

首开股份 (600376)

房地产开发/房地产

发布时间: 2012-08-23

报告类型 / 公司动态报告

谨慎推荐

上次评级: 谨慎推荐

首开股份 2012 年中报点评

销售增长仍有提升空间

报告摘要:

1、背景情况: 首开股份 2012 年上半年实现营业收入 32.92 亿元, 比上年增长 112.85%; 实现归属于母公司所有者的净利润 3.59 亿元, 比上年增长 16.89%; 基本每股收益 0.24 元, 每股净资产 8.03 元, 加权平均净资产收益率 2.99%。

2、点评:

2.1. 上半年销售情况较好, 下半年, 公司可售资源依然较为充足, 预计今年全年销售将会超过 2011 年。

2.2. 上半年, 公司没有新增土地储备项目。不过, 截至 2012 年 6 月底, 公司土地储备充足, 已足够公司 3-5 年以上的开发。

2.3. 上半年, 公司新开工面积仅为全年计划开工数量的 30% 左右。但是, 2010 年来公司共计新开工面积为 639 万平方米, 而 3 年来合计销售面积为 228 万平方米, 未来仍将有 411 万平方米的可售资源, 加快销售周转应是上策。

2.4. 在毛利率上, 一方面, 随着公司京外结转项目占比的逐步增加, 公司的毛利率将会有所下降; 同时, 随着土地成本的上涨并显示出一定的价格刚性, 房地产行业毛利率受挤压是可以预期的, 未来 1-2 年房地产行业的整体毛利率也会趋于下降。

2.5. 公司在 2011 年发行了二笔合计 50 亿元中期票据, 已经大幅改观了公司曾经颇为紧张的现金流状况。同时, 通过增收和减少土地储备支出, 公司 2 年多来首次实现了经营现金流净流入, 财务状况短期无忧。

2.6. 盈利预测及投资评级: 我们对公司未来 3 年的业绩预测为: 2012 年每股收益为 1.38 元; 2013 年每股收益为 1.67 元; 2014 年每股收益为 1.74 元, 维持谨慎推荐评级。

2.7. 风险提示: 房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡, 都会使我们的业绩预测不达预期, 提醒投资者注意投资风险。

股票数据 2012-8-22

收盘价 (元)	9.26
12 个月股价区间 (元)	7.27 ~ 14.31
总市值 (百万元)	13,841
总股本 (百万股)	1,495
A 股 (百万股)	1,495
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	8

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-20%	-26%	-18%
相对收益	-15%	-13%	0%

相关报告

《首开股份 2012 年一季报点评》

2012-4-26

《首开股份三季报点评: 票据融资进程低于预期, 资金较为短缺》

2011-10-27

《首开股份中报点评: 中期票据能否顺利发行意义重大》

2011-8-19

《首开股份中期业绩预减点评: 收入结构变化造成业绩波动》

2011-7-09

证券分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

(021)20361169 gaoj@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,765	9,042	11,353	13,859	15,014
(+/-)%	50%	16%	26%	22%	8%
净利润	1,337	1,912	2,098	2,554	2,662
(+/-)%	44%	40%	10%	21%	4%
每股收益 (元)	1.17	1.26	1.38	1.67	1.74
市盈率	10.5	9.7	8.9	7.3	7.0
市净率	1.34	1.52	1.33	1.14	1.00
净资产收益率 (%)	12.8%	15.6%	14.9%	15.6%	14.2%
股息收益率 (%)	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
总股本 (百万股)	1150	1495	1495	1495	1495

1. 背景情况

2012年8月23日，首开股份公布了2012年中报。2012年上半年，公司实现营业收入32.92亿元，比上年增长112.85%；实现归属于母公司所有者的净利润3.59亿元，比上年增长16.89%；基本每股收益0.24元，每股净资产8.03元，加权平均净资产收益率2.99%。

2. 点评

2.1. 2012年上半年，公司实现合同销售面积52万平方米，销售金额70亿元，同比分别增长了37%和43%，分别占到2011年全年销售面积和销售金额的61.2%和61.4%。下半年，公司可售资源依然较为充足，预计今年全年销售将会超过2011年。

2.2. 上半年，公司没有新增土地储备项目。不过，截至2012年6月底，公司共有可结算项目容积率建筑面积1547万平方米，按2010和2011年平均新开工面积计算，足够公司3-5年以上的开发，公司土地储备充足。

2.3. 上半年，公司新开工面积为62万平方米，仅为全年计划开工数量的30%左右。但是，2010年来公司共计新开工面积为639万平方米，而3年来合计销售面积为228万平方米，未来仍将有411万平方米的可售资源，相对于每年不足100万平方米的销售面积的话，公司销售情况仍有提高的空间。

2.4. 2012上半年，公司的综合销售毛利率为48.18%，略低于去年同期的54.84%，以及2011年全年的53.87%的水平。我们认为，一方面，随着公司京外结转项目占比的逐步增加，公司的毛利率将会有所下降；同时，随着土地成本的上涨并显示出一定的价格刚性，而房价受宏观调控的影响短期内较难再有大幅上升的空间，房地产行业毛利率受挤压是可以预期的，未来1-2年房地产行业的整体毛利率也会趋于下降。

2.5. 财务状况分析：截至2012年6月底，公司账面预收账款余额为132亿元，较年初的105亿元增长了25.7%，已经是我们预测公司2012年全年结算收入的117%，公司2012年的业绩已经基本锁定。公司账面共有货币资金余额近124.3亿元，而短期借款和一年内到期的非流动负债为131亿元，长期借款为138亿元。公司在2011年发行了二笔3年期和5年期合计50亿元中期票据，已经大幅改观了公司颇为紧张的现金流状况。上半年，通过增收和减少土地储备支出，公司2年多来首次实现了经营现金流净流入，财务状况短期无忧。

2.6. 盈利预测及投资评级：我们对公司未来3年的业绩预测为：2012年每股收益为1.38元；2013年每股收益为1.67元；2014年每股收益为1.74元，维持谨慎推荐评级。

2.7. 风险提示：房地产宏观调控的力度和时间超出预期或者公司业绩结算的不均衡，都会使我们的业绩预测不达预期，提醒投资者注意投资风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	11,026	12,166	15,674	18,930	净利润	1,912	2,098	2,554	2,662
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	46	47	51	56	折旧及摊销	92	77	78	80
存货	43,049	48,957	51,662	54,958	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	747	0	0	0	财务费用	821	1,011	966	977
流动资产合计	56,328	62,830	69,173	75,830	投资损失	-888	-750	-750	-700
可供出售金融资产	151	151	151	151	运营资本变动	-7,708	-1,380	391	-169
长期投资净额	3,383	3,383	3,383	3,383	其他	0	265	383	4,500
固定资产	941	957	974	991	经营活动净现金流量	-5,871	1,996	3,267	2,945
无形资产	10	12	14	15	投资活动净现金流量	500	750	732	682
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	5,944	-1,606	-491	-371
非流动资产合计	5,465	4,314	4,254	4,193	企业自由现金流	-7,138	745	3,180	2,277
资产总计	61,792	67,144	73,427	80,023					
短期借款	266	1,266	1,266	1,266	财务与估值指标				
应付款项	1,976	2,316	2,514	2,817		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	10,472	14,000	16,300	18,000	每股指标				
一年内到期的非流动负债	10,805	8,200	8,000	8,000	每股收益 (元)	1.26	1.38	1.67	1.74
流动负债合计	34,355	36,908	39,933	43,166	每股净资产 (元)	8.05	9.23	10.69	12.23
长期借款	9,859	10,859	11,859	12,859	每股经营性现金流量 (元)	-3.93	1.34	2.19	1.97
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	54	53	55	55	营业收入增长率	16.4%	25.6%	22.1%	8.3%
负债合计	49,041	52,594	56,621	60,853	净利润增长率	39.6%	9.6%	21.1%	4.2%
归属于母公司股东权益合计	12,032	13,789	15,981	18,277	盈利能力指标				
少数股东权益	720	762	825	892	毛利率	53.9%	49.0%	47.0%	46.0%
负债和股东权益总计	61,792	67,144	73,427	80,023	净利率	20.8%	18.1%	18.0%	17.3%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	2	2	1	1
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	2980	2900	2500	2400
营业收入	9,042	11,353	13,859	15,014	偿债能力指标				
营业成本	4,171	5,790	7,345	8,108	资产负债率	79.4%	78.3%	77.1%	76.0%
营业税金及附加	1,368	1,362	1,594	1,652	流动比率	1.64	1.70	1.73	1.76
资产减值损失	1.22	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.39	0.38	0.44	0.48
销售费用	623	722	799	838	费用率指标				
管理费用	587	670	750	825	销售费用率	6.9%	6.4%	5.8%	5.6%
财务费用	821	1,011	966	977	管理费用率	6.5%	5.9%	5.4%	5.5%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	9.1%	8.9%	7.0%	6.5%
投资净收益	888	750	750	700	分红指标				
营业利润	2,359	2,548	3,155	3,315	分红比例				
营业外收支净额	28.42	0.00	0.00	0.00	股息收益率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
利润总额	2,387	2,548	3,155	3,315	估值指标				
所得税	475	450	601	653	P/E (倍)	9.74	8.89	7.34	7.04
净利润	1,912	2,098	2,554	2,662	P/B (倍)	1.52	1.33	1.14	1.00
归属于母公司净利润	1,877	2,056	2,491	2,596	P/S (倍)	2.02	1.61	1.32	1.22
少数股东损益	35	42	64	66	净资产收益率	15.6%	14.9%	15.6%	14.2%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760