

强烈推荐-A (维持)**首开股份** 600376.SH

目标估值: 18.15 元

当前股价: 15.15 元

2010 年 11 月 22 日

资金充裕，股价低估**基础数据**

上证综指	2889
总股本(万股)	114975
已上市流通股(万股)	52011
总市值(亿元)	174
流通市值(亿元)	79
每股净资产(MRQ)	8.9
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	74.5%
主要股东	北京首都开发控股
主要股东持股比例	47.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	11	-40
相对表现	-13	-5	-27

**相关报告**

1、《首开股份(600376)——长期投资价值不改，短期解禁无忧》
2010/07/07

2、《首开股份(600376)——一季度业绩大幅增长，防守能力强》
2010/04/23

3、《首开股份(600376)——北京市场最大受益者，业绩激励加速发展》
2010/04/07

贾祖国

010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

孟群

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn
S1090210090011

2010 年业绩超预期可能性较大，主要是首城国际和国奥村结算量可能超预期，多贡献 EPS0.1-0.46 元；公司市值约 174 亿，预计目前货币资金与市值接近；2010 年 PE12.5 倍，股价低估。目标价 18.15 元。维持“强烈推荐-A”评级。

- **预计 2010 年 EPS1.21 元，但超预期可能性较大：**超预期的因素主要来自于两个非并表项目的贡献。一是首城国际项目，如果公司今年加大结算力度，可能增加约 EPS0.1 元；二是国奥村项目，目前已销售完毕，2009 年结算约 20 万平米，还剩约 20 万平米，可为公司贡献 EPS0.54 元，原预计分三年结算，但如果公司加大结算力度而分一年结算，则可增加 EPS0.36 元；
- **管理层第一期激励已具备行权条件，静待后续激励：**根据首期现金激励计划，2010 年需实现归属母公司净利 9.83 亿元，三季度末已完成 10.62 亿元。首期现金激励的 30% 要等到第二期激励方案达到激励条件之后才能兑现，将加速后续激励方案的推出，关注公司为此蓄势所带来的变化；
- **货币资金与市值接近：**公司目前市值 174 亿，三季度末公司货币资金 127 亿元，10 月销售约 17 亿元，还要加上 11 月的销售；
- **股价低估：**按 2010 年 EPS1.21 元计算，当前股价隐含 2010 年 PE12.5 倍；2011 年 PE10 倍，公司股价被低估；
- **业绩预测与投资评级：**保守估计 2010 年 EPS1.21 元，给予 10 年 15 倍 PE，目标价 18.15 元。RNAV21.4 元，当前股价折价 29%。维持“强烈推荐-A”的投资评级；
- **风险提示：**明后两年北京市场低迷导致销售不畅的风险。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5840	5194	7383	10291	12248
同比增长	-20%	-11%	42%	39%	19%
营业利润(百万元)	784	1182	1865	2335	2974
同比增长	29%	51%	58%	25%	27%
净利润(百万元)	571	932	1387	1723	2208
同比增长	80%	63%	49%	24%	28%
每股收益(元)	0.70	0.81	1.21	1.50	1.92
PE	21.5	18.7	12.6	10.1	7.9
PB	3.3	1.9	1.7	1.4	1.2

资料来源：招商证券

1、2010 年业绩超预期因素

预计 2010-2012 年结算面积分别为 50 万平米、100 万平米和 125 万平米，对应结算收入分别为 50 亿元、100 亿元和 120 亿元。对应 EPS 分别为 1.21 元、1.50 元和 1.92 元。

表 1: 2010-2012 年公司结算项目，结算面积和收入预测

万平，亿元	类型	10 年结 算面积	11 年结 算面积	12 年结 算面积	10 年结 算收入	11 年结 算收入	12 年结 算收入
望京东园 A1 区（国风上观）	住宅	7.15	4.77	0.00	12.2	8.5	0.0
望京 K7（知语城）	住宅	6.34	4.22	0.00	12.7	8.9	0.0
回龙观 D02（智慧社）	住宅	2.83	5.65	10.36	4.6	10.2	18.6
回龙观 F06 项目	住宅	2.88	5.77	10.58	3.5	7.3	13.3
回龙观 F05 项目	住宅/两限房	0.00	7.20	10.80	0.0	2.4	3.6
回龙观 F01	商业金融	0.00	0.00	4.40	0.0	0.0	3.5
回龙观 F03 东-1, F03 东-2 商业项目	商业	0.00	0.00	4.99	0.0	0.0	4.0
回龙观 G 区经济适用房	经济适用房	10.00	10.00	0.00	2.6	2.6	0.0
幸福二村（首开幸福广场）	综合	0.00	3.00	0.00	0.0	6.6	0.0
幸福三村 C 区	综合	0.00	2.64	3.95	0.0	6.3	9.5
紫芳园三区（时代紫芳竹园）	住宅	0.00	2.10	0.00	0.0	4.2	0.0
紫芳园四区（首开璞醍）	住宅	0.00	2.70	5.39	0.0	6.7	13.5
紫芳园五区（时代紫芳荆园）	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
紫芳园六区	商业	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
单店住宅小区二期（首开常青藤）	住宅	5.02	7.53	12.54	5.5	11.3	18.8
机场东路项目	综合	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
小屯馨城	两限房	0.00	4.26	6.39	0.0	3.1	4.7
常营二期经济适用房 A 标段（首开畅馨园）	经济适用房	5.54	7.38	5.54	2.4	3.2	2.4
大兴榆堡 38#地项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
大兴康庄三期	两限房	0.00	0.00	8.03	0.0	0.0	5.2
石榴庄五区（首开石榴派）	综合	0.00	1.09	1.64	0.0	2.0	2.9
烟台凯旋城二期（滨海广场）	综合	3.70	3.70	0.00	4.4	4.4	0.0
海门项目（首开理想城）	住宅	4.32	4.32	8.63	1.7	1.7	3.5
海门锦源国际项目	住宅	0.00	5.81	8.71	0.0	2.4	3.7
苏州 34#地	住宅	0.00	2.41	5.62	0.0	1.6	3.7
苏州 69#地	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
苏州 90#（首开悦澜湾）	住宅	0.00	4.16	6.24	0.0	3.1	4.7
武汉颐翠苑小区	住宅	2.29	2.29	0.00	0.8	0.8	0.0
扬州 421 项目	住宅	0.00	1.74	4.07	0.0	1.0	2.4
扬州 456 项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
太原项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
厦门翔安项目	住宅	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
沈阳沈北新区项目	住宅	0.00	6.97	6.97	0.0	2.1	2.1
奥运村项目（国奥村）	住宅	7.57	7.57	7.57	15.1	15.1	15.1
广渠路 36#项目（首城国际）	综合	9.22	6.74	7.27	15.5	13.0	16.8
天津湾	综合	4.79	4.79	4.79	5.3	5.8	6.4
重庆国奥村项目	综合	5.10	5.10	5.10	3.3	3.6	4.0
不考虑非并表项目的情况下	合计	50	100	125	50	100	120

业绩超预期的因素主要来自两个非并表项目：首城国际项目和国奥村项目。

➤ 首城国际项目

项目总建面约 60 万平米，可结算面积约 46 万平米，2009 年末剩余可结算面积约 44 万平米。整个项目目前已销售约 24 万平米，销售收入 47.5 亿元。

我们保守预计 2010 年结算 9.22 万平米，主要是 8 号、23 号、24 号和 25 号楼。

但 A1、A2、A3、9 号、10 号、11 号和 23 号楼已基本销售完成，并计划于 2010 年底竣工。因此具备加速结算的可能性。

➤ 国奥村项目

国奥投资主要负责国家体育馆和奥运村项目，在成都，重庆和桂林有三个大项目涉及总建面约 186 万平米。基于审慎原则，我们仅考虑北京国奥村项目。

北京国奥村可结算资源约 40 万平米，累计推盘 38.2 万平米，目前已基本销售完毕。项目起售价格 1.8 万元/平米，目前现房售价 4.1 万元/平米。

2009 年结算了约 20 万平米。按前 20 万平米结算均价 2 万/平米，后 20 万平米结算均价 3 万/平米来算，参考 2009 年的结算情况测算，预计剩余项目净利润 18 亿，46% 股权对应的投资收益是 8.28 亿元。如果考虑到公司在成都，重庆和桂林三地的 186 万平米项目，潜在投资收益将远高于 8.28 亿元，贡献 EPS0.54 元。

基于审慎原则，我们原来按三年分摊。但从目前项目运转看，项目具备加速结算的条件，我们认为公司有可能加速结算。

2、三季报净利 10.6 亿元，已达到现金激励约束条件

公司第一期现金激励方案要求 2009 年和 2010 年归属母公司净利润 19.15 亿元，2010 年公司实现归属母公司净利润 10.62 亿元，2009 年到 2010 年三季度，公司已累计实现归属母公司净利润 19.94 亿元。达到现金激励的行权条件。

3、公司资金充裕，现有货币资金已接近市值

截止 2010 年 11 月 19 日，公司市值 174 亿元。

2010 年三季度公司期末货币资金达到 127 亿元，公司 10 月份销售收入约 17 亿元，两项合计已达到 144 亿元，加上 11 月份的销售，公司的货币资金已经与市值非常接近。

我们认为房地产市场成交量价和土地价格都会有所下调，目前公司资金储备位居行业前列，充沛的资金将有助于在调整中获得更多的储备资源。

4、股价低估，维持“强烈推荐-A”的评级

按 2010 年 EPS1.21 元计算，当前股价隐含 2010 年 PE12.5 倍，2011 年 PE10 倍，公司股价被低估；在不考虑 2010 年业绩超预期的情况下，按 2010 年 15 倍 PE 结算，目标价 18.15 元。维持“强烈推荐-A”的评级。

表 2：房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

元,亿元,万平	总市值	每股净资产	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10 年 PE	11 年 PE	评级
服务类										
世联地产	65.8	5.19		30.2		1.01	1.33	29.9	22.7	强烈推荐—A
商业地产										
中国国贸	127.8	4.32	110	12.7	14.1	0.17	0.58	74.6	21.9	强烈推荐—A
开发加持有										
金融街	202.5	5.21	769	6.7	13.4	0.58	0.74	11.5	9.0	强烈推荐—A
世茂股份	152.8	5.85	831	13.1	22.9	0.80	1.04	16.3	12.5	强烈推荐—A
张江高科	157.8	3.76	362	10.2	13.7	0.60	0.68	17.0	15.0	审慎推荐—A
浦东金桥	79.8	3.67	91	9.5	13.0	0.46	0.52	20.5	18.2	审慎推荐—A
开发类										
北京城建	88.1	5.42	186	11.9	20.3	1.19	1.41	10.0	8.4	强烈推荐—A
冠城大通	65.2	2.57	215	8.9	11.3	1.02	1.59	8.7	5.6	强烈推荐—A
华业地产	44.0	3.38	122	6.8	10.6	0.49	0.88	13.9	7.8	强烈推荐—A
荣盛发展	153.1	3.01	1144	10.7	11.8	0.65	0.98	16.4	10.9	强烈推荐—A
格力地产	44.2	2.74	199	7.7	10.6	0.57	0.73	13.4	10.5	强烈推荐—A
首开股份	174.2	8.85	969	15.2	18.5	1.21	1.50	12.5	10.1	强烈推荐—A
金地集团	269.6	3.63	1480	6.0	7.5	0.52	0.63	11.6	9.6	强烈推荐—A
鲁商置业	74.3	0.74	274	7.4	8.8	0.63	0.92	11.8	8.1	强烈推荐—A
福星股份	82.1	7.39	315	11.6	11.9	0.64	0.89	18.1	13.0	强烈推荐—A
苏宁环球	147.6	2.02	1451	8.7	11.8	0.60	0.90	14.5	9.6	强烈推荐—A
万科 A	906.0	3.66	3673	8.2	8.9	0.60	0.75	13.7	11.0	强烈推荐—A
招商地产	281.8	10.24	1051	16.4	28.4	1.21	1.60	13.6	10.3	审慎推荐—A
保利地产	567.4	5.92	2966	12.4	13.0	0.97	1.25	12.8	9.9	审慎推荐—A
华发股份	85.3	6.51	633	10.4	17.3	0.96	1.08	10.9	9.7	审慎推荐—A
天津松江	51.0	1.10	283	8.1	6.1	0.40	0.76	20.4	10.7	审慎推荐—A
新湖中宝	281.8	1.38	763	5.6	3.7	0.37	0.58	15.1	9.6	审慎推荐—A
龙元建设	59.6	5.00		12.6		0.50	0.80	25.2	15.7	审慎推荐—A
浙江广厦	46.1	2.39	219	5.3	5.2	0.43	0.48	12.3	11.0	审慎推荐—A
滨江集团	141.4	2.80	329	10.5	12.6	0.79	0.97	13.2	10.8	审慎推荐—A
信达地产	99.8	3.54	465	6.6	8.0	0.45	0.50	14.6	13.1	审慎推荐—A
苏州高新	48.8	3.05	263	5.5	6.9	0.45	0.49	12.3	11.3	审慎推荐—A
华丽家族	64.1	2.15	86	12.2	7.7	0.96	1.09	12.7	11.1	审慎推荐—A
亿城股份	51.0	2.91	185	5.1	6.4	0.48	0.60	10.7	8.6	审慎推荐—A
建发股份	154.4	2.42	545	6.9	6.5	0.55	0.68	12.5	10.1	审慎推荐—A
中南建设	116.0	3.76	1027	9.9	13.9	0.79	0.87	12.6	11.4	审慎推荐—A
中天城投	117.2	1.48	947	12.8	7.8	0.59	0.98	21.7	13.1	审慎推荐—A
凤凰股份	47.1	1.64	126	6.4	4.7	0.29	0.48	21.9	13.3	审慎推荐—A
上实发展	92.1	2.33	627	8.5	11.5	0.34	0.44	25.0	19.3	审慎推荐—A
京投银泰	52.0	2.09	103	7.0	4.4	0.34	0.54	20.6	13.0	审慎推荐—A
中大股份	80.5	6.20	255	18.3	18.3	1.13	1.46	16.2	12.6	审慎推荐—A

注明：公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

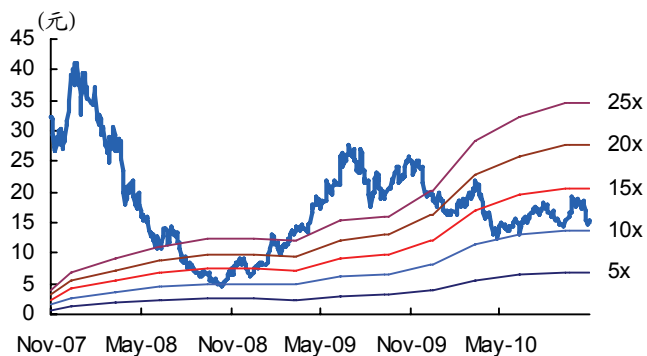
资料来源：招商证券研发中心

表 3: 重点公司核心观点

公司名称	重点公司核心观点
世联地产	公司一直致力于学习国际房地产服务业龙头世邦魏理仕，我们认为公司现在所处阶段与 1970 年前后的世邦魏理仕很像——正处于大幅全国扩张的前期，公司将的区域扩张和并购作为全国扩张的两个重要途径，公司价值长期看好。
中国国贸	我们看好北京写字楼价格的长期空间，预期明年底后租金将快速上涨，未来公司还有 3 期 B20 多万方储备，预计未来写字楼租金年均复合增长率将从过去 10 年的 4.1% 提高到 7% 左右。公司 RNAV16 元左右，现金流折现每股价值是 20 元。
金融街	京津是中国未来房地产最有前景的地区，公司正在聚焦京津地区，大幅增加该区域的土地储备。公司在京津地区的持有物业达到 60 多万方，具有绝对的战略价值，未来 3 年公司将保持每年 30% 左右的高增长。经过 08 年的股权融资和 09 年的债券融资，目前公司手握 150 多亿的现金，是 100 多家地产 A 股公司中资金最充裕的公司。在未来的行业调整期里，公司有望在北京、天津等战略重点城市的土地储备有更实质性的增长。
世茂股份	公司资产重组完成后，公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备，目前公司的土地储备达到了 831.4 万平，权益土地储备为 689.3 万平。公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地，卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。09 年许薇薇女士来到公司后，详细制定了公司的发展和经营计划，原有项目开始大规模动工，我们预计公司业绩也将随之大幅增长。
北京城建	地产项目主要集中在北京，由前期控量获利阶段进入后期放量获利阶段，长期股权投资由投入期转入收获期。管理层有动力释放业绩。当前股票估值较低。
冠城大通	公司这两年的业绩主要依靠北京的太阳星城项目和冠城名敦道，这两个项目都是 2004 年前拿的地，地价非常便宜。09 年底目前未结算面积分别为 73.1 万平和 8.3 万平。这两个项目主要在 2010 年到 2012 年结算。我们即使采用最保守的房价和结算条件，公司业绩依然能高速增长。我们认为公司未来还是有拿优质土地储备的能力，其来源目前主要有海西文化创意产业园项目、海科建股权以及太阳星城 D 区 20 多万建面的一级开发。前期市场一直担心公司放弃配股后是否还会释放业绩。7 月 29 日公司公告了股权激励，我们认为这使得公司管理层和投资者的利益更趋于一致。
华业地产	公司在通州有 67.4 万可售的土地储备，占公司当前土地储备的 55%。该项目楼面价仅 3000 元/平米左右。该项目大概在 2011 年达到结算条件，估计要结算 4 年左右的时间。这就充分锁定了公司在 2011-14 年的业绩。通州项目 2010 年 8 月份开盘。
荣盛发展	定位于全国二三线城市，目标清晰，项目周转快。未来成长性好，股权激励已经实施。缺点估值较高，目前已经接近 20 倍 PE。我们看好公司快速成长的潜力，公司有成为全国一线地产商的潜力。
格力地产	用工业化的标准要求来建造房子，公司背景较好，珠海市政府积极扶持，管理层实干型干部，忠诚度较高。缺点：今年业绩释放较慢。格力海岸项目将在 2012 年体现业绩，明年将会预售。投资格力，就像当初投资苏宁电器一样，需要长期持有。
首开股份	北京国资背景，在京土地储备最多，并且其拿地能力有望随着北京土地出让制度调整而强化；现金激励方案奖金延期提取，提供业绩持续增长动力；资金充足而具备较强的进攻潜力；2010 年公司达到考核目标已无悬念，公司必将积极推动第二期奖励计划，但由于集团公司与上市公司管理层不完全重合，可能会增加第二期奖励计划的阻力；2010 年业绩已无忧。
金地集团	渐渐掉队的一线地产商，上半年销售较差，下半年将会有 200 万平的货源，销售将会有明显起色。股权激励明年授权，业绩增长确定。管理层变动带来的负面影响已经在最近走势中反映。投资金地建议关注公司下半年上海青浦徐泾项目的销售情况，将具有代表性。
鲁商置业	山东人均可支配收入比全国高 3.3%，但房价比全国低 22%，销售额排全国第 5，但缺乏本土龙头；“鲁置业捆绑银座”堪比“万达捆绑沃尔玛”，最有实力成为本土龙头；各方动力推动公司做大做强，2010 年所有项目全部开工建设，为未来业绩增长奠定基础。青岛燕儿岛项目有望在第三季度预售。
福星股份	武汉将大幅受益于四面高铁网络的建设，是我们非常看好的为数不多的几个城市之一。公司市场领街城中村改造，孕育巨大的机会；福星股份有望借助城中村改造实现土地储备翻番，并成为武汉房地产市场龙头；今年三四季度将获得 2 个城中村约 230 万平米土地，土地储备有望翻番。
苏宁环球	南京跨江战略进入实质性实施阶段，未来几年里江北交通将大幅改善，江北房价在快速上涨，公司在江北项目的权益建面 728.8 万平米，占江北供应 2/3 左右，已成为南京跨江战略的最大受益者。经公司江北项目过江的地铁 3 号线 2014 年通车。在目前二套房政策下，因江北交通还不是很便利，公司楼盘销售不畅。

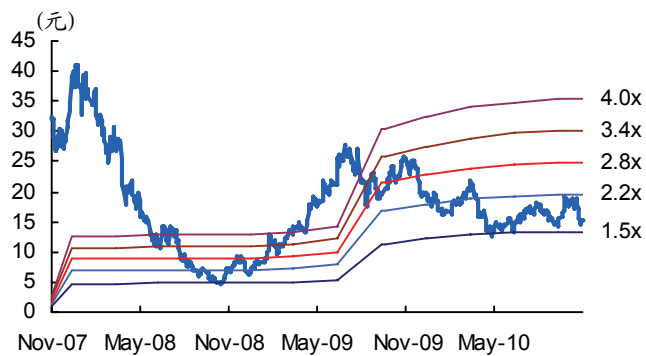
资料来源：招商证券研发中心

图 1: 首开股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 首开股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

专著:

《房地产投资原理》，贾祖国、孟群著，经济科学出版社出版，2010 年 9 月

中国当代房地产研究专题系列:

《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18

《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21

《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08

《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17

《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28

《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06

《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10

《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08

《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12

《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03

《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14

《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18

《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

《中国当代房地产研究专题之十四——土地制度研究》2010/10/20

《中国当代房地产研究专题之十五——国际核心城市的总结与展望》2010/10/22

海外房地产企业研究专题系列:

《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14

《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04

《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	18945	29550	34452	40343	44513
现金	2801	11969	14593	12701	11272
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	245
应收款项	50	111	148	206	240
其它应收款	1537	542	148	206	245
存货	13948	15861	18947	26336	31512
其他	608	1067	616	894	998
非流动资产	3209	3553	3398	3607	3740
长期股权投资	1183	1324	1324	1324	1324
固定资产	987	959	894	834	787
无形资产	13	13	12	10	9
其他	1026	1257	1169	1439	1620
资产总计	22154	33103	37850	43950	48253
流动负债	13071	13880	16944	20875	23539
短期借款	1230	610	400	450	500
应付账款	1598	1268	3158	4682	5602
预收账款	3632	5227	4737	7023	8403
其他	6612	6775	8649	8720	9034
长期负债	5092	9522	10037	10570	10092
长期借款	5063	9452	9952	10452	9952
其他	29	70	85	118	140
负债合计	18163	23402	26981	31445	33632
股本	810	1150	1150	1150	1150
资本公积金	1229	5603	5603	5603	5603
留存收益	1650	2582	3738	5346	7439
少数股东权益	302	366	378	406	429
母公司所有者权益	3689	9335	10491	12099	14192
负债及权益合计	22154	33103	37850	43950	48253

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1088	1499	662	(1225)	(361)
净利润			1387	1723	2208
折旧摊销			119	110	102
财务费用			569	496	482
投资收益			(453)	(438)	(529)
营运资金变动			(783)	(2902)	(2489)
其它			(176)	(213)	(135)
投资活动现金流	(180)	(237)	245	(44)	(50)
资本支出			(44)	(44)	(50)
其他投资			289	0	0
筹资活动现金流	(1304)	7979	1718	(623)	(1018)
借款变动			2073	(450)	(950)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(230)	(115)	(115)
其他			(126)	(58)	47
现金净增加额	(396)	9242	2624	(1892)	(1429)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5840	5194	7383	10291	12248
营业成本	3874	3363	3947	5852	7003
营业税金及附加	214	443	746	1348	1572
营业费用	225	170	234	263	282
管理费用	373	407	476	434	464
财务费用	335	365	569	496	482
资产减值损失	89	(66)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	53	671	453	438	529
营业利润	784	1182	1865	2335	2974
营业外收入	44	2	0	0	0
营业外支出	7	11	0	0	0
利润总额	821	1173	1865	2335	2974
所得税	248	267	466	584	744
净利润	574	905	1398	1751	2231
少数股东损益	3	(26)	12	28	23
母公司所有者净利润	571	932	1387	1723	2208
EPS (元)	0.70	0.81	1.21	1.50	1.92

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-20%	-11%	42%	39%	19%
营业利润	29%	51%	58%	25%	27%
净利润	80%	63%	49%	24%	28%
获利能力					
毛利率	33.7%	35.2%	46.5%	43.1%	42.8%
净利率	9.8%	17.9%	18.8%	16.7%	18.0%
ROE	15.5%	10.0%	13.2%	14.2%	15.6%
ROIC	5.6%	5.1%	6.8%	7.6%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	82.0%	70.7%	71.3%	71.5%	69.7%
净负债比率	45.1%	41.6%	41.9%	35.0%	30.0%
流动比率	1.4	2.1	2.0	1.9	1.9
速动比率	0.4	1.0	0.9	0.7	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4
应收帐款周转率	109.8	64.5	57.2	58.2	54.9
应付帐款周转率	2.5	2.3	1.8	1.5	1.4
每股资料(元)					
每股收益	0.70	0.81	1.21	1.50	1.92
每股经营现金	1.34	1.30	0.58	-1.07	-0.31
每股净资产	4.56	8.12	9.12	10.52	12.34
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	21.5	18.7	12.6	10.1	7.9
PB	3.3	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	33.1	24.4	15.4	13.4	11.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。