

投资评级：

推荐（维持）

基本资料：

当前股价（元）	11.0
总股本（百万）	1495
流通股（百万）	1495
EPS (ttm)	0.6788
每股净资产（元）	3.36
资产负债率	76%
真实资产负债率	54.5%

公司走势图



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858133

Email: zhangpeng@cnpsec.com

相关报告：

《酒香不怕巷子深——首开股份（600376）2010 年报点评》

《广撒网降低风险，低成本催化业绩——首开股份（600376）》

中报预亏构成买入机会

——首开股份（600376）调研报告

7 月 20 日，我们与公司管理层进行了交流，对公司近期的项目销售情况进行了解。

- **公司目前销售进度略慢。**公司 1-6 月份销售了约 50 亿元，较公司年初 180 亿元的计划完成了 30%。公司销售一般的主要原因是上半年推盘力度不大，主要是消化老项目；下半年公司推盘力度将加大，北京的熙悦山、国风美唐、国风上观、常青藤；沈阳的乐活小镇；苏州的国风华府等项目均会新推出楼盘，下半年共计将推 70 万平方米，同时维持年初制定的销售计划。
- **下半年公司在销售策略上将更加灵活。**7 月初公司对璞瑅项目进行了一次促销，推出 50 套特价房源并给予 8.5 折优惠，取得了良好的效果，表明开发企业在给予大幅优惠的情况下，市场购买力依然旺盛。因此如果市场持续低廉，公司将继续采取以价换量的经营策略快速回笼资金，来保障运行的安全性。由于公司目前在推的在京项目均有较高的毛利空间，因此售价的下降虽然暂时牺牲了利润，但对公司盈利能力影响不大，而经营风险的降低、获取项目余地加大则有更大意义。
- **公司全年计划土地储备 200 万平方米。**公司上半年取得 4 个项目，分别位于苏州、福州、廊坊和北京，规划建面共计 104 万平方米。目前公司的拿地策略偏向三、四线城市和保障性住房。公司开发保障性住房具有明显优势：1、公司做保障性住房的历史由来已久，因此公司在成本控制、施工管理方面有着较丰富的经验。2、公司开发保障房可以利用包括中期票据在内的多种融资手段，可以有效降低公司的融资成本、提高资金使用效率。公司计划年内在北京再获取一个保障性住房项目。公司目前土地储备丰富，商品房和两限房在京权益可售面积约 377 万平方米，京外权益可售面积 634 万平方米，部分项目拿地时间较早，盈利能力很强，对于公司近几年的净利构成较强支撑。
- **盈利预测：**我们认为，公司全年的业绩增长仍然有较强保障，预计 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 89.62 亿元、114.79 亿元和 148.92 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 16.68 亿元、21.88 亿元和 28.16 亿元，基本每股收益 1.11 元、1.46 元和 1.88 元，对应每股市盈率分别为 10X、7.5X 和 5.8X。
- **投资建议：**公司目前股价较低，当前市盈率仅为 11 倍，公司近 1 年的历史市盈率在 11~15 倍之间，因此目前处于较低位置。公司近期公布中期业绩预亏，对市场心理影响较大，因此导致股价下行，但我们认为公司全年业绩仍然有较大保障，因此当前不失为较好的买入时点。公司目前 RNAV 为 17.92 元，当前股价较 RNAV 折价 39%，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1、京内市场继续低迷导致企业以价换量策略无效 2、限购扩大波及公司项目所在城市

图表 1：公司盈利预测表

单位：百万元、百万股	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,765.49	8962.48	11477.90	14892.40
营业成本	4,114.54	5108.61	6455.02	8446.76
营业税金及附加	946.57	1165.12	1606.91	2084.94
销售费用	238.73	313.69	401.73	521.23
管理费用	525.95	504.76	504.76	504.76
财务费用	601.65	205.73	205.73	205.73
资产减值损失	-22.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	567.43	560.00	600.00	600.00
营业利润	1,927.79	2224.57	2903.77	3728.98
加：营业外收入	6.61	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	7.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,926.92	2224.57	2903.77	3728.98
减：所得税	589.53	556.14	725.94	932.25
净利润	1,337.38	1668.43	2177.82	2796.74
减：少数股东损益	-7.16	16.68	21.78	27.97
归属于母公司所有者的净利润	1,344.54	1651.74	2156.05	2768.77
总股本	1149.75	1494.675	1494.675	1494.675
基本每股收益(元)	1.17	1.11	1.44	1.85

资料来源：中邮证券研发部

图表 2：公司 RNAV 计算表

开发项目评估溢价(百万元)	16178.37
帐面净资产(百万元)	10604.06
重估净资产(百万元)	26782.4
总股本(百万股)	1494.7
RNAV	17.92
当前股价	10.980
当前股价溢价	-39%

资料来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。