

首开股份(600376.sh)

业绩仍将保持快速增长

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010010

业绩回顾: 同比增长 44.3%

报告期,实现营业收入 77.65 亿元,增长 49.51%;净利润 13.45 亿元,增长 44.3%,折合每股收益为 1.17 元,基本符合市场预期。营业收入大幅增加,主要是受益于房地产结算收入的增加和土地转让收益的大幅增长;由于 2009 年房价上涨,公司盈利能力也大幅提升,综合毛利率达 47%;随着 2010 年销售项目进入结算,2011 年结算项目的毛利还会有一个较快幅度的上升。

销售高增长的背后: 执行力强

2010 年,公司共实现销售签约面积 91 万平米,合同销售金额 134 亿元,在受到宏观调控影响最大的一年中,公司依然达到了整体上市以来的最好成绩。我们认为,这背后的原因是,公司对市场走势认识比较深刻,制定了有针对性的营销策略;更为重要的是公司在营销上的执行力强。

“北京+X”战略布局有利于化解单一区域风险

我们可以清晰的看到,公司“北京+X”的全国化发展战略已经形成,目前已经成功的进入了除北京之外的12个二三线城市;在“北京项目做品质,异地项目高周转”的指导下,异地项目销售贡献占比将迅速提升,在目前北京严厉版的限购下,异地扩张有利于销售的持续增长,化解单一区域的销售风险。

重估价值高,业绩保障性强,买入

公司NAV估值25.41元/股,折价38.6%;预售账款锁定2011年业绩80%以上;我们预计公司2011年至2013年的EPS分别为1.63元、2.18元及2.99元;对应的PE分别为9.59倍、7.14倍及5.21倍;综合判断,给予首开股份20元/股的目标价,相当于NAV折价21.3%,对应于2011年业绩12.27倍的PE,买入评级,上升幅度约28%。

风险提示: 行业调控导致销售急剧下滑风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,194.09	7,765.49	9041.37	12509.14	16094.78
增长率(%)	-11.06%	49.51%	16.43%	38.35%	28.66%
EBITDA(百万元)	1,609.52	2,596.87	2908.17	3690.25	4890.61
净利润(百万元)	931.70	1,344.54	1869.37	2508.98	3441.76
增长率(%)	63.25%	44.31%	39.03%	34.22%	37.18%
每股收益(元)	0.810	1.169	1.63	2.18	2.99
市盈率	24.28	14.41	9.59	7.14	5.21
市净率	2.42	1.85	1.45	1.21	0.98
EV/EBITDA	15.41	10.74	7.88	5.73	3.94

数据来源:北京首都开发股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

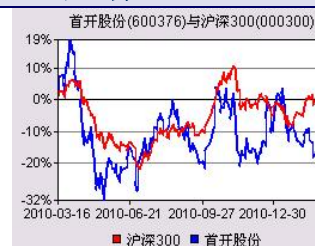
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易,亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考,并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	15.59
目标价格(元)	20.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-6.42%	-2.07%	-14.90%
沪深300	-0.01%	0.54%	1.38%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1,149.75/520.11

主要股东:

北京首都开发控股(集团)有限公司

主要股东持股比例 47.84%

财务比率

ROE	12.84%
ROA	6.67%
资产负债率	74.73%
每股净资产(元)	9.11

2010 年报数据

业绩回顾：同比增长44.3%

报告期内，公司实现营业收入776,549.24万元，比上年增长49.51%；实现营业利润192,779.11万元，比上年增长63.16%；实现归属于母公司所有者的净利润134,453.97万元，比上年增长44.3%，折合每股收益为1.17元，基本上符合市场预期。

从表2的营业收入细分可以看到，公司营业收入大幅增加49.5%，主要是受益于房地产结算收入的增加和土地转让收益的大幅增长，商品房结算增加了22.92%，而土地转让收益增加了184.52%。

从财报中，我们也可以看到，随着2009年房价的上涨，公司房地产项目的盈利能力也得到了大幅的提升，房产销售的毛利率达到了40.66%，综合毛利率达到47%，增长了33.4%；随着后续2010年销售项目进入结算，2011年结算项目的毛利还会有一个较快幅度的上升。

表1、公司近两年年报对比

	2009-12-31	2010-12-31	同比增长
营业收入	5,194.1	7,765.5	49.5%
营业成本	3,363.3	4,114.5	22.3%
营业税金及附加	443.4	946.6	113.5%
销售费用	169.9	238.7	40.5%
管理费用	407.4	526.0	29.1%
财务费用	365.4	601.6	64.6%
营业利润	1,181.5	1,927.8	63.2%
净利润	905.5	1,337.4	47.7%
归属母公司净利润	931.7	1,344.5	44.3%
总股本	1,149.8	1,149.8	0.0%
每股收益	0.81	1.17	44.3%
毛利率	35.2%	47.0%	33.4%
主营业务税率	8.5%	12.2%	42.8%
总资产	33,102.6	42,741.3	29.1%
现金	11,969.2	10,520.4	-12.1%
存货	15,860.9	25,065.0	58.0%
总负债	23,401.8	31,940.3	36.5%
预售账款	5,226.8	7,452.3	42.6%
短期及一年内到期借款	4,327.0	7,127.0	64.7%
长期借款	9,452.0	11,593.7	22.7%
归属母公司权益	9,334.6	10,473.0	12.2%
资产负债率	70.7%	74.7%	5.7%
净债务权益比	147.6%	178.8%	21.1%
每股净资产	8.1	9.1	12.2%
经营活动产生的净额	1,499.3	-5,811.2	-487.6%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表2、营业收入细分

分行业	营业收入	营业成本	利润率(%)	收入同比(%)
房产销售	5,013,473,366	2,975,201,774	40.66	22.92
土地开发、转让	2,465,839,276	1,001,561,121	59.38	184.52
酒店物业经营等	278,584,932	133,631,845	52.03	13.9
合计	7,757,897,574	4,110,394,739	47.02	49.48

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

销售高增长的背后：执行力强

2010年，公司共实现销售签约面积91万平米，合同销售金额134亿元，在受到宏观调控影响最大的一年中，公司的合同销售面积、合同销售金额和回收资金总额等指标依然达到了整体上市以来的最好成绩。

我们认为，公司之所以在逆市中能实现销售高增长，主要是得益于两方面，一是公司对市场走势认识比较深刻，有针对性的调整和制定了相应的营销策略；二是公司的执行力强，从管理层到下面的员工积极协调各方面的关系，使得销售和回款取得较好成绩。

“北京+X”战略布局有利于化解单一区域风险

根据公司的土地储备及拿地方向，我们可以清晰的看到，公司“北京+X”的全国化发展战略已经形成，目前已经成功的进入了除北京之外的12个二三线城市；截止到目前，公司共有未结算面积约为1115万平方米，其中，京内约有363万平方米，京外约有752万平方米，形成了“立足北京、布局全国”的发展格局。

在“北京项目做品质，异地项目高周转”的指导下，异地项目销售贡献占比将迅速提升，在目前北京严厉版的限购下，异地扩张有利于销售的持续增长，化解单一区域的销售风险。

重估价值高、业绩保障性强、买入

根据我们最新计算，我们提高公司NAV估值至25.41元/股，目前股价折价38.6%，而行业平均的折价率是在20%至25%之间，因此，公司的股价具有较高的安全边际。

年末，公司预售账款为74.52亿元，锁定了我们预计的营业收入的80%以上，2011年的业绩具有较高的保障性。我们预计公司2011年至2013年的营业收入分别为90.41亿元、125.09亿元及160.95亿元；相应的归属于上市公司净利润分别为18.69亿元、25.09亿元及34.42亿元；EPS分别为1.63元、2.18元及2.99元；对应的PE分别为9.59倍、7.14倍及5.21倍。

我们认为，对于一家正处全国化扩张中、业绩正在快速释放期、并有具备成为下一个全国性的龙头房地产公司而言，我们需要给予公司适当的估值溢价，综合判断，给予首开股份20元/股的目标价，相当于NAV折价21.3%，对应于2011年12.27倍的PE，买入评级，上升幅度约28%。

表3、重估净资产值详细表

1.在建及拟建项目增值(NAV)	1,492,004
2. 参股项目增值(NAV) (万元)	215,832
3. 持有物业增值(NAV) (万元)	166,433
公司股东权益 (万元)	1,047,304
公司重估净资产合计 (NAV)(万元)	2,921,573
总股本 (万)	114,975
每股净资产值(NAV) 2011E (元)	25.41

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

行业调控导致销售急剧下滑风险

资产负债表

单位：百万元

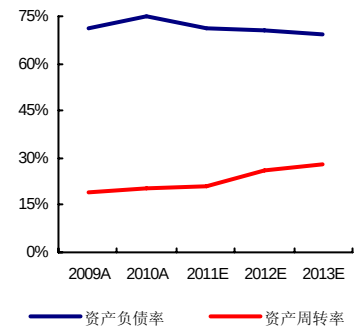
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	29,550	38,395	40,616	48,413	58,214
货币资金	11,969	10,520	12,296	14,725	18,161
应收及预付	721	2,304	1,918	2,659	3,417
存货	15,861	25,065	25,942	30,509	36,086
其他流动资产	999	506	460	520	550
非流动资产	3,553	4,346	4,047	3,935	3,915
长期股权投资	1,324	1,837	1,837	1,837	1,837
固定资产	959	924	831	739	650
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	43	63	8	8	8
其他长期资产	1,227	1,522	1,371	1,351	1,421
资产总计	33,103	42,741	44,663	52,347	62,129
流动负债	13,880	20,306	19,181	23,193	28,313
短期借款	610	510	0	0	0
应付及预收	7,815	10,602	12,011	16,255	20,803
其他流动负债	5,456	9,194	7,170	6,938	7,510
非流动负债	9,522	11,635	12,594	13,594	14,594
长期借款	9,452	11,594	12,594	13,594	14,594
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	41	0	0	0
负债合计	23,402	31,940	31,775	36,787	42,907
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
资本公积	5,603	5,550	5,550	5,550	5,550
留存收益	2,582	3,773	5,642	8,151	11,593
归属母公司股东权益	9,335	10,473	12,342	14,851	18,293
少数股东权益	366	328	546	709	929
负债和股东权益	33,103	42,741	44,663	52,347	62,129

利润表

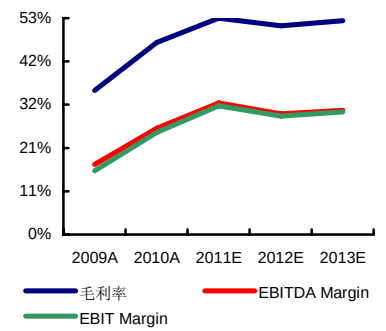
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5194	7765	9041	12509	16095
营业成本	3363	4115	4255	6123	7675
营业税金及附加	443	947	1083	1532	2011
销售费用	170	239	271	388	499
管理费用	407	526	588	838	1078
财务费用	365	602	621	679	669
资产减值损失	-66	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	671	567	569	624	731
营业利润	1182	1928	2792	3573	4893
营业外收入	2	7	2	2	2
营业外支出	11	7	11	12	13
利润总额	1173	1927	2783	3563	4882
所得税	267	590	696	891	1220
净利润	905	1337	2087	2672	3661
少数股东损益	-26	-7	218	163	220
归属母公司净利润	932	1345	1869	2509	3442
EBITDA	892	2021	2908	3690	4891
EPS (元)	0.81	1.17	1.63	2.18	2.99

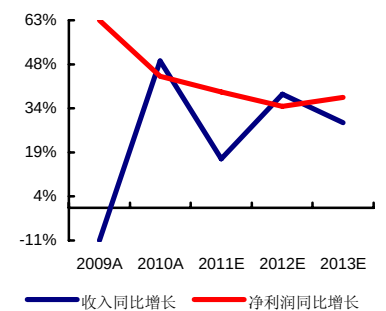
资产负债率趋势



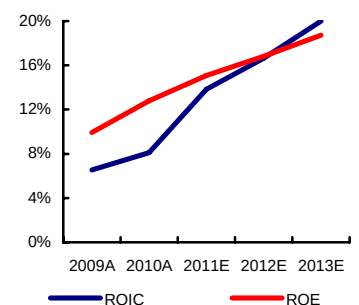
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

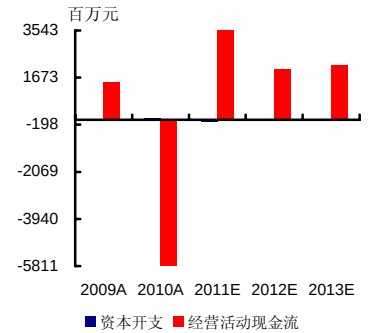
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,499	-5,811	3,326	1,828	1,955
净利润	905	1,337	2,087	2,672	3,661
折旧摊销	82	82	64	62	60
营运资金变动	938	-7,062	955	-1,046	-1,765
其它	-426	-168	219	139	-1
投资活动现金流	-237	526	663	644	750
资本支出	-15	-57	94	20	19
投资变动	-233	571	569	624	731
其他	12	12	0	0	0
筹资活动现金流	7,979	3,771	-2,213	-43	731
银行借款	9,697	9,569	490	1,000	1,000
债券融资	-5,719	-4,627	-1,937	-310	520
股权融资	4,678	0	0	0	0
其他	-677	-1,171	-766	-733	-789
现金净增加额	9,242	-1,515	1,776	2,429	3,436
期初现金余额	2,801	11,969	10,520	12,296	14,725
期末现金余额	12,042	10,454	12,296	14,725	18,161

主要财务比率

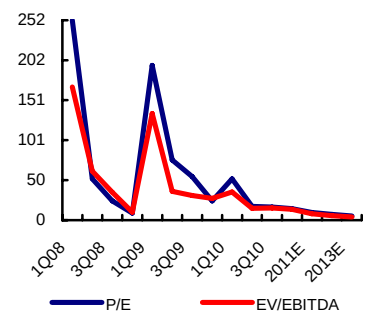
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-11.1%	49.5%	16.4%	38.4%	28.7%
营业利润	50.6%	63.2%	44.8%	28.0%	36.9%
归属于母公司净利润	63.3%	44.3%	39.0%	34.2%	37.2%
获利能力					
毛利率	35.2%	47.0%	52.9%	51.1%	52.3%
净利率	17.4%	17.2%	23.1%	21.4%	22.7%
ROE	10.0%	12.8%	15.1%	16.9%	18.8%
ROIC	6.6%	8.1%	13.9%	16.7%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	70.7%	74.7%	71.1%	70.3%	69.1%
净负债比率	18.7%	75.9%	38.6%	20.8%	6.9%
流动比率	2.13	1.89	2.12	2.09	2.06
速动比率	0.98	0.65	0.76	0.77	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.26	0.28
应收账款周转率	64.55	95.64	91.25	91.25	91.25
存货周转率	0.23	0.20	0.17	0.20	0.21
每股指标 (元)					
每股收益	0.81	1.17	1.63	2.18	2.99
每股经营现金流	1.30	-5.05	2.89	1.59	1.70
每股净资产	8.12	9.11	10.73	12.92	15.91
估值比率					
P/E	24.3	14.4	9.6	7.1	5.2
P/B	2.4	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	27.4	13.6	7.9	5.7	3.9

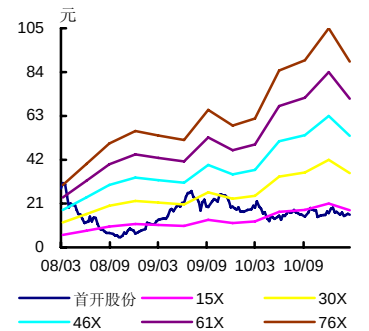
资本支出与经营活动现金流



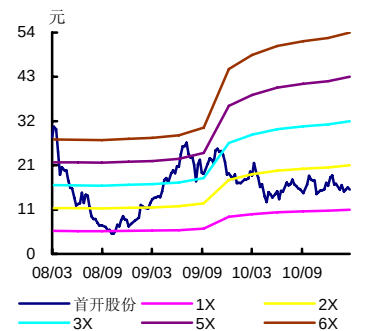
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

首开股份(600376.sh)“北京+X”的全国化布局形成，公司兼具防御性和进攻性_公司调研简报 徐军平 2011-03-13

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。