

首开股份(600376)年报点评

管理和开发能力仍有提升空间

金融/房地产开发

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 3 月 17 日

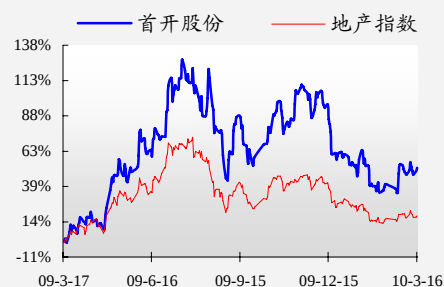
投资要点:

- 2010 年, 公司实现营业收入同比增长 49.50%; 实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 43.85%; 基本每股收益 1.17 元, 公司提出向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元 (含税)、以资本公积金转增 3 股的利润分配方案。
- 2010 年公司销售创出历史上最好水平, 当年实现合同销售金额 134 亿元, 较 2009 年基本上实现收入翻番。公司规划至 2015 年将实现 300 亿元的年度合同销售额, 也就是说在 2010 年的基础上实现连续 5 年 18%-20%复合增长。
- 2010 年, 公司的综合销售毛利率为 52.98%, 主要是由于土地开发和转让收入占比近 32%, 预计 2011 年后的公司的综合毛利率会有一个下降并企稳的过程。
- 截至 2010 年底, 公司预收账款余额为 74.52 亿元, 相当于我们预测的公司 2011 年结算收入的 83%, 为公司未来 2 年的业绩增长提供一定的保障, 但并不属于行业中最最好的。
- 公司的财务结构相对较为安全。但公司想要在 2011 年保持销售和开发规模的快速增长会受到一定的资金限制。
- 我们对公司 2011 和 2012 年的业绩预测为, 2011 年每股收益为 1.01 元; 2012 年每股收益为 1.32 元, 并首次给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	519,409	-11	57,072	63	0.95	9.98		
2010	776,549	49.5	134,454	136	1.17	12.84	13.3	
2011E	856,900	10	119,895	-11	1.04	10.25	15.0	
2012E	1,185,000	38	163,669	36.5	1.32	11.58	11.8	

走势图



市场数据

2010-3-16

收盘价:	15.59 元
52 周最高价:	28.20 元
52 周最低价:	11.36 元
平均持仓成本:	16.20 元

基本数据

2010Q4

总股本 (万股):	114,975
流通 A 股 (万股):	114,975
每股收益 (元):	1.17
每股净资产 (元):	9.11
每股经营现金流 (元):	-5.05
市净率:	1.71

分析师: 高建

执业证书编号: S05500511020011

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

事项：2011年3月17日，首开股份公布了2010年年报。2010年，公司实现营业收入77.65亿元，比上年增长49.50%；实现利润总额19.27亿元，比上年增长64.30%；实现归属于母公司所有者的净利润13.45亿元，比上年增长43.85%；基本每股收益1.17元，公司提出向全体股东每10股派发现金股利2元（含税）、以资本公积金转增3股的利润分配方案。

点评：2010年公司销售创出历史上最好水平，当年实现合同销售金额134亿元，较2009年基本上实现收入翻番。这一方面得益于公司抓住行业复苏机会在2009年6月成功在资本市场通过增发融资47亿元，为其在2010年实现扩张打下了坚实基础；另一方面也是由于公司在2009年12月底正式公布了首期激励基金管理办法，有效地调动了管理层积极扩张以释放业绩的积极性。公司在2011至2015年的规划中预计，至2015年将实现300亿元的年度合同销售金额，也就是说在2010年的基础上实现连续5年18%-20%复合增长。我们认为，只要公司能够继续采取措施调动管理层的积极性，加以资本市场融资的配合，公司的销售规划还是可以实现的。

值得注意的是，2010年，公司的土地开发和转让收入分别占到当年营业收入和营业利润的32%和40%，而这块收入在2011年以后将不再继续发生，因此，2011年后房地产开发业务的好坏将会直接影响到公司盈利水平。

2010年，公司的综合销售毛利率为52.98%，高于2009年35.25%的水平，一是由于2010年，土地开发和转让收入占比近32%，高于2009年16.7%的水平，同时，土地开发和转让的毛利率高达59.4%；另一方面是由于2009年由于房价大幅上涨，公司结算房地产开发项目的毛利率也比2009年大幅提高所致，2010年公司结算房地产项目的毛利率为40.7%，而2009年的毛利率为31.42%。由于2011年起土地开发和转让收入将会退出，同时京外结算项目的增加也会使得毛利率略有下降，因此预计2011年后的公司的综合毛利率会有一个下降并企稳的过程。

公司的期间费用率水平近几年来一直较高，2009和2010年的期间费用率水平分别达到18.15%和17.59%，远远高于行业平均水平，这其中，财务费用占比在近2年均达到7%以上，2010年的财务费用率为7.75%。这显示出，公司在资金利用效率方面仍有待提高，同时，公司的管理费用控制和成本控制方面也有相当的提升空间。

截至2010年底，公司预收账款余额为74.52亿元，较2009年底余额增加了22亿元，增幅达到43%，相当于我们预测的公司2011年结算收入的83%，为公司未来2年的业绩增长提供一定的保障，但并不属于行业中最最好的。

截至2010底，公司共有可结算项目权益建筑面积1387万平方米，比2009年增长近20%。其中，京内项目占比为42%，京外项目资源占比为58%，京外项目已经超过京内项目。从公司过去几年的营收上看，京外项目结算基本上都在10%以内，因此，公司在异地项目拓展上是否顺利，公司在项目管理上是否能够实现突破，公司是否能够成功由

一家区域型公司向全国性公司转变，将会决定公司未来的成长空间，这点上公司和华发股份等有相似之处。

公司的财务结构相对较为安全。截至 2010 年底，公司账面共有货币资金余额近 105.2 亿元，较 2009 年底下降了 14.5 亿元，而短期借款和一年内到期的非流动负债为 71.3 亿元，考虑到公司仍有 18.7 亿元的地价款未付，因此，如果 2011 年市场销售受到宏观调控的影响以及公司不能及时增加融资的话，公司想要在 2011 年保持销售和开发规模的快速增长会受到一定的资金限制。2010 年底，公司的有息负债中 62% 为长期借款，而 2009 年这一比例为 68%，短期借款占比仍然相对较高，公司需要在债务结构方面继续做出努力。

我们对公司 2011 和 2012 年的业绩预测为：2011 年每股收益为 1.01 元；2012 年每股收益为 1.32 元，并首次给予谨慎推荐的投资评级。

附表 1：首开股份利润表预测

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入	5,194,088,185.67	7,765,492,447.22	8,569,000,000.00	11,850,000,000.00
营业收入	5,194,088,185.67	7,765,492,447.22	8,569,000,000.00	11,850,000,000.00
二、营业总成本	4,683,901,632.76	6,405,134,896.65	7,703,735,000.00	10,467,750,000.00
营业成本	3,363,276,348.47	4,114,541,516.61	5,312,780,000.00	7,347,000,000.00
营业税金及附加	443,448,200.41	946,574,521.54	856,900,000.00	1,185,000,000.00
销售费用	169,878,421.99	238,733,697.38	299,915,000.00	414,750,000.00
管理费用	407,366,755.49	525,951,108.44	514,140,000.00	711,000,000.00
财务费用	365,435,219.37	601,646,539.34	720,000,000.00	810,000,000.00
资产减值损失	-65,503,312.97	-22,312,486.66	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	671,343,480.69	567,433,591.77	550,000,000.00	600,000,000.00
其中对联营企业收益	134,381,640.63	462,003,933.34	0.00	0.00
四、营业利润	1,181,530,033.60	1,927,791,142.34	1,415,265,000.00	1,982,250,000.00
加：营业外收入	1,959,443.44	6,611,901.69	0.00	
减：营业外支出	10,818,884.02	7,485,170.71	0.00	
其中：非流动资产处置净损失	-256,968.40		0.00	
五、利润总额	1,172,670,593.02	1,926,917,873.32	1,415,265,000.00	1,982,250,000.00
减：所得税	267,178,708.73	589,533,798.01	216,316,250.00	345,562,500.00
六、净利润	905,491,884.29	1,337,384,075.31	1,198,948,750.00	1,636,687,500.00
减：少数股东损益	-26,210,377.38	-7,155,591.55	35,968,462.50	114,568,125.00
归属于母公司所有者的净利润	931,702,261.67	1,344,539,666.86	1,162,980,287.50	1,522,119,375.00
七、每股收益：				
摊薄每股收益(元)	0.9509	1.17	1.01	1.32

数据来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。