

稳定增长，业绩符合预期

——2010 年报点评

首开股份
600376

2010 年全年业绩每股 1.17 元，符合预期

首开股份今天公布了 2010 年年报，公司年内实现营业收入 77.6 亿元，同比增长 49.5%；归属母公司净利润 13.4 亿元，同比增长 43.8%，符合我们的预期。公司宣告拟每 10 股转增 3 股派发现金红利 2 元(含税)。

评述

2010 年公司营业收入大幅增长，主要受益于商品房结算收入和土地转让收益的增长，同比增幅分别达到 26%、185%。

受益于 09 年以来的地价、房价上涨，公司盈利能力出现大幅上升。其中，房产销售毛利率增加 9.2 个百分点至 40.7%，土地开发转让增加 11.5 个百分点至 59.4%，综合毛利率增加 11.8 个百分点达到 47.0%，连续三年上升。预计，2011 年结算项目的毛利率还会进一步得到提升。

2010 年，公司商品房销售面积 91 万平米，同比增 23%，合同销售金额 134 亿元，销售增幅处行业中游偏下，但规模上仍达到了历史最高纪录。

稳步推进全国发展战略，化解单一市场风险。公司大本营北京是 2010 年以来政策调控的风暴眼，为规避政策风险，公司已经新进入 12 个二、三线城市。公司经营策略是“北京项目做品质，异地项目高周转”。公司现有项目权益总建面达到 1200 万平米，其中北京 450 万平米，A 股地产公司中储量最为丰富。

公司费用控制能力还有待提高，销售、管理费用率达到 9.8%，较上年下降了 1.3 个百分点，但仍处行业高位；负债水平有较大幅度上升，净负债率提高 57.9 个百分点，达到 76.7%，远高于行业 30-50% 的平均水平。

调控常态化之下，公司对市场持谨慎乐观态度。2011 年经营目标：竣工 100 万平米，较上年实际完成额下降 10%，销售面积 177 万平米，接近上年完成额的 2 倍。

公司业绩锁定较高，期末预收款 74.5 亿元，占 2011 年预测收入的 83%。预计 11-13 年主营业务收入分别为 89 亿元、116 亿元、162 亿元，EPS 分别为 1.62 元、2.03 元、2.74 元，目前股价对应 2011 年市盈率 10 倍，对 2011 年 NAV 值有 38% 的折让，具有良好的安全边际，我们设定公司目标价 20 元，维持“买入”评级。

维持

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

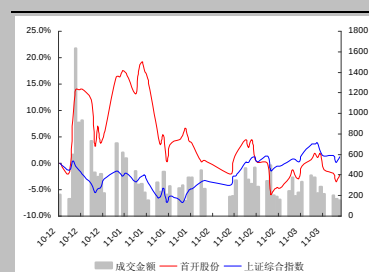
分析：2011 年 03 月 17 日

价格

当前市价：15.5 元

半年目标：20.0 元

股价表现



相关研究报告

2010年公司业绩分析

(百万元)	年度数据			2010东海简评
	2009	2010	YoY%	
营业收入	5,194	7,765	49.5%	土地转让、商品房销售结算收入增加
营业成本	3,363	4,115	22.3%	
营业税金及附加	443	947	113.5%	土地增值税增203%至4.82亿元
销售费用	170	239	40.5%	
管理费用	407	526	29.1%	
财务费用	365	602	64.6%	项目完工，借款停止资本化所致
营业利润	1,182	1,928	63.2%	
归属于母公司净利润	932	1,345	44.3%	
总股本	1,150	1,150	0.0%	
每股收益	0.81	1.17	44.3%	
总资产	33,103	42,741	29.1%	
现金	11,969	10,520	-12.1%	
存货	15,861	25,065	58.0%	新增400万平米项目储备
总负债	23,402	31,940	36.5%	
预收账款	5,227	7,452	42.6%	
短期及一年内到期借款	4,327	7,127	64.7%	66亿元长期借款2011年到期
长期借款	9,452	11,594	22.7%	
应付债券	0	0	#DIV/0!	
归属母公司权益	9,303	15,009	61.3%	
经营活动现金流	-1,751	-2,863	-63.5%	扩大存货规模致支付现金增加
财务比率				
(%)	2009	2010	Ppt%	
资产负债率	70.7%	74.7%	4.0	2011地价支付压力较小；尽管负债水平大幅上升，但仍属可控水平
真实资产负债率	54.9%	57.3%	2.4	
净负债率	18.8%	76.7%	57.9	
银行贷款占总负债比率	58.9%	58.6%	-0.3	
主营业务利润率	24.1%	37.2%	13.0	盈利能力仍存改善空间
毛利率	35.2%	47.0%	11.8	
净利润率	17.4%	17.2%	-0.2	

资料来源：公司数据、东海证券研究所

公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	11969	10520	11572	12730	14003	营业收入	5194	7765	8930	11609	16253
应收款项	652	2227	1841	2862	3679	营业成本	3363	4115	4912	6443	9102
存货净额	15861	25065	20611	29804	44578	营业税金及附加	443	947	982	1277	1788
其他流动资产	1067	582	1055	1459	2130	销售费用	170	239	286	378	541
流动资产合计	29550	38395	35081	46854	64390	管理费用	407	526	607	789	1105
固定资产	959	924	942	978	1038	财务费用	365	602	366	382	512
无形资产及其他	13	9	8	8	8	投资收益	671	567	273	325	378
投资性房地产	1257	1576	1576	1576	1576	资产减值及公允价值变动	66	22	7	2	24
长期股权投资	1324	1837	2296	2549	2890	其他收入	0	0	406	426	560
资产总计	33103	42741	39903	51965	69901	营业利润	1182	1928	2463	3092	4167
短期借款及交易性金融负债	4327	7127	2781	6738	12499	营业外净收支	(9)	(1)	8	10	9
应付款项	1268	1116	1647	2237	3023	利润总额	1173	1927	2471	3102	4176
其他流动负债	8285	12063	10370	14816	22287	所得税费用	267	590	618	775	1044
流动负债合计	13880	20306	14799	23790	37810	少数股东损益	(26)	(7)	(9)	(12)	(16)
长期借款及应付债券	9452	11594	12594	13594	14594	归属于母公司净利润	932	1345	1863	2338	3148
其他长期负债	70	41	51	40	43						
长期负债合计	9522	11635	12645	13634	14637						
负债合计	23402	31940	27444	37423	52447	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	366	328	320	309	295	净利润	932	1345	1863	2338	3148
股东权益	9335	10473	12140	14233	17160	资产减值准备	(154)	43	22	0	0
负债和股东权益总计	33103	42741	39903	51965	69901	折旧摊销	71	68	46	50	53
						公允价值变动损失	(66)	(22)	(7)	(2)	(24)
						财务费用	365	602	366	382	512
关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(360)	(6972)	3237	(5593)	(8001)
每股收益	0.81	1.17	1.62	2.03	2.74	其它	128	(50)	(31)	(10)	(14)
每股红利	0.10	0.00	0.17	0.21	0.19	经营活动现金流	551	(5589)	5131	(3217)	(4839)
每股净资产	8.12	9.11	10.56	12.38	14.92	资本开支	46	(98)	(79)	(84)	(88)
ROS	18%	17%	21%	20%	19%	其它投资现金流	(0)	(0)	1	0	0
ROE	10%	13%	15%	16%	18%	投资活动现金流	(96)	(611)	(538)	(336)	(430)
毛利率	35%	47%	45%	45%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	25%	24%	23%	23%	负债净变化	4389	2142	1000	1000	1000
EBITDA Margin	18%	26%	25%	24%	23%	支付股利、利息	(115)	0	(196)	(245)	(220)
收入增长	-11%	50%	15%	30%	40%	其它融资现金流	165	468	(4346)	3956	5762
净利润增长	63%	44%	39%	26%	35%	融资活动现金流	8713	4752	(3541)	4711	6542
资产负债率	72%	75%	70%	73%	75%	现金净变动	9169	(1449)	1052	1157	1273
息率	0.5%	0.0%	1.1%	1.4%	1.2%	货币资金的期初余额	2801	11969	10520	11572	12730
P/E	24.3	14.4	9.6	7.7	5.7	货币资金的期末余额	11969	10520	11572	12730	14003
P/B	2.4	1.8	1.5	1.3	1.0	企业自由现金流	557	(5279)	4817	(3585)	(5231)
EV/EBITDA	38.9	18.9	27.7	27.3	25.7	权益自由现金流	0	(2669)	786	655	572

资料来源：公司公告、东海证券研究所

作者简介

桂长元：经济学硕士，房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所，从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897