

首开股份 (600376): 土地储备丰富

增持 (维持)

房地产行业

当前股价: 15.59 元

报告日期: 2011 年 3 月 17 日

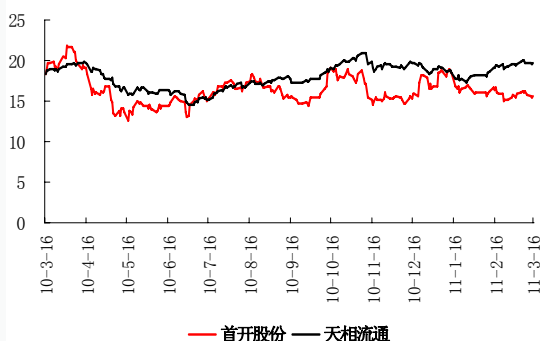
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5194	7765	10810	13696
(+/-)	-11.06%	49.51%	39.21%	26.70%
营业利润	1182	1928	2134	3116
(+/-)	50.62%	63.16%	10.68%	46.05%
归属母公司净利润	935	1345	1600	2337
(+/-)	63.25%	43.82%	19.02%	46.05%
每股收益 (元)	0.81	1.17	1.39	2.03
市盈率 (倍)	20	13	11	8

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	114975/52011
流通市值 (亿元)	87.64
每股净资产 (元)	9.11
资产负债率 (%)	74.73

股价表现 (最近一年)



证券分析师 石磊
执业证书编号: A0140511010001
010-66045557 shil@txsec.com
联系人: 张福意
010-66045563 zhangfy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 77.65 亿元, 同比增长 49.51%; 营业利润 19.28 亿元, 同比增长 63.16%; 归属母公司净利润 13.45 亿元, 同比增长 43.82%; 实现基本每股收益 1.17 元。业绩增长主要在于房地产结算增加以及土地转让获得开发建设补偿收入增加两方面。分配预案为每 10 股派发现金红利 2 元 (含税), 并以资本公积金每 10 股转增 3 股。
- 2010 年总体经营情况。1、下半年大幅增加开竣工面积。2010 年公司实现开复工面积 586 万平米, 其中上半年 262 万平米; 新开工面积 331 万平米, 完成全年计划的 148.43%, 其中上半年仅为 32 万平米; 竣工 113 万平米, 其中上半年仅为 7 万平米。2、2015 年的销售目标为 300 亿元。报告期实现销售签约面积 91 万平米, 同比增长 23.64%; 合同销售金额 134 亿元。根据公司 2010-2015 年的总体发展战略, 至 2015 年的合同销售规模将达到 300 亿元计算, 未来五年销售的复合增长率 17.49%。3、项目拓展超额完成全年计划。2010 年公司在京内、京外各获取项目 4 个, 总规划建筑面积超 400 万平米, 大幅超过 200 万平米的计划。
- 土地储备丰富。就算不考虑 500 多万平米建筑面积的合作开发项目, 截至 2010 年底公司在京内拥有权益项目储备 (规划建筑面积-截至 2010 年末的累计竣工面积) 451 万平米, 京外权益项目储备 688.35 万平米 (未包括福州 2011-01 地块), 二者合计权益项目储备为 1140 万平米。
- 财务杠杆进一步提高。期末拥有货币资金 105.2 亿元, 较期初略有下降, 剔除预收款项后的资产负债率为 57.29%, 同比增加 2.39 个百分点。预收款项 74.52 亿元, 同比增长 42.58%, 将为 2011 年业绩提供保障。
- 2011 年度业务发展综合计划: 实现开复工 851 万平米左右, 其中新开工 381 万平米左右, 同比增长 15%; 竣工 100 万平米左右, 同比略有下降; 销售面积 177 万平米左右, 实现新增建筑面积 200 万平米以上的项目储备。
- 盈利预测和投资评级。暂不考虑转增股本的影响, 预计公司 2011-2012 年可分别实现每股收益 1.39 元和 2.03 元, 按最近收盘价 15.59 元计算, 对应的动态市盈率分别为 11 倍和 8 倍, 维持公司“增持”投资评级。
- 风险提示。2011 年房地产行业仍将处于调控的高压之下, 未来销售存在下降的风险。

图表 1：公司主要项目情况（单位：万平米）

项目名称	位置	项目类别	项目进度	权益(%)	规划建筑面积	项目储备	权益项目储备	2010 年			2011 年计划		
								新开工面积	竣工面积	销售面积	新开工面积	竣工面积	销售面积
望京 A1 区 C 组团（国风上观）	北京市朝阳区	商品房	竣工	100	24.89	0	0.00	0	13.51	2.89	0	0	3.69
望京 K7 区（知语城）	北京市朝阳区	商品房	部分竣工	100	28.96	10.48	10.48	0	0.52	0.6	0	0	0
回龙观 D02 项目（智慧社）	北京市昌平区	商品房	在建	100	20.93	20.93	20.93	0	0	10.36	0	7.1	0.9
回龙观 F06 项目	北京市昌平区	商品房	在建	100	22.04	22.04	22.04	15.71	0	0	0	0	10.13
回龙观 F05 项目（*）	北京市昌平区	商品房、两限房	在建	100	39.49	39.49	39.49	0	0	0	20.34	0	0
回龙观 F01	北京市昌平区	商业金融	在建	100	5.5	5.5	5.50	5.5	0	0	0	0	0
回龙观 F03 东-1、F03 东-2 商业项目	北京市昌平区	商业	在建	100	6.56	6.56	6.56	6.56	0	0	0	0	0
幸福三村 C 区（铂郡）	北京市朝阳区	商品房	在建	100	14.64	14.64	14.64	0	0	0	0	14.64	4.15
紫芳园四区（璞缇）	北京市丰台区	商品房	在建	96.9	14.98	14.98	14.51	0	0	2.9	0	14.98	3.14
紫芳园五区（时代紫芳荆园）	北京市丰台区	商品房	在建	96.9	16.24	16.24	15.73	0	0	0	16.24	0	0
紫芳园六区二组团	北京市丰台区	商业	未开工	96.9	5.76	5.76	5.58	0	0	0	5.76	0	0
英各庄一期	北京市顺义区	保障性住房	在建	96.9		55.48	53.75				55.48	0	22.41
回龙观 G 区经济适用房项目	北京市昌平区	经济适用房	竣工	51	81.36	0	0.00	0	0	2.35	0	0	1.85
单店住宅小区二期（常青藤）	北京市朝阳区	商品房	在建	100	59.24	47.66	47.66	17.13	11.58	4.69	15.78	9.09	6.64
机场东路项目（北京苏活）	北京市顺义区	商品房	在建	100	14.62	14.62	14.62	0	0	3.76	0	14.62	4.32
小屯馨城	北京市丰台区	两限房	在建	90	23.66	23.66	21.29	11.46	0	6.29	0	0	9.66
常营经济适用房（畅馨园、东都汇）	北京市朝阳区	经济适用房	在建	100	20.5	3.35	3.35	0	17.15	2.14	0	3.28	1.06

大兴榆垓 38# 地项目	北京市大兴区	商品房	在建	100	11.72	11.72	11.72	11.72	0	0	0	0	1.43
大兴康庄三期	北京市大兴区	两限房	在建	100	29.9	29.9	29.90	29.81	0	8.68	0.06	0	13.08
石榴庄五区（石榴派）	北京市丰台区	综合	在建	100	2.77	2.77	2.77	0	0	1.4	0	2.77	0.63
长阳镇 2 号地及 3 号地北侧	北京市房山区	住宅混合公建	在建	100	37.94	37.94	37.94	0	0	0	20.04	0	2.4
长阳镇 8 号地东侧	北京市房山区	商品房	在建	100	21.17	21.17	21.17	0	0	0	21.17	0	3.07
良乡高教园区 F1 住宅公建（*）	北京市房山区	住宅混合公建	未开工	100	22.13	22.13	22.13	0	0	0	5	0	0
通州马驹桥项目	北京市通州区	商品房、回迁房	在建	100	29.64	29.64	29.64	0	0	0	29.22	0	3.09
京内重点项目汇总						456.66	451.41	97.89	42.76	46.06	189.09	66.48	91.65
烟台凯旋城二期（滨海广场）	烟台市芝罘区	综合	在建	100	11.89	4.51	4.51	0	0	1.64	0	0	2
海门理想城	海门市开发区	商品房	在建	100	33.86	24.36	24.36	0.7	0	5.35	0	0	5.58
海门锦源国际项目	海门市海门港	商品房	在建	73.8	91.97	91.97	67.87	0	0	0	10.89	0	0.36
苏州 34# 地（国风华府）	苏州市吴中区	商品房	在建	100	21.5	21.5	21.50	17.67	0	0	3.55	0	5.6
苏州 69# 地项目（班芙春天）	苏州市相城区	商品房	在建	100	34.85	34.85	34.85	22.32	0	0	10.15	0	7.99
苏州 90# 地项目（悦澜湾）	苏州工业园区	商品房	在建	100	24.4	24.4	24.40	11.23	0	9.26	0	13.23	7.53
武汉颐翠苑小区	武汉市	商品房	竣工	100	4.85	0	0.00	0	4.45	0.77	0	0	0.39
扬州 421 项目（水晶城）	扬州市邗江区	商品房	在建	100	12.92	12.92	12.92	5.47	0	6.29	0	12.92	5.6
扬州 456 项目（水晶城）	扬州市邗江区	商品房	在建	100	40.09	40.09	40.09	21.07	0	0	18.67	0	6.32
扬州邗江核心区 639 项目（*）	扬州市邗江区	住宅混合公建	在建	60	27.34	27.34	16.40	0	0	0	2.1	0	0
太原花溪龙苑项目（*）	太原市龙城大道	商品房	在建	85	130.51	130.51	110.93	62.5	0	0	0	0	9
厦门领翔国际项目	厦门市翔安区	商品房	在建	100	40.86	40.86	40.86	31.24	0	0	3.46	0	7
沈阳沈北新区项目（乐活小镇）	沈阳市沈北新	商品房	在建	95	64.6	64.6	61.37	22.16	0	0	19.95	0	8.03

	区												
绵阳仙海项目 (*)	绵阳市仙海	商品房	在建	100	62.78	62.78	62.78	0	0	0	4	0	0
贵阳龙洞堡项目	贵阳市南明区	商品房	在建	100	165.1	165.1	165.10	0	0	0	7.68	0	7.2
太湖长沙湾里 B 地块 (*)	苏州市太湖	酒店	未开工	49		0.82	0.40				0	0	0
福州 2011-01 地块 (*)	福州市晋安区	商品房	未开工			33.79					0	0	0
京外重点项目汇总						780.4	688.35	194.36	4.45	23.31	80.45	26.15	72.6
合计						1237.1	1139.8	292.25	47.21	69.37	269.54	92.63	164.25

资料来源：公司年报、天相投顾整理

注：有颜色的为 2010 年和 2011 年新增的项目，项目储备=规划建筑面积-截至 2010 年末的累计竣工面积，标*号的项目其规划建筑面积指的是地上建筑面积

图表 2：公司主要合作项目情况（单位：万平方米）

项目名称	位置	项目类别	项目进度	权益 (%)	规划建筑面积	2010 年			2011 年计划		
						新开工面积	竣工面积	销售面积	新开工面积	竣工面积	销售面积
奥运村项目（国奥村）	北京市朝阳区	商品房	竣工	46	53.44	0	0	2.92	2	0	未定
昌平新区 0302-122 地块项目	北京市昌平区	限价房	在建	46	12.44	0	0	0	12.37	0	未定
重庆国奥村项目	重庆市江北区	商品房	在建	46	75	20.81	0	0	30.94	0	未定
成都国奥村项目	成都市双流区	商品房	在建	46	56.8	8.9	0	0	15.02	0	未定
桂林国奥体育城项目	桂林市叠彩区	住宅混合公建	在建	46	70	0	0	0	24.2	0	未定
天津湾	天津市河西区	综合	部分竣工	50	112.64	0.26	17.25	3.95	17	5.6	1.89
广渠路 36# 地项目（首城国际）	北京市朝阳区	商品房	在建	50	59.46	8.61	49.01	11.1	0	1.33	6.89
福州晋安新城项目	福州市晋安区	商品房	未开工	40	70	0	0	0	10	0	3
主要合作项目汇总					509.78	38.58	66.26	17.97	111.5	6.93	

资料来源：公司年报、天相投顾整理

注：有颜色的为 2010 年新增项目

图表 3：盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	519,408.82	776,549.24	1,081,019.90	1,369,606.94
增长率	-11.06%	49.51%	39.21%	26.70%
减：营业成本	336,327.63	411,454.15	605,400.97	772,427.24
毛利率	35.25%	47.02%	44.00%	43.60%
营业税金及附加	44,344.82	94,657.45	102,696.89	130,112.66
销售费用	16,987.84	23,873.37	27,025.50	34,240.17
管理费用	40,736.68	52,595.11	59,456.09	75,328.38
财务费用	36,543.52	60,164.65	81,076.49	95,872.49
期间费用率	18.15%	17.59%	15.50%	15.00%
资产减值损失	(6,550.33)	(2,231.25)	0.00	0.00
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67,134.35	56,743.36	8,000.00	50,000.00
二、营业利润	118,153.00	192,779.11	213,363.96	311,626.00
增长率	50.62%	63.16%	10.68%	46.05%
营业利润率	22.75%	24.83%	19.74%	22.75%
加：营业外收入	195.94	661.19	0.00	0.00
减：营业外支出	1,081.89	748.52	0.00	0.00
三、利润总额	117,267.06	192,691.79	213,363.96	311,626.00
增长率	42.75%	64.32%	10.73%	46.05%
利润率	22.58%	24.81%	19.74%	22.75%
减：所得税	26,717.87	58,953.38	53,340.99	77,906.50
四、净利润	90,549.19	133,738.41	160,022.97	233,719.50
增长率	57.86%	47.70%	19.65%	46.05%
归属于母公司所有者净利润	93,485.90	134,453.97	160,022.97	233,719.50
增长率	63.25%	43.82	19.02%	46.05%
净利率	17.94%	17.31%	14.80%	17.06%
少数股东损益	(2,936.71)	(715.56)	0.00	0.00
每股收益（元）（摊薄）	0.81	1.17	1.39	2.03

资料来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040