

首开股份(600376)中报点评

—中期票据能否顺利发行意义重大

金融/房地产开发

谨慎推荐

维持评级

发布时间: 2011 年 8 月 19 日

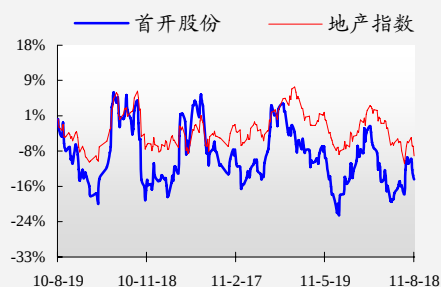
投资要点:

- 2011 年上半年,公司实现营业收入 15.47 亿元,比上年减少 54.83%;实现归属于母公司所有者的净利润 3.07 亿元,比上年减少 64.90%;基本每股收益 0.24 元。
- 公司上半年业绩同比大幅减少已有预告,主要原因是去年同期结算了土地开发和转让收入 20.96 亿元,而今年该块收入已基本没有所致。预计今年公司要维持上年的净利润水平需要结转大量的房地产项目来弥补和支撑。
- 2011 年上半年,公司实现合同销售面积 38 万平方米,在宏观调控未见放松的背景下,要想完成全年 177 万平方米的销售计划,下半年的销售压力还是比较大的。
- 2011 年上半年公司并未减少土地支出的水平。截至 2011 年 6 月底,公司共有可结算项目权益建筑面积 1320 万平方米,比年初略有减少。公司在异地项目拓展上是否顺利,决定着公司未来的成长空间。
- 截至 2011 年 6 月底,公司预收账款余额为 114.55 亿元,已经可以完全覆盖我们预测的公司 2011 年结算收入,为公司未来 2 年的业绩增长提供一定的保障。
- 公司的财务结构仍有待改善。公司的现金流状况日趋紧张,公司提出发行 43 亿元中期票据,如果发行成功将会极大改善公司的债务结构和现金周转情况。
- 我们对公司 2011 和 2012 年的业绩预测为: 2011 年每股收益为 0.94 元; 2012 年每股收益为 1.11 元,并维持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(%)
2010	776,549	49.5	134,454	136	0.90		13.0	
2011E	1,050,000	35.3	140,104	4	0.94		12.4	
2012E	1,285,000	22.4	165,116	18	1.11		10.5	
2013E								

走势图



市场数据 2011-8-18

收盘价:	11.69 元
52 周最高价:	15.38 元
52 周最低价:	10.21 元
平均持仓成本:	12.32 元

基本数据 2011Q2

总股本 (万股):	149,468
流通 A 股 (万股):	149,468
每股收益 (元):	0.24
每股净资产 (元):	7.05
每股经营现金流 (元):	-2.77
市净率:	1.66

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

2011 年上半年, 公司实现营业收入 15.47 亿元, 比上年减少 54.83%; 实现归属于母公司所有者的净利润 3.07 亿元, 比上年减少 64.90%; 基本每股收益 0.24 元, 每股净资产 7.05 元, 加权平均净资产收益率 2.93%。

点评: 公司上半年业绩同比大幅减少已有预告, 前期我们已作过点评, 主要原因是去年同期结算了土地开发和转让收入 20.96 亿元, 该项业务的毛利率较高接近 60% 的水平, 而今年该块收入已基本没有所致。预计今年公司要维持上年的净利润水平需要结转大量的房地产项目来弥补和支撑。

2011 年上半年, 公司实现合同销售面积 38 万平方米, 销售金额 49 亿元, 同比均增长了 53%, 但相对 2010 年全年来看, 则分别仅占到 41.8% 和 36.6%, 因此在宏观调控未见放松的背景下, 要想完成全年 177 万平方米的销售计划, 下半年的销售压力还是比较大的。

2011 年上半年, 公司新拓展住宅项目 5 个, 合计规划地上建筑面积合计约 103.8 万平方米, 支付地价 41.7 亿元, 分别占到 2010 年全年的 21% 和 53%。可见, 至少上半年公司并未减少土地支出的水平。截至 2011 年 6 月底, 公司共有可结算项目权益建筑面积 1320 万平方米, 比年初略有减少。其中, 京内项目占比为 35.4%, 京外项目资源占比为 64.6%, 京外项目已经超过京内项目。从公司过去几年的营收结构上看, 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, 决定着公司未来的成长空间。

2011 上半年, 公司的综合销售毛利率为 54.84%, 略低于去年同期的 55.63%, 并略高于 2010 年全年的 47.02% 的水平。由于 2010 年土地开发和转让收入占比近 32%, 同时其毛利率高达 59.4%, 如果扣除土地开发收入的影响, 2010 年全年公司结算房地产项目的毛利率为 40.7%, 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 全年的综合毛利率会低于上半年和 2010 年的水平。

上半年公司的三项费用之和与当期实现的合同销售金额之比为 13.69%, 高于去年全年 10.2% 的水平, 远高于龙头企业万科 3%-4% 左右的水平。其中, 财务费用占比较高仍然是主要原因, 公司在资金利用效率和费用控制方面仍有待提高。

截至 2011 年 6 月底, 公司预收账款余额为 114.55 亿元, 较年初的 74.52 亿元大幅增加了 40 亿元, 增幅达到 54%, 已经可以完全覆盖我们预测的公司 2011 年结算收入, 为公司未来 2 年的业绩增长提供一定的保障。

公司的财务结构仍有待改善。截至 2011 年 6 月底, 公司账面共有货币资金余额近 78.2 亿元, 较年初的 105.2 亿元下降了 27 亿元, 而短期借款和一年内到期的非流动负债为 111 亿元, 长期借款为 97.3 亿元, 公司的现金流状况日趋紧张。目前, 公司的有息负债中长期借款占比已由年初的 62% 下降到 46.7%, 而 2009 年这一比例为 68%, 短期借款占比不断提高, 公司需要在债务结构方面继续做出努力。上半年, 公司提出发行 43 亿元中期票据, 如果发行成功将会极大改善公司的债务结构和现金周转情况。

我们对公司 2011 和 2012 年的业绩预测为: 2011 年每股收益为 0.94 元; 2012 年每股收益为 1.11 元, 并维持谨慎推荐的投资评级。

附表 1: 首开股份利润表预测

	2008 年报	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	合并报表
一、营业总收入	5,839,889,930.71	5,194,088,185.67	7,765,492,447.22	10,500,000,000.00	12,850,000,000.00
营业收入	5,839,889,930.71	5,194,088,185.67	7,765,492,447.22	10,500,000,000.00	12,850,000,000.00
二、营业总成本	5,108,799,403.27	4,683,901,632.76	6,405,134,896.65	9,307,500,000.00	11,282,750,000.00
营业成本	3,873,533,713.10	3,363,276,348.47	4,114,541,516.61	6,510,000,000.00	7,967,000,000.00
营业税金及附加	213,889,811.88	443,448,200.41	946,574,521.54	1,050,000,000.00	1,285,000,000.00
销售费用	225,134,897.66	169,878,421.99	238,733,697.38	367,500,000.00	449,750,000.00
管理费用	372,581,080.38	407,366,755.49	525,951,108.44	630,000,000.00	771,000,000.00
财务费用	335,130,960.92	365,435,219.37	601,646,539.34	750,000,000.00	810,000,000.00
资产减值损失	88,528,939.33	-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	53,365,658.15	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	-13,343,447.47	134,381,640.63	462,003,933.34	0.00	0.00
四、营业利润	784,456,185.59	1,181,530,033.60	1,927,791,142.34	1,742,500,000.00	2,167,250,000.00
加：营业外收入	44,101,836.54	1,959,443.44	6,611,901.69	0.00	
减：营业外支出	7,085,289.34	10,818,884.02	7,485,170.71	0.00	
其中：非流动资产处置净损失	-188,936.70	-256,968.40		0.00	
五、利润总额	821,472,732.79	1,172,670,593.02	1,926,917,873.32	1,742,500,000.00	2,167,250,000.00
减：所得税	247,879,170.00	267,178,708.73	589,533,798.01	298,125,000.00	391,812,500.00
六、净利润	573,593,562.79	905,491,884.29	1,337,384,075.31	1,444,375,000.00	1,775,437,500.00
减：少数股东损益	2,874,901.35	-26,210,377.38	-7,155,591.55	43,331,250.00	124,280,625.00
归属于母公司所有者的净利润	570,718,661.44	931,702,261.67	1,344,539,666.86	1,401,043,750.00	1,651,156,875.00
七、每股收益：					
摊薄每股收益(元)	0.7048	0.9509	1.17	0.94	1.11

数据来源：东北证券整理

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。