.99	0.52	0.71	0.88	9.7	7.0	5.6	1.7	5.2	-4%	67.6	13.5	4.5%	增持
	中洲控股	11.98	0.85	0.90	1.24	14.1	13.3	9.6	1.8	14.8	-19%	57.4	4.8	-5.2%	增持
	香江控股	5.13	0.25	0.45	0.77	20.5	11.4	6.7	2.4	11.2	-54%	39.4	7.7	-5.9%	增持
	亿城投资	3.55	0.15	0.33	0.38	23.8	10.9	9.3	1.2	3.1	16%	50.8	14.3	2.7%	增持
	三线均值	6.41	0.44	0.60	0.82	14.6	10.7	7.8	1.8	8.6	-15%	53.8	10.1	—	—
地产+X	华侨城 A	5.40	0.61	0.75	0.94	8.9	7.2	5.7	1.5	14.5	-63%	392.7	72.7	3.4%	增持
	中天城投	6.08	0.84	1.05	1.40	7.2	5.8	4.3	2.3	13.7	-56%	78.3	12.9	11.1%	增持
	福星股份	7.02	0.94	1.22	1.41	7.4	5.7	5.0	0.7	13.3	-47%	49.9	7.1	1.6%	增持
	冠城大通	6.87	1.07	1.36	1.64	6.4	5.1	4.2	1.7	7.4	-8%	81.8	11.9	6.2%	增持
	华业地产	5.60	0.35	0.58	0.79	15.9	9.7	7.1	2.2	6.8	-17%	79.8	14.2	37.9%	增持
	地产+X	6.19	0.76	0.99	1.24	8.1	6.2	5.0	1.7	11.1	-38%	136.5	23.8	—	—
商业地产	金融街	6.69	0.96	1.17	1.41	7.0	5.7	4.8	0.9	9.3	-28%	200.4	30.3	33.5%	增持

中国国贸	10.63	0.32	0.42	0.50	32.9	25.3	21.1	2.2	16.4	-35%	107.1	10.1	2.0%	增持
阳光股份	4.17	0.26	0.48	0.64	16.3	8.7	6.5	0.8	7.6	-45%	31.3	7.5	-18.2%	增持
世茂股份	9.96	1.40	1.81	2.34	7.1	5.5	4.3	0.8	22.6	-56%	115.9	11.7	12.8%	增持
商业地产	7.86	0.73	0.97	1.22	10.7	8.1	6.4	1.2	14.0	-41%	113.7	14.9	——	——
代理经纪类														
世联行	9.50	0.42	0.54	0.68	22.8	17.4	14.0	4.2	13.9	-32%	72.6	7.6	9.2%	增持
整体均值	8.28	0.79	1.08	1.39	10.4	7.6	6.0	1.8	13.3	-34%	185.1	23.1	——	——

数据来源: wind、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 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。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		