

买入 维持
首开股份(600376)
2011 年 2 月 15 日

挺进福建市场，获取更大战略纵深

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件：

公司于 2011 年 1-2 月，分别以 0.64 亿元和 23 亿元价格竞得苏州、福州两地块使用权。按该价格计算，两处土地对应楼板价分别为 7886 元/平和 6807 元/平。公司进一步扩大二、三线市场的土地储备，同时首次进入福州市场。

主要内容：

1. 巩固苏州市场、挺进福州市场：公司目前在苏州地区拥有近 76.58 万平方米住宅项目储备，项目平均土地成本在 2000 元/平左右。考虑到本次苏州太湖长沙湾项目属于宾馆用地，且地处太湖国家旅游度假区，因此 7886 元/平的土地单价基本处于正常。福州项目的取得代表着公司首次进入福州市场。目前公司除北京大本营之外，在二三线城市拥有累计项目储备近 700 万平方米。新市场的开拓将为公司未来发展带来更大的战略纵深。

表 1 杭州西溪地区在售楼盘情况

项目名称	公司权益	土地面积 (万平)	容积率	建筑面积 (万平)	土地总价 (亿元)	土地单价 (元/平)
苏州太湖长沙湾里 B 地块	100%	2.72644	0.3	0.82	0.645	7886
福州市 2011-01 号地块	-	12.0669	2.8	33.79	23	6807

注：公司与福建中庚实业集团有限公司联合取得福州市 2011-01 号地块，公司暂未公布各自所占项目公司权益
资料来源：公司公告、海通证券研究所

2. 2010 年业绩预增 40%-45%，2011 年业绩基本锁定：公司 1 月 7 日业绩预增公告中指出，预计 2010 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日归属于上市公司股东的净利润约在 13 亿元至 13.5 亿元之间，与上年同期相比增长 40%-45%，对应每股收益在 1.13 元到 1.17 元之间。公司 2010 年 3 季度已经实现预收账款 75.44 亿，折合每股预收 6.56 元。2011 年 30% 以上的业绩增长基本锁定。

3. 公司经营优异，股东承诺继续锁定股份：公司 08 年整体上市时对大股东首开集团定向增发股份在 2011 年 1 月 12 日解禁。目前首开集团公开承诺承诺自 2011 年 1 月 12 日解禁之日起至 2012 年 1 月 11 日，不通过二级市场减持所持有的上市公司 5.5 亿股股份。大股东自愿继续锁定股份一年，体现了大股东对上市公司未来发展的信心，同时对维持二级市场股价稳定起到了支持作用。

4. 维持对公司的“买入”评级：公司整体上市后京内京外两线发力，储备项目累计建筑面积达到 1200 万平方米，其中京内项目接近 560 万平方米。由于北京市场 2010 年价格领涨全国，公司区域内土地储备时间较早，未来将具备较强的业绩释放能力。预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别是 1.15、1.53 和 1.96 元，按照公司 2 月 14 日 16.65 元股价计算，对应 PE 为 14.47 倍、10.88 倍和 8.49 倍。公司 2010 年 RNAV 是 23.66 元，2011 年 RNAV 预计在 22.7 元，维持对公司的“买入”评级。

5. 风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

损益表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	7,255	5,840	5,194	5,766	9,440	11,934
增长率 (%)	56.7	-19.5	-11.1	11.0	63.7	26.4
营业成本	-5,166	-3,874	-3,363	-2,814	-5,323	-6,502
营业成本/销售收入 (%)	71.2	66.3	64.8	48.8	56.4	54.5
毛利	2,089	1,966	1,831	2,953	4,117	5,431
毛利率 (%)	28.8	33.7	35.2	51.2	43.6	45.5
营业税金及附加	-717	-214	-443	-736	-974	-1,664
营业税金及附加/销售收入 (%)	9.9%	3.7%	8.5%	12.8%	10.3%	13.9%
营业费用	-210	-225	-170	-197	-312	-396
营业费用/销售收入 (%)	2.9	3.9	3.3	3.4	3.3	3.3
管理费用	-374	-373	-407	-323	-651	-680
管理费用/销售收入 (%)	5.2	6.4	7.8	5.6	6.9	5.7
息税前利润 (EBIT)	788	1,155	810	1,697	2,180	2,691
EBIT/销售收入 (%)	10.9	19.8	15.6	29.4	23.1	22.5
财务费用	-210	-335	-365	-465	-394	-350
财务费用/销售收入 (%)	3	6	7	8	4	3
资产减值损失	0	-89	66	-1	1	-3
公允价值变动收益	-29	0	0	0	0	0
投资收益	60	53	671	500	520	620
投资收益/税前利润 (%)	9.6	6.5	57.2	28.9	22.5	21.0
营业利润	610	784	1,182	1,731	2,307	2,957
营业利润率 (%)	8.4	13.4	22.7	30.0	24.4	24.8
营业外收支	15	37	-9	0	0	0
税前利润	625	821	1,173	1,731	2,307	2,957
利润率 (%)	8.6	14.1	22.6	30.0	24.4	24.8
所得税	-286	-248	-267	-381	-531	-680
所得税率 (%)	45.8	30.2	22.8	22.0	23.0	23.0
净利润	339	574	905	1,350	1,777	2,277
少数股东损益	21	3	-26	17	9	15
归属于母公司的净利润	317	571	932	1,333	1,767	2,262
净利率 (%)	4.4	9.8	17.9	23.1	18.7	19.0

现金流量表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	339	574	905	1,350	1,777	2,277
少数股东损益	0	0	0	17	9	15
非现金支出	76	163	16	56	61	59
非经营收益	347	276	-360	86	50	-76
营运资金变动	831	76	938	-1,759	316	-2,014
经营活动现金净流	1,594	1,088	1,499	-249	2,213	261
资本开支	-1	51	15	-24	3	8
投资	-144	-130	-277	0	0	0
其他	228	1	55	500	520	620
投资活动现金净流	85	-180	-237	524	517	612
股权募资	1	42	4,678	0	0	0
债权募资	-592	-553	3,978	179	-1,157	187
其他	-248	-794	-677	-663	-570	-544
筹资活动现金净流	-839	-1,305	7,979	-484	-1,728	-357
现金净流量	839	-397	9,242	-209	1,002	517

资产负债表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,118	2,801	11,969	11,742	12,735	13,237
应收款项	56	50	111	77	133	165
存货	13,104	13,948	15,861	16,987	18,984	21,403
其他流动资产	640	608	1,609	2,542	1,794	1,977
流动资产	16,917	17,408	29,550	31,348	33,647	36,783
流动资产/总资产 (%)	84.2	84.8	90.0	90.7	91.4	92.2
长期投资	1,739	1,649	1,771	1,771	1,771	1,771
固定资产	1,010	1,001	977	923	863	812
固定资产/总资产 (%)	5.0	4.9	3.0	2.7	2.3	2.0
无形资产	61	62	43	18	20	20
非流动资产	3,165	3,117	3,302	3,223	3,165	3,114
非流动资产/总资产 (%)	15.8	15.2	10.0	9.3	8.6	7.8
资产总计	20,082	20,525	32,851	34,570	36,812	39,896
短期借款	6,529	4,938	4,327	4,690	3,345	2,676
应付款项	6,987	6,500	7,302	7,554	8,864	9,294
其他流动负债	1,240	1,633	2,252	2,189	2,501	2,694
流动负债	14,756	13,071	13,880	14,433	14,710	14,664
长期贷款	4,021	5,063	9,452	9,452	9,452	9,452
其他长期负债	96	29	70	70	70	70
负债	18,873	18,163	23,402	23,955	24,232	24,186
普通股股东权益	3,612	3,689	9,335	10,667	12,435	14,697
少数股东权益	321	302	366	384	393	408
负债股东权益合计	22,806	22,154	33,103	35,006	37,059	39,291

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标 (元)						
每股收益	0.392	0.705	0.810	1.159	1.537	1.968
每股净资产	4.461	4.556	8.119	9.278	10.815	12.783
每股经营现金净流	1.968	1.344	1.304	-0.232	0.709	0.079
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	8.78	15.47	16.28	12.49	14.21	15.39
总资产收益率	1.39	2.58	2.81	3.81	4.77	5.76
投入资本收益率	4.44	9.51	14.80	16.63	17.43	17.40
增长率 (%)						
营业总收入增长率	56.7	-19.5	-11.1	11.0	63.7	26.4
EBIT增长率	60.7	46.5	-29.8	109.4	28.5	23.4
净利润增长率	89.4	79.9	63.3	43.0	32.6	28.0
总资产增长率	5.2	-2.9	49.4	5.7	5.9	6.0
资产管理能力 (天)						
应收账款周转天数	2.1	3.3	5.7	4.9	5.1	5.1
存货周转天数	366.4	1,274.5	1,617.5	2,200.0	1,300.0	1,200.0
应付账款周转天数	288.0	125.1	166.1	152.4	87.0	73.8
固定资产周转天数	633.4	61.7	68.4	59.0	33.9	25.1
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	189.0	180.4	18.7	21.7	0.5	-7.3
EBIT利息保障倍数 (倍)	3.8	3.4	2.2	3.6	5.5	7.7
资产负债率	82.8	82.0	70.7	68.4	65.4	61.6

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。