

湘财证券研究所

房地产行业

张化东：Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

杨森：Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福：Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次评级： 买入



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

三套房贷政策点评：对房地产政策预期产生重大影响 2010.7.9

房地产行业-宏观经济数据有隐忧，房地产调控政策将持续 2010.7.16

房地产行业深度研究：上升大周期内小调整，时间换空间中静候复苏 2010.8.29

事件：

我们拜访了首开股份的高管，就公司的项目情况和市场观点做了调研。

投资要点：

- 截至 2009 年初公司拥有土地储备 961 万平方米，2010 年上半年新增土地储备 213.3 万平方米，考虑 2010 年上半年销售约 34 万平方米，公司土地储备已经突破千万大关，继续呈现加速上升趋势。随着土地储备的加速上升，公司的开发销售规模将进一步上升。
- 从 2009 年开始，公司开始大量增加土地储备。在 2009 年以来公司的新增土地储备中，公司土地成本依然保持相对合理的水平。
- 2010 年中报披露，公司持有货币资金 123.89 亿元，相较于 33.05 亿元的一年内需要偿还借款，公司还有很多货币资金可以投资扩大规模。以全年推算的 120 亿签约销售来看，公司的长期债务虽然达到 131.89 亿元，但在销售规模增长的条件下，偿债压力不大。
- 根据我们对于行业回暖的判断，开发公司获取土地时间窗口即将临近，在未来半年内获取的土地储备将会在销售时恰逢行业下一轮上涨周期的高峰。现在公司进行规模扩张可以说是踩准了行业周期规律。

首次买入评级，目标价格 18.5 元

- 我们假设公司项目 2010 年的售价维持 2009 年底的销售价格不变，2011 年和 2012 年维持在较今年售价低 15% 的水平，我们测算得出公司的 RNAV 为 27.34 元，较 2010 年 9 月 14 日的收盘价 15.46 元，折价率达到 77%。
- 根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.36 元和 1.80 元，对应 2010 年 9 月 14 日的收盘价 15.46 元的 PE 为 12.27X、11.39X 和 8.61X；我们预测 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 9.38 元、10.74 元和 12.53 元，对应 2010 年 9 月 10 日的收盘价 3.90 元的 PB 为 1.65X、1.44X 和 1.23X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有较大幅度的折价，PE 估值水平也偏低。我们认为，目前公司股价有所低估，考虑到公司的成长性，公司具有长期投资价值。
- 首次给出买入评级，6-12 个月每股目标价格 18.5 元。

投资风险：

加息风险和北京市场风险。

表 1：首开股份财务预测

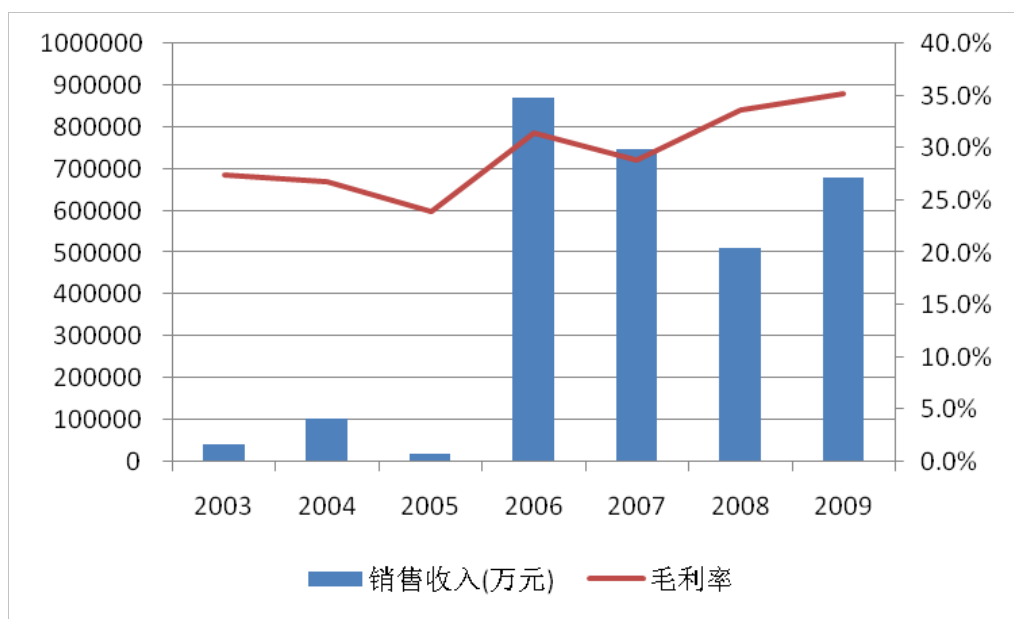
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5194.09	7271.72	10180.41	13234.54	收益率				
减：营业成本	3363.28	4508.47	6617.27	8602.45	毛利率	35.25%	38.00%	35.00%	35.00%
营业税金及附加	443.45	620.83	869.16	1129.91	三费/销售收入	18.15%	15.48%	14.56%	13.64%
营业费用	169.88	218.15	305.41	370.57	EBIT/销售收入	28.88%	27.96%	23.61%	24.73%
管理费用	407.37	509.02	610.82	661.73	EBITDA/销售收入	30.45%	30.77%	25.62%	26.16%
财务费用	365.44	398.26	565.76	772.93	销售净利率	17.43%	19.72%	15.80%	16.42%
资产减值损失	-65.50	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
加：投资收益	671.34	671.34	700.00	900.00	ROE	9.98%	13.43%	12.64%	14.33%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.61%	5.87%	5.68%	6.79%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	44.90%	-94.39%	15.07%	13.77%
营业利润	1181.53	1688.33	1911.99	2596.96	增长率				
加：其他非经营损益	-8.86	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	-11.06%	40.00%	40.00%	30.00%
利润总额	1172.67	1688.33	1911.99	2596.96	EBIT 增长率	33.93%	35.54%	18.19%	36.19%
减：所得税	267.18	254.25	303.00	424.24	EBITDA 增长率	32.37%	41.47%	16.53%	32.78%
净利润	905.49	1434.09	1608.99	2172.72	净利润增长率	57.86%	58.38%	12.20%	35.04%
减：少数股东损益	-26.21	-14.34	48.27	108.64	总资产增长率	50.75%	6.41%	22.16%	13.97%
归属母公司股东净利润	931.70	1448.43	1560.72	2064.08	股东权益增长率	153.03%	15.52%	14.47%	16.72%
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	经营营运资本增长率	-0.59%	82.07%	50.02%	40.42%
货币资金	11887.33	8264.02	4066.33	2132.35	资本结构				
应收和预付款项	720.57	3087.00	2294.78	4701.53	资产负债率	70.18%	67.25%	68.92%	67.80%
存货	15860.87	17535.19	28101.14	31226.09	投资资本/总资产	-5.51%	37.92%	46.03%	55.93%
其他流动资产	999.32	999.32	999.32	999.32	带息债务/总负债	2.67%	44.90%	37.58%	43.79%
长期股权投资	1323.77	1995.11	2695.11	3595.11	净负债率	-18.82%	19.65%	54.03%	81.63%
投资性房地产	447.51	386.45	325.40	264.35	流动比率	2.20	2.33	1.95	1.84
固定资产和在建工程	958.79	2032.08	3505.38	4978.68	速动比率	0.94	0.89	0.35	0.32
无形资产和开发支出	13.12	11.49	9.87	8.24	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他非流动资产	318.76	303.80	288.83	288.83	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产总计	32530.04	34614.47	42286.17	48194.50	资产管理效率				
短期借款	610.00	0.00	0.00	2856.50	总资产周转率	0.16	0.21	0.24	0.27
应付和预收款项	7301.51	7361.85	12724.56	12903.67	固定资产周转率	5.42	7.05	9.21	11.23
长期借款	9452.00	10452.00	10952.00	11452.00	应收账款周转率	46.98	239.53	60.99	147.80
其他负债	5465.69	5465.69	5465.69	5465.69	存货周转率	0.21	0.26	0.24	0.28
负债合计	22829.20	23279.55	29142.25	32677.86	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股本	1149.75	1149.75	1149.75	1149.75	EBIT	1500.31	2033.51	2403.43	3273.28
资本公积	5603.28	5603.28	5603.28	5603.28	EBITDA	1581.83	2237.86	2607.78	3462.66
留存收益	2581.55	4029.98	5590.70	7654.79	NOPLAT	1157.87	1692.97	1977.57	2679.96
归属母公司股东权益	9334.58	10783.01	12343.73	14407.81	净利润	931.70	1448.43	1560.72	2064.08
少数股东权益	366.26	351.92	400.19	508.83	EPS	0.810	1.260	1.357	1.795
股东权益合计	9700.84	11134.93	12743.92	14916.64	BPS	8.119	9.379	10.736	12.531
负债和股东权益合计	32530.04	34414.47	41886.17	47594.50	PE	19.08	12.27	11.39	8.61
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	PB	1.90	1.65	1.44	1.23
经营性现金净流量	1537.12	-2668.13	-2806.24	-3214.17	PCF	11.56	-6.66	-6.33	-5.53
投资性现金净流量	-236.65	-1000.00	-1400.00	-1400.00	EV/EBIT	4.43	9.89	10.36	9.26
筹资性现金净流量	7978.94	44.82	8.56	2680.18	EV/EBITDA	4.20	8.99	9.55	8.76
现金流量净额	9279.42	-3623.31	-4197.69	-1933.99					

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

1、资产整合效果开始显现

以 2007 年底的资产整合为契机，首开股份开始了全面整合之旅。当时新增的 557.86 万平方米的二级开发土地，在资产注入两年后正好进入至开发结算周期，在 2009 年公司终于扭转在二级开发市场上的颓势，实现了较大幅的恢复式增长。

图 1：首开股份销售情况



资料来源：企业公告；湘财证券研究所

根据测算，截至 2009 年初公司拥有土地储备 961 万平方米，2010 年上半年新增土地储备 213.3 万平方米，考虑 2010 年上半年销售约 34 万平方米，公司土地储备已经突破千万大关，继续呈现加速上升趋势。随着土地储备的加速上升，公司的开发销售规模将进一步上升，预计在两年后，公司的销售规模将达到目前的两倍左右。可以说目前的规模扩张都不能离开 2007 年底的资产重组所带来资产增加，当时注入的项目在目前大部分还处于在建阶段。

2、低廉土地储备保证未来利润

在取得土地方面，公司继承了国有企业能够获取优质低价土地的资源配置优势。在 2007 年重组过程中，公司得到大量低价土地的注入。而从 2009 年开始，公司开始大量增加土地储备。在 2009 年以来公司的新增土地储备中，公司土地成本依

然保持相对合理的水平。特别是在北京区域，公司依然保持着较为强大的拿地能力。在昌平回龙观、大兴、通州、房山长阳等价格涨幅较大区域都有土地的斩获，虽然项目承担了配套公建建设和保障性住房任务，但这些项目仍具有很大的溢价空间。在京外土地获取方面，也有如沈阳、太原等地的项目依然维持较低的土地价格水平。

表 2：首开股份新增地块

土地名称	占地面积 (万平方米)	权益 (%)	规划建筑面积 (万平方米)	(估)楼面价 (元/平方米)	预测售价 (元)
北京市昌平区回龙观 F01	2.2	100	4.4	2,527	16000
北京市昌平区回龙观 F03 东-1、东-2	2.6	100	4.99	2,228	15000
北京市大兴区康庄限价商品房住房 (三期)	12.5	100	27.58	2,334	6500
扬州 D 地块	18.2	100	38.2	2,535	6600
厦门翔安项目	16.5	100	39	3,251	6500
太原龙城大道项目	55.2	85	104.5	865	8500
沈阳沈北新区项目	62.3	95	71.3	670	6000
北京市房山区长阳镇起步区 2 号地及 3 号地北侧多功能项目	40.8	100	38	4,494	13000
北京市房山区房山线长阳站 8 号地东侧地块	12.6	100	16.7	6,902	13000
北京市通州区马驹桥项目	14.7	100	24.3	3,785	12000
贵州省贵阳市南明区龙洞堡	108	100	134.3	1198	5500
绵阳仙海风景区地块	139.66	100	77.59	729	8,000

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

3、资金面宽裕，扩张无忧

公司 2010 年中报披露，公司持有货币资金 123.89 亿元，相较于 33.05 亿元一年内需要偿还的借款，公司还有很多货币资金可以投资扩大规模。以全年测算的 120 亿签约销售来看，公司的长期债务虽然达到 131.89 亿元，但在销售规模增长的条件下，偿债压力不大。从净负债率看，公司今年的净负债率在大规模投资的背景下有所增长，但仍然维持在较为安全的水平。

以目前资金面状况，公司进一步补充土地储备水平的可能性极大，公司的规模将在偿债安全的前提下得到更大幅度地提升。根据我们对于行业回暖的判断，开发公司获取土地时间窗口即将临近，在未来半年内获取的土地储备将会在销售时恰逢行业下一轮上涨周期的高峰。现在公司进行规模扩张可以说是踩准了行业周期规律。

表 3：首开股份负债情况（万元）

	2007	2008	2009	1H2010
短债	6,529.21	4,938.00	4,327.00	3,605.00
长债	4,021.00	5,063.00	9,452.00	13,189.00
货币资金	3,117.59	2,800.56	11,969.19	12,389.09
股东权益	3,933.57	3,990.63	9,700.84	10,372.48
净负债率	188.95%	180.43%	18.66%	42.47%

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

4、首次买入评级，目标价 18.5 元

我们假设公司项目 2010 年的售价维持 2009 年底的销售价格不变，2011 年和 2012 年维持在较今年售价低 15% 的水平，我们测算得出公司的 RNAV 为 27.34 元，较 2010 年 9 月 14 日的收盘价 15.46 元，折价率达到 77%。

根据审慎的销售和结转的假设，我们预测 2010 年至 2012 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.36 元和 1.80 元，对应 2010 年 9 月 14 日的收盘价 15.46 元的 PE 为 12.27X、11.39X 和 8.61X；我们预测 2010 年至 2012 年的每股净资产分别为 9.38 元、10.74 元和 12.53 元，对应 2010 年 9 月 14 日的收盘价 15.46 元的 PB 为 1.65X、1.44X 和 1.23X。我们认为公司目前股价相对于 RNAV 有较大幅度的折价，PE 估值水平也偏低。我们认为，目前公司股价有所低估，考虑到公司的成长性，公司具有长期投资价值。

但相较于其他一线城市，北京市场的不确定性较高，市场存在一定风险。结合绝对估值和相对估值水平，首次给出买入评级，6-12 个月每股目标价格 18.5 元。

表 4：首开股份项目结算预测

项目	区域	权益	价格假设	结算收入（百万）			结算面积			毛利率
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	
国奥村	北京市朝阳区	46%	40000	680	204	61	17002	5100	1530	81.78%
国风上观	北京市朝阳区	100%	24000	1549	668	604	64540	27841	25168	61.29%
知语城	北京市朝阳区	100%	20000	596	518	155	29820	25904	7771	53.55%
西内大街1#楼项目	北京市西城区	100%	50000	0	774	232	0	15488	4646	69.42%
通惠家园	北京市朝阳区	100%	4000	105	32	9	26320	7896	2369	28.04%
回龙观A03/A05项目	北京市昌平区	100%	3500	30	9	3	8540	2562	769	17.76%
首开智慧社	北京市昌平区	100%	20000	0	1420	1230	0	70984	61520	68.20%
回龙观F06项目	北京市昌平区	100%	15000	0	544	625	0	36238	41674	57.60%
回龙观F05项目	北京市昌平区	100%	15000	0	0	487	0	0	32489	44.74%
回龙观F06项目	北京市昌平区	100%	4500	0	0	113	0	0	25167	17.37%
回龙观F01	北京市昌平区	100%	18000	0	0	266	0	0	14798	65.97%
回龙观F03东-1、2商业	北京市昌平区	100%	15000	0	0	360	0	0	23975	63.22%
首开幸福广场	北京市朝阳区	100%	26000	229	69	21	8820	2646	794	61.93%
幸福三村C区	北京市朝阳区	100%	26000	0	1721	882	0	66202	33929	61.93%
紫芳园三区	北京市丰台区	97%	20000	88	26	8	4408	1322	397	51.05%
首开璞樾	北京市丰台区	97%	20000	316	95	726	15801	4740	36286	51.05%
时代紫芳荆园	北京市丰台区	97%	20000	0	0	0	0	0	0	51.05%
紫芳园六区	北京市丰台区	97%	20000	0	0	0	0	0	0	51.05%
回龙观G区经适房	北京市昌平区	51%	4000	30	192	213	7533	47996	53274	15.54%
首开常青藤	北京市朝阳区	100%	26000	1452	2517	3409	55860	96825	131132	76.05%
首城国际	北京市朝阳区	50%	26000	1265	1239	1103	48650	47662	42406	65.63%
机场东路项目	北京市顺义区	50%	12000	0	0	226	0	0	18822	60.50%
小屯馨城	北京市丰台区	90%	7300	0	211	332	0	28875	45478	40.02%
首开畅馨园	北京市朝阳区	100%	6000	146	239	142	24360	39753	23745	35.36%
大兴榆堡38#地项目	北京市大兴区	100%	6000	0	124	142	0	20632	23726	11.84%
大兴康庄三期(限价房)	北京市大兴区	100%	6500	0	1093	328	0	168105	50432	13.49%
首开石榴派	北京市丰台区	100%	18000	0	278	83	0	15431	4629	60.78%
天津湾	天津市河西区	50%	16000	569	696	656	35536	43509	40973	38.82%
烟台滨海广场	烟台市芝罘区	100%	10000	73	22	7	7308	2192	658	32.10%
海门首开理想城	海门市开发区	100%	5300	152	451	394	28700	85167	74356	22.84%
海门锦源国际项目	海门市海门港	74%	12000	0	0	581	0	0	48436	65.81%
苏州34#地	苏州市吴中区	100%	8000	0	0	137	0	0	17133	26.71%
苏州69#地项目	苏州市相城区	100%	15000	0	0	0	0	0	0	61.59%
苏州首开悦澜湾	苏州市工业园区	100%	8800	0	365	317	0	41529	35992	30.65%
武汉颐翠苑小区	武汉市	100%	7000	116	110	33	16590	15717	4715	3.01%
扬州421项目	扬州市邗江区	100%	6600	0	145	166	0	21909	25195	21.42%
扬州456项目	扬州市邗江区	100%	6600	0	356	410	0	53996	62095	11.74%
太原项目	太原市龙城大道	85%	8500	0	666	766	0	78381	90139	58.59%
厦门翔安项目	厦门市翔安区	100%	6500	0	425	489	0	65405	75216	1.00%
沈阳沈北新区项目	沈阳市沈北新区	95%	6000	0	0	674	0	0	112284	34.01%
重庆国奥村项目	重庆市江北区	46%	9500	0	296	467	0	31202	49143	44.32%
合计				7398	15506	16859	399787	1171210	1343260	

资料来源：企业公告；湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。