

首开股份 (600376)

93 亿的低成本融资将启动新一轮增长

——保障房系列报告之三

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读:

公司为真正能够从保障房建设中受益的地产公司，中票及私募债合计可以获得 93 亿额度的低成本融资资金。为北京市龙头地产公司，资产相对股价大幅折价。

投资要点:

- 公司 8 月 4 日公告: 拟向银行间市场交易商协会申请注册发行不超过 50 亿元的非公开定向债务融资工具，募集资金用于保障性住房建设。
- 保障房建设打开融资渠道，合计 93 亿的低成本融资额度（中票及私募债）: 继 6 月 3 日公告拟发行不超过 43 亿中期票据用于保障房建设外（已报入交易商协会），8 月 4 日公告拟发行不超过 50 亿私募债。
- 中期票据及私募债预计均不用经过证监会的审批，只需在银行间市场交易商协会申请注册发行即可，手续相对简单。在目前地产公司融资渠道受到严控、连高成本的信托都陆续叫停的情况下难能可贵。
- 预计该中票及私募债为 3-5 年期左右、基准利率左右或略上浮。远低于目前地产公司普遍的融资成本，且期限长更为稳定。
- 中票、公司债等公开发行的债权，预计合计发行上限不能超过净资产的 40%。因此对于首开股份、保利地产等历史上获得多次股权融资、净资产较高的公司而言，募集上限要可观很多，也更为受益。
- 私募债目前仅北京市发行，只针对北京的保障房建设，全市约 500 亿额度。除首开获得 50 亿额度外，其他国企如金隅等预计均有受益。
- 百亿左右的现金、加上目前以销售回笼资金为第一位的经营目标，看好在土地市场后续下滑后抄底的能力及机会。近期大力加快销售力度，国风美唐、璞瑅等项目在有所降价促销后，去化率明显提升。
- 第一期 2009-2010 年现金激励已结束（复合增速不低于 40%），后续激励计划出台可能性大，但未来增速由于行业性低迷可能有所下调。
- 公司 RNAV17.2 元，预计 11-12 年 EPS1.21、1.66 元。首开为真正能够从保障房建设中受益的优质公司，充裕的现金、加快销售的策略，看好抄底土地市场的能力。维持增持评级，目标价 16 元，重点推荐。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5194	7765	8066	11198	20405
(+/-)%	-11%	50%	4%	39%	82%
经营利润 (EBIT)	810	1940	2408	3506	5425
(+/-)%	-30%	139%	24%	46%	55%
净利润	932	1345	1813	2474	3186
(+/-)%	63%	44%	35%	36%	29%
每股净收益 (元)	0.81	1.17	1.21	1.66	2.13
每股股利 (元)	0.10	0.20	0.21	0.28	0.36

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	23%	25%	29%	28%	21%
市盈率	14	10	9	7	5
股息率 (%)	0.9%	1.7%	1.8%	2.5%	3.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.00

上次预测: 19.23

当前价格: 11.63

2011.08.04

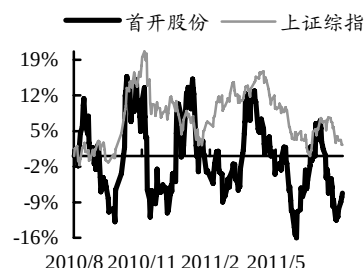
交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.21-20.20
总市值 (百万元)	17,383
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,495/1,495
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	129

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,604
每股净资产	7.09
市净率	1.6
资产负债率	76%

52 周内股价走势图



相关报告

《保障房专题综述》	2010.6.28
《持续关注激励计划及拿地情况》	2010.10.28
《10 年销售超预期 高速增长 晋身一线龙头》	2010.08.18
《立足京城闯天下，逆周期！爆发性！》	2010.08.13
《北京龙头地产，房价大幅上扬受益明显》	2010.03.23
《高管电话交流会纪要》	2009.08.14

表 1: 公司目前并表的项目权益储备 1040 万方——北京占比 45%，具有极强的盈利能力；保障房占比 14%

项目名称	产品类型	地理位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未销售面积	未结面积	权益比例	权益建面
国风上观	商品房	北京市朝阳区	9.45	24.89	17.48	4.43	4.43	100%	4.43
知语城	商品房	北京市朝阳区	13.58	27.40	17.00	5.14	17.70	100%	17.70
常青藤	商品房	北京市朝阳区	50.29	59.24	46.38	32.39	34.80	100%	34.80
首开铂郡	商品房	北京市朝阳区	2.5	14.64	10.04	10.04	10.04	100%	10.04
璞醍	商品房	北京市丰台区	2.82	14.98	11.16	5.93	11.16	96.88%	10.81
紫芳园五区	商品房	北京市丰台区	4.24	16.24	12	12	12.00	96.88%	11.63
紫芳园六区二组团	商业	北京市朝阳区	4.4	5.76	5.76	5.76	5.76	96.88%	5.58
								100.00	
石榴派	综合	北京市朝阳区	2.44	2.77	2.1	0.7	2.10	%	2.10
大兴榆堡项目	别墅	北京市大兴区	14.09	11.72	7.02	7.02	7.02	100%	7.02
首开苏活	商品房	北京市顺义区	7.46	14.62	13.39	9.63	13.39	100%	13.39
智慧社	商品房	北京市昌平区	5.22	20.93	18.44	8.08	18.44	100%	18.44
回龙观 F06 区	商品房	北京市昌平区	8.09	22.04	14.4	14.4	14.40	100%	14.40
	商品/两								
回龙观 F05 区	限	北京市昌平区	16.2	39.49	38.23	38.23	38.23	100%	38.23
	商业金								
回龙观 F01	融	北京市昌平区	2.2	5.5	4.4	4.4	4.40	100%	4.40
回龙观 F03 东-1/2	商业	北京市昌平区	2.62	6.56	4.99	4.99	4.99	100%	4.99
房山长阳 2 号/3 号	综合	北京市房山区	14.5	37.94	33.44	33.44	33.44	100%	33.44
房山线长阳站 8 号	金融/居住	北京市房山区	12.6	21.17	16.72	16.72	16.72	100%	16.72
房山区良乡高教园	商品房	北京市房山区	13.6	22.13	22	22	22.00	100%	22.00
北京马驹桥地块	商品房	北京市通州区	10.6	29.64	24.3	24.3	24.30	100%	24.30
北京康庄项目	两限房	北京市大兴区	20.46	29.9	27.04	18.36	27.04	100%	27.04
小屯馨城项目	两限房	北京市海淀区	14.74	23.66	20.17	13.88	20.17	90%	18.15
常营二期	经适房	北京市朝阳区	7.6	20.5	18.08	2.67	2.67	100%	2.67
回龙观 G 区	经适房	北京市昌平区	55.74	81.36	80.11	5.82	80.11	51%	40.86
顺义英各庄一期	保障房	北京市顺义区		55.48	55.48	55.48	55.48	96.88%	53.75
		苏州吴中开发							
国风华府	商品房	区	9.04	21.5	15.47	15.47	15.47	100%	15.47
班芙春天	商品房	苏州相城区	11.33	34.85	28.05	28.05	28.05	100%	28.05
悦澜湾	商品房	苏州工业园区	12.62	24.4	19.12	9.86	19.12	50%	9.56
苏州太湖长沙湾 B	商品房	苏州太湖	2.73	0.82	0.82	0.82	0.82	100%	0.82
扬州水晶城	商品房	扬州市邗江区	7.25	12.92	11.8	5.51	11.80	100%	11.80
扬州水晶城二	住宅	扬州市邗江区	18.17	40.09	31.14	31.14	31.14	100%	31.14
		扬州市蒋王片							
扬州邗江 639 号	商住	区	16.1	27.34	27.34	27.34	27.34	60%	16.40
海门理想城	商品房	海门市开发区	10.83	33.86	22.3	11.08	22.30	90%	20.07
海门锦源国际	商品房	海门市开发区	63.58	91.97	68	68	68.00	74%	50.18
武汉颐翠苑住宅小区	商品房	武汉市汉阳区	2.07	4.85	3.99	0.18	0.18	100%	0.18
烟台凯旋城	综合	烟台市芝罘区	1.53	11.89	10.17	6.22	10.17	90%	9.15

太原花溪龙苑项目	住宅	太原龙城大道	55.24	130.51	101.8	101.8	101.80	85%	86.53
厦门市翔安项目	住宅	厦门翔安大道	16.53	40.86	33.9	33.9	33.90	100%	33.90
沈阳沈北新区项目	住宅	沈北新区	41.74	64.6	64.60	64.60	64.60	95%	61.37
贵阳市南明区龙洞堡	商品房	贵阳市南明区	74.2	165.1	102	102	102.00	100%	102.00
绵阳市仙海项目	商品房	绵阳市仙海区	121.14	62.78	42	42	42.00	100%	42.00
福州 2011-01 号地块	商品房	福州晋安区	12.07	33.79	33.79	33.79	33.79	51%	17.23
廊坊 2011-27/28 号地	商品房	河北廊坊	18.59	33.47	33.47	33.47	33.47	100%	33.47
通州区于家务 A	商品房	通州区于家务乡	12.61	15.41	14.61	14.61	14.61	100%	14.61
通州区于家务 C	商品房	通州区于家务乡	22.66	21.06	19.86	19.86	19.86	100%	19.86
商品房		小计	726.93	1269.72	1003.47	909.29	975.73	92%	898.22
限价房、经适房		小计	98.54	210.90	200.88	96.21	185.47	77%	142.47
总体		合计	825.47	1480.62	1204.35	1005.50	1161.20	90%	1040.68

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所房地产研究

表 2：公司目前非并表的储备：权益建面为 166 万平方米

项目名称	产品类型	地理位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未销售面积	未结面积	权益比例	权益建面
国奥村	商品房	北京市朝阳区	27.6	53.4	40.0	5.0	26.7	46%	12.29
昌平新区 122 地块	限价房	北京市昌平区	4.9	12.4	12.4	12.4	12.4	46%	5.72
重庆国奥村项目	商品房	重庆市江北区	33.0	75.0	66.0	66.0	66.0	46%	30.36
成都国奥村项目	商品房	成都市双流区	20.0	56.8	41.0	41.0	41.0	46%	18.86
桂林国奥体育城项目	商品房	桂林市叠彩区	46.7	70.0	70.0	70.0	70.0	46%	32.20
天津湾	综合	天津市河西区	60.0	112.6	57.2	40.0	40.0	50%	20.00
首城国际	商品房	北京市朝阳区	23.3	59.5	37.0	10.0	37.0	50%	18.50
福州晋安新城项目	商品房	福州市晋安区	21.3	70.0	70.0	70.0	70.0	40%	28.00
投资收益项目合计			236.7	509.8	393.6	314.4	363.2	46%	165.93

注：非并表项目的部分数据由于没有披露，为预估数，可能和实际情况有一定差别。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所房地产研究

表 3：公司可出售型保障房部分项目的利润率、资金回笼时间统计：大部分项目净利率在 8% 左右

项目名称	性质	预计总投资 (亿元)	预计净利率	销售价格	开工日期	对接说明
小屯馨城	两限房	16.12	8.85%	限价房: 7300, 经适房: 3700, 廉租房: 4500, 商业 1.35 万	2010-3-1	两限房已部分 对接并收到销 售款

大兴康庄	两限房	17.85	8.50%	住宅: 6500, 商业 1.5 万	2010-10-20	10 年 12 月开 始对接并收到 销售款
常营经济适用 房 A 标段	经济适用房	9.82	2.24%	经适房: 4320, 办公: 1.46 万	2008-3-1	08 年 10 月开 始对接并收到 销售款
英各庄一期	三定三限	18.73	8.02%	安置住宅: 5138, 商业 6587	-	

数据来源: 公司公开资料、国泰君安证券研究所房地产研究

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。荣获 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构 (以下简称“该机构”) 发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		