

首开股份(600376) 三季度报点评

票据融资进程低于预期，资金较为短缺

金融/房地产开发

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 10 月 27 日

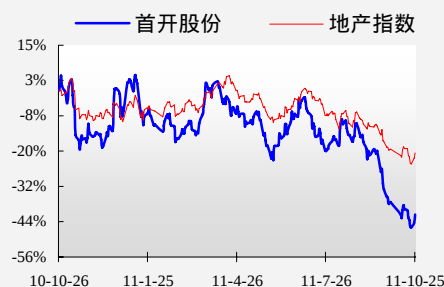
投资要点：

- 2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 21.01 亿元，比上年减少 52.87%；实现归属于母公司所有者的净利润 3.30 亿元，比上年减少 68.93%；基本每股收益 0.25 元，每股净资产 7.06 元，加权平均净资产收益率 3.15%，比上年同期减少 1.62 个百分点。
- 点评：公司前三季度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 22 亿元，该项业务的毛利率较高接近 60%的水平，而今年该块收入大幅减少所致，该项业务收入为非持续性收入。今年公司要维持去年的净利润水平需要在四季度结转大量的房地产项目来弥补和支撑。
- 2011 年 1-9 月，公司共实现销售现金回笼约 87 亿元，比全年同期增长近 30%；其中，7-9 月实现销售现金回笼约 32 亿元，比上年投资增长 7%。但相对 2010 年全年来看，今年实现销售回笼仅占到去年全年合同销售金额 134 亿元的 65%，在宏观调控未见放松的背景下，要想完成全年 95%增长的销售计划预计会面临一定的难度。
- 2011 年 1-9 月，公司新拓展住宅项目 6 个，合计规划地上建筑面积合计约 286 万平方米，支付地价 48.3 亿元，分别占到 2010 年全年的 80%和 62%，其中 85%以上为京外土地。截至 2011 年 9 月底，公司共有可结算项目权益建筑面积 1500 万平方米。其中，京内项目占比下降为 31%，京外项目资源占比上升为 69%。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。
- 截至 2011 年 9 月底，公司账面预收账款余额为 139 亿元，较年初的 74.52 亿元大幅增加了 65 亿元，增幅达到 86%，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资源保障。
- 公司的财务结构仍有待改善。截至 2011 年 9 月底，公司账面共有货币资金余额近 57 亿元，已从年初的 105.2 亿元和 6 月底的 78 亿元持续下降；而短期借款和一年内到期的非流动负债为 94 亿元，长期借款为 126 亿元，公司依然面临着资金短缺的问题。从现金流量表上看，公司已经持续 6 个季度经营性现金净流出。上半年，公司提出发行 43 亿元中期票据，如果发行成功短期内将会极大改善公司的债务结构和现金周转情况，但从目前的进程来看不尽如人意。
- 我们暂时维持对公司 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		9.3	
2011E	1,050,000	35.3	140,104	4	0.94		8.9	
2012E	1,285,000	22.4	165,116	18	1.11		7.5	
2013E								

走势图



市场数据

2011-10-26

收盘价：	8.38 元
52 周最高价：	14.98 元
52 周最低价：	7.27 元
平均持仓成本：	11.85 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	149,468
流通 A 股（万股）：	149,468
每股收益（元）：	0.25
每股净资产（元）：	7.06
每股经营现金流（元）：	-4.48
市净率：	1.19

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

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。