

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

扎根北京稳健扩张, 业绩保障性较好

——首开股份(600376) 2011 年年报点评报告

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2012 年 3 月 26 日

报告关键要素:

首开股份在深耕北京同时, 继续稳健朝外地拓展; 在专注于商品房开发的同时, 兼顾保障房的建设。2011年公司净利润超预期, 2012年业绩锁定性较强, 维持公司“增持”投资评级。

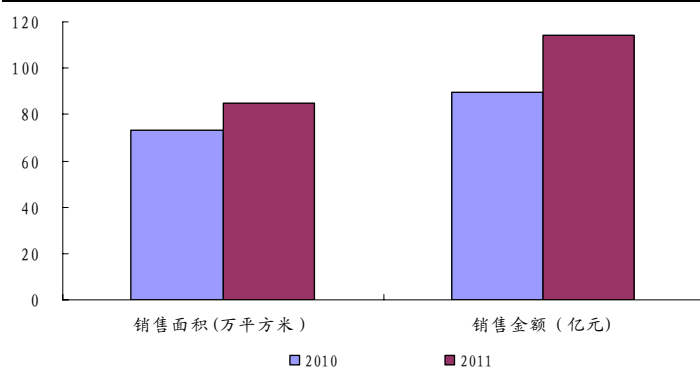
事件:

首开股份公布了 2011 年年报。公司实现营业收入 90.42 亿元, 同比增长 16.44%; 利润总额 23.87 亿元, 同比增长 23.89%; 归属于母公司所有者的净利润 18.77 亿元, 同比增长 39.58%; 基本每股收益 1.26 元。分配方案: 每 10 股派发现金红利 1.5 元(含税)。

点评:

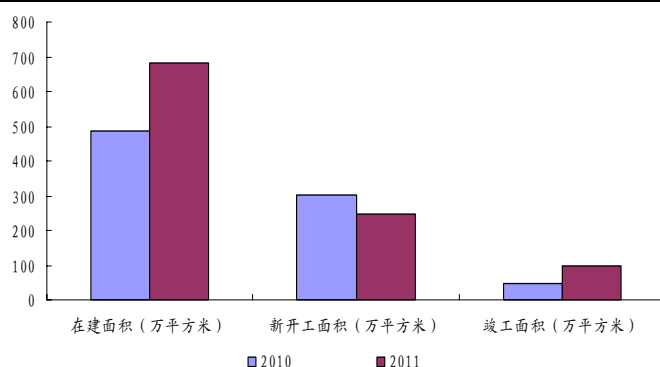
- 2011年销售跑赢行业平均, 经营规模扩大。公司实现销售面积85万平方米, 签约金额114亿元, 分别比上一年增长16%和27%, 销售增速超过行业平均水平。2011年, 公司在建项目规模达683万平方米, 同比增长41%, 新开工246万平方米, 同比下降19%, 竣工98万平方米, 同比增长109%。公司经营规模持续扩大。

图 1: 首开股份近两年销售



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

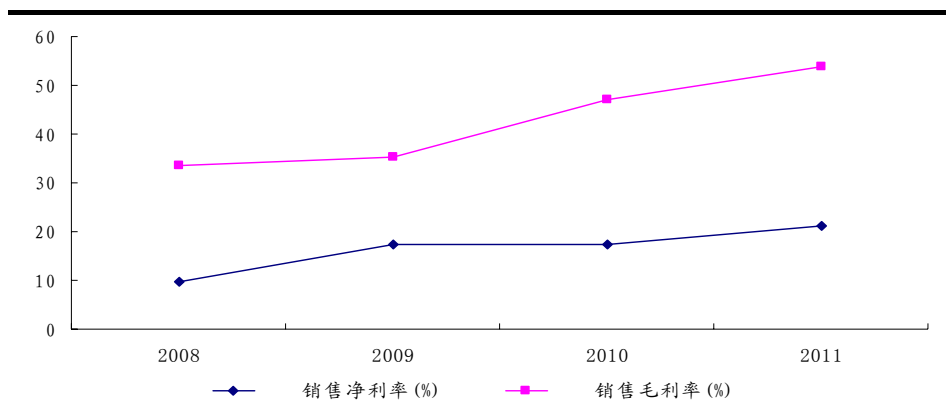
图 2: 首开股份近两年经营规模指标



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- 毛利率高达54%, 期间费率还有提升空间。2011年, 公司销售毛利率高达53.87%, 主要源于公司低成本高售价项目的结转。但是由于公司高毛利项目将逐步结转完毕, 近年来公司在外地拓展项目毛利率与行业平均水平相当, 公司高毛利率将会逐渐降低。

图 3: 首开股份销售毛利率与销售净利率

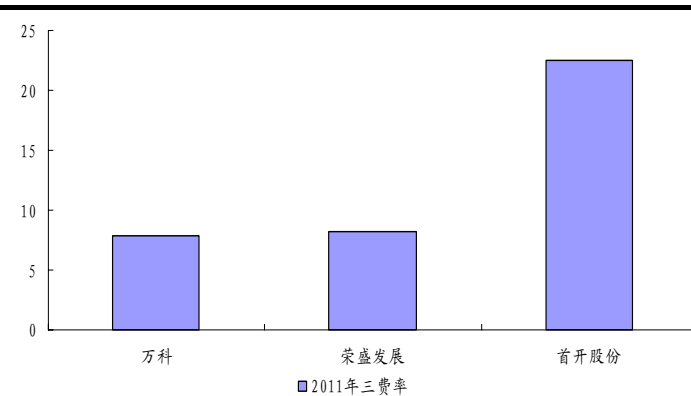
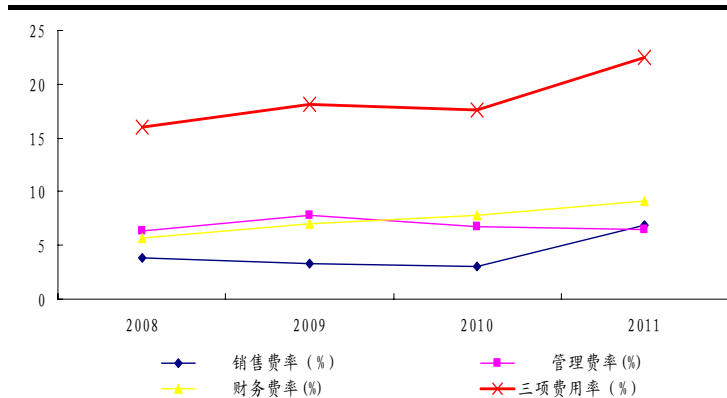


资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **期间费用率过高, 有改善空间。**2011年, 公司期间费用率高达22.46%, 其中, 由于销售困难增加, 公司广告投入等导致销售费用大幅增加, 同比增加了3.83个百分点, 财务费用率增加了1.33个百分点。公司的三费率远高于行业平均及行业一流公司的三费率水平, 由此也表明, 公司三费率有较大改善的空间。

图 4: 首开股份期间费用率

图 5: 首开股份期间费用率



资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

- **财务状况比较安全。**年底公司资产负债率达到79.36%, 同比上升了4.64个百分点, 扣除预售账款的资产负债率为62.42%, 同比上升了5.12个百分点, 公司偿债压力增大。但公司货币资金与短期借款和一年内到期非流动负债之和相等, 财务整体仍较安全。
- **保障房业务量大。**2011年实现通州区马驹桥回迁房和回龙观F05区限价商品房等保障房项目新开工13万平方米, 在施工保障房面积达59万平方米, 小屯馨城限价商品房项目部分实现竣工5.3万平方米。目前公司保障房在建拟建项目规模达170余万平方米。
- **土地储备保持稳健增长。**2011年, 公司先后取得北京通州区于家务乡、通州区宋庄镇、丰台区分钟寺、福州、沈阳、苏州、廊坊、葫芦岛等京内外8宗土地项目, 总建筑规模395余万平方米, 其中京内项目90余万平方米, 京外项目305万平方米左右。公司2011年土地储备相对稳健, 土地成本将对较为合理, 没有明显高价地。

- **盈利预测与投资评级。**公司业绩锁定性强，2011年底，公司预收账款达到104.72亿元，占我们预测公司2012年营业收入的84%。预计公司2012-2013年每股收益分别为1.53和1.82元，3月23日收盘价对应的市盈率分别为7.16倍和6.01倍。我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险；因调控带来的公司销售不畅等经营性风险。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	77.65	90.42	124.98	153.10
增长比率 (%)		16.44	38.21	22.50
净利润 (亿元)	13.45	18.77	22.83	27.20
增长比率 (%)		39.58	21.65	19.15
每股收益 (元)	1.17	1.26	1.53	1.82
市盈率 (倍)	9.35	8.71	7.16	6.01

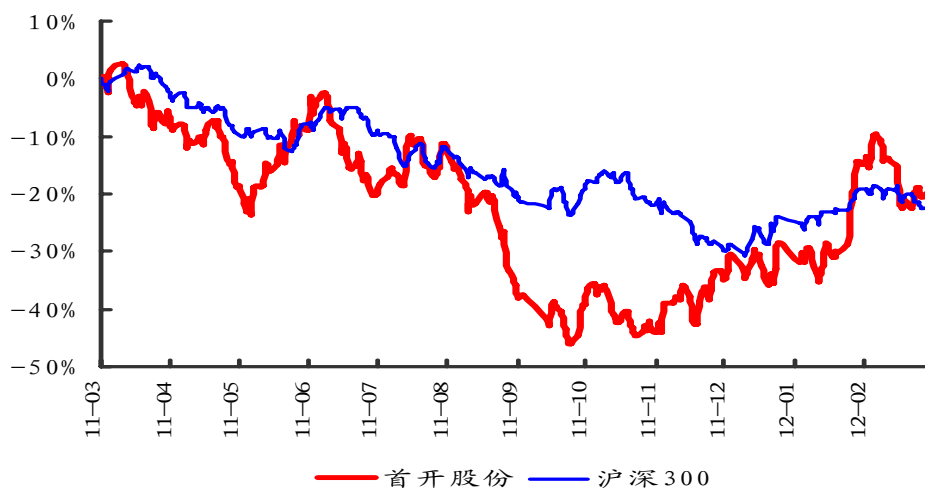
市场数据 (2012年3月23日)

收盘价 (元)	10.93
一年内最高/最低 (元)	19.08/7.27
沪深300指数	2552.95
市净率 (倍)	1.36
流通市值 (亿元)	163.37

基础数据 (2011年12月31日数据)

每股净资产 (元)	8.05
每股经营现金流 (元)	-3.93
毛利率 (%)	53.87
净资产收益率 (%)	15.60
资产负债率 (%)	79.36
总股本/流通股 (亿股)	14.95/14.95
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。