

买入 维持

首开股份(600376)

2011 年 4 月 6 日

商品房项目有高弹性，保障房项目有利润率

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0740210020003
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

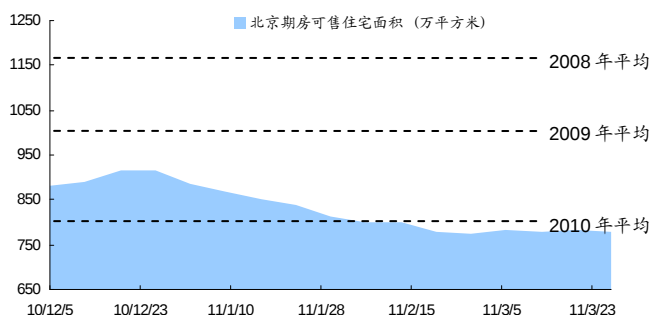
投资建议：

公司自 2010 年开始新开工面积保持高位放大，后期可推盘资源将明显增加。一旦市场转稳，公司股价将具备更高弹性。此外，目前公司所参与的保障房项目以两限房居多，利润率在 8%到 10%左右，属于保障房中利润较高的类型。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.53 元和 2.03 元，对应 RNAV 在 23.65 元左右。截至 4 月 5 日，公司收盘于 18.37 元，对应 2011 年 PE 为 12 倍，2012PE 为 9.04 倍。维持对公司的“买入”评级。

主要内容：

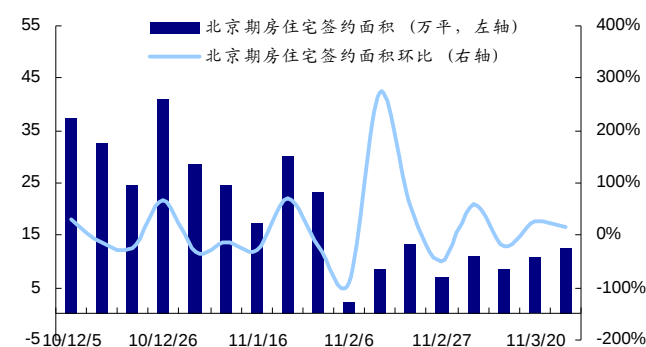
1.政策导致北京期房供给减少，公司主力推盘集中在下半年：受行业整体调控和北京市较为严格的限购政策影响，2、3 月北京地区期房单周销售面积较去年同期出现明显下滑。在 2 月新政策出台后，3 月单周平均销售面积在 9.9 万平方米左右。该销售数据较 2010 年 5 月（2010 年 4 月出台新一轮调控）周平均销售面积 12.98 万平方米下滑 23%。由于公司京内项目占公司整体项目储备的 40%以上，因此受市场环境的影响 3 月销售并不顺畅。

图 1 目前北京期房可售面积低于过去三年平均水平



资料来源：wind，海通证券研究所

图 2 受政策影响北京地区单周销售呈现下降趋势

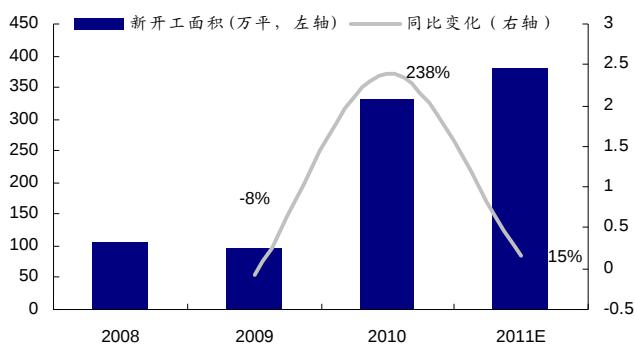


资料来源：wind，海通证券研究所

但是与 08 年有所不同的是，目前北京期房可售面积同样处于近三年来较低水平。截止 3 月最后 1 周，北京可售期房面积在 777 万平方米左右，低于 2010 年 789 万平方米的平均值；较 2009 年和 2008 年的 1040 万平方米和 1181 万平方米分别同比下滑 25.29%和 34.2%。虽然受到政策抑制，但是供给同比减少也将一定程度上维持市场的景气程度。北京市场不太可能出现 08 年降价后依旧无法促进销售的局面。

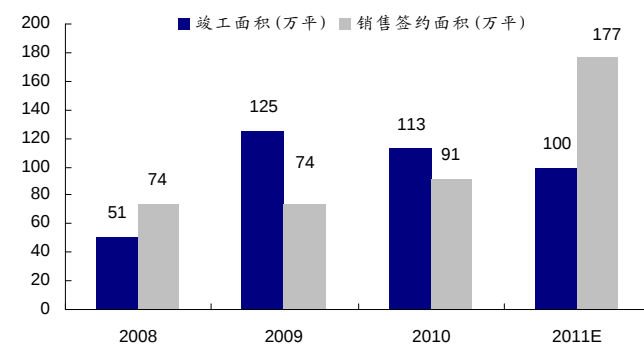
公司 2010 年共实现开复工面积达 586 万平方米，新开工面积 331 万平方米，竣工 113 万平方米。公司 2011 年业务发展规划是实现开复工 851 万平方米左右，其中新开工 381 万平方米左右，竣工 100 万平方米左右；计划实现销售面积 177 万平方米左右，实现新增建筑面积 200 万平方米以上的项目储备。公司 2010 年开始新开工面积保持高位放大，后期可推盘资源将明显增大。一旦市场保持稳定，公司业绩将快速复苏。此外按照公司当前工程进度，公司大部分项目将集中在 2011 年下半年推盘。这将为公司后期更好把握市场节奏奠定基础。

图3 公司近2年开工面积保持增长



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图4 公司2011年去化率是关键



资料来源：公司公告、海通证券研究所

2. 公司纯保障房项目处于该类产品价值链的高端：目前保障房建设主要分为公租房、廉租房、经济适用房和两限房。其中两限房指经城市人民政府批准，在限制套型比例、限定销售价格的基础上，以竞地价、竞房价的方式，招标确定住宅项目开发建设单位；同时由中标单位按照约定标准建设，按照约定价位面向符合条件的居民销售的中低价位、中小套型普通商品住房。由于两限房主要以销售为主，且通常情况下土地竞争不激烈，因此按照利润率情况来看两限房处于以上保障房品种中的高端部分。就北京地区而言，两限房项目净利润率通常在8%-10%左右。

表1 北京市各类保障房对比

选项	廉租房/公租房	经济适用房	限价商品房
供应对象	具有本市城镇户籍,家庭人均住房面积、家庭收入和家庭资产符合申请标准的城市低收入人群	具有本市城镇户籍时间满5年, 年满18周岁; 单身家庭申请人需年满30周岁; 申请家庭人均住房面积、家庭收入及资产符合政府规定标准	针对北京市中等收入住房困难的城镇居民家庭、征地拆迁涉及的农民家庭及市政府规定的其他家庭
申请标准	1人家庭成员的年收入在6960元以下; 人均居住面积在7.5 m ² 及以下; 家庭总资产净值在15万元及以下可以申请廉租房	1人家庭成员年收入在22700元及以下; 人均住房面积在10 m ² 及以下; 家庭总资产净值在24万元及以下可以申请经济适用房	3人以下家庭年收入在8.8万元及以下; 人均住房面积在15 m ² 及以下; 家庭总资产净值在57万元及以下可以申请购买限价商品住房; 家庭成员4人及以上的标准
户型及面积	廉租房按照小户型、满足基本住房需求、节能省地的原则建设。具体标准由市规划委会同市建委、市土地局、市发改委等部门研究确定	坚持中小户型、节约省地环保的原则合理开发建设; 经济适用房要按小户型、满足基本住房需求的原则收购	限价商品住房套型建筑面积以90平方米以下套型为主; 一居室控制在60平方米以下; 两居室控制在75平方米以下
审核与分配	实行“三审两示一公开”政策, 即申请廉租房的家庭要经过申请、初审、复审三级审核制和初审基恩段人户分离及复审符合条件的申请家庭情况进行公示; 一公开指政府每年对租金和面积补贴标准公开发布一次	实行“三审两示”的政策, 即申请购买经济适用房要经过申请、初审、复审的三级审核制和初审阶段人户分离及复审符合条件的家庭情况进行公示	购买限价房实行申请、初审、复审和备案制度; 在初审阶段对人户分离家庭进行公示; 在复审阶段将符合条件的家庭情况公示
上市交易	廉租房只能用于申请家庭及其成员自主, 不得转租、转借, 对连续1年超出规定标准的取消廉租房保障资格、停发租房补贴或收回房源	已购经适用房满5年的, 不得按市场价上市出售, 确需出售的向相关部门申请, 有保障部门去定符合条件购买人原价出售或按原价回购; 已满5年可按市场价出售, 但需缴纳出售价的10%补交土地收益等价款	购买限价房在5年内不得转让, 确需转让的可向保障部门申请回购, 回购价格按原价格并考虑折旧和物价水平等因素确定; 满5年转让限价房要按照届时同地段普通商品房价格和限价房差价的一定比例缴纳土地收益价款
土地来源	政府划拨	政府划拨	招拍挂
价格	低于市场租金	只售不租。其价格由7项因素(征地拆迁费、勘察设计费、配套费、建安费、管理费、贷款利息、5%以内的利润)构成	销售价格实行政府定价, 定价原则按照比周边同类商品住房最少低20%-25%确定
利润率	投资回收期较长	3%-5%	8%-10%

资料来源：北京住建部文件、海通证券研究所

公司目前在售保障房项目主要以两限房为主。主要项目是北京小屯项目、昌平 0302-122 项目和大兴康庄项目，以上项目合计权益可售面积在 50.92 万平，占未来可结算保障房面积的 50%以上。

表 2 公司保障房项目汇总

项目名称	位置	项目类别	项目进度	权益 (%)	占地 面积 (万平)	规划 建面 (万平)	权益可 售面积 (万平)	累计销 售面积 (万平)
小屯馨城	北京市丰台区	两限房	在建	90	14.74	23.66	18.15	6.29
大兴康庄三期	北京市大兴区	两限房	在建	100	20.46	29.9	27.04	8.68
昌平新区 0302-122 地块项目	北京市昌平区	限价房	在建	46	4.86	12.44	5.72	0.00
回龙观 F05 项目	北京市昌平区	商品房、两限房	未开工	100	16.20	39.49	38.23	0.00
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	55.74	81.36	80.11	74.29
常营经济适用房	北京市朝阳区	经济适用房	在建	100	7.60	20.50	18.08	15.41
通州马驹桥项目	北京市通州区	商品房、回迁房	在建	100	10.60	29.64	24.30	0.00
合计					130.20	236.99	211.64	104.67

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3. 保障房建设是大势所趋，不排除公司间接受益：在北京市 2011 年住房保障工作会议上，北京市市长郭金龙表示 2011 年北京要新开工建设 and 收购 20 万套保障房，力争竣工 10 万套。此外按照《北京市 2011 年度国有建设用地供应计划》，今年北京市计划供应 2550 公顷住宅用地中，保障性住房用地将达到 1330 公顷，占住宅用地 52%。在商品房市场受到各种政策挤压的同时，保障房市场已经成为政府发展重点。虽然目前保障房利润低于商品房，但保障房建设存在市场扩张性大、利润稳定且政策扶持等显著特点。

表 3 保障性住房与商品房比较

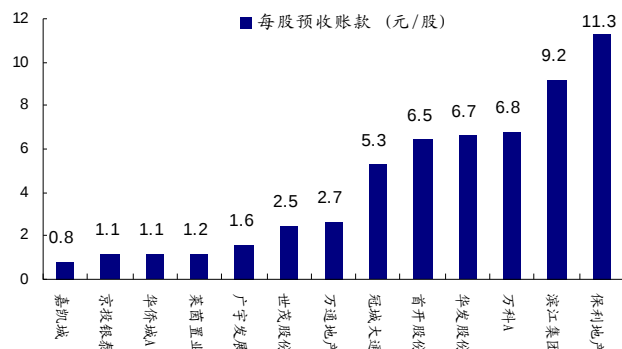
	保障性住房	商品房
1.市场前景		
1.1 价格	满足大部分保障群体购买力	社会部分人具备购买力
1.2 销售量	由于价格低，销售不成问题	面临不确定性
1.3 有效需求群体	非常广阔	部分社会中高收入者
1.4 市场份额	不断扩大，从非常小到解决 20%人口居住问题	开始缩小，市场面临分化
2.土地供应		
2.1 供应数量	政府有保障，且将明显增大	由于保障房增加、商品房土地供应面临下滑
2.2 供应价格	政府划拨或者招拍挂	招拍挂竞标
3.建设资金来源		
3.1 银行	属于保障建设范围	面临信贷紧缩
3.2 政府		基本不参与商品房投资
3.3 其他	社保资金、保险资金和其他资金	民间信贷和信托资金
4.政策	大力支持	调控
5.企业		
5.1 参与对象	本地国有企业和有实力的开发商	具备房地产开发资质的所有企业
5.2 利润情况	获取稳健利润和新增市场	通过面临更大不确定性来获取更高利润
5.3 竞争环境	基本不面临竞争	未来竞争将相对激烈
6.建设规模	5 年 3600 万套	行业内企业根据自身经营情况确定
7.消费习惯	廉租房和公租房的大量出现对商品房购买习惯构成挑战，长期租房还是买房将成为市场变化关键	

资料来源：海通证券研究所

公司作为北京国资委旗下房地产企业，累计参与保障房建设面积在 200 万平方米以上。不排除未来可以获得更多利润率稳定的两限房项目。此外如果未来存在保障房相关扶持政策，也将对公司构成直接利好。

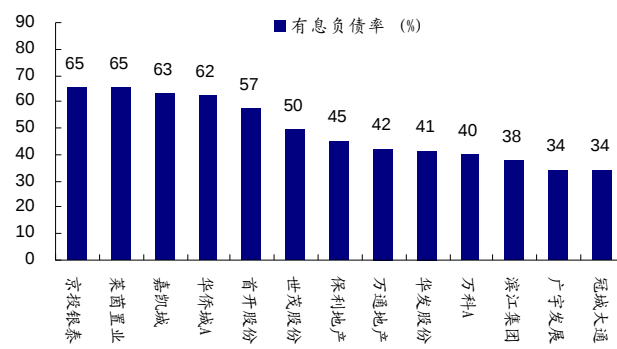
4. 公司业绩锁定性强,项目进入销售后将有效降低负债率:2010 年底公司实现每股预收账款 6.5 元,在 A 股地产企业中排名前列。按照项目现有建设进度,公司未来具备较强的业绩增长能力。公司 2010 年末资产负债率为 74.73%,有息负债率为 57.29%,在 A 股龙头企业中稍显偏高。造成公司负债率增大的原因是公司当年开复工面积较大,项目资金需求加大。预计后期项目陆续进入销售状态后,这一现象会有所改善。

图 5 公司预收账款在 A 股地产企业中排名前列



资料来源:公司公告、海通证券研究所

图 6 公司有息负债率稍显偏高



资料来源:公司公告、海通证券研究所

我们预测公司 2011 年年底在扣除公司建设、土地购买和其他营运开支后仍有望保持 80 亿左右现金余额。

表 4 对公司 2011 年现金情况预测

预计现金流入:	(亿元)	预计现金流出:	(亿元)
2010 年末货币现金	105	2010 年底剩余地价款	38
预计 2011 年销售收入	134	2010 年底短期借款	5
新增贷款	10	2011 年工程建设、运行及相关支出	40
公司债	0	2011 年偿还一年内到期的非流动负债	25
资本市场融资	0	2011 年土地购置	60
合计	249	合计	168
预计 2011 年末货币现金	80.82		

资料来源:公司公告、海通证券研究所

5. 投资建议:进可攻,退可守,维持“买入”评级。公司是北京龙头国有房地产开发企业,京内项目沉淀价值高。目前公司在发展京内优势同时,也在积极拓展京外项目。公司现在具备攻守兼备的特点:商品房项目具备较大弹性,保障房项目在同类商品中具有较高利润。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 1.53 元和 2.03 元,对应 RNAV 在 23.65 元左右。截至 4 月 5 日,公司收盘于 18.37 元,对应 2011 年 PE 为 12 倍,2012 年 PE 为 9.04 倍。维持对公司的“买入”评级。

6. 风险提示:行业面临加息和政策调控两大风险。

7. 相关报告:

首开股份(600376) 年报点评:新开工面积保持增大,去化率是后期关键*买入*维持 2011 年 3 月 17 日

首开股份(600376)跟踪报告:挺进福建市场,获取更大战略纵深*买入*维持 2011 年 2 月 15 日

损益表(单位:百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5,840	5,194	7,765	9,863	11,538	15,460
增长率(%)	-19.5	-11.1	49.5	27.0	17.0	34.0
营业成本	-3,874	-3,363	-4,115	-5,600	-5,951	-8,186
营业成本/销售收入(%)	66.3	64.8	53.0	56.8	51.6	52.9
毛利	1,966	1,831	3,651	4,263	5,587	7,274
毛利率(%)	33.7	35.2	47.0	43.2	48.4	47.1
营业税金及附加	-214	-443	-947	-966	-1,602	-2,175
营业税金及附加/销售收入(%)	3.7%	8.5%	12.2%	9.8%	13.9%	14.1%
营业费用	-225	-170	-239	-325	-383	-529
营业费用/销售收入(%)	3.9	3.3	3.1	3.3	3.3	3.4
管理费用	-373	-407	-526	-681	-658	-897
管理费用/销售收入(%)	6.4	7.8	6.8	6.9	5.7	5.8
息税前利润(EBIT)	1,155	810	1,940	2,291	2,944	3,674
EBIT/销售收入(%)	19.8	15.6	25.0	23.2	25.5	23.8
财务费用	-335	-365	-602	-512	-500	-436
财务费用/销售收入(%)	6	7	8	5	4	3
资产减值损失	-89	66	22	1	-3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	671	567	520	620	520
投资收益/税前利润(%)	6.5	57.2	29.4	22.6	20.3	13.8
营业利润	784	1,182	1,928	2,300	3,061	3,761
营业利润率(%)	13.4	22.7	24.8	23.3	26.5	24.3
营业外收支	37	-9	-1	0	0	0
税前利润	821	1,173	1,927	2,300	3,061	3,761
利润率(%)	14.1	22.6	24.8	23.3	26.5	24.3
所得税	-248	-267	-590	-529	-704	-865
所得税率(%)	30.2	22.8	30.6	23.0	23.0	23.0
净利润	574	905	1,337	1,771	2,357	2,896
少数股东损益	3	-26	-7	9	15	15
归属于母公司的净利润	571	932	1,345	1,762	2,341	2,881
净利率(%)	9.8	17.9	17.3	17.9	20.3	18.6

现金流量表(单位:百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	574	905	1,337	1,771	2,357	2,896
少数股东损益	0	0	0	9	15	15
非现金支出	163	16	59	61	59	60
非经营收益	276	-360	-146	161	48	148
营运资金变动	76	938	-7,062	-1,948	1,519	-797
经营活动现金净流	1,088	1,499	-5,811	54	3,998	2,321
资本开支	51	15	57	-45	8	10
投资	-130	-277	553	513	0	0
其他	1	55	30	520	620	520
投资活动现金净流	-180	-237	526	1,078	612	510
股权募资	42	4,678	0	0	0	0
债权募资	-553	3,978	4,942	-838	333	1,525
其他	-794	-677	-1,171	-760	-668	-668
筹资活动现金净流	-1,305	7,979	3,771	-1,598	-334	857
现金净流量	-397	9,242	-1,515	-466	4,276	3,688

资产负债表(单位:百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,801	11,969	10,520	10,045	14,306	17,979
应收款项	50	111	52	139	160	215
存货	13,948	15,861	25,065	27,648	26,119	26,943
其他流动资产	608	1,609	2,758	1,311	1,462	1,962
流动资产	17,408	29,550	38,395	39,144	42,047	47,100
流动资产/总资产(%)	84.8	90.0	90.2	91.8	92.4	93.3
长期投资	1,649	1,771	2,303	1,771	1,771	1,771
固定资产	1,001	977	946	867	816	767
固定资产/总资产(%)	4.9	3.0	2.2	2.0	1.8	1.5
无形资产	62	43	63	20	20	19
非流动资产	3,117	3,302	4,163	3,510	3,459	3,408
非流动资产/总资产(%)	15.2	10.0	9.8	8.2	7.6	6.7
资产总计	20,525	32,851	42,558	42,653	45,505	50,508
短期借款	4,938	4,327	7,127	5,955	4,764	5,241
应付款项	6,500	7,302	9,517	9,001	9,051	9,313
其他流动负债	1,633	2,252	3,662	3,374	3,489	3,807
流动负债	13,071	13,880	20,306	18,331	17,304	18,361
长期贷款	5,063	9,452	11,594	11,594	11,594	11,594
其他长期负债	29	70	41	41	41	41
负债	18,163	23,402	31,940	29,966	28,939	29,995
普通股股东权益	3,689	9,335	10,477	12,239	14,580	17,461
少数股东权益	302	366	328	337	352	367
负债股东权益合计	22,154	33,103	42,745	42,541	43,871	47,823

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.705	0.810	1.173	1.532	2.036	2.506
每股净资产	4.556	8.119	9.112	10.645	12.681	15.187
每股经营现金净流	1.344	1.304	-5.054	0.014	1.282	0.742
每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	15.47	16.28	12.87	14.39	16.06	16.50
总资产收益率	2.58	2.81	3.15	4.14	5.34	6.02
投入资本收益率	9.51	14.80	8.05	9.61	14.86	18.92
增长率(%)						
营业总收入增长率	-19.5	-11.1	49.5	27.0	17.0	34.0
EBIT增长率	46.5	-29.8	139.4	18.1	28.5	24.8
净利润增长率	79.9	63.3	44.7	30.6	32.9	23.0
总资产增长率	-2.9	49.4	29.2	-0.5	3.1	9.0
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	3.3	5.7	4.9	5.1	5.1	5.1
存货周转天数	1,274.5	1,617.5	2,200.0	1,800.0	1,600.0	1,200.0
应付账款周转天数	125.1	166.1	152.4	87.0	73.8	48.2
固定资产周转天数	61.7	68.4	44.3	32.8	25.9	18.1
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	180.4	18.7	75.9	59.7	13.7	-6.4
EBIT利息保障倍数(倍)	3.4	2.2	3.2	4.5	5.9	8.4
资产负债率	82.0	70.7	74.7	70.4	66.0	62.7

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	<table><tr><th>类别</th><th>评级</th><th>说明</th></tr><tr><td rowspan="5">股票投资评级</td><td>买入</td><td>个股相对大盘涨幅在 15%以上;</td></tr><tr><td>增持</td><td>个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;</td></tr><tr><td>卖出</td><td>个股相对大盘涨幅低于-15%。</td></tr><tr><td rowspan="3">行业投资评级</td><td>增持</td><td>行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td></td></tr><tr><td>减持</td><td>行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。</td></tr></table>	类别	评级	说明	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	中性		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
类别	评级	说明																				
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;																				
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;																				
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;																				
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;																				
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。																				
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;																				
	中性																					
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。																				
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。																						

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。