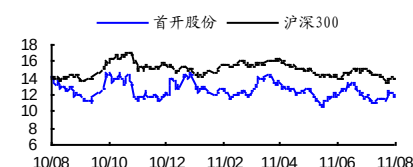


证券研究报告—动态报告
房地产
房地产开发
首开股份(600376)
半年报点评
推荐

(维持评级)

2011年8月19日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本(百万股)	1,494.7/1,494.7
总市值(百万元)	17,472.8/17,472.8
沪深300/深圳成指	2,559.47/11,414.16
12个月最高/最低(元)	19.08/10.53

相关研究报告:

《首开股份-600376-“转型、强体、跨越”过程中实现高增长》——2011-3-17

《首开股份-600376-预增背后或许还有催化剂》——2011-1-7

《首开股份09年报点评:“立足北京、放眼全国”,调高未来业绩预测》——2010-3-22

《天鸿宝业:质变之后进入高速成长期》——2008-4-7

证券分析师:方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120001

证券分析师:黄道立

电话: 0755-82133397

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

半年报点评

融资渠道拓宽保障未来增长

● 中报净利润下降65%, EPS 0.24元,符合预期

公司上半年实现收入15.5亿元,同比下降54.85%,归属母公司股东净利润3.07亿元,同比下降64.91%,EPS 0.24元,基本符合我们预期。公司中报收入大幅下降主要因去年同期收入中包含近21亿元土地转让收入,若将此部分扣除,公司中报收入同比增长约16.4%,毛利增长30%有余。

● 销售差强人意,下半年仍可期待

公司上半年实现销售面积38万平方米,销售金额49亿元,分别同比增长53%和53%,虽然整体销售业绩增速超越行业多数公司水平,但与公司年初的目标和投资者的期待相比似乎略显不足。根据年初计划推算,下半年公司至少还有约140万方合180亿元左右的货量即将推出,假设公司未来70%的平均去化水平,公司全年销售业绩也能保证30%以上的增长,下半年仍可期待。

● 可结算资源多,有望进一步推出对管理层的持续激励

期末公司账面预收款114.55亿元,按我们43%的收入增速预测,目前公司业绩锁定性已超100%。公司09年推出的首期《激励基金管理办法》对业绩释放推动作用明显,由于对高管的奖励基金中有30%需在满足下期激励计划首年业绩条件时才兑现,因此预计新一期激励计划不久将推出,由于关乎两期激励计划对应的奖金,管理层释放业绩的动力将较此前更强。

● 融资渠道拓宽保障未来增长,维持“推荐”评级

借国家全面推进保障性住房建设良机,公司近期相继推出总额93亿的低成本中票+债务融资计划。若计划成功,公司将成为保障性住房建设的最大受益者,届时保障房、商品房双业务有望并驾齐驱,业绩增长有进一步提速的可能。我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.64元、2.17元和2.56元,对应PE估值7.1x、5.4x和4.6x,公司目前土地储备超1000万方,我们测算其RNAV为20.6元,对应P/RNAV为0.6,估值低廉,维持“推荐”评级。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,194.09	7,765.49	11,105	15,769	21,288
(+/-%)	-11.06%	49.51%	43.0%	42.0%	35.0%
净利润(百万元)	934.86	1,344.54	1891	2496	2947
(+/-%)	63.80%	43.82%	40.6%	32.0%	18.1%
每股收益(元)	0.81	1.17	1.64	2.17	2.56
EBIT Margin	30.02%	34.74%	25.4%	24.2%	21.2%
净资产收益率(ROE)	9.99%	12.84%	17.8%	22.2%	24.7%
市盈率(PE)	14.38	10.00	7.1	5.4	4.6
EV/EBITDA	14.32	9.19	18.3	15.5	16.4
市净率(PB)	1.44	1.28	1.27	1.20	1.13

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	10520	11245	12369	12246	营业收入	7765	11105	15769	21288
应收款项	2227	2290	3577	3718	营业成本	4115	5885	8673	12560
存货净额	25065	32497	37070	52239	营业税金及附加	947	1222	1656	1980
其他流动资产	582	1557	2299	3073	销售费用	239	428	520	713
流动资产合计	38395	47589	55316	71276	管理费用	526	744	1104	1512
固定资产	924	(1)	(3)	(2)	财务费用	602	614	614	614
无形资产及其他	9	8	8	8	投资收益	567	340	200	0
投资性房地产	1576	1576	1576	1576	资产减值及公允价值变动	22	8	0	0
长期股权投资	1837	1837	1837	1837	其他收入	0	0	0	0
资产总计	42741	51009	58734	74695	营业利润	1928	2559	3401	3909
短期借款及交易性金融负债	7127	10042	7849	13201	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	1116	1974	2937	3855	利润总额	1927	2559	3401	3909
其他流动负债	12063	16441	24776	33779	所得税费用	590	678	918	977
流动负债合计	20306	28457	35562	50836	少数股东损益	(7)	(10)	(13)	(15)
长期借款及应付债券	11594	11594	11594	11594	归属于母公司净利润	1345	1891	2496	2947
其他长期负债	41	41	41	41					
长期负债合计	11635	11635	11635	11635					
负债合计	31940	40092	47197	62470					
少数股东权益	328	324	320	315					
股东权益	10473	10593	11217	11910					
负债和股东权益总计	42741	51009	58734	74695					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1345	1891	2496	2947
资产减值准备	43	880	(58)	(61)
折旧摊销	68	92	94	97
公允价值变动损失	(22)	(8)	0	0
财务费用	602	614	614	614
营运资本变动	(6972)	(2353)	2638	(6224)
其它	(44)	(884)	54	56
经营活动现金流	(5583)	(382)	5224	(3186)
资本开支	(98)	(38)	(35)	(36)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(611)	(38)	(35)	(36)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	2142	0	0	0
支付股利、利息	(1151)	(1771)	(1872)	(2254)
其它融资现金流	2764	2915	(2194)	5353
融资活动现金流	4746	1145	(4065)	3098
现金净变动	(1449)	724	1124	(124)
货币资金的期初余额	11969	10520	11245	12369
货币资金的期末余额	10520	11245	12369	12246
企业自由现金流	(5656)	(222)	5484	(2771)
权益自由现金流	(750)	2241	2842	2121

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.17	1.64	2.17	2.56
每股红利	1.00	1.54	1.63	1.96
每股净资产	9.11	9.21	9.76	10.36
ROIC	5%	7%	9%	11%
ROE	13%	18%	22%	25%
毛利率	47%	47%	45%	41%
EBIT Margin	25%	25%	24%	21%
EBITDA Margin	26%	26%	25%	22%
收入增长	50%	43%	42%	35%
净利润增长率	44%	41%	32%	18%
资产负债率	75%	79%	81%	84%
息率	8.6%	13.2%	13.9%	16.8%
P/E	10.0	7.1	5.4	4.6
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.6	18.3	15.5	16.4

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn