

未评级

首创置业 (2868.HK)

经营效率提升，重上增长轨道

市场数据

报告日期	2015.1.6
收盘价(港元)	3.38
总股本(亿股)	20.28
总市值(亿港元)	68.95
总资产(亿元)	630
每股净资产(元)	4.09

数据来源: wind

事件:

我们于2015年1月6日与首创置业香港公司总经理冯瑜坚先生进行了电话会议，就公司经营情况、发展策略、市场销售情况做了交流。

我们的观点:

- 公司2014年合同销售额达到248亿元，同比上升26.8%。公司销售表现优于行业主要企业。
- 公司主要项目位于北京、天津、上海、重庆、成都等核心城市，且大多数项目位于地铁沿线，该类城市和区域销售弹性更大，公司将从行业复苏中更加受益。
- 公司通过各种手段来提高经营效率，加快周转速度，做大规模，我们认为公司未来有希望经营效率得到进一步的改善。
- 公司分红比率较高，2014年分红回报率预计有8.5%，随着公司经营效率的提升，公司未来将保持较快速度的增长，我们建议投资者继续关注公司的表现。

相关报告:

兴证香港研究部

分析师: 吴伟
(SFC: BEM541)

852-3509 5999
86-0755 2382 6040
wuwei@xyzq.com.hk

会议要点:

1. 公司确认收入和销售收入的差额累计有 300 亿，主要是什么原因

公司签约销售的统计口径是全口径，有些项目公司是小股但由公司操盘，这些销售收入通过投资收益确认而不是销售收入。并表的项目才会确认收入，由此产生了差额。

2. 今年公布的销售收入是 248 亿元，今年的权益比率是多少？

目前的销售收入是预估数，最终以年报中数据为准。预估的权益比率是 70%。

3. 公司上半年毛利率 28.7%，除去一次性处置子公司的处置收益，利润率在 11% 左右，这个利润率在明后年可以维持吗？

一次性处置子公司是处置了在北京的一处小商业，实质依然是卖楼。由于直接卖楼收房产税比较多，所以采用了出让公司的方式。虽然收入没有记到销售收入中，但这项业务本质上还是公司的主营。

目前来说，从大趋势来看，住宅的利润率越来越低。刚需和首置首改是公司的主要领域，提高周转率是关键。为了保持利润率，公司主要有以下四个方面的措施：第一，一些老的项目还在售。比如北京的禧瑞都，同时公司还在全力加速新楼盘的推出，会产生差不多四五十亿的销售额。

第二，在北京拿地要配套建设限价房和保障房，其中的商品房部分毛利率相对较高，公司会加快该类项目的推出。

第三，在非住宅地产这一块，去年上半年，公司做了一个商业整售。目前这种非住宅地产在北京市场不错，毛利率至少 30% 以上。

第四，公司还涉足一级土地开发，最典型的例子是天津武清区，净利润率可以达到 30% 以上。但是这种项目的最终利润还取决于政府的卖地节奏。

目前公司有一部分项目跑利润，一部分项目跑规模和速度，目前也在做转型。举例来说，公司目前的首置首改比例是 80%，目标是做到 90%。公司已经把三四线城市的项目处置了，目前主要集中在北京、天津、上海、成都和重庆。

4. 对于天津武清一级开发的土地，公司有没有考虑二级开发？

公司已经拿了 100 多万平方的土地，已经足够开发。

5. 土地储备的情况如何？

公司去年年底的土地储存是 1100 万平方米，其中五大城市的土地储存比例还在不断上升。今年开年之际公司在上海拿了三个项目，都是住宅；北京方面公司也在积极参加公开招拍挂。去年在北京也拿了四五个项目。目前来说，公司业务完全按照既定的目标展开。

6. 奥特莱斯目前情况怎么样？

公司 2014 年新开了三家奥特莱斯。房山奥特莱斯出租率 90%，全年贡献将近 10 亿的收入。湖州和海南的奥特莱斯现在开放了一部分。海南的旺季在春节，但是平时的营业额已经超过公司预期。2015 年昆山奥特莱斯会开业。公司目前大力开展奥特莱斯项目，预计以每年 3-5 个新项目的速度迅速展开。一线城市能容纳四到五个奥特莱斯，二线城市能容纳一到两个。公司目前的招商运营已经越来越成熟，正在努力复制和展开。为此，公司也新收购了钜大国际，专门用于商业地产的展开。

7. 公司如何看互联网对商业的冲击？

从奥特莱斯这个业态来说，互联网的冲击并不大。奥特莱斯里的品牌一般是国际一线品牌，这些品牌目前并没有在电商上展开，而是走代理等传统渠道。目前电商并没有与这些一线品牌取得合作，他们卖的最多是二三线国际品牌，而且其货源也主要来自品牌存货。因此电商的货源跟不上。奥特莱斯会与品牌商建立长期的合作，由此形成天然的竞争阻碍。

同时，奥特莱斯主要集中在新区，周围有高速、轻轨和地铁，能覆盖 20-30 万人口，奥特莱斯只是其中的主力店，一般还有一半面积是其他商业配套。如果说万达广场是一个纵向的 shopping mall，奥特莱斯就是商街式的横向 shopping mall。因此品牌和体验都是公司的优势。

8. 2012 年之前公司销售增长不明显，资本市场对国企的效率存在质疑。13-14 年公司销售转向积极，同时定下 2018 年 600 亿的销售目标。公司转型的原因是什么？公司对 18 年的销售目标怎么看？

从 13 年开始，管理团队有很强的危机感，公司之前有点不进则退，在之前的发展中也走了一些弯路。目前公司制定了转型的战略，同时也开始混合制改革。房地产是纯竞争行业，但是国企背景还是有一定优势。

之前公司的排名是 35 位左右，目标是重返 15 位左右，这需要大概 600 亿的销售收入，平均的复合增长率在 35% 左右。今年由于市场形势的影响，公司复合增长

率 27%，去年是 40%多，明年预计至少达到 30%。今年公司的排名已经升到 24 位左右，名次进步比公司预想要快。公司后面还会按照既定的战略前进，公司产品主要分三条业务线：一是纯住宅，做首置首改；二是做奥特莱斯这样的商业地产；三是做丽泽商务区这样的综合体，这些业务线将聚焦在不同的城市。

9. 目前公司的市盈率越来越低，过去的派息率在 30%-40%，2012 年的股息回报率曾接近 20%。相比之下公司的市值并不大。未来如果 A 股实施注册制的话，公司有回归 A 股的计划吗？

目前公司是 H 股，收息是大股东实现收益的主要方式。过去由于阴差阳错没有在 A 股上市或者在港股增发。目前公司也做了红筹平台，未来比较理想的方式是 A+红筹平台。目前公司在申请公司债，已经过了土地核查，融资成本也比较有吸引力。公司正在逐步打开境内资本的大门。股本太小确实是公司的瓶颈，同时负债率也高。公司也期待在股本方面有新的突破。

10. 对于钜大国际未来有怎样的规划？

钜大国际目前专注于商业地产和以商业地产为主的地产新业态。公司未来会把奥特莱斯和综合体放在钜大国际下面运作。从地产新业态来看，市场越来越强调房屋的性价比和服务的性价比。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。