

买入 维持

首开股份(600376)

2011 年 3 月 17 日

新开工面积保持增大，去化率是后期关键

房地产行业分析师：涂力磊

SAC 执业证书编号：S0740210020003

tll5535@htsec.com

021-23219747

联系人：贾亚童

jiayt@htsec.com

021-23219421

事件：

公司公布 2010 年年报，年报符合预期。报告期内，公司实现营业收入 77.65 亿元，比上年增长 49.51%；实现营业利润 19.28 亿元，比上年增长 63.16%；实现归属于母公司所有者的净利润 13.45 亿元，比上年增长 43.82%。实现每股收益 1.17 元，同比增长 22.98%。

投资建议：

公司是北京龙头国有房地产开发企业，京内项目沉淀价值高。目前公司在发展京内优势同时，也在积极拓展京外项目。由于北京限购政策较严，因此公司当前股价受到压抑。一旦市场转稳，公司股价将具备更高弹性。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.53 和 2.03 元，对应 RNAV 在 23.65 元左右。截至 3 月 16 日，公司收盘于 15.59 元，对应 2011 年 PE 为 10.18 倍，2012PE 为 7.68 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，目标价为 22.95 元。维持对公司的“买入”评级。

主要分析：

- 1. 净利润 13.44 亿元，同比增长 44.31%：**报告期内，公司实现营业收入 77.65 亿元，比上年增长 49.51%；实现营业利润 19.28 亿元，比上年增长 63.16%；实现归属于母公司所有者的净利润 13.45 亿元，比上年增长 43.82%。公司拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），同时以资本公积金每 10 股转增 3 股。对公司利润表分析如下：

表 1 公司利润表对比

单位: 百万元	2009	2010	YOY%	海通分析
一、营业总收入	5194.09	7765.49	49.51%	土地转让和房屋销售结算收入增加
二、营业总成本	4683.90	6405.13	36.75%	
营业成本	3363.28	4114.54	22.34%	
营业税金及附加	443.45	946.57	113.46%	结算收入增长幅度超过成本增长导致提取土增税增加, 结算收入增加导致提取的营业税增加
销售费用	169.88	238.73	40.53%	
管理费用	407.37	525.95	29.11%	
财务费用	365.44	601.65	64.64%	金融借款规模增加较多
资产减值损失	-65.50	-22.31	-65.94%	
投资净收益	671.34	567.43	-15.48%	
三、营业利润	1181.53	1927.79	63.16%	
加: 营业外收入	1.96	6.61	237.24%	
减: 营业外支出	10.82	7.49	-30.78%	当期不予支付的款项和政府补助增多使得营业外收入增长
四、利润总额	1172.67	1926.92	64.32%	
减: 所得税	267.18	589.53	120.65%	报告期公司利润总额增加, 所得税对应增长
五、净利润	905.49	1337.38	47.70%	
减: 少数股东损益	-26.21	-7.16	-72.68%	
归属母公司净利润	931.70	1344.54	44.31%	
六、每股收益	0.95	1.17	22.98%	
稀释每股收益(元)	0.95	1.17	22.98%	与我们此前预计的 1.15 元基本一致

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

对资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析如下:

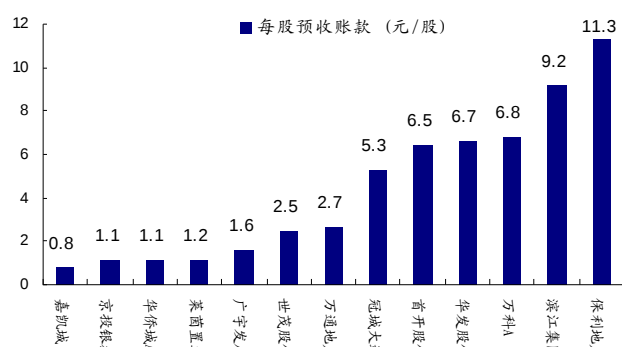
表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2009	2010	Ppt	海通分析
毛利率	35.25%	47.02%	11.77%	
净利率	17.43%	17.22%	-0.21%	
资产负债率	70.69%	74.73%	4.04%	长期负债和一年内到期的非流动负债较去年有所增大
有息负债率	54.90%	57.29%	2.39%	
三项费用占收入比	18.15%	17.59%	-0.56%	
ROE	9.98%	12.84%	2.86%	
(百万元)	2009	2010	YOY%	
总资产	33102	42741	29.12%	公司规模有序扩大
净资产	9700	10800	11.34%	
货币现金	11969	10520	-12.11%	
预收账款	5226	7452	42.59%	项目销售款扩大
经营活动现金流净额	1499	-5811	-487.66%	本期存货规模扩大, 支付现金增加较多所致

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

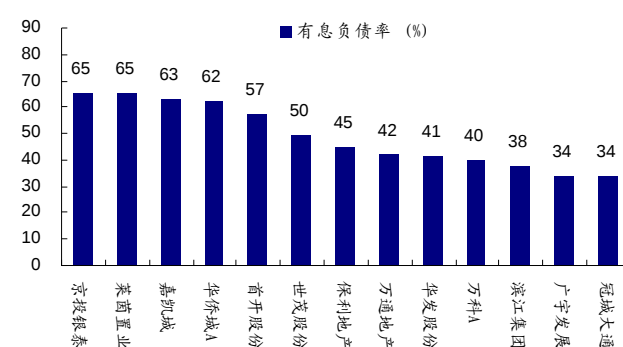
2. 公司业绩锁定性强, 有息负债率稍显偏高: 报告期内, 公司实现每股预收账款 6.5 元, 在 A 股地产企业中排名前列。按照项目现有建设进度看, 公司未来具备较强的业绩增长能力。公司年末资产负债率为 74.73%, 有息负债率为 57.29%, 在 A 股龙头企业中稍显偏高。造成公司负债率增大的原因是公司当年开复工面积较大, 项目资金需求加大。2010 年公司长短期借款余额为 187.2 亿元, 比 2009 年增加 35.86%。预计后期项目陆续进入销售状态后, 这一现象会有所改善。

图 1 公司预收账款在 A 股地产企业中排名前列



资料来源：公司公告、海通证券研究所

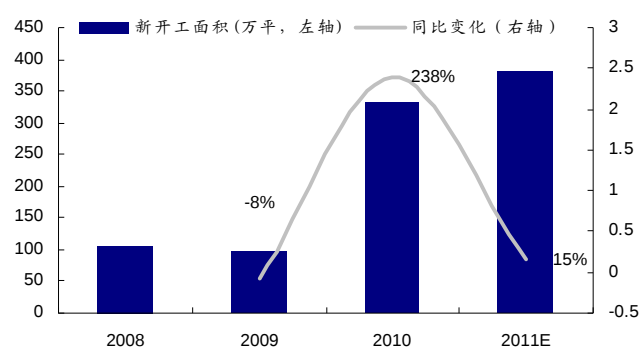
图 2 公司有息负债率稍显偏高



资料来源：公司公告、海通证券研究所

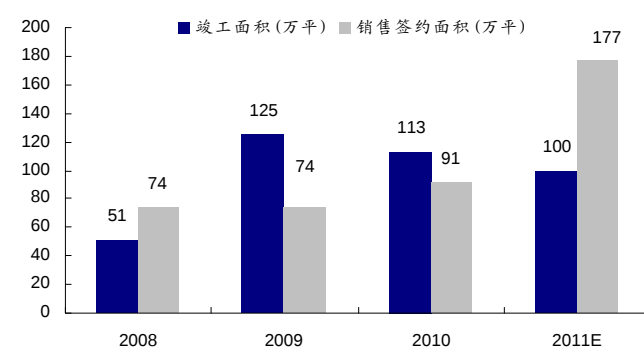
3. 新开工面积稳定增大, 保证去化率是后期经营关键: 公司 2010 年共实现开复工面积达 586 万平方米, 新开工面积 331 万平方米, 竣工 113 万平方米。全面完成 2010 年初所制定的新开工 223 万平, 竣工 115 万平的工作计划。2010 年当年实现销售签约面积 91 万平方米, 合同销售金额 134 亿元。公司 2011 年业务发展计划是实现开复工 851 万平方米左右, 其中新开工 381 万平方米左右, 竣工 100 万平方米左右; 计划实现销售面积 177 万平方米左右, 实现新增建筑面积 200 万平方米以上的项目储备。

图 3 公司近 2 年开工面积保持增长



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 4 公司 2011 年去化率是关键



资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司 2010 年开始新开工面积保持高位放大, 后期可推盘资源将明显增大。目前公司计划签约面积比 2010 年增长 94%, 因此项目后期推盘节奏和去化率是关键。

4. 投资建议: 维持“买入”评级。 公司是北京龙头国有房地产开发企业, 京内项目沉淀价值高。目前公司在发展京内优势同时, 也在积极拓展京外项目。由于北京限购政策较严, 因此公司当前股价受到压抑。一旦市场转稳, 公司股价将具备更高弹性。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.53 和 2.03 元, 对应 RNAV 在 23.65 元左右。截至 3 月 16 日, 公司收盘于 15.59 元, 对应 2011 年 PE 为 10.18 倍, 2012PE 为 7.68 倍。给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率, 目标价为 22.95 元。维持对公司的“买入”评级。

5. 风险提示: 行业面临加息和政策调控两大风险。

表 6 重点关注公司年报情况汇总

公司名称	总市值	每股预收账款	资产负债率	有息负债率	开工计划	竣工计划	利润分配预案	EPS		
	亿元	元/股	(%)	(%)	万平	万平		2010	2011 E	2012 E
保利地产	577	11.26	78.98	45.14			每 10 股转增 3 股, 派红利 2.13 元 (含税)	1.08	1.39	1.82
京投银泰	64	1.11	75.13	65.49			不分配	0.36	0.46	0.77
莱茵置业	35	1.15	76.42	65.06			每 10 股送 7 股, 股派发现金 0.78 元 (含税)	0.45	na	na
华侨城 A	456	1.13	69.69	62.43	143	151(计划可售面积)	每 10 股送 5 股, 转 3 股, 派发现金 0.6 元 (含税)	0.98	1.31	1.76
万科 A	899	6.77	74.69	40.18	1329	729	每 10 股派送人民币 1 元 (含税)	0.66	0.92	1.25
万通地产	72	2.68	69.47	42.00			每 10 股派送人民币 1.7 元 (含税)	0.39	0.54	0.78
嘉凯城	143	0.79	70.04	63.17	148	49.55	每 10 股派发现金红利 0.55 元 (含税)	0.62	0.85	1.22
华发股份	96	6.66	67.78	41.02			每 10 股派送人民币 1 元 (含税)	0.92	1.1	1.4
广宇发展	44	1.63	64.65	33.91			不分配	0.21	na	na
世茂股份	173	2.46	60.76	49.65	180	71	不分配	0.74	1.1	1.4
冠城大通	67	5.26	73.86	33.81			每 10 股派红利 0.5 元 (含税)	0.7	1.03	1.38
滨江集团	149	9.20	79.85	37.95			每 10 股派红利 0.6 元 (含税)	0.71	1.08	1.53
首开股份	179	6.48	74.73	57.29	381	100	每 10 股转增 3 股, 派红利 2 元 (含税)	1.17	1.53	2.03

资料来源: 海通证券研究所

损益表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	7,255	5,840	5,194	7,765	9,440	11,934
增长率(%)	56.7	-19.5	-11.1	49.5	21.6	26.4
营业成本	-5,166	-3,874	-3,363	-4,115	-5,203	-6,262
营业成本/销售收入(%)	71.2	66.3	64.8	53.0	55.1	52.5
毛利	2,089	1,966	1,831	3,651	4,237	5,671
毛利率(%)	28.8	33.7	35.2	47.0	44.9	47.5
营业税金及附加	-717	-214	-443	-947	-974	-1,664
营业税金及附加/销售收入(%)	9.9%	3.7%	8.5%	12.2%	10.3%	13.9%
营业费用	-210	-225	-170	-239	-312	-396
营业费用/销售收入(%)	2.9	3.9	3.3	3.1	3.3	3.3
管理费用	-374	-373	-407	-526	-651	-680
管理费用/销售收入(%)	5.2	6.4	7.8	6.8	6.9	5.7
息税前利润(EBIT)	788	1,155	810	1,940	2,300	2,931
EBIT/销售收入(%)	10.9	19.8	15.6	25.0	24.4	24.6
财务费用	-210	-335	-365	-602	-512	-483
财务费用/销售收入(%)	3	6	7	8	5	4
资产减值损失	0	-89	66	22	1	-3
公允价值变动收益	-29	0	0	0	0	0
投资收益	60	53	671	567	520	620
投资收益/税前利润(%)	9.6	6.5	57.2	29.4	22.5	20.2
营业利润	610	784	1,182	1,928	2,309	3,065
营业利润率(%)	8.4	13.4	22.7	24.8	24.5	25.7
营业外收支	15	37	-9	-1	0	0
税前利润	625	821	1,173	1,927	2,309	3,065
利润率(%)	8.6	14.1	22.6	24.8	24.5	25.7
所得税	-286	-248	-267	-590	-531	-705
所得税率(%)	45.8	30.2	22.8	30.6	23.0	23.0
净利润	339	574	905	1,337	1,778	2,360
少数股东损益	21	3	-26	-7	9	15
归属于母公司的净利润	317	571	932	1,345	1,769	2,345
净利率(%)	4.4	9.8	17.9	17.3	18.7	19.6

现金流量表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	339	574	905	1,337	1,778	2,360
少数股东损益	0	0	0	0	9	15
非现金支出	76	163	16	59	61	59
非经营收益	347	276	-360	-146	161	48
营运资金变动	831	76	938	-7,062	-200	-1,435
经营活动现金净流	1,594	1,088	1,499	-5,811	1,809	1,047
资本开支	-1	51	15	57	-45	8
投资	-144	-130	-277	553	513	0
其他	228	1	55	30	520	620
投资活动现金净流	85	-180	-237	526	1,078	612
股权募资	1	42	4,678	0	0	0
债权募资	-592	-553	3,978	4,942	-838	333
其他	-248	-794	-677	-1,171	-760	-668
筹资活动现金净流	-839	-1,305	7,979	3,771	-1,598	-334
现金净流量	839	-397	9,242	-1,515	1,289	1,325

资产负债表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	3,118	2,801	11,969	10,520	11,801	13,110
应收款项	56	50	111	52	133	165
存货	13,104	13,948	15,861	25,065	25,689	27,483
其他流动资产	640	608	1,609	2,758	1,296	1,474
流动资产	16,917	17,408	29,550	38,395	38,919	42,233
流动资产/总资产(%)	84.2	84.8	90.0	90.2	91.7	92.4
长期投资	1,739	1,649	1,771	2,303	1,771	1,771
固定资产	1,010	1,001	977	946	867	816
固定资产/总资产(%)	5.0	4.9	3.0	2.2	2.0	1.8
无形资产	61	62	43	63	20	20
非流动资产	3,165	3,117	3,302	4,163	3,510	3,459
非流动资产/总资产(%)	15.8	15.2	10.0	9.8	8.3	7.6
资产总计	20,082	20,525	32,851	42,558	42,429	45,691
短期借款	6,529	4,938	4,327	7,127	5,955	4,764
应付款项	6,987	6,500	7,302	9,517	8,809	9,192
其他流动负债	1,240	1,633	2,252	3,662	3,335	3,524
流动负债	14,756	13,071	13,880	20,306	18,099	17,480
长期贷款	4,021	5,063	9,452	11,594	11,594	11,594
其他长期负债	96	29	70	41	41	41
负债	18,873	18,163	23,402	31,940	29,734	29,115
普通股股东权益	3,612	3,689	9,335	10,477	12,246	14,590
少数股东权益	321	302	366	328	337	352
负债股东权益合计	22,806	22,154	33,103	42,745	42,317	44,058

比率分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标(元)						
每股收益	0.392	0.705	0.810	1.173	1.538	2.039
每股净资产	4.461	4.556	8.119	9.112	10.651	12.690
每股经营现金净流	1.968	1.344	1.304	-5.054	0.579	0.332
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	12.87	14.44	16.07
总资产收益率	1.39	2.58	2.81	3.15	4.18	5.32
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	49.5	21.6	26.4
EBIT增长率	60.7	46.5	-29.8	139.4	18.6	27.4
净利润增长率	89.4	79.9	63.3	44.7	31.2	32.6
总资产增长率	5.2	-2.9	49.4	29.2	(1.0)	4.1
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	1,800.0	1,600.0
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	44.3	34.2	25.1
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	189.0	180.4	18.7	75.9	45.7	21.7
EBIT利息保障倍数(倍)	3.8	3.4	2.2	3.2	4.5	6.1
资产负债率	82.8	82.0	70.7	74.7	70.3	66.1

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。