

首开股份 (600376)

立足京城闯天下，逆周期！爆发性！

——2010 中报点评

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880209040413	S0880109074434

本报告导读：

首开股份作为具备逆周期扩张条件的少数公司之一，又占据京城龙头的销售及业绩爆发性地位，前景看好。

投资要点：

- 中期实现 EPS 0.76 元，10 年业绩无虞，期末预收账款 53 亿（未包括权益 50% 的首城国际项目 44 亿预收款）。上半年实现营业收入 34 亿元，同比增长 126%；实现净利润 8.8 亿元，增长 174%。收入中房屋销售 12 亿、项目转让 21 亿（去年望京 2 个项目转让本期结算）。
- 逆周期扩张条件之一：中期现金高达 124 亿。业内仅次于万科的 191 亿，与保利的 125 亿持平，而首开市值仅为万科的 20%、保利的 33%。
- 逆周期扩张条件之二：公司是北京地产国企老牌龙头，目前是市国资直属唯一地产公司，在地价下行和招挂拿地情况下具有拿地优势。如首开 7 月拿的北京马驹桥项目，出价比报价第一的公司低 20%，由于属于招标（一般价格标占比 25% 左右）仍获得该地块。
- 上半年已执行逆周期扩张策略，1-7 月以 59 亿元拿地 305 万平米（北京 93 万平米），平均楼面地价 1940 元/平米。公司不仅继续深耕北京，且异地积极开疆拓土。08 年新进苏州、09 年太原、厦门和沈阳，10 年贵阳、绵阳。我们期待公司下半年在获取土地资源上有更大作为。
- 公司销售情况较好，上半年销售额 57 亿，下半年可售量在 110-120 万平米之间，预计全年可能将超过 100 亿销售额。下半年北京可售项目包括璞瑅、常春藤、国风上观后期、智慧社、三里屯项目等。同时北京是我们非常看好的区域之一，销售量弹性或者说爆发性大、价格弹性大、需求强烈，是领涨领跌型区域，对应股票弹性也非常大。
- 公司未结算权益储备 1032 万平米，按年初均价测算 RNAV21 元，目前股价 16.9 元，相对其折价 25%。预计 10-11 年 EPS 分别为 1.18、1.63 元。考虑到公司具备充分的现金和资源优势，是此轮调整能够逆周期扩张的少数几家优质公司之一，前景看好。暂时给予 22 元目标价，对应 11 年 13 倍 PE，维持增持评级，给予推荐。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5840	5194	6062	5071	6717
(+/-)%	-20%	-11%	17%	-16%	32%
经营利润 (EBIT)	1155	810	2272	2386	3366
(+/-)%	47%	-30%	180%	5%	41%
净利润	571	932	1354	1875	2561
(+/-)%	80%	63%	45%	38%	37%
每股净收益 (元)	0.70	0.81	1.18	1.63	2.23
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.12	0.16	0.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	13%	23%	37%	49%	50%
市盈率	24	21	14	10	8
股息率 (%)	0.0%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%

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：22.00

上次预测：22.00

当前价格：16.23

2010.08.12

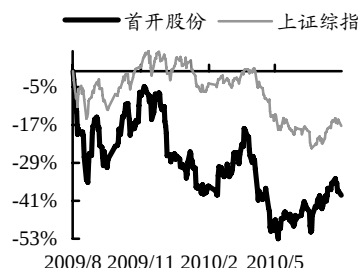
交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.52-27.73
总市值 (百万元)	18,660
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,150/520
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	45%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	167

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,783
每股净资产	8.51
市净率	1.9
资产负债率	72%

52 周内股价走势图



相关报告

《首开股份：北京龙头地产，房价大幅上扬受益明显》

2010.03.23

《首开股份：高管电话交流会纪要》

2009.08.14

《首开股份：二线区域蓝筹，业绩有望保持快速增长》

2009.08.07

《首开股份：盈利能力有望持续改善，业绩锁定性良好》

2009.03.26

《首开股份：商品房在建规模大，毛利率有望提高》

2008.04.11

《房地产行业周报第 82 期 (6.20-6.27)：部分新盘房价低开 10% 后销量去化显著提升》

2010.06.28

《房地产行业周报第 71 期 (3.28-4.4)：二线城市房价涨幅追随北京，政策风险上升》

2010.04.06

表 1: 10 年业绩保障性较强

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2Q2009	2Q2010
主营业务收入增长率	910.8%	56.7%	-19.5%	-11.1%	14.4%	125.8%
净利润增长率	545.5%	89.4%	79.9%	63.2%	68.7%	173.6%
经常性净利润增长率	479.1%	79.5%	75.6%	-13.5%	183.7%	175.5%
毛利率	31.5%	28.8%	33.7%	35.2%	52.1%	55.6%
ROE	6.2%	8.8%	15.5%	10.0%	7.9%	8.7%
三项费用率	15.6%	10.9%	16.0%	18.1%	22.6%	14.8%
净利率	3.6%	4.4%	9.8%	17.9%	21.1%	25.6%
存货周转率	0.27	0.39	0.28	0.21	0.05	0.08

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2: 现金充沛, 具备逆周期扩张条件

(单位: 百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2Q2009	2Q2010
现金	2341.6	3117.6	2800.6	11969.2	8763.4	12389.1
每股经营性净现金流	-7.99	1.97	1.34	-1.70	0.36	-2.53
预售房款	4148.6	4355.6	3631.8	5226.8	4455.8	5332.2
银行借款	11134	10550	10001	13779	10795	16794
银行借款/负债	59.5%	55.9%	55.1%	58.9%	44.6%	62.0%
速动比率	0.38	0.39	0.35	0.98	0.58	0.98
资产负债率	86.3%	82.8%	82.0%	70.7%	84.8%	72.3%
真实资产负债率	67.1%	63.7%	65.6%	54.9%	69.2%	58.1%
净负债率	325.9%	205.8%	195.2%	19.4%	49.8%	43.9%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 公司项目储备

(单位: 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	19.00	13.20	100%	13.20
知语城	商品房	北京市朝阳区	13.58	27.40	17.00	11.67	100%	11.67
常青藤	商品房	北京市朝阳区	50.29	59.02	40.00	40.00	100%	40.00
首城国际	商品房	北京市朝阳区	23.25	59.46	37.00	37.00	50%	18.50
三里屯项目	商品房	北京市朝阳区	3.10	18.36	10.00	10.00	100%	10.00
紫芳园 3、4、5、6 区	商品房	北京市丰台区	15.99	47.72	26.00	26.00	96.88%	25.19
大兴榆堡项目	别墅	北京市大兴区	14.09	7.30	7.30	7.30	100%	7.30
北京市顺义区机场住宅项目	商品房	北京市顺义区	1.72	19.49	15.00	15.00	100%	15.00
智慧社 (D02) / (D02/F06)	商品房	北京市昌平区	11.40	32.46	25.00	25.00	100%	25.00
回龙观 F05 区	商品房	北京市昌平区	17.60	35.00	35.00	35.00	100%	35.00
北京市昌平区回龙观 F01	商品房	北京市昌平区	2.20	4.40	4.40	4.40	100%	4.40
北京市昌平区回龙观 F03	商品房	北京市昌平区	2.60	4.99	4.99	4.99	100%	4.99
北京市大兴区康庄项目	两限房	北京市大兴区	12.50	27.58	27.58	27.58	100%	27.58
小屯馨城项目	两限房	北京市海淀区	9.17	20.04	20.04	20.04	90%	18.04
常营二期项目	经济适用房	北京市朝阳区	7.60	20.50	20.50	20.50	100%	20.50
回龙观 G 区	经济适用房	北京市昌平区	55.74	81.36	81.36	53.76	51%	27.42
天津湾	综合	天津市河西区	30.00	112.64	50.00	48.20	50%	24.10
苏州市苏地 34 号项目	商品房	苏州吴中区	9.04	17.83	15.50	15.50	100%	15.50

苏州市苏地 69 号项目	商品房	苏州相城区	11.3	34.26	34.26	34.26	100%	34.26
苏州首开悦澜湾	商品房	苏州工业园区	12.62	24.49	19.00	19.00	50%	9.50
扬州市邗江区 421#地块	商品房	扬州邗江区	7.25	12.92	12.92	12.92	100%	12.92
扬州市 456#地块(D 地块)	住宅	扬州邗江区	18.17	38.21	38.21	38.21	100%	38.21
海门理想城	商品房	海门市开发区	10.87	34.94	31.00	31.00	90%	27.90
海门锦源国际	商品房	海门开发区	71.19	68.30	60.00	60.00	74%	44.28
重庆国奥村项目	商品房	重庆市江北区	41.3	60	60.00	0.00	51%	0.00
武汉颐翠苑住宅小区	商品房	武汉市汉阳区	2.07	4.85	4.85	4.50	100%	4.50
滨海广场	综合	烟台市芝罘区	3.35	28.96	8.00	8.00	90%	7.20
太原龙城大道项目	住宅	太原	55.24	130.51	130.51	130.51	85%	110.93
厦门市翔安项目	住宅	厦门翔安大道	16.53	38.57	38.57	38.57	100%	38.57
沈阳沈北新区项目	住宅	沈北新区	41.74	82	82.00	82.00	95%	77.90
北京市房山区长阳镇	综合	北京市房山	40.80	52.49	38.00	38.00	100%	38.00
北京市房山长阳地块	金融及居住	北京市房山	12.61	16.68	16.68	16.68	100%	16.68
北京市通州区马驹桥	住宅	北京市通州	14.73	24.31	16.23	16.23	100%	16.23
贵阳市南明区片区	住宅、商业	贵阳市南明	108.00	134.30	134.30	134.30	100%	134.30
绵阳市仙海风景区	住宅、商业	绵阳市仙海	139.66	77.59	77.59	77.59	100%	77.59
二级开发合计			896.74	1483.83	1257.80	1156.92	89%	1032.37

数据来源：国泰君安证券研究

附表：公司损益表及其预测

(单位：百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	7255.2	5839.9	5194.1	6062.3	5070.7	6717.3
营业收入	7255.2	5839.9	5194.1	6062.3	5070.7	6717.3
二、营业总成本	6676.5	5108.8	4683.9	4177.7	3024.8	3791.7
营业成本	5166.2	3873.5	3363.3	2649.3	1674.6	2020.1
营业税金及附加	717.5	213.9	443.5	494.1	457.4	607.3
销售费用	209.5	225.1	169.9	216.0	173.3	234.4
管理费用	373.9	372.6	407.4	431.1	379.1	490.0
财务费用	209.6	335.1	365.4	387.2	340.3	439.9
资产减值损失	-0.2	88.5	-65.5	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	-29.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	60.3	53.4	671.3	360.0	450.0	450.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-108.5	-13.3	134.4	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	609.9	784.5	1181.5	2244.6	2495.9	3375.6
加：营业外收入	17.7	44.1	2.0	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	2.9	7.1	10.8	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	624.7	821.5	1172.7	2244.6	2495.9	3375.6
减：所得税	286.1	247.9	267.2	429.4	466.1	666.6
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	338.6	573.6	905.5	1815.2	2029.8	2709.1
减：少数股东损益	21.4	2.9	-26.2	461.6	155.1	148.1
归属于母公司所有者的净利润	317.2	570.7	931.7	1353.6	1874.6	2561.0
股本	809.8	809.8	1149.75	1149.75	1149.75	1149.75
EPS	0.39	0.70	0.81	1.18	1.63	2.23
主营收入增长率	57%	-20%	-11%	17%	-16%	32%
净利润增长率	89%	80%	63%	45%	38%	37%
毛利率	29%	34%	35%	56%	67%	70%
三项费用率	11%	16%	18%	17%	18%	17%
净利润率	4%	10%	18%	22%	37%	38%

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:

孙建平: 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“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

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，从事地产行业研究。

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，需在允许的范围内使用，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		