

首开股份：北京项目高盈利 京外项目渐成长

报告关键点：

- 项目储备的约40%在北京，其中高盈利项目占绝大多数。
- 项目储备的约60%在二三线城市。
- 2010年新开工将较2009年有较大增长。
- 销售能力强。
- 09年拿地审慎进取。
- 维持增持-A评级。小幅下调目标价至19元。

报告摘要：

- 项目储备的40%(约350万平米)在北京，高盈利项目多，销售前景可期。公司在北京项目多数拥有突出的地段优势，我们判断除政策性房项目外，这些项目按照目前售价的毛利率大多超过50%。最近首开智慧社、机场东路项目销售仍然很好。首城国际中心、常青藤、方庄时代紫芳、望京国风上观、幸福三村、以及天津湾项目等，预计只要适当时机促销，需求也会明显释放。
- 京外项目逐渐成长。项目储备的60%(约530万平米)在泡沫较小的二三线城市，如重庆、苏州、扬州、海门、厦门翔安、太原、沈阳等。随着价格抬升，盈利能力逐步提高，长期发展前景良好。
- 销售能力强，善于根据市场形势变化调整销售策略。09年初熊市中适时发力促销，09年中后期又顺应市场售价低开高走。
- 2010年新开工面积大幅增长。年初计划为220万平米，将较2009年实际完成新开工面积(97万平米)有较大增长。其中在北京和京外的面积各50%，为未来业绩释放奠定基础。
- 拿地谨慎而进取。公司资金充裕，有进一步扩张的实力，09年账面资金一直呈上升态势，但公司坚持不挣高价地。
- 维持增持-A评级。保守估计，公司每股RNAV在20元以上；小幅下调未来三年盈利预测；小幅下调目标价至19元。地产板块短期内仍将受政策抑制，三季度以后若调控政策逐步放松，有望带来投资机会。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 19.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 22.00 元

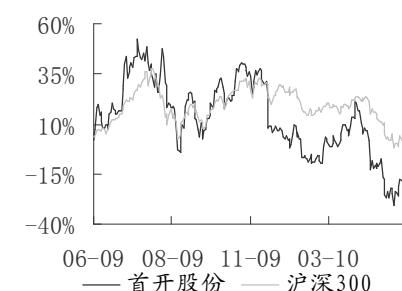
现价： 14.40 元

报告日期： 2010-05-30

市场数据

总市值(百万元)	16,556.40
流通市值(百万元)	2,594.29
总股本(百万股)	1,149.75
流通股本(百万股)	180.16
12 个月最高/最低	12.52/28.20 元
十大流通股股东(%)	42.84%
股东户数	25,136

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.26)	(9.60)	(23.68)
绝对收益	(14.34)	(22.74)	(20.40)

研究员

徐胜利	行业分析师
010-66581636	xusl@essence.com.cn
证书编号	S1450209090272
柳世庆	行业分析师
010-66581630	liusq@essence.com.cn
证书编号	S1450209100295

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,839.9	5,194.1	7,560.0	8,977.5	11,440.0
Growth(%)	-19.5%	-11.1%	45.6%	18.8%	27.4%
净利润	570.7	931.7	1,197.1	1,469.0	1,621.5
Growth(%)	79.9%	63.3%	28.5%	22.7%	10.4%
毛利率(%)	33.7%	35.2%	40.0%	41.5%	41.5%
净利润率(%)	9.8%	17.9%	15.8%	16.4%	14.2%
每股收益(元)	0.50	0.81	1.04	1.28	1.41
每股净资产(元)	3.47	8.44	9.15	10.30	11.60
市盈率	29.0	17.8	13.8	11.3	10.2
市净率	4.1	1.7	1.6	1.4	1.2
净资产收益率(%)	14.4%	9.3%	11.4%	12.4%	12.4%
ROIC(%)	8.5%	11.3%	11.2%	10.7%	12.4%
EV/EBITDA	16.2	11.8	29.9	28.1	26.6
股息收益率	0.0%	0.0%	1.2%	1.6%	1.7%

前期研究成果

首开股份：业绩增长具备坚实基础	2010-02-08
首开股份：项目优势凸显 增长潜力犹存	2009-10-30
首开股份：望京 B29 地块成功出让，公司将获补偿	2009-09-08

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,839.9	5,194.1	7,560.0	8,977.5	11,440.0	成长性					
减: 营业成本	3,873.5	3,363.3	4,536.0	5,251.8	6,692.4	营业收入增长率	-19.5%	-11.1%	45.6%	18.8%	27.4%
营业税费	213.9	443.4	907.2	1,077.3	1,372.8	营业利润增长率	28.6%	50.6%	35.2%	22.8%	12.3%
销售费用	225.1	169.9	226.8	269.3	343.2	净利润增长率	79.9%	63.3%	28.5%	22.7%	10.4%
管理费用	372.6	407.4	453.6	628.4	686.4	EBITDA 增长率	33.4%	36.5%	13.3%	24.2%	13.8%
财务费用	335.1	365.4	189.0	269.3	343.2	EBIT 增长率	36.6%	38.2%	15.5%	24.9%	14.1%
资产减值损失	88.5	-65.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	65.7%	39.9%	5.4%	24.9%	14.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.5%	6.0%	31.1%	-1.3%	11.8%
投资和汇兑收益	53.4	671.3	350.0	480.0	200.0	净资产增长率	1.5%	143.1%	8.5%	12.6%	12.6%
营业利润	784.5	1,181.5	1,597.4	1,961.3	2,202.0	利润率					
加: 营业外净收支	37.0	-8.9	-	-	-	毛利率	33.7%	35.2%	40.0%	41.5%	41.5%
利润总额	821.5	1,172.7	1,597.4	1,961.3	2,202.0	营业利润率	13.4%	22.7%	21.1%	21.8%	19.2%
减: 所得税	247.9	267.2	399.4	490.3	550.5	净利率	9.8%	17.9%	15.8%	16.4%	14.2%
净利润	570.7	931.7	1,197.1	1,469.0	1,621.5	EBITDA/营业收入	20.3%	31.1%	24.2%	25.4%	22.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	19.2%	29.8%	23.6%	24.8%	22.2%
货币资金	2,800.6	11,969.2	10,000.0	12,000.0	11,000.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	67	46	39	30
应收帐款	1,587.8	652.5	674.0	1,179.2	1,163.8	流动营业资本周转天数	520	622	533	525	444
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,179	1,681	1,428	1,313	1,132
预付帐款	376.3	68.1	1,400.0	1,600.0	2,000.0	应收帐款周转天数	3	6	4	3	2
存货	13,948.3	15,860.9	17,346.8	19,095.0	21,402.6	存货周转天数	835	1,035	791	731	637
其他流动资产	232.0	999.3	999.0	1,200.0	1,300.0	总资产周转天数	1,386	1,915	1,597	1,454	1,245
可供出售金融资产	105.7	269.1	314.5	143.3	314.5	投资资本周转天数	677	804	657	624	515
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,183.0	1,323.8	1,120.0	1,120.0	1,120.0	ROE	14.4%	9.3%	11.4%	12.4%	12.4%
投资性房地产	466.2	447.5	600.0	700.0	800.0	ROA	2.6%	2.7%	3.5%	3.8%	4.1%
固定资产	986.6	958.8	970.0	960.0	950.0	ROIC	8.5%	11.3%	11.2%	10.7%	12.4%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	12.8	12.8	-	-	-	销售费用率	3.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	454.4	540.7	540.7	540.7	540.7	管理费用率	6.4%	7.8%	6.0%	7.0%	6.0%
资产总额	22,153.7	33,102.6	33,965.0	38,538.1	40,591.5	财务费用率	5.7%	7.0%	2.5%	3.0%	3.0%
短期债务	1,230.0	610.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	三费/营业收入	16.0%	18.1%	11.5%	13.0%	12.0%
应付帐款	2,868.3	2,074.7	3,100.0	2,955.3	2,802.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	82.0%	70.7%	69.0%	69.2%	66.9%
其他流动负债	4,107.6	5,663.7	11,622.8	16,343.1	17,647.1	负债权益比	455.1%	241.2%	222.8%	224.4%	201.9%
长期借款	5,063.0	9,452.0	7,100.0	5,500.0	4,500.0	流动比率	1.45	2.13	4.28	6.38	8.19
其他非流动负债	28.8	69.6	69.5	69.5	107.0	速动比率	0.38	0.98	1.84	2.91	3.44
负债总额	18,163.1	23,401.8	23,442.4	26,581.4	26,931.6	利息保障倍数	3.34	4.23	9.45	8.28	7.42
少数股东权益	301.6	366.3	106.0	108.0	138.0	分红指标					
股本	809.8	1,149.8	1,149.8	1,149.8	1,149.8	DPS(元)	-	-	0.18	0.22	0.25
留存收益	2,879.3	8,184.8	9,266.9	10,589.0	12,048.3	分红比率	0.0%	0.0%	9.6%	10.0%	10.0%
股东权益	3,990.6	9,700.8	10,522.7	11,846.7	13,336.1	股息收益率	0.0%	0.0%	1.2%	1.6%	1.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	573.6	905.5	1,197.1	1,469.0	1,621.5	EPS(元)	0.50	0.81	1.04	1.28	1.41
加: 折旧和摊销	74.9	81.5	46.5	46.5	46.6	BVPS(元)	3.47	8.44	9.15	10.30	11.60
资产减值准备	88.5	-65.5	-	-	-	PE(X)	29.0	17.8	13.8	11.3	10.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	1.7	1.6	1.4	1.2
财务费用	416.6	423.3	189.0	269.3	343.2	P/FCF	-29.4	4.1	-1.8	-259.7	-5.0
投资收益	-53.4	-671.3	-350.0	-480.0	-200.0	P/S	2.8	3.2	1.2	1.1	0.8
少数股东损益	2.9	-26.2	1.0	2.0	30.0	EV/EBITDA	16.2	11.8	29.9	28.1	26.6
营运资金的变动	292.0	717.0	3,552.2	3,721.2	-1,603.7	CAGR(%)	36.9%	22.2%			
经营活动产生现金流量	1,088.4	1,499.3	4,635.7	5,028.0	237.6	PEG	0.8	0.8			
投资活动产生现金流量	-180.3	-236.6	506.6	649.1	26.7	ROIC/WACC	1.3	1.7	1.6	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	-1,304.2	7,978.9	-2,983.0	-2,016.2	-1,905.4	REP	1.4	1.0	2.1	2.6	2.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利：房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

柳世庆：房地产行业分析师，北京大学经济学硕士。2007 年加入安信证券，先后从事宏观经济和银行业研究，并获得“新财富”2008 年宏观经济第四名（小组）和 2009 年银行业第六名（小组）。2010 年开始从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层