

证券研究报告—深度报告

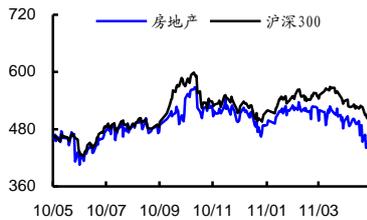
房地产

房地产行业 2011 年下半年投资策略  
策略

谨慎推荐  
(维持评级)

2011 年 6 月 9 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《房地产行业 2011 年投资策略：进可攻，退可守》——2010-12-15

《“达摩克利斯”之剑轻轻落地，建议逢低加仓地产股》——2011-1-28

《“京十五条”符合预期，建议逢低加仓地产股 20110217》——2011-2-17

《房地产行业 5 月月报：关注房企战略防御，继续“看多地产股”》——2011-5-9

证券分析师：方焱

电话：0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001

证券分析师：区瑞明

电话：0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

联系人：黄道立

电话：0755-82133397

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

行业半年度投资策略

配置选择下的比较优势

● 政策存在“纠偏”的必要和可能

调控已产生明显效果，楼市热度已降温，一线城市的销售甚至已经负增长，若再出台更严厉政策打压，难免会伤及宏观经济，且今年地方有限财力背负的民生包袱很重，要办好这些事，楼市不能萧条、地产不能出事！一味打压，终将会导致“激励不相容”的多输格局。

● 房企及时战略防御将有望倒逼政策“纠偏”

1 季度整个地产板块推算销售额增长 45%，短期偿债保障倍数为 1.69，远好于 06-08 年各年水平，存货水平合理、去化压力居历史低位，房企趁日子还好过，纷纷转向战略防御，拿地、扩张大为减少，地方财政压力加大。

● 景气在低位，春天已不远

行业景气早已在去年 3 月见顶后掉头向下，目前与 08 年 7 月份水平相当，上轮周期景气触底的时间发生在 09 年 2 月，从 05-08 年的两轮周期看，景气触底前半年左右，地产股即迎来反转！统计分析表明，地产股指数与未来 3-4 月时候的景气指数相关度最高。

● 通过四种情形模拟，下半年配置地产股均有望获超额或相对收益

①量价齐升或量滞价滞，政策继续打，估值受压，但**底部抬高**；②量价齐跌，调控效果达到，政策及时撤出，出现**趋势性机会**；③量价齐跌后政策依然如故，导致超调，风险向中上游行业及银行、财政传导，给 A 股带来巨大的系统性风险，但由于地产股已部分反映了悲观预期，在此种情形下**相对收益将较为明显**；④量增价滞（跌），地产软着陆，出现**趋势性机会**。

● 看好龙头及具备超强资源整合能力的品种，建议超配

此外，主流地产公司积极拓展二三线城市，导致销售同比环比改善也会逐步增强投资者信心，托宾 Q 理论支撑未来产业资本增持地产股而带来的交易性机会、管理层今年市值管理的压力和动力较强。看好业绩增长确定、以及积极介入矿业或新兴产业的地产股（地产+X），推荐 ①具备超强资源整合能力的华业地产、中天城投等；② 全国和区域龙头——万科、保利、招商地产、中南建设等；③ 优质商业地产股——世茂股份、金融街等。

独立性声明：

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

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	EPS			PE 2011E	投资评级
			2011-5-27	2011E	2012E		
600240	华业地产	5605.05	8.69	1.00	1.63	9	推荐
000540	中天城投	12276.60	13.44	1.50	2.29	9	推荐
000024	招商地产	29503.22	17.18	1.40	1.91	12	推荐
600823	世茂股份	15241.15	13.02	0.96	1.32	14	推荐
000002	万科 A	86862.16	7.90	0.90	1.22	9	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

建议逢低加仓至超配，看好龙头及具备超强资源整合能力的品种：① 具备超强资源整合能力的华业地产、中天城投将具有爆发力；② 全国和区域龙头——万科、保利、招商地产、中南建设；③ 优质商业地产股——世茂股份、金融街。

### 核心假设或逻辑

- 1、政策有“纠偏”的必要和可能；
- 2、房企正走出“囚徒困境”，转向战略防御，也有望倒逼政策“纠偏”；
- 3、景气已在低位，历史上这个位置离地产股的春天已不远；
- 4、低廉的估值已反映“超调”预期，通过四种情形模拟，配置地产股均有望获超额收益。

### 与市场预期的不同之处

市场认为政策打压下地产股全年难有机会。我们认为地产股 2011 年有超额收益。

### 股价变化的催化因素

① 土地频频流拍影响财政、或投资下挫影响经济增长，政策将松动；② 价跌量升，楼市软着陆，投资地产股的政策及基本面预期改善。

### 核心假设或逻辑的主要风险

发生恶性通胀。

## 内容目录

<b>调控存在“纠偏”的必要和可能</b> .....	<b>4</b>
调控已产生明显效果.....	4
经济难以承受地产硬着陆风险.....	4
楼市资金涌出的负面影响不容小觑.....	6
政策有“纠偏”必要.....	6
<b>房企战略防御，有望倒逼政策纠偏</b> .....	<b>6</b>
房企目前日子还好过.....	6
房企正走出“囚徒困境”，战略防御将有望倒逼政策纠偏.....	8
<b>景气在低位，春天已不远</b> .....	<b>10</b>
景气在低位.....	10
春天已不远.....	10
<b>下半年地产股获超额收益是概率事件</b> .....	<b>11</b>
地产股估值低廉已反映了较悲观预期.....	11
龙头公司 1 季度销售维持高增长.....	12
四种情形下模拟，配置地产股均有望获超额收益.....	13
看好地产股的其他理由.....	13
<b>建议逢低加仓至超配，看好龙头及具备超强资源整合能力的品种</b> .....	<b>13</b>
策略回顾.....	13
配置建议.....	13
<b>特别提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

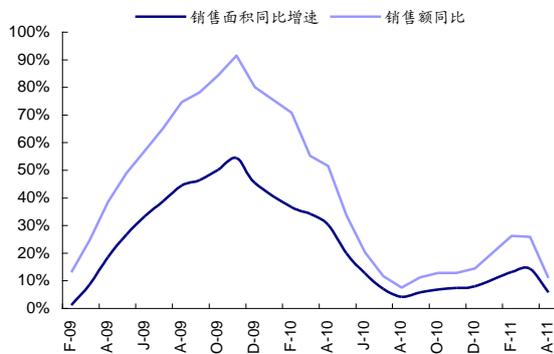
图 1: 全国新建商品住宅年度累计销售同比增速.....	4
图 2: 京沪深津新建商品住宅销售面积及金额同比增速.....	4
图 3: FAI 累计同比增速.....	4
图 4: 社会商品零售总额同比增速及 CPI.....	4
图 5: 2010 年各地土地出让金收入和财政收入对比.....	5
表 1: 房地产开发项目税费分析.....	5
图 6: 各类食品 CPI 月环比指数.....	6
图 7: 各类食品 CPI 月同比指数.....	6
图 8: 1 季度推测销量和板块营业收入总额对比.....	7
图 9: 近 5 年房地产板块短期偿债能力变动情况.....	7
图 10: 2006 年以来房地产板块存货/预收款情况.....	8
图 11: 2007 年以来各季度房地产板块去化水平.....	8
表 2: 面对调控，开发商的“囚徒困境”.....	8
图 12: 全国及重点城市各月住宅用地出让金情况（亿元）.....	9
图 13: 万科购地金额和销售金额.....	9
图 14: 金地集团购地金额和销售金额.....	9
图 15: 保利地产购地金额和销售金额.....	9
图 16: 恒大地产购地金额和销售金额.....	9
表 3: 2011 年 1-5 月部分城市土地流拍情况.....	10
图 17: 销量增速影响投资增速.....	11
图 18: 全国房屋新开工及同比增速.....	11
图 19: 国房景气指数和房地产板块指数.....	11
图 20: 房地产板块指数与国房景气指数相关性分析.....	11
图 21: 万科与其他行业龙头估值水平对比.....	12
图 22: 全国商品房销量增速与龙头企业销售增速.....	12
图 23: 行业排名门槛提高（单位：亿元、万平方米）.....	12
表 4: 对 2011 年下半年四种情形的模拟.....	13
表 5: 国信证券重点地产股盈利预测及估值.....	15

## 调控存在“纠偏”的必要和可能

### 调控已产生明显效果

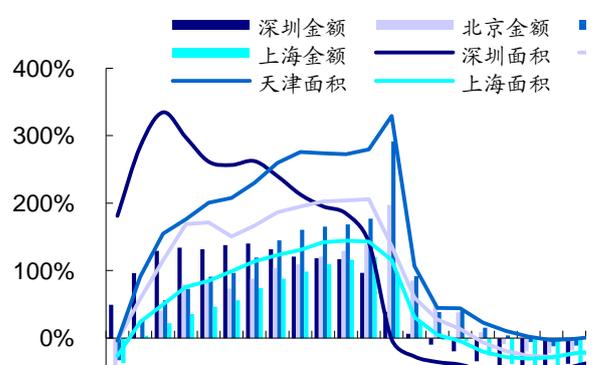
09年底中央提出“坚决遏制部分城市房价过快上涨”到今年4月提出“让房价回落至合理水平”，已历时一年多，从中央到地方已出台了大量的政策，当中涉及信贷、税收等方面，也包括极其严厉的行政手段，如“限证”（限制高价房预售）、限购等。一年多来，调控效果明显：全国商品住宅销售面积同比增速从09年11月54%下滑至目前的13%，销售额增速也从09年11月的91%回落至目前的26%。北京、上海、深圳、天津等前期热点城市销售在2010年已变为负增长。

图 1：全国新建商品住宅年度累计销售同比增速



资料来源：国家统计局，WIND

图 2：京沪深津新建商品住宅销售面积及金额同比增速



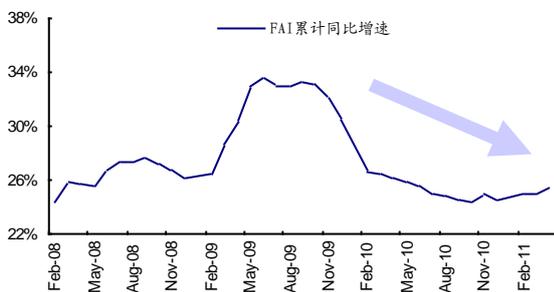
资料来源：WIND，分析师整理

### 经济难以承受地产硬着陆风险

#### 宏观经济初露滞胀迹象

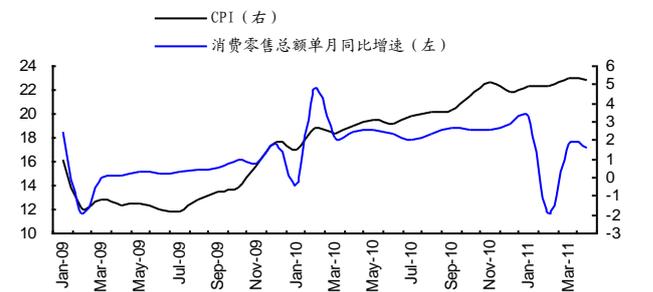
对比“十一五”，当前经济增速已实实在在放缓，从投资、消费、进出口近期表现看，经济已初露滞胀迹象——

图 3：FAI 累计同比增速



资料来源：国家统计局，WIND

图 4：社会商品零售总额同比增速及 CPI



资料来源：国家统计局，WIND

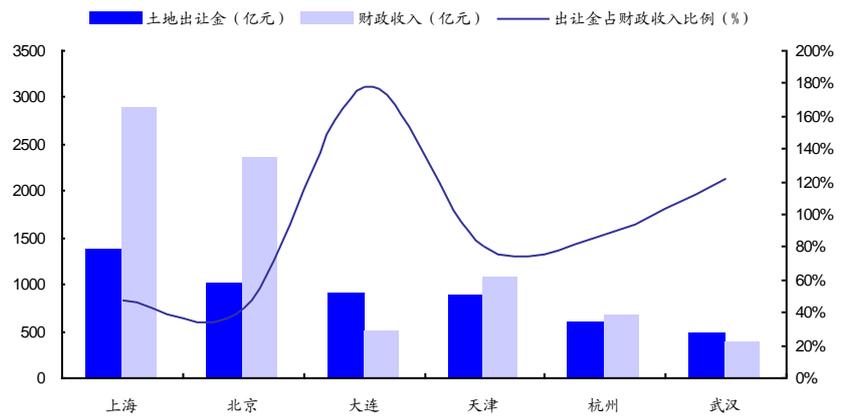
- ①FAI 增速自 09 年三季度末开始逐月放缓，如今徘徊在低位，增速与 08 年相当。
- ②消费也不旺：在严厉的房地产调控之后，社零增速未升反降，2011 年，在本是消费旺季的 2 月份，社会商品零售总额却环比大幅下降，同比增速也下降了 4.1 个百分点，3 月之后，增速虽然有所提升，但与前期相比，下降趋势明显，若扣除 CPI 上涨影响，社零实际同比增速下滑幅度更大。
- ③外需也有隐忧，在中东、北非

乱局、日本地震核辐射阴云笼罩以及人民币升值的大背景下，今年我国对外贸易形势不容乐观。虽然近两月出口增速有所回升，但未来运行仍存变数。

### 房地产对财政贡献巨大

从2010年北京、上海、大连、天津等地土地出让金与财政收入对比情况看(图1)，我国地方财政对土地出让的依赖度很大，土地出让金/地方财政收入在40%-180%之间不等。

图 5: 2010 年各地土地出让金收入和财政收入对比



资料来源: WIND、各地国土局、各地统计局、国信经济研究所整理

除土地出让金以外，我国房地产业涉及门类繁多的税费也是财政收入的重要来源。我们以万科溪之谷为例来说明项目开发和销售过程中的税费对财政的贡献: 该项目总收入的52.3%归属了财政，除了36.9%的土地出让金贡献以外，还有15.4%的直接税费贡献，当中还未涵盖开发环节涉及的市政配套费、人防费、电梯检测费、污水入网费、自来水开口费、门牌号码、道路名称费、散装水泥押金、抗震办审查图纸费、消防审查图纸费等几十项费用，也忽略了项目建筑承包商所交的税收。

表 1: 房地产开发项目税费分析

以深圳溪之谷项目为例			
占地面积(万 M2)	6.25	建安成本 (元/M2)	2000
建筑面积 (万 M2)	9.70	房价 (元/M2)	8500
土地成本(亿元)	3.04	销售总收入 (亿元)	8.24
其中 (万元):			
营业税	4575	土地增值税	5508
地价款	30400	所得税	2595
归属财政部分总计 (亿元)	4.31		

**结论: 一个项目 8.24 亿元的收入, 其中 4.31 亿元归属财政, 占项目收入的 52.3%**

注: 本结论未涵盖房地产开发环节前后涉及市政配套费、人防费、电梯检测费、污水入网费、自来水开口费、门牌号码、道路名称费、散装水泥押金、抗震办审查图纸费、消防审查图纸费等几十项行政规费, 也未包括项目建筑承包商所交的税收。

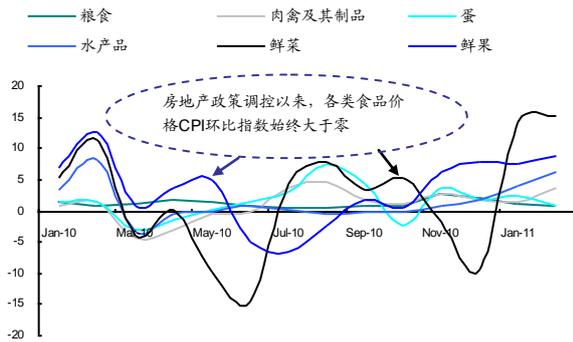
资料来源: 搜房网、公司资料、国信经济研究所分析师测算

我们认为，当前经济缺乏新的驱动引擎，在经济增长和财政增收预备方案匮乏情况下，难以承受地产硬着陆风险，况且今年地方有限财力背负的民生包袱很重：既要承担保障房、水利等大规模投资，在通胀高企背景下为了抑制终端价格上涨，除行政干预，还不得不对中间生产、流通环节和低收入群体补贴，因此地产不能出事！

## 楼市资金涌出的负面影响不容小觑

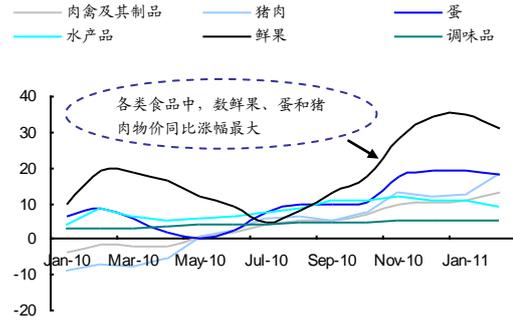
在社会运营成本高企、全社会投资回报率低下、投资渠道狭窄的情况下，如洪水般从楼市涌出和被挡在楼市外的资金，政府更难管理，若大量涌入大宗商品、农产品领域，给民生带来的负面影响将远超商品房价高企的负面影响。2010年9月份楼市限购令实施之后，果蔬等农产品价格如脱缰野马般飙涨，当中就有这部分资金涌入农产品领域的因素。

图 6: 各类食品 CPI 月环比指数



资料来源: 国家统计局, WIND

图 7: 各类食品 CPI 月同比指数



资料来源: 国家统计局, WIND

## 政策有“纠偏”必要

### 应警惕行政打压构筑的“需求堰塞湖”

《中国城市状况报告 2010/2011》指出: 至 08 年, 全国城镇居民人均住房使用面积达 23 平方米 (人均住房建筑面积接近 30 平方米), 中国城镇居民自有住房率已达 87.8%, 表明国内房地产未来最大需求是改善性需求和渴望拥有产权的资产配置需求 (但深圳等一线城市基本居住需求仍紧张, 相关分析见《2011 年二季度投资策略: 持有地产股仍有望获超额收益》), 从目前调控政策看, 限购、限贷、限证等措施并未从根本上解决供需失衡, 反而在筑起需求堰塞湖, 并且低收入人群的购房门槛和居住成本 (租金) 反而因调控上升。

### 调控应平衡好各方面利益

我们认为, 中国房地产问题的结症首先是房地产繁荣背后的利益没有分配好, 特别是政府获益部分没有分配好! 其次是收入分配结构不合理! 从现有调控手段来看, 并未触及这两方面结症, 而是“妖魔化生产者”和“情绪化打压行业”, 若这种思路不变, 终将造成“激励不相容”的多输——经济下滑、财政减收、有房者财富缩水、无房者雪上加霜! 而且政策反复, 也导致财富挤出效应, 招商银行和贝恩公司联合发布的《2011 中国私人财富报告》指出当前高净值人群投资移民意愿强烈。

09 年以来房价报复性反弹, 既是 08 年被压抑需求的补充释放, 也是过去两年货币超发引发通胀的“货币表现”, 因此调控有“纠偏”的必要 (设法改变通胀预期、通过提高社会福利水平降低商品房资产在居民财富中的占比、增加商品房和保障房供给等), 未来每一次纠偏都将是投资地产股的利好。

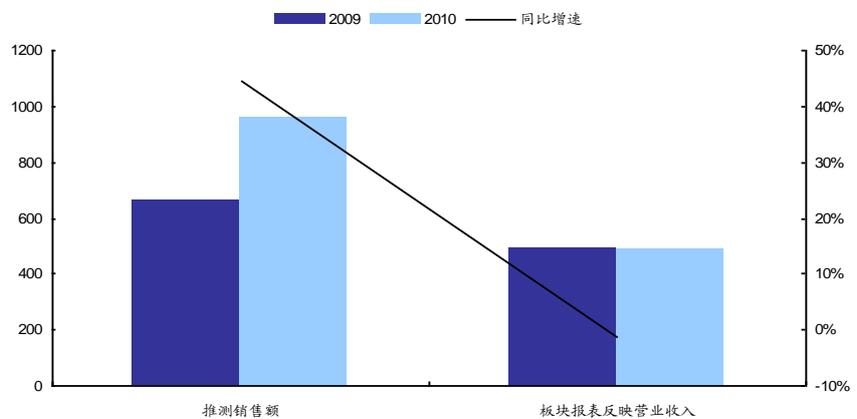
## 房企战略防御, 有望倒逼政策纠偏

### 房企目前日子还好过

### 1 季度推算销售额增长 45%

2011 年一季度，房地产板块营收 483.79 亿元，同比回落 1.64%，但我们分析得出：房地产公司的实际经营情况远好于报表数字。分析逻辑：在预售结算制下，房企预售房屋首先将收到的购房款计入流动负债中的预收款，待工程达到结算竣工条件之后再将其计入收入，若销售为现房，则可当期结算，直接将销售收入计入当期营业收入。因此，我们大致可以通过房企当期营业收入加上当期预收款变化，来推算房企实际预售、现售房屋的销售额情况。我们将上述方法计算出来的结果定义为“推算销售额”。通过对 95 家公布季报的上市公司的统计我们发现，板块 2011 年 1 季度推算销售额为 961 亿元，去年同期该数字为 665 亿元，同比增长 45%，远好于报表反映的销售收入同比下降 1.64%。

图 8：1 季度推测销量和板块营业收入总额对比

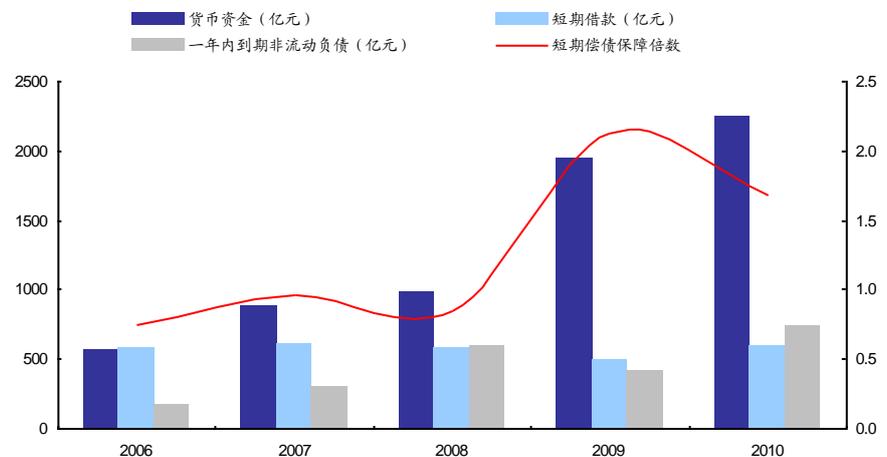


资料来源：公司年报、季报、国信经济研究所分析师整理、测算

### 财务仍安全

目前，市场普遍担忧开发商的财务安全，研究结论不支持这种担忧。1 季度末，全板块货币资金是短期借款和一年内到期的非流动负债之和的 1.69 倍，显示短期偿债能力较好，并远高于 06、07、08 年各年水平，而 06、07 年是公认的地产牛市！

图 9：近 5 年房地产板块短期偿债能力变动情况

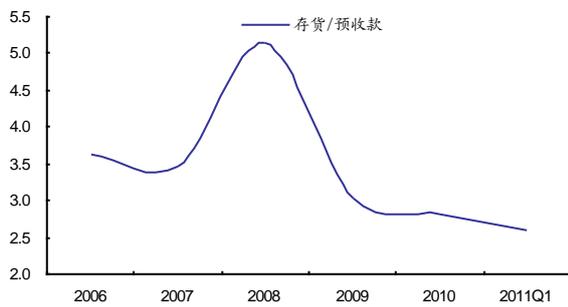


资料来源：WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

### 存货水平合理、去化居压力历史低位

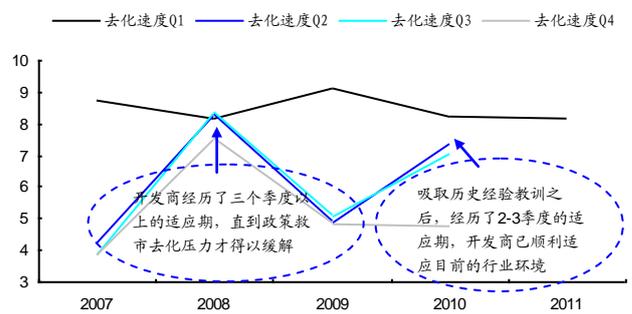
目前市场普遍担忧房企存货积压，我们对今年1季报分析后得出了相反结论：①存货/预收款的值为2.6，是06年来的最低点，远低于08年的5.14；②通过“期末存货/(单季度收入+期末预收账款-期初预收账款)”来测算开发商去化速度，其中“单季度收入+期末预收账款-期初预收账款”可理解为“当期推算销售额”，该比值为8.18，是07年来的最低点，较2010年同期下降0.3个点；③从过去四年各个季度该比值情况看，自2010年四季度开始，去化压力快速回落，优于09年同期水平，接近07年第四季度水平。我们认为，未来开发商只要谨慎拿地并控制好预售前的工程投入，存货压力就不会大。

图 10: 2006 年以来房地产板块存货/预收款情况



资料来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 11: 2007 年以来各季度房地产板块去化水平



资料来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

### 房企正走出“囚徒困境”，战略防御将有望倒逼政策纠偏

“囚徒困境”是纳什均衡中的经典案例，说的是两个囚徒在博弈中分别做出了最优于自身的理性选择，但最终结果并没有使“博弈双方的整体利益最大化”。面对调控，房企也面临着“囚徒困境”的问题，我们将其博弈情况用如下矩阵模拟：

表 2: 面对调控，开发商的“囚徒困境”

		开发商 A			
		收缩		扩张	
开发商 B	收缩	可售资源减少、未来销量或下降		A 未来销量、市场占有率或上升 B 销量、市场占有率下降	
		财政收入减少 经济放缓	倒逼政策放松	财政收入平稳 经济平稳	继续调控
	扩张	B 未来销量、市场占有率或上升 A 销量、市场占有率下降		A、B 可售资源增加、未来销量均有可能上升	
		财政收入平稳 经济平稳	继续调控	财政收入增长 经济增长	继续调控

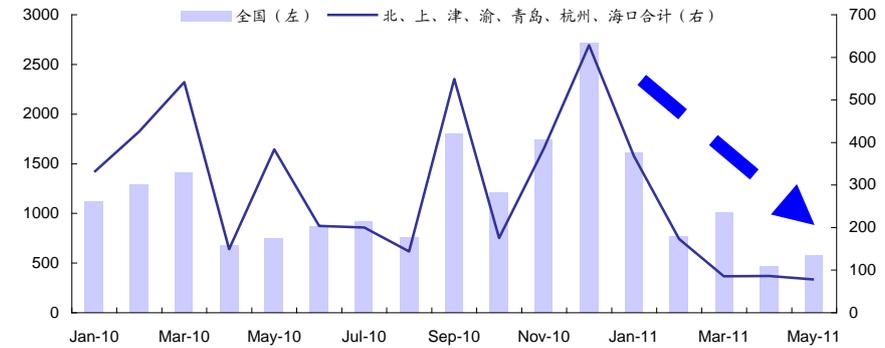
注：“蓝色”表示对开发商不利的状态，“红色”表示对开发商有利的状态，“灰色底色”为政府决策

资料来源:《博弈论》、国信经济研究所分析师根据博弈论模拟

从 2010 年情况看，开发商在与政策博弈的过程中，均站在自身角度选择了“扩张”，这是仅基于自身利益的“理性选择”，却非“理想结果”，导致了土地市场热度攀升、全行业投资高位增长，使政府能十分从容地调控地产。从博弈矩阵看，“理想结果”应是大家都选择“收缩”，这是“连续博弈”后走出“囚徒困境”的结果。今年以来，我们可以看到开发商正逐渐走出“囚徒困境”，这能从今年以来土地市场的变化及龙头公司的“销售金额/拿地金额”比值中得到印证，而且开发商即使拿地，也倾向于收购存量项目，对地方财政几乎没有贡献（例如万科）。我们认为，若此状况持续，今年承担了沉重民生包袱的地方财政面临着较大隐忧！

2011年1至5月，全国土地出让金同比下降15.6%，典型城市下降幅度更大：北、上、津、渝、青岛、海口土地出让金合计值同比下降57%；与去年下半年最后5个月的总金额比较：全国下降46%，六个典型城市合计值下降58%。

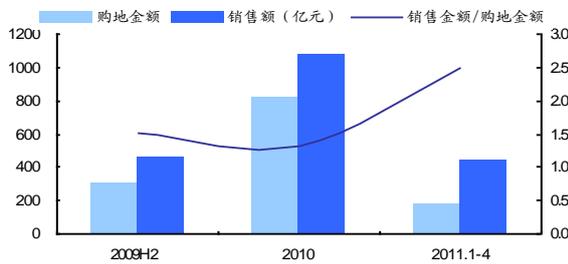
图 12: 全国及重点城市各月住宅用地出让金情况 (亿元)



资料来源: 搜房网

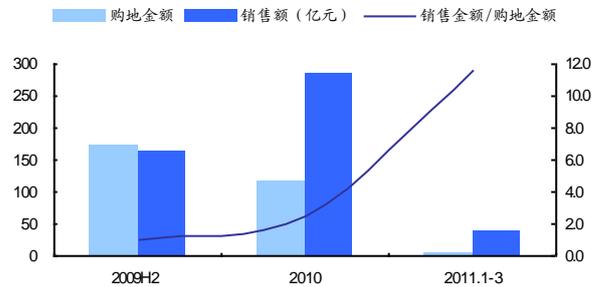
通过万科、金地、恒大等龙头企业销售金额/购地金额比值变化趋势，我们能清晰地看到今年以来开发商的防御心态日渐浓厚：万科2010年销售金额/购地金额为1.3，而今年1-4月飙升至2.5，金地2010年该比值为2.46，今年1-4月飙升至11.6，恒大则由去年的3.74飙升至今年1-4月的4.91。

图 13: 万科购地金额和销售金额



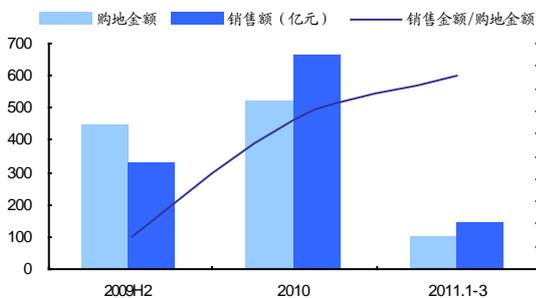
资料来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 14: 金地集团购地金额和销售金额



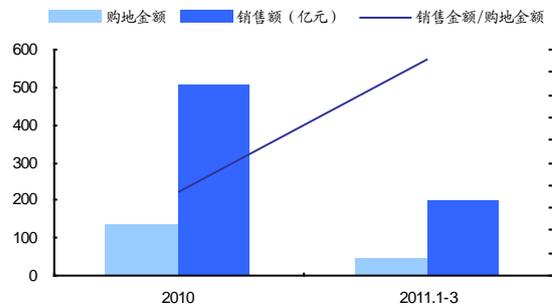
数据来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 15: 保利地产购地金额和销售金额



资料来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

图 16: 恒大地产购地金额和销售金额



数据来源: WIND、公司公告、国信经济研究所分析师测算

久违的流拍现象重新出现：“新国八条”出台一个月，温州推出的11宗商品房用

地全部流拍，4月21日，北京顺义两块住宅用地流标。我们相信，除非地价明显下跌或调控适度放松，否则标志性土地流拍事件将持续出现。

**表3：2011年1-5月部分城市土地流拍情况**

城市	宗地名称	用地性质	用地面积	规划建面	起始价	截止日	形式	状况
石家庄市	体育东街以东、南二环以北地块	商服住宅	153281	459843	115000	2011-5-13	挂牌	流拍
广州市	广州开发区开源大道以南	二类居住	157800	394500	-	2011-5-5	招标	流拍
沈阳市	肇工街北三路	商住	19910	39821	13141	2011-5-5	拍卖	流拍
宁波市	鄞州投资创业中心地块	城镇住宅	41080	69836	55869	2011-4-21	拍卖	流拍
北京市	顺义区仁和镇梅沟营村	住宅混合	97287	242768	-	2011-4-20	招标	流拍
北京市	顺义区仁和镇梅沟营村	R2 二类居住	121760	207468	-	2011-4-20	招标	流拍
沈阳市	辉大东街东侧-10	居住商业	51703	67213	6385	2011-4-19	拍卖	流拍
绍兴市	鉴湖镇杨家秧地块	居住	106812	106812	40000	2011-4-15	拍卖	流拍
沈阳市	浑河十一街-12	混合住宅	66000	145200	18586	2011-4-15	拍卖	流拍
沈阳市	开发二十一路-2	混合住宅	138392	304463	38971	2011-4-15	拍卖	流拍
沈阳市	开发二十二路-20	混合住宅	67300	134600	14133	2011-4-15	拍卖	流拍
沈阳市	浑河六街-1	混合住宅	27689	55379	7244	2011-4-15	拍卖	流拍
沈阳市	细河一北街-2	混合住宅	48328	82158	8955	2011-4-15	拍卖	流拍
大连市	大连花园口经济区滨海路西侧	商住用地	135188	270376	-	2011-4-11	挂牌	流拍
佛山市	禅城区张槎路南侧地块	居住用地	38026	117881	36500	2011-3-15	拍卖	流拍
南通市	疏港路与工农路西北侧地块	商、办、住宅	118454	338000	142146	2011-3-14	挂牌	流拍
宜昌市	小溪塔夷兴大道18号地块	普通商品房	170288	442751	33206	2011-3-4	挂牌	流拍
东莞市	樟木头镇樟罗村西城路西侧	普通商品住宅	66666	163331	19600	2011-2-25	挂牌	流拍
中山市	中山市东区大鳌溪村附近地块	商业住宅	98666	197333	38480	2011-2-23	拍卖	流拍
天津市	武清区泗店镇高王路东侧	普通商品房	187819	206601	10800	2011-2-17	挂牌	流拍
天津市	西青区柳口路西、泽杨道北地块	普通商品房	9294	10224	3350	2011-2-15	挂牌	流拍
常州市	嘉泽茶泽街与环镇路交叉口	普通商品房	6694	13388	1506	2011-2-11	挂牌	流拍
无锡市	XDG-2010-59 地块	居住、商业	198744	218619	163960	2011-1-29	挂牌	流拍
连云港市	中环路以北、古城中路以东地块	住宅	24444	34221	2200	2011-1-28	挂牌	流拍
宜昌市	夷陵区夷兴大道18号地块	普通商品房	170288	442751	33206	2011-1-27	挂牌	流拍
南充市	望天坝4号地块	普通商品房	73641	147282	-	2011-1-26	拍卖	流拍
连云港市	黄海大道北、金桥路东B地块	商住	173974	347948	18800	2011-1-24	挂牌	流拍
温州市	瓯海区南湖地段地块	城镇住宅用地	42400	127200	90546	2011-1-21	挂牌	流拍
合肥市	店埠镇包公大道与临泉东路...	居住	61600	135520	24024	2011-1-20	拍卖	流拍
成都市	邛崃市平乐镇骑龙山地块	二类居住用地	40933	61399	4912	2011-1-17	拍卖	流拍
宜昌市	夷陵区冯家湾村地块	普通商品房	52608	189388	22095	2011-1-13	挂牌	流拍

资料来源：搜房网

## 景气在低位，春天已不远

### 景气在低位

调控一年多，行业景气早已在去年3月见顶后拐头向下，目前与08年7月份的水平相当；房地产投资增速尽管仍居高位，但已呈现出放缓态势；新开工面积放缓趋势更为明显。由于已预售在建工程需投资额远大于预售前，一方面09、10年已预售面积陆续竣工，另一方面“打压需求”的政策已逐渐奏效，蓄客期将不断被拉长，再叠加土地市场趋冷的效应，在未来数月，投资下滑趋势将会加快！

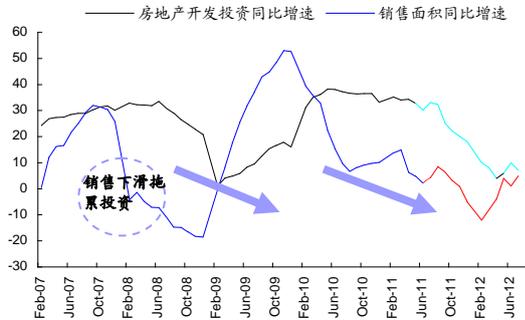
### 春天已不远

从前两轮周期看，景气触底前半年左右，地产股即迎来反转！2005年12月，景气触底，为100.61，地产股指数提前在当年7月份触底后开始反转行情。2009年2月，景气触底，为94.74，地产股指数提前在08年10月份触底之后即开始反转！

我们运用统计方法，对05年以来各月行业景气指数和地产股指数运行趋势进行相

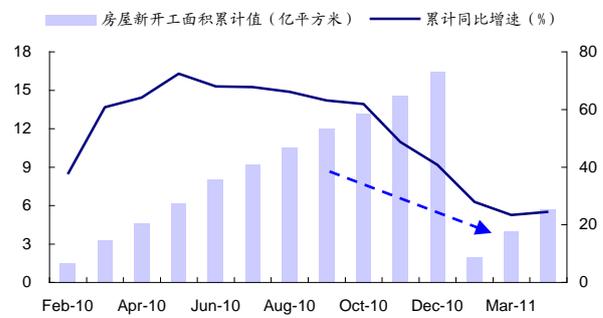
关性分析，结果显示，地产股指数与未来 3-4 月时的景气指数相关度最高，可达 47%--69%，表明地产股指数领先景气指数 4 个月左右见底。

图 17: 销量增速影响投资增速



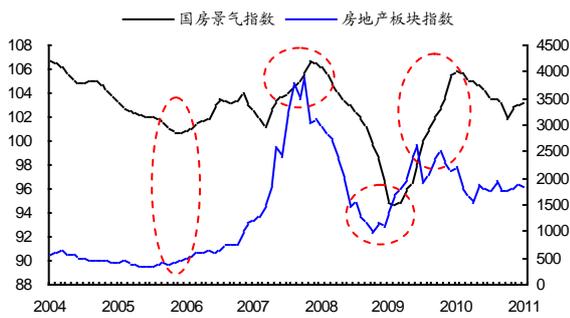
资料来源：国家统计局，WIND

图 18: 全国房屋新开工及同比增速



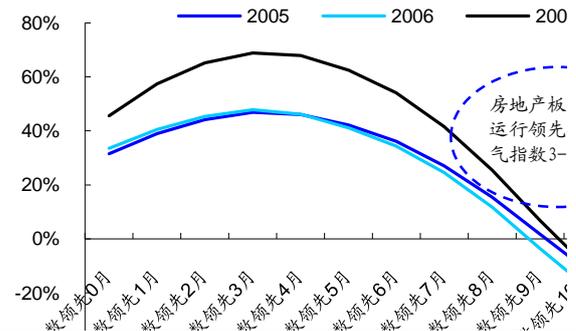
资料来源：国家统计局，WIND

图 19: 国房景气指数和房地产板块指数



资料来源：国家统计局，WIND

图 20: 房地产板块指数与国房景气指数相关性分析



数据来源：国家统计局、WIND、国信证券经济研究所分析师测算

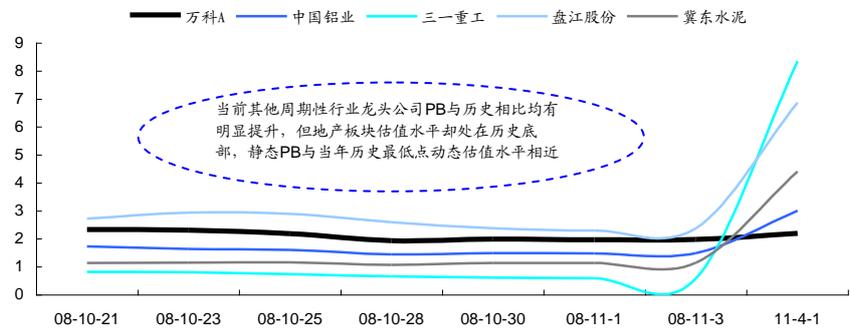
注：房地产板块指数与国房景气指数相关性分析方法解析：将国房景气指数滞后房地产板块指数 1-12 阶之后进行相关性分析，其中“2005”的样本选择为 2005 年 1 月数据至 2011 年 4 月数据；“2006”的样本选择为 2006 年 1 月数据至 2011 年 4 月数据，以此类推。

## 下半年地产股获超额收益是大概率事件

### 地产股估值低廉，已反映了较悲观预期

2008 年 10 月底至 11 月初大盘见底，A 股估值水平处于历史低位，其中万科动态 PB 估值在 1.97-2.37 之间徘徊，同期其他周期性板块龙头股 PB 与万科相当。目前万科静态 PB 仅为 2 倍，与 08 年 10 月底时的动态 PB 相当，但其他周期性板块龙头股 PB 目前已上升至 3-9 倍不等。用其他估值指标衡量，地产股估值目前也在低位徘徊：2011 年动态 PE 9-11 倍、股价相对 NAV 普遍折价 20%，龙头股动态 PB 比 08 年上证综指 1600 多点时还低。因此无论横向还是纵向比较，地产股估值优势都非常明显。如此低的估值，已部分反映了未来所有可能出台的调控政策预期和这些政策对行业基本面能够产生的最坏影响。

图 21: 万科与其他行业龙头估值水平对比

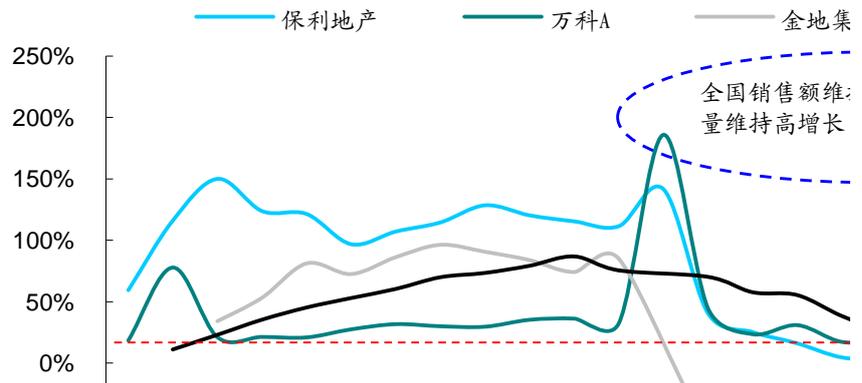


资料来源: WIND、国信证券经济研究所

### 龙头公司 1 季度销售维持高增长

龙头公司 2011 年 1 季度销售业绩高增长, 且增速超越去年同期。行业销售排名门槛较去年有明显提高, 预示着行业集中度的提升速度在加快。政策强力打压已使行业内各公司销售业绩出现分化, 龙头公司优势明显、行业集中度提升。

图 22: 全国商品房销量增速与龙头企业销售增速



资料来源: 公司公告、国家统计局

图 23: 行业排名门槛提高 (单位: 亿元、万平方米)

级别	2011 年一季度销售金额 TOP30 榜单 (亿元)			2010 年一季度销售金额 TOP20 榜单 (亿元)		
	范围	企业个数	均值	范围	企业个数	均值
第一梯队	100 亿以上	6	193	100 亿以上	1	145
第二梯队	50-100 亿	9	77	50-100 亿	10	68
第三梯队	20-50 亿	15	30	20-50 亿	9	36
级别	2011 年一季度销售面积 TOP30 榜单 (万平方米)			2010 年一季度销售面积 TOP20 榜单 (万平方米)		
	范围	企业个数	均值	范围	企业个数	均值
第一梯队	100 万以上	7	183	100 万以上	3	116
第二梯队	50-100 万	5	60	50-100 万	5	80
第三梯队	20-50 万	16	30	20-50 万	12	38
其他	<20 万	2	18	/	/	/

资料来源: 中国房产信息集团、中国房地产测评中心

## 四种情形下模拟，配置地产股均有望获超额收益

如下表所示，下半年地产股获超额收益的概率较大。

**表 4：对 2011 年下半年四种情形的模拟**

行业表现	概率	政策可能做出的反应	地产股表现
量价齐升、量滞价升或量滞价滞	概率最大	政策继续打压	地产股估值水平继续维持低位，但由于业绩增长、行业集中度提高，股价将做出相应修正，地产股价底部抬高
量价齐跌	概率较大	调控效果达到，为避免超调伤及经济，政策及时撤出	地产股将出现趋势性机会
	概率较小	政策依然如故、继续压	导致超调，风险势必向产业链的上、下游行业及银行、地方财政传导，由此给整个 A 股市场带来巨大的系统性风险，由于地产股已反映了悲观预期，在此种情形下将相对抗跌，呈现出一定的防御性，配置地产股相对收益将较为明显
量增价滞（或价跌），软着陆	概率最小	政策撤出	此为最优结果，地产股出现趋势性机会

资料来源：WIND、搜房网、国家统计局、分析师预测

### 此外，我们看好地产股还有以下理由

1. 主流地产公司二季度销售同比增长，三季度环比改善；
2. 产业资本增持地产股带来的交易性机会（托宾 Q 值理论支撑）；
3. 上市房企管理层今年市值管理的压力和动力较强；
4. 2011 年业绩增长有较高的锁定性；
5. 标配权重低（2011 年 3 月 31 日地产股占 A 股市场标配 3.63%，已远远低于 2009 年 6 月 30 日 6.77% 的水平）；
6. “地产+X”的主题投资机会较多（120 多家上市公司中，一些非主流品种过去两年应对调控采取了战略防御手段，手上现金多、净负债率极其低，而船小好调头，存在转型为新兴产业的机会）；

## 建议逢低加仓至超配，看好龙头及具备超强资源整合能力的品种

### 策略回顾

我们在去年底发布的 2011 年年度策略《进可攻，退可守》中看好地产股今年上半年表现，前 5 个月地产板块累计涨幅在证监会十三个行分类业中排第三，累计跑赢大盘 2.69 个百分点，事实验证了我们在年度策略中“看好地产股上半年表现”的前瞻性判断。

### 配置建议

我们仍看好地产股在下半年的表现，认为投资地产股仍有望获超额收益。理由如下：

1. 我们虽然不认为下半年政府会改变“遏制房价过快上涨”的目标，但我们判断保持经济良性循环是调控的基本底线：宏观面要避免误伤经济，微观面要

防止商品房需求堰塞湖形成和低收入人群居住成本上升，因此在调控具体措施上有“纠偏”的必要和可能，若此，将有利于地产股更好的展开上升行情；

2. 房企正走出“囚徒困境”，转向战略防御，也有望倒逼政策“纠偏”；
3. 景气已在低位，历史上这个位置离地产股的春天已不远；
4. 低廉的估值已反映“超调”预期，通过四种情形模拟，配置地产股均有望获超额收益。

由于目前地产股在 A 股的标配比例已降至较低水平，吸纳资金的能力已大不如 09 年时，若待反弹催化剂显著出现后再加仓将带来较高的冲击成本，因此建议现阶段趁低加仓，选股思路：

- ① 具备超强资源整合能力、具有爆发力的华业地产、中天城投；
- ② 全国和区域龙头——万科、保利、招商地产、中南建设等；
- ③ 优质商业地产股：世茂股份、金融街。

## 特别提示

根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2010]28号）第十二条的规定，我公司特披露：截至2011年5月26日，公司以自有资金投资持有“保利地产”（600048）52000000股。

**表 5: 国信证券重点地产股盈利预测及估值**

	证券简称	最新价	EPS				PE				PB	NAV	P/NAV	投资评级
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E				
"保招万 金"等全 国龙头	万科 A	7.90	0.66	0.90	1.22	1.50	11.9	8.8	6.5	5.3	1.9	12.0	0.7	推荐
	招商地产	17.18	1.17	1.40	1.91	2.48	14.7	12.3	9.0	6.9	1.6	26.4	0.6	推荐
	保利地产	9.83	0.83	1.06	1.38	1.83	11.9	9.3	7.1	5.4	2.0	14.2	0.7	推荐
	金融街	6.97	0.59	0.73	0.88	1.14	11.8	9.5	7.9	6.1	1.2	10.9	0.6	推荐
	金地集团	5.96	0.60	0.78	0.94	1.27	9.9	7.6	6.3	4.7	1.5	9.6	0.6	推荐
	华侨城 A	7.19	0.54	0.67	0.83	1.02	13.2	10.8	8.6	7.1	3.0	10.9	0.7	谨慎推荐
云 天 星 球	云南城投	14.28	0.52	1.58	2.37	2.79	27.5	9.0	6.0	5.1	2.8	37.5	0.4	谨慎推荐
	中天城投	13.44	0.61	1.50	2.29	3.16	22.1	9.0	5.9	4.3	6.7	24.5	0.5	推荐
	福星股份	10.60	0.70	0.85	1.30	1.70	15.1	12.5	8.2	6.2	1.4	19.3	0.6	推荐
	苏宁环球	8.23	0.45	0.58	0.99	1.21	18.2	14.2	8.3	6.8	3.7	15.0	0.5	谨慎推荐
其 他 区 域 龙 头	华发股份	10.32	0.92	1.49	2.00	2.72	11.2	6.9	5.2	3.8	1.5	19.9	0.5	推荐
	南湖中宝	5.70	0.30	0.41	0.52	0.66	18.8	13.9	11.0	8.6	3.4	6.7	0.8	谨慎推荐
	亿城股份	4.17	0.46	0.60	0.80	0.97	9.1	6.9	5.2	4.3	1.5	7.8	0.5	推荐
	滨江集团	11.10	0.71	1.02	1.36	1.98	15.5	10.9	8.2	5.6	3.4	16.5	0.7	推荐
	荣盛发展	12.26	0.55	0.78	1.04	1.45	22.3	15.8	11.8	8.4	3.7	11.5	1.1	谨慎推荐
	新城 B 股	5.35	0.61	1.13	2.07	2.85	8.8	4.7	2.6	1.9	2.0	17.1	0.3	推荐
	中华企业	6.66	0.50	0.72	0.92	1.12	13.4	9.2	7.2	5.9	2.1	8.3	0.8	谨慎推荐
	建发股份	7.92	0.78	0.94	1.17	1.57	10.1	8.4	6.8	5.1	2.7	10.3	0.8	推荐
	栖霞建设	4.88	0.27	0.48	0.59	0.73	18.0	10.2	8.3	6.7	1.4	7.4	0.7	推荐
	天地源	5.30	0.26	0.34	0.45	0.57	20.1	15.6	11.8	9.3	2.1	6.5	0.8	推荐
	首开股份	11.21	0.90	1.26	1.67	1.97	12.5	8.9	6.7	5.7	1.6	20.6	0.5	推荐
北京城建	13.52	1.35	1.86	2.56	3.23	10.0	7.3	5.3	4.2	2.2	19.3	0.7	推荐	
合肥城建	9.06	0.43	0.78	1.00	1.25	21.0	11.6	9.1	7.3	2.9	9.9	0.9	谨慎推荐	
整 体 上 资 或 注 入 产 业	沙河股份	8.12	0.35	0.43	0.55	1.21	23.2	18.9	14.8	6.7	3.3	8.0	1.0	中性
	中粮地产	5.80	0.26	0.33	0.54	0.15	22.7	17.4	10.7	39.9	2.3	7.1	0.8	谨慎推荐
	中航地产	11.97	1.21	0.34	0.69	1.04	9.9	35.2	17.3	11.5	1.4	14.7	0.8	谨慎推荐
	渝开发	7.57	0.19	0.43	0.55	0.74	39.1	17.6	13.8	10.2	2.3	5.9	1.3	谨慎推荐
	广宇发展	8.45	0.21	0.50	0.90	1.27	40.6	16.9	9.4	6.7	6.8	11.3	0.7	推荐
	ST 东源	14.26	0.10	1.09	1.70	2.13	149.5	13.1	8.4	6.7	7.7	14.1	1.0	谨慎推荐
	津滨发展	4.60	0.06	0.12	0.25	0.31	77.7	37.2	18.6	14.8	3.5	3.8	1.2	中性
上实发展	7.48	0.30	0.42	0.55	0.70	24.6	17.6	13.5	10.7	3.1	13.2	0.6	谨慎推荐	
其 它	深振业 A	7.10	0.63	0.85	1.18	1.50	11.2	8.4	6.0	4.7	2.2	9.9	0.7	推荐
	深长城	16.73	1.51	1.86	2.26	2.80	11.1	9.0	7.4	6.0	1.6	29.2	0.6	谨慎推荐
	泛海建设	8.88	0.05	0.07	0.12	0.14	164.7	126.9	74.0	62.7	2.6	10.6	0.8	谨慎推荐
	深天健	11.29	0.24	0.32	0.41	0.54	46.5	35.8	27.5	21.0	1.3	26.0	0.4	谨慎推荐
	阳光城	7.10	1.05	1.34	1.68	2.23	6.8	5.3	4.2	3.2	2.4	11.4	0.6	推荐
	嘉凯城	7.10	0.62	1.22	1.55	2.13	11.5	5.8	4.6	3.3	3.3	11.1	0.6	推荐
	中南建设	10.35	0.63	0.86	1.23	1.65	16.3	12.0	8.4	6.3	2.5	16.3	0.6	推荐
	广宇集团	5.63	0.44	0.60	0.72	0.90	12.8	9.4	7.8	6.2	2.0	7.2	0.8	谨慎推荐
	冠城大通	8.90	0.71	0.99	1.20	1.51	12.6	9.0	7.4	5.9	2.7	11.1	0.8	谨慎推荐
	鲁商置业	7.51	0.44	0.85	1.05	1.40	17.0	8.8	7.2	5.4	6.8	11.9	0.6	推荐
	华业地产	8.69	0.45	1.00	1.63	2.28	19.2	8.7	5.3	3.8	2.3	15.3	0.6	推荐
	南京高科	13.75	0.61	0.70	0.99	1.24	22.6	19.7	13.9	11.0	1.3	20.7	0.7	推荐
	万通地产	5.09	0.34	0.44	0.56	0.66	15.0	11.7	9.1	7.7	2.1	5.7	0.9	中性
	中国宝安	17.80	0.30	0.42	0.75	0.92	59.7	42.2	23.7	19.2	7.4	11.0	1.6	谨慎推荐
商 业 出 租 类	小商品城	22.99	0.59	0.78	1.32	1.64	38.7	29.3	17.4	14.0	4.2	32.8	0.7	推荐
	南国置业	5.61	0.20	0.28	0.33	0.50	28.0	19.9	16.8	11.2	3.8	7.8	0.7	谨慎推荐
	世茂股份	13.02	0.75	0.96	1.33	1.69	17.4	13.6	9.8	7.7	1.8	33.3	0.4	推荐
	浦东金桥	10.29	0.57	0.73	0.97	1.21	18.0	14.1	10.6	8.5	2.5	21.7	0.5	推荐
	中国国贸	9.10	0.12	0.19	0.25	0.30	75.9	47.9	36.4	30.3	2.1	14.0	0.6	中性
陆家嘴	15.08	0.64	0.79	0.90	1.06	23.6	19.0	16.8	14.2	2.7	20.4	0.7	谨慎推荐	
地 产 服 务	世联地产	18.24	0.74	1.12	1.53	1.99	24.6	16.3	11.9	9.2	4.9	5.0	3.6	推荐
<b>A 股平均</b>			<b>0.55</b>	<b>0.80</b>	<b>1.11</b>	<b>1.44</b>	<b>26.7</b>	<b>16.9</b>	<b>11.6</b>	<b>9.7</b>	<b>2.8</b>	<b>14.8</b>	<b>0.7</b>	
H 地 产 股	中国海外	15.66	1.51	1.96	2.45	2.82	10.4	8.0	6.4	5.6	2.3	13.0	1.2	谨慎推荐
	合生创展	6.80	3.43	2.26	2.64	2.83	2.0	3.0	2.6	2.4	0.3	22.0	0.3	谨慎推荐
	世茂房产	10.28	1.32	1.64	1.98	2.49	7.8	6.3	5.2	4.1	1.2	12.1	0.8	推荐
	龙湖地产	11.98	0.80	0.97	1.16	1.26	14.9	12.4	10.3	9.5	3.3	12.0	1.0	推荐
	碧桂园	3.37	0.26	0.31	0.39	0.42	13.0	11.0	8.7	8.1	1.9	3.4	1.0	谨慎推荐
	富力地产	10.54	1.35	1.55	1.80	2.05	7.8	6.8	5.9	5.1	1.5	14.4	0.7	谨慎推荐
	恒大地产	5.52	0.51	0.70	0.73	0.93	10.9	7.9	7.5	5.9	3.4	4.4	1.3	谨慎推荐
雅居乐地	12.82	1.71	2.03	2.45	2.78	7.5	6.3	5.2	4.6	2.0	24.7	0.5	推荐	
绿城中国	8.03	0.93	1.39	1.69	2.12	8.6	5.8	4.7	3.8	1.1	23.3	0.3	谨慎推荐	
<b>H 股平均</b>			<b>1.31</b>	<b>1.42</b>	<b>1.70</b>	<b>1.97</b>	<b>9.2</b>	<b>7.5</b>	<b>6.3</b>	<b>5.5</b>	<b>1.9</b>	<b>14.4</b>	<b>0.8</b>	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师测算, EPS 均按现有股本除权

### 国信证券投资评级

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

### 风险提示

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
周俊					
<b>机械</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>	
郑武	0755-82130422	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646			秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343			郭莹	010-88005303
<b>商业贸易</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
		罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323		
<b>石油与石化</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张弢	010-88005311		
<b>有色金属</b>		<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
<b>通信</b>		<b>造纸</b>		<b>家电</b>	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
<b>计算机</b>		<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
<b>农业</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
张如	021-60933151	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
<b>建材</b>		<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>	
马彦	010-88005304			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>		<b>量化投资产品</b>	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	阳瑾	0755-82133538
		袁剑	0755-82139918	周琦	0755-82133568
		余辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>		<b>量化交易策略与技术</b>	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566			李扬之	
潘小果	0755-82130843				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
<b>王立法</b>	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b>	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b>	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦戢</b>	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b>	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
<b>原祎</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b>	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				<b>颜小燕</b>	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				<b>赵晓曦</b>	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				<b>温馨</b>	13612901872 wenxin@guosen.com.cn
				<b>郑灿</b>	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn