

加快销售和开工, 充分抓住行业机会

推荐 维持评级

分析师: 潘玮 邮箱: panwei@chinastock.com.cn 电话: 010-66568212

1. 事件

公司发布 09 年半年报。09 年 1-6 月份, 公司实现营业收入 151,476.5 万元, 比上年增长 14.46%; 实现营业利润 42,799.71 万元, 比上年增长 81.97%; 实现归属于母公司所有者的净利润 32,026.70 万元, 比上年增长 68.68%。摊薄每股收益 0.4 元, 同比增长 74%。

2. 我们的分析与判断

(1) 受益于地产市场的回暖, 公司 09 年上半年销售面积实现同比增长 115%

报告期内, 公司房地产合同预售面积 36 万平米, 比上年同期增长 115.6%; 销售金额 46 亿元, 同比增长 146%; 在售的项目主要是北京的首开国风上观、知语城、首城国际以及天津的天津湾项目, 签约销售情况都超出了年初的预期。公司实现营业收入 151,476.5 万元, 比上年增长 14.46%; 实现营业利润 42,799.71 万元, 比上年增长 81.97%; 实现归属于母公司所有者的净利润 32,026.70 万元, 比上年增长 68.68%。摊薄每股收益 0.4 元, 同比增长 74%。

(2) 开工速度加快, 在北京地区新增建面共计 56 万平米的土地储备

2009 年上半年, 公司共实现开复工面积 235 万平米, 竣工 23 万平米, 销售签约面积 36 万平米。报告期内, 公司在努力推进项目销售工作的同时, 在北京及其他地区积极寻求土地储备。09 年上半年, 公司共新增土地储备 37 万平米 (规划建筑面积), 分别为回龙观 F01 项目、回龙观 F03 东-1、东-2 项目、以及大兴康庄项目。并通过股权收购的方式获得中顺德地产公司 100% 的股份, 获得了北京顺义区李桥镇住宅商业金融项目的全部权益。该项目位于规划的顺义国门商务区内, 具体位于李桥产业用地的北部。四至范围: 南侧为顺义区李桥镇头二英村龙塘路, 东侧和北侧为六环路, 西侧为机场东路, 距机场东侧围栏约 500 米。项目占地面积 74,590 平方米, 总建筑面积 198,634 平方米, 地上建筑面积 134,675 平方米, 其中住宅建筑面积 54,011 平方米, 商业面积 80,664 平方米, 容积率 1.8。顺义作为首都未来潜力巨大的发展区域, 无论在政策支持还是自然环境中, 都越来越显示出其活力。该项目为公司又增添了一个优质项目储备。

在 08 年年报中, 公司提到, 计划 2009 年新开工面积 105 万平方米, 竣工 124 万平方米, 销售 70 万平方米。充分利用当前土地获取成本较低的优势, 新增土地储备 100 万平方米。从当前的销售和开复工面积上可以看到, 公司已经充分认识到当前市场的活跃程度, 开复工面积超出年初的计划, 销售面积也已经超过计划的一半, 销售收入达到 46 亿元; 并且上半年积极拿地, 在昌平、大兴、顺义等地新增土地储备共计 56 万平方米。公司对今年市场情况的迅速变化反应及时, 果断, 赢得了优异销售成绩的同时, 也加快了开工建设的速度, 并理性的获取优异土地储备。这些都显示出了公司不但拥有在北京地区无可比拟资源优势, 其管理认知水平、市场反应能力、市场竞争力等也在不断提升, 充分抓住了去年底到今年的地产行业的绝好机会, 在三季度地产行业供应较之前不足的情况下, 公司依然有足够的项目可以销售, 确保了资金回笼的连续性和抢占市场的前瞻性。

(3) 09 年上半年非公开发行募集资金 46 亿元, 公司偿债能力大幅提高

09 年上半年, 公司向 7 名特定投资者发行 33,995 万股股票, 发行价格为 13.96 元/股, 发行募集资金总额为 474,570.20 万元。公司的资产负债率由增发前的 82% 降低到 70%, 偿债能力提高, 补充了流动资金。

3. 投资建议

我们预计，公司 09、10 年的房地产开发业务的收入分别为 60 亿元和 49 亿元。预计公司 09、10 年的归属母公司的净利润为 10.3 亿、11.2 亿元；每股收益为 0.89 元（25.8x）、0.97 元（23.7x）。经测算，公司当前重估净资产价值 RNAV 为每股 15.7 元。未来两年是重点项目的结算期，加上国奥村项目能够贡献比较多的投资收益，09、10 年业绩有望年复合增长 15% 以上。维持“推荐”评级。

表 1 房地产重点公司估值对比表

证券代码	证券简称	股价 8.7	EPS			PE			09NAV	股价对 NAV 溢价
			EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	10PE		
000002.SZ	万科 A	12.75	0.37	0.46	0.56	34.5	27.7	22.8	9.2	38.59%
600048.SH	保利地产	26.42	0.91	0.92	1.25	29.0	28.7	21.1	18.4	43.59%
600663.SH	陆家嘴	28.8	0.47	0.50	0.57	61.3	57.6	50.5	18.1	59.12%
000024.SZ	招商地产	30.88	0.94	1.01	1.25	32.9	30.6	24.7	22.6	36.64%
000069.SZ	华侨城 A	20.62	0.35	0.57	0.72	58.9	36.2	28.6	16	28.88%
000402.SZ	金融街	13.61	0.43	0.51	0.62	31.7	26.7	22.0	15.3	-11.05%
000046.SZ	泛海建设	16.13	0.09	0.17	0.28	171.6	94.9	57.6	14.6	10.48%
600895.SH	张江高科	15.57	0.38	0.50	0.68	41.0	31.1	22.9	13.9	12.01%
600208.SH	新湖中宝	12.59	0.30	0.41	0.52	42.0	30.7	24.2	7.7	63.51%
600383.SH	金地集团	16.81	0.38	0.55	0.64	43.7	30.4	26.3	10.6	58.58%
601588.SH	北辰实业	6.9	0.13	0.23	0.28	53.1	30.0	24.6	4.5	53.33%
002244.SZ	滨江集团	15.58	0.61	0.53	0.68	25.5	29.4	22.9	12.4	25.65%
000031.SZ	中粮地产	13.3	0.08	0.13	0.15	166.3	102.3	88.7	7.8	70.51%
600325.SH	华发股份	20.24	0.88	0.95	1.18	23.0	21.3	17.2	15.3	32.29%
000718.SZ	苏宁环球	13.41	0.33	0.54	0.82	40.2	24.8	16.4	10.9	23.03%
600748.SH	上实发展	18.54	0.34	0.43	0.49	54.5	43.1	37.8	11.8	57.12%
600675.SH	中华企业	17.26	0.50	0.72	0.66	34.5	24.0	26.2	11.6	48.79%
600376.SH	首开股份	22.97	0.70	0.84	0.98	32.8	27.3	23.4	15.7	46.31%
600639.SH	浦东金桥	16.62	0.33	0.38	0.46	50.4	43.7	36.1	12.5	32.96%
600246.SH	万通地产	12.27	1.04	0.29	0.45	11.8	42.3	27.3	11.5	6.70%
600007.SH	中国国贸	10.98	0.35	0.26	0.35	31.4	42.2	31.4	10.5	4.57%
600266.SH	北京城建	18.83	0.43	0.56	0.75	43.8	33.6	25.1	15.6	20.71%

资料来源：中国银河证券研究所

表 2 首开股份项目储备明细（含新增项目）

项目名称	位置	项目类别	项目进度	权益	规划建面 (万平方米)
奥运村项目	北京朝阳区	商品房	竣工、交用	46%	53.44
国风上观	北京朝阳区	商品房	在建	100%	31.54
知语城	北京朝阳区	商品房	部分竣工	100%	27.4
壹线国际	北京朝阳区	商品房	竣工、交用	100%	12.3
回龙观 D02/F06 住宅及商业	北京昌平区	商品房	在建	100%	41.88
回龙观 A03A05 住宅及配套	北京昌平区	经济适用房	竣工	100%	26.33
回龙观 F05	北京市昌平区	经济适用房	未开工	100%	40
幸福二村	北京市朝阳区	综合	竣工	100%	15.23
幸福三村 C 区	北京市朝阳区	综合	在建	100%	14.64
紫芳园三区	北京市丰台区	商品房	竣工	96.88%	13.41
紫芳园四区	北京市丰台区	商品房	新开工	96.88%	14.98
紫芳园五区	北京市丰台区	商品房	未开工	96.88%	16.89
回龙观 G 区经济适用房	北京市昌平区	经济适用房	部分竣工	51%	96.81
首开常青藤	北京市朝阳区	商品房	在建	100%	59.02
首城国际	北京市朝阳区	商品房	在建	50%	59.46
机场东路项目	北京顺义区	综合	未开工	50%	19.86
小屯馨城	北京市丰台区	两限房	在建	90%	21.85
首开畅心园	北京市朝阳区	经济适用房	在建	100%	20.5
大兴榆堡 38#地	北京大兴区	商品房	未开工	100%	7.3
石榴庄五区	北京市丰台区	综合	新开工	100%	2.73
回龙观 F01	北京市昌平区	综合	未开工	100%	4.4
回龙观 F0 3 东-1 、东-2	北京市昌平区	综合	未开工	100%	4.99
大兴康庄项目	北京市大兴区	限价房	未开工	100%	27.58
天津湾	天津市南开区	综合	部分竣工	50%	112.64
万德花园二期	天津市南开区	综合	在建	70%	7.61
烟台滨海广场	烟台	综合	在建	100%	11.89
海门理想城	海门市	商品房	在建	100%	33.86
海门锦源	海门市海门港	商品房	未开工	73.80%	68.3
苏州 34#地项目	苏州吴中区	商品房	未开工	100%	17.83
苏州 69#地项目	苏州相城区	商品房	未开工	100%	28.32
苏州 90#地项目	苏州工业区	商品房	新开工	100%	24.49
武汉颐翠苑小区	武汉	商品房	在建	100%	4.85
扬州 421#项目	扬州市	商品房	新开工	100%	12.92
重庆江北农场项目	重庆江北区	商品房	新开工	46%	60
					1015.25

资料来源：中国银河证券研究所

表3 09、10年房地产开发业务结算预测表（面积：万平方米）

项目名称	位置	项目类别	09年 结算面积	10年 结算面积	均价（元）	09年预计 结算收入 （亿元）	10年预计 结算收入 （亿元）
奥运村项目	北京朝阳区	商品房	29	5	25000	33.35	5.75
国风上观	北京朝阳区	商品房	1.5	2.3	14000	2.10	3.22
知语城	北京朝阳区	商品房	6	8	14000	8.40	11.20
壹线国际	北京朝阳区	商品房	2.5	0	16000	4.00	0.00
回龙观 D02/F06 住宅及商业	北京昌平区	商品房	0	3.5	10000	0.00	3.50
回龙观 A03A05 住宅及配套	北京昌平区	经济适用房	1.3	2.5	2600	0.34	0.65
回龙观 F05	北京市昌平区	经济适用房	0	0			
幸福二村	北京市朝阳区	综合	0.66				
幸福三村 C 区	北京市朝阳区	综合					
紫芳园三区	北京市丰台区	商品房	0.52				
紫芳园四区	北京市丰台区	商品房		2.1			
紫芳园五区	北京市丰台区	商品房	0	0			
回龙观 G 区经济适用房	北京市昌平区	经济适用房	3.41	5.6	2600	0.45	0.74
首开常青藤	北京市朝阳区	商品房	0	3.06	9000	0.00	2.75
首城国际	北京市朝阳区	商品房		15.5	14000	0.00	10.85
机场东路项目	北京顺义区	综合	0	2.55			
小屯馨城	北京市丰台区	两限房	0	7.19	7300	0.00	4.72
首开畅心园	北京市朝阳区	经济适用房	19		4300	8.17	0.00
大兴榆堡 38#地	北京大兴区	商品房	0	0			
石榴庄五区	北京市丰台区	综合	0	0.6			
天津湾	天津市南开区	综合	1.83		9000	0.82	0.00
万德花园二期	天津市南开区	综合	0	0	8500		
烟台滨海广场	烟台	综合	1.38	1.33	10000	1.38	1.33
海门理想城	海门市	商品房	4.25	10	3200	1.36	3.20
海门锦源	海门市海门港	商品房	0	0			
苏州 34#地项目	苏州吴中区	商品房	0	0			
苏州 69#地项目	苏州相城区	商品房	0	0			
苏州 90#地项目	苏州工业区	商品房					
武汉颐翠苑小区	武汉	商品房		2.11	2000	0.00	0.42
扬州 421#项目	扬州市	商品房		1.5			
重庆江北农场项目	重庆江北区	商品房	0	2	3000	0.00	0.28
合计			71.35	74.84		60.37	48.72

资料来源：中国银河证券研究所

表 4 利润表预测 (百万元)

	2006 A	2007A	2008 A	2009E	2010E
一、营业总收入	4629.50	7255.16	5839.89	7843.53	8133.49
营业收入	4629.50	7255.16	5839.89	7843.53	8133.49
二、营业总成本	4355.99	6676.45	5108.80	6667.00	7238.81
营业成本	3170.75	5166.24	3873.53	5066.92	5501.49
营业税金及附加	446.87	717.45	213.89	212.14	230.33
期间费用	738.36	792.76	1021.38	1200.06	1302.99
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.70	60.27	53.37	490.81	63.37
四、营业利润	287.18	609.91	784.46	1390.38	1590.36
五、利润总额	285.28	624.71	821.47	1490.27	1620.69
减：所得税	132.12	286.08	247.88	447.08	482.97
六、净利润	153.16	338.62	573.59	1041.70	1131.24
减：少数股东损益	-14.28	21.43	2.87	9.48	6.24
归属于母公司所有者的净利润	167.44	317.19	570.72	1032.22	1125.01
七、每股收益：					
基本每股收益(元)	0.21	0.39	0.70	0.89	0.97
总股本（亿股）	2.6	2.6	8.1	11.6	11.6

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

房地产行业分析师覆盖股票范围：

A 股：陆家嘴（600663.SH）、张江高科（600895.SH）、华侨城（000069.SZ）、深振业 A（000006，SZ）、万通地产（600246.SH）、深长城（000042.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908