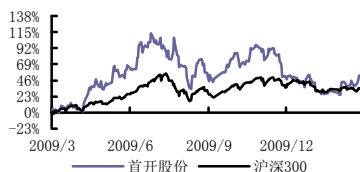


房地产 - 房地产开发

Real estate — real estate development

2010 年 3 月 22 日

市场数据	2010 年 3 月 19 日
当前价格 (元)	19.93
52 周价格区间 (元)	12.12-27.74
总市值 (百万)	22914.52
流通市值 (百万)	3590.57
总股本 (百万股)	1149.75
流通股 (百万股)	180.16
日均成交额 (百万)	121.68
近一月换手 (%)	60.46%
Beta (2 年)	1.70
第一大股东	北京首都开发控股 (集团) 有限公司
公司网址	http://www.shoukaigufen.com.cn

一年期行情走势比较

表现	1m	3m	12m
首开股份	16.48%	1.17%	59.57%
沪深 300	1.31%	-2.89%	38.25%

相关报告

《首开股份调研报告—项目储备丰富、毛利率不断提升》，2009.11

金融地产小组+86 755 83199599ext8280
wangbq1@csc.com.cn**分析师申明**

本人，金融地产小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

加大二线城市布局力度，未来业绩增长明确

—首开股份 (600376) 2009 年年报点评

评级： 增持

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	5839.89	5194.09	9118.27	11481.78
净利润 (百万元)	570.72	931.70	1436.13	1808.38
每股收益 (元)	0.70	0.95	1.25	1.57
净利润增长率%	79.93%	63.25%	54.09%	25.92%
每股净资产 (元)	4.56	8.12	9.37	10.94
市盈率	28.28	20.96	15.94	12.69
市净率	4.37	2.45	2.13	1.82

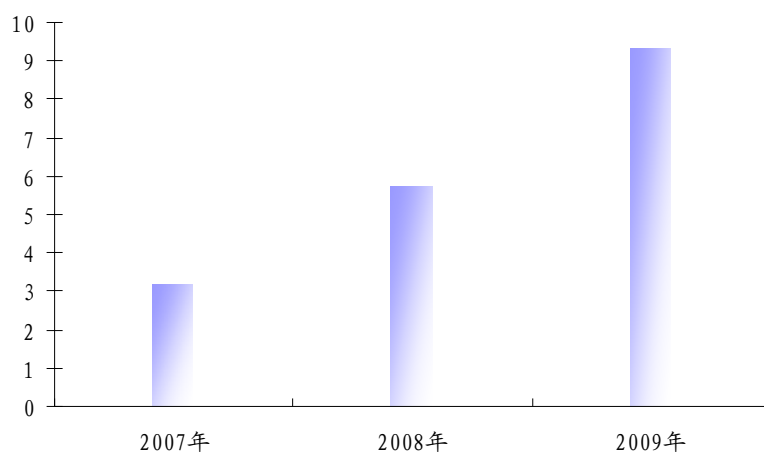
资料来源：世纪证券研究所

- **2009 年公司业绩增长符合预期。**2009 年公司实现营业利润 118,153 万元，比上年增长 50.62%；实现归属于母公司所有者的净利润 93,170.23 万元，比上年增长 63.25%，符合我们的预期。
- **投资收益对公司利润贡献较大。**公司 2009 年营业利润的大幅增长，部分原因是由于公司投资收益的大幅增长，2009 年公司转让持有的耀辉公司股权和公司参股的国奥公司利润增长。
- **项目获取稳步推进，项目储备丰富。**2009 年公司继续在北京地区获取回龙观项目和限价房项目的同时，加大在太原、沈阳、扬州等二线城市的项目获取力度，全年获取项目储备 290 万平方米。目前公司项目储备 1,292.34 万平方米，项目储备丰富，能够满足公司至少 5 年的开发需要。
- **盈利预测与投资评级。**2009 年公司加大在二线城市太原、沈阳等地的项目获取力度，项目布局日趋合理。虽然 2009 年结算项目较少，但是随着 2009 年销售的项目陆续进入结算期，公司项目毛利率和净利率将会逐步提升，公司管理层激励计划的实施将会刺激公司业绩的提升，维持公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.25 元、1.57 元的盈利预测和“增持”的投资评级。
- **风险提示。**国家可能会出台新的宏观调控政策和房地产市场调节政策。

2009 年公司销售收入增长符合预期，销售净利率明显提升

2009 年公司实现营业收入 519,408.82 万元，比上年减少 11.06%；实现营业利润 118,153 万元，比上年增长 50.62%；实现归属于母公司所有者的净利润 93,170.23 万元，比上年增长 63.25%。符合我们的预期。

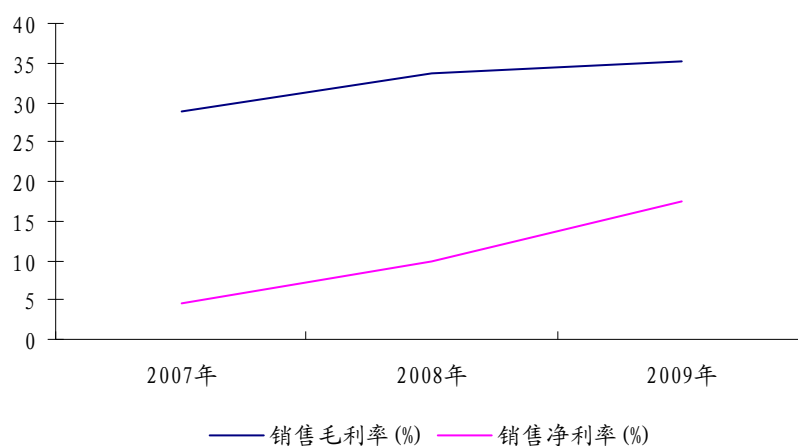
Figure 1 公司净利润增长情况



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

2009 年公司销售毛利率为 35.25%，销售净利率为 17.43%，和 2008 年相比提升明显。

Figure 2 公司销售毛利率与销售净利率



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司 2009 年营业利润的大幅增长，部分原因是由于公司投资收益的大幅增长，2009 年公司转让持有的耀辉公司股权和公司参股的国奥公司利润增长。

虽然公司 2009 年结算面积较少，但是由于公司项目储备丰富，未来可结算资源较多，而且随着公司毛利率较高的项目不断进入结算期，我们预计公司未来业绩增长确定性较高。

公司项目获取稳步推进，项目储备丰富

2009 年公司继续在北京地区获取回龙观项目和限价房项目的同时，加大在太原、沈阳、扬州等二线城市的项目获取力度，全年获取项目储备 290 万平方米。

Figure 3 2009 年公司新增项目储备

地块名称	占地面积 (万平方米)	权益比例 (%)	规划建筑面积 (万平方米)
北京市昌平区回龙观F01	2.20	100	4.40
北京市昌平区回龙观F03东-1、东-2	2.60	100	4.99
北京市大兴区康庄限价房项目 (三期)	12.50	100	27.58
扬州D地块	18.20	100	38.20
厦门翔安项目	16.50	100	39.00
太原龙城大道项目	55.20	85	104.50
沈阳沈北新区项目	62.30	95	71.30
合计	169.50		290.00

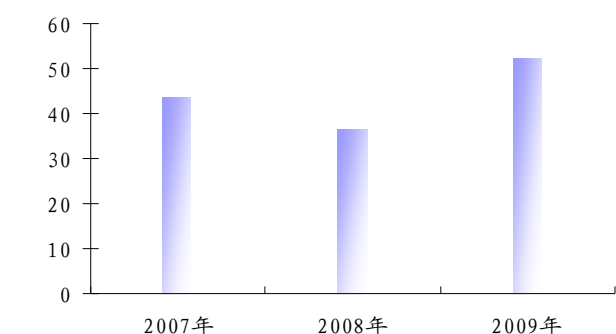
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

目前公司项目储备 1,292.34 万平方米，项目储备丰富，能够满足公司未来至少 5 年的开发需要。

公司现金流充裕，资产负债率明显下降

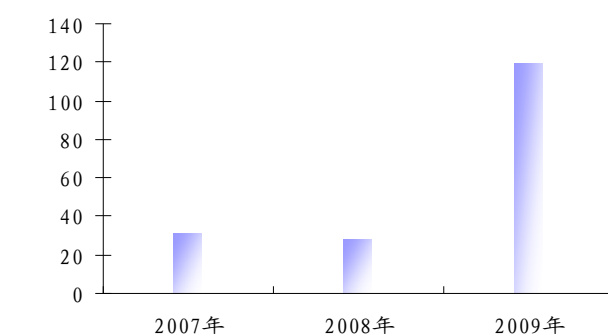
公司在 2009 年成功的完成了增长，同时得益于公司项目 2009 年销售增长良好，公司现金流充裕，资产负债率明显下降。

Figure 4 公司预收账款增长情况



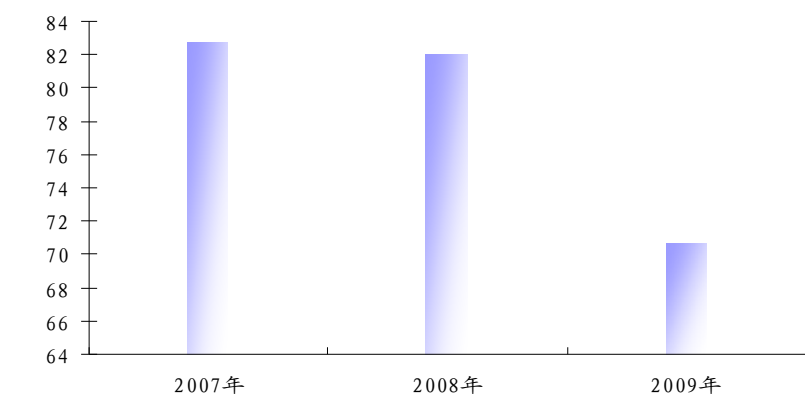
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 5 公司货币资金增长情况



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 6 公司资产负债率 (%) 变化情况



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

公司 2010 年计划新增项目储备 200 万平方米，获取一到两个保障性住房项目，2010 年公司计划实现新开工 223 万平方米左右，竣工 115 万平方米左右，销售面积 95 万平方米左右。

虽然 2009 年结算项目较少，但是由于公司项目储备丰富，同时加大在二线城市太原、沈阳等地的项目获取力度，未来可结算资源丰富。随着 2009 年销售的项目陆续进入结算期，公司项目毛利率和净利率将会逐步提升，公司管理层激励计划的实施将会刺激公司业绩的提升，维持公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.25 元、1.57 元的盈利预测和“增持”的投资评级。

Figure 7 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	72.55	58.40	51.94	91.18	114.82
营业总成本	66.76	51.09	46.84	72.03	90.71
营业成本	51.66	38.74	33.63	54.71	68.89
营业税金及附加	7.17	2.14	4.43	4.56	5.74
销售费用	2.10	2.25	1.70	3.65	4.59
管理费用	3.74	3.73	4.07	4.56	5.74
财务费用	2.10	3.35	3.65	4.56	5.74
资产减值损失	-0.00	0.89	-0.66	-	-
公允价值变动净收益(元)	-0.29	-	-	-	-
投资净收益(元)	0.60	0.53	6.71	-	-
营业利润(元)	6.10	7.84	11.82	19.15	24.11
营业外收入	0.18	0.44	0.02	-	-
营业外支出	0.03	0.07	0.11	-	-
利润总额	6.25	8.21	11.73	19.15	24.11
所得税	2.86	2.48	2.67	4.79	6.03
净利润	3.39	5.74	9.05	14.36	18.08
少数股东损益	0.21	0.03	-0.26	-	-
归属于母公司所有者的净利润	3.17	5.71	9.32	14.36	18.08
每股收益:	0.39	0.70	0.95	1.25	1.57

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.