

公司动态跟踪报告

房地产

房地产开发

首开股份 (600376)
推荐

(维持评级)

2009年3月25日

房地产行业首席分析师：方焱

电话：0755-82130833-1815

Email: fangyan@guosen.com.cn

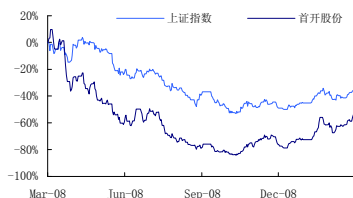
房地产行业分析师：陈林

电话：0755-82130833-1843

Email: chenlin@guosen.com.cn

年报业绩点评

奥运投资项目将进入收获期

一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3月24日)

上证综合指数	2338
换手率(3个月)(%)	405
52周价格波动(元)	4.55-33.00
总股本(百万股)	810
流通股(百万股)	180
息率(%)	

资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《质变之后将进入高速成长期》	08/04/07
《政策松动超预期,调高行业评级至推荐》	08/10/23
《09年策略:政策松动提升地产股估值》	08/12/08
《2季度策略:销售回暖,估值提升》	09/03/20

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 08年净利润增长80%，EPS 0.70元，符合预期

2008年公司实现营业收入58.4亿元、净利润5.7亿元，同比分别增长-19.51%和79.93%；实现每股收益0.70元，与我们的预期一致。公司净利润增长主要来自项目转让获利和营业税金减少带来的毛利率提升。08年公司相继转让了望京B15商业地块项目和复兴门内大街4-2#项目，将持有的北京耀辉置业有限公司62%的股权全部转让给香港世纪协润投资有限公司，并退出大兴区黄村镇项目的一级开发。通过项目转让，公司降低了经营风险，回收了部分现金，缓解了资金压力。此外，公司08年冲回以前年度土地增值税1.89亿元。08年毛利率上升5个百分点至33.7%

● 资金压力偏紧，期待09年增发实施

07年公司向首开集团定向增发收购资产后，资产和项目规模大幅提升，但由于开发所需资金庞大，负债率一直居高不下。08年末资产负债率达83%，扣除预收款后为65%；货币资金28亿元，未能覆盖一年内到期的非流动负债37亿元和短期借款12.3亿元；流动比率和速动比率也低于合理水平。财务报表显示公司资金紧张，为降低经营风险，缓解资金压力，公司除转让部分项目外，去年下半年开始加大力度降价促进资金回笼，同时放缓开发节奏，并将部分短期借款转为长期借款以减少短期现金流出（期末短期借款下降64%，长期借款上升26%）。公司去年提出拟非公开增发不超过3.5亿股，募集资金47.5亿元用于5个项目的开发，如获实施，资金压力将大大缓解。

● 受市场及资金影响，开工面积收缩

面对市场和资金压力，公司调整了经营计划，去年共新开工面积106万平米，竣工51万平米，分别低于年初计划38%和53%；销售签约面积73.5万平米。公司计划09年实现新开工105万平米，竣工124万平米，销售面积70万平米左右；并实现新增建筑面积100万平米的项目储备。

● 奥运项目投资回报将成公司未来2年盈利的重要支撑

公司通过参股46%国奥投资发展有限公司参与奥运会场馆及配套设施的建设，国奥投资开发的奥运村总建筑面积52万平米，项目毛利较高。奥运闭幕后，奥运村经过重新装修后交付使用，国奥投资回报将成为公司未来2年盈利的重要支撑。预计09年公司房地产结算收入将有所下降，但受益于国奥项目的结转，当年投资收益大增，可以弥补收入下降带来的利润下降，预计全年净利润会实现正增长。

- 维持“推荐”投资评级

短期来看，信贷的支持和销售的回暖将使公司资金压力逐步好转，未来 2 年奥运投资回报将和公司自身业务发展将形成较好的衔接，业绩下滑风险不大。同时，针对保障性住房建设市场急剧扩大的市场前景，公司国有控股大型开发企业的资源优势和从事保障性住房开发的丰富经验，将使其在新的市场格局中取得更大的市场份额，我们看好公司的长期发展前景。预计 09-11 年 EPS 分别为 0.78 元（17.6x）、0.89 元（15.4x）和 1.05 元（13x），维持“推荐”评级。

附：财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2801	3000	3000	3000	营业收入	5840	5489	6038	7246
应收款项	1588	1493	1642	1970	营业成本	3874	3679	4022	4783
存货净额	13948	14031	15372	18346	营业税金及附加	214	439	483	580
其他流动资产	608	572	629	755	销售费用	225	165	181	217
流动资产合计	18945	19096	20643	24071	管理费用	373	275	242	290
固定资产	987	1003	930	857	财务费用	335	238	245	283
无形资产及其他	13	12	12	11	投资收益	53	150	100	50
投资性房地产	1026	1026	1026	1026	资产减值及公允价值变动	(89)	0	0	0
长期股权投资	1183	1183	1183	1183	其他收入	0	0	0	0
资产总计	22154	22320	23794	27148	营业利润	784	844	965	1142
短期借款及交易性金融负债	4938	4970	5263	6348	营业外净收支	37	0	0	0
应付款项	1598	1607	1761	2102	利润总额	821	844	965	1142
其他流动负债	6536	6346	6870	8203	所得税费用	248	211	241	286
流动负债合计	13071	12924	13894	16652	少数股东损益	3	3	3	4
长期借款及应付债券	5063	5063	5063	5063	归属于母公司净利润	571	630	720	853
其他长期负债	29	29	29	29					
长期负债合计	5092	5092	5092	5092	现金流量表 (百万元)				
负债合计	18163	18015	18986	21744		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	302	301	300	299	净利润	571	630	720	853
股东权益	3689	4004	4508	5105	资产减值准备	89	(89)	0	0
负债和股东权益总计	22154	22320	23794	27148	折旧摊销	67	73	73	73
					公允价值变动损失	89	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	335	238	245	283
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	147	(220)	(870)	(1754)
每股收益	0.70	0.78	0.89	1.05	其它	(89)	88	(1)	(1)
每股红利	0.88	0.39	0.27	0.32	经营活动现金流	872	483	(77)	(829)
每股净资产	4.56	4.94	5.57	6.30	资本开支	(52)	0	0	0
ROIC	6%	5%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	16%	16%	17%	投资活动现金流	51	0	0	0
毛利率	34%	33%	33%	34%	权益性融资	42	0	0	0
EBIT Margin	20%	17%	18%	19%	负债净变化	1042	0	0	0
EBITDA Margin	21%	18%	20%	20%	支付股利、利息	(716)	(315)	(216)	(256)
收入增长	-20%	-6%	10%	20%	其它融资现金流	(1934)	32	293	1085
净利润增长率	80%	10%	14%	18%	融资活动现金流	(1240)	(283)	77	829
资产负债率	83%	82%	81%	81%	现金净变动	(317)	199	0	0
息率	6.5%	2.8%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	3118	2801	3000	3000
P/E	19.4	17.6	15.4	13.0	货币资金的期末余额	2801	3000	3000	3000
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	企业自由现金流	1274	552	36	(649)
EV/EBITDA	23.9	29.0	25.4	22.6	权益自由现金流	382	406	145	223

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。