

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

首开股份

600376

推荐

坚定看好公司短中长期的发展

最近我们走访了公司，3月17日公司也公布了10年年报。最新分析与观点如下。

投资要点:

■ 10年EPS1.17元略超我们1.14元的预期，ROE12.8%，实现营业收入77.7亿元，同比增长49.5%，净利润13.5亿元，同比增长43.8%。综合毛利率47%，较09年提高11.8个百分点。收入和毛利率大幅提升，主要原因是望京地块转让带来丰厚的一级开发收入。此外，二级开发的收入和毛利率也在稳步提升，10年二级开发收入50亿元，增长23%，毛利率41%，较09年提升9个百分点。10年净利润率为17.3%，同比略降。三费比率17.6%，较09年有所改善，但仍有较大压缩空间。

■ 可售资源较多，11-12年业绩保障性强。10年实现销售面积91万平方米，同比增长24%，实现销售金额134亿元，其中京内占比超80%。10年底预收款74.5亿元，基本锁定11年业绩。11年计划推盘面积220万平方米，京内京外各半，计划销售面积177万平方米，销售金额180亿元，同比增长均超30%。京外项在受调控政策影响较小的二三线城市，快速销售策略，高去化率可维持。而璞醍、铂郡等京内高端项目由于地段和品质优势突出，受限购影响有限。我们认为公司实现11年销售目标是大概率事件，收入增长有保障，售价也将持平。此外，受益于10年售价的上涨，11年开发结算毛利率有望进一步提升。10年京内外销售均价分别超17000元、8000元，而结算均价仅为13000元、7000元。

■ 资源储备晋升一线地产梯队，成本优势突出，未来发展基础雄厚。10年新增储备建面359万平方米，10年底未结算权益建面1350万平方米，足够5年净利复合增长30%所需，其中京内约500万平方米，楼面地价3400元，京外850万平方米，楼面地价1400元。鉴于10年新增储备多，在调控背景下为确保财务安全，11年拿地规模压缩至200万平方米。同时加快开发加速资源转化为业绩，11年计划新开工381万平方米，增长15%，

■ 杠杆率提高，现金充裕，财务风险可控。10年底资产负债率、扣除预收款后的负债率为75%、57%，较09年略上升，而净负债率攀升至76%，较09年上升57个百分点。10年底货币资金105亿元，高于短期借款和一年内到期借款的总和71亿元，短期偿债能力无忧。信贷紧缩下11年将通过加快销售压缩拿地规模来确保财务安全。开发贷与资本市场融资将受益于公司参与政府超百万平米保障房建设，融资优势突出。

■ 正如我们的判断，公司凭借“高杠杆运作+良好的政府关系+准确把握市场节奏”，高速低成本扩张取得了巨大成功，有望复制万科、保利地产的发展之路，我们坚定看好公司的短中长期的发展。考虑到限购政策可能带来的不确定性，11-12年EPS由1.55元、2.09元下调至1.52元、2.01元，维持RNAV26.93元，当前股价5.8折交易，投资价值严重低估。6-12个月合理目标价27元，再次推荐。

风险提示: 注意政策调控加强、调控时间超预期等带来的行业及经营的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7765	9300	12462	16699
同比(%)	50%	20%	34%	34%
归属母公司净利润(百万元)	1345	1750	2315	3169
同比(%)	44%	30%	32%	37%
毛利率(%)	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%
ROE(%)	12.8%	14.6%	16.5%	18.9%
每股收益(元)	1.17	1.52	2.01	2.76
P/E	13.26	10.19	7.70	5.63
P/B	1.70	1.49	1.27	1.06
EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 27.00元

当前股价: 15.51元

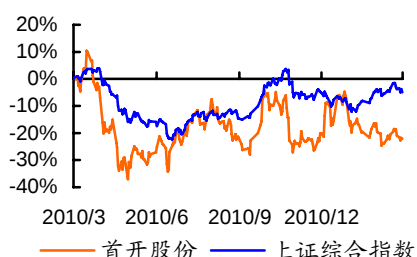
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2897.30
总股本(百万)	1150
流通股本(百万)	1150
流通市值(亿)	178
EPS (TTM)	1.17
每股净资产(元)	9.39
资产负债率	74.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
首开股份	-3.48	-2.70	-0.06
上证综合指数	-1.01	0.12	11.49



相关报告

《首开股份-高速扩张与增长，资源晋升一线梯队》2011-1-11

附：公司10年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

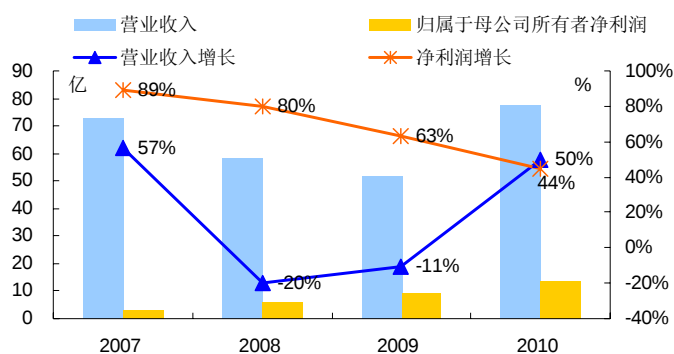


图 2：EPS 和 ROE

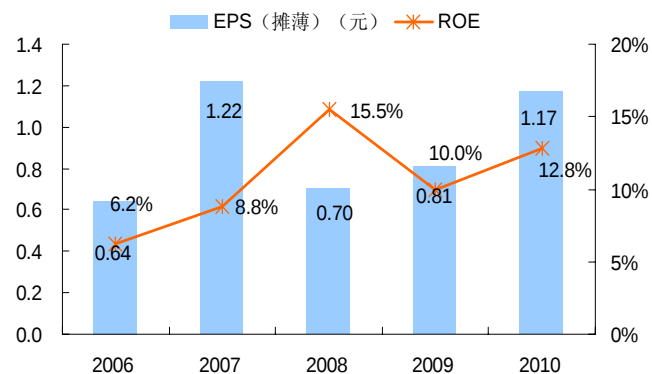


图 3：综合毛利率和净利率

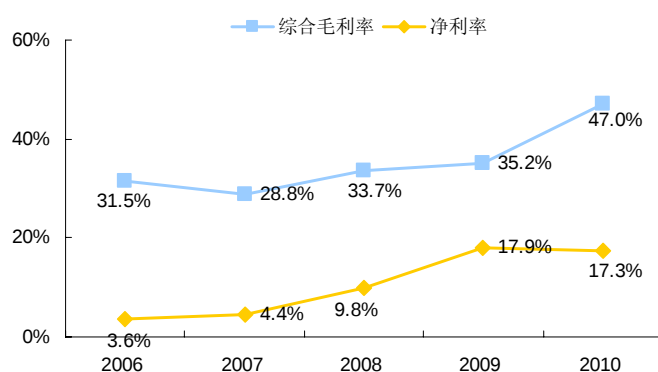


图 4：三费水平

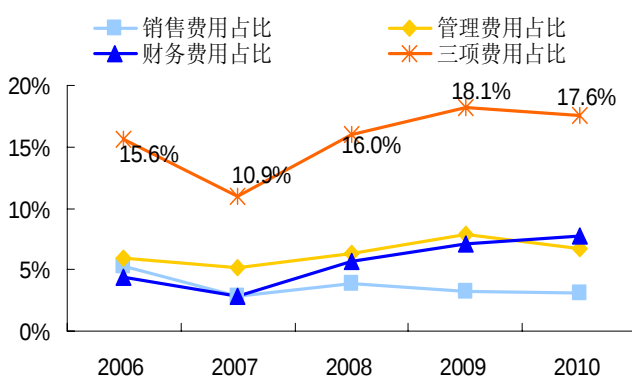
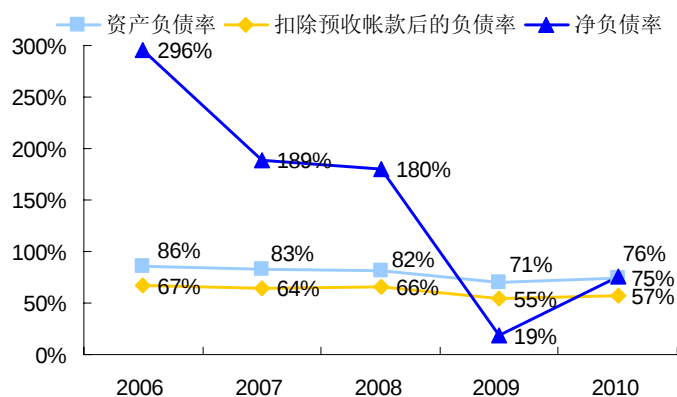


图 5：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	38395	42327	49431	58432	营业收入	7765	9300	12462	16699
现金	10520	9775	10127	11202	营业成本	4115	4929	6605	8851
应收账款	52	60	60	60	营业税金及附加	947	1116	1495	2004
其它应收款	2175	2336	2336	2336	营业费用	239	279	374	501
预付账款	77	77	77	77	管理费用	526	605	810	1085
存货	25065	29574	36327	44253	财务费用	602	547	646	643
其他	506	505	505	505	资产减值损失	-22	0	0	0
非流动资产	4346	4307	4219	4131	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1837	1886	1886	1886	投资净收益	567	510	556	611
固定资产	924	850	775	701	营业利润	1928	2335	3088	4226
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	7	7	7	7
其他	1576	1563	1549	1536	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	42741	46634	53651	62563	利润总额	1927	2334	3087	4225
流动负债	20306	18678	23678	29818	所得税	590	583	772	1056
短期借款	510	0	0	0	净利润	1337	1750	2315	3169
应付账款	1116	1116	1116	1116	少数股东损益	-7	0	0	0
其他	18680	17563	22563	28703	归属母公司净利润	1345	1750	2315	3169
非流动负债	11635	15635	15635	15635	EBITDA	2611	2970	3822	4957
长期借款	11594	15594	15594	15594	EPS（元）	1.17	1.52	2.01	2.76
其他	41	41	41	41	主要财务比率				
负债合计	31940	34313	39313	45453	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	328	328	328	328	成长能力				
股本	1150	1150	1150	1150	营业收入	49.5%	19.8%	34.0%	34.0%
资本公积	5550	5550	5550	5550	营业利润	63.2%	21.1%	32.3%	36.8%
留存收益	3773	5293	7309	10082	归属于母公司净利润	43.8%	30.2%	32.3%	36.8%
归属母公司股东权益	10473	11993	14010	16782	获利能力				
负债和股东权益	42741	46634	53651	62563	毛利率	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%
现金流量表					净利率	17.3%	18.8%	18.6%	19.0%
单位: 百					ROE	12.8%	14.6%	16.5%	18.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.1%	10.6%	12.7%	15.4%
经营活动现金流	-5811	-2840	754	1517	偿债能力				
净利润	1337	1750	2315	3169	资产负债率	74.7%	73.6%	73.3%	72.7%
折旧摊销	82	88	88	88	净负债比率	58.61	61.47%	53.66	46.41%
财务费用	602	547	646	643	流动比率	1.89	2.27	2.09	1.96
投资损失	-567	-510	-556	-611	速动比率	0.66	0.68	0.55	0.48
营运资金变动	-7062	-4474	-1739	-1772	营运能力				
其它	-202	-242	0	0	总资产周转率	0.20	0.21	0.25	0.29
投资活动现金流	526	499	543	597	应收账款周转率	85	156	209	280
资本支出	60	0	0	0	应付账款周转率	3.45	4.42	5.92	7.93
长期投资	463	0	0	0	每股指标（元）				
其他	1049	499	543	597	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.52	2.01	2.76
筹资活动现金流	3771	1596	-945	-1039	每股经营现金流(最新摊薄)	-5.05	-2.47	0.66	1.32
短期借款	-100	-510	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.11	10.43	12.18	14.60
长期借款	2142	4000	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	13.26	10.19	7.70	5.63
资本公积增加	-53	0	0	0	P/B	1.70	1.49	1.27	1.06
其他	1782	-1894	-945	-1039	EV/EBITDA	9	8	6	5
现金净增加额	-1515	-745	352	1075					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、金地集团、首开股份、滨江集团、世茂股份、苏宁环球、泛海建设、云南城投、北京城建、广宇发展、亿城股份、金融街、中国国贸、中华企业、冠城大通、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

张 岩: 实习生, 国内某著名大学研究生。

李 丹: 实习生, 国内某著名大学研究生。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041

传真: (0755) 82026711

传真: (010) 63222939

传真: (021) 62171434