

首开股份：中期业绩好 增长有潜力

——业绩激励方案值得关注

报告关键点：

- 09年中期业绩同比增长显著。
- 未来业绩增长有潜力。公司实力雄厚，资源优势突出，今年以来多个项目销售良好，价格提高。
- 下半年将加大新开工，并抓紧定向增发募投项目的开发。
- 业绩激励方案如推行顺利，有利于进一步提高经营效率。
- 增持-A。

报告摘要：

- 09年中期业绩同比增长显著。中期实现主营业务收入15.15 亿元，净利润3.20 亿元，同比分别增长14.46%，68.68%。其中房地产销售结算收入10.98亿元，毛利率为45.43%，毛利率较去年同期上升4个百分点，土地开发转让确认收入3.1亿元，毛利率71.9%。每股收益0.40元，扣除非经常性损益后的每股收益为0.28元（均按定向增发前股本计算）。
- 未来业绩增长有潜力。公司实力雄厚，资源优势突出，今年以来多个项目销售良好，价格提高。上半年，公司共实现开复工面积235万平米，竣工23万平米，新增土地储备37万平米（规划建筑面积）。公司房地产合同预售面积36万平米，同比增长115.6%，合同预售金额46亿元，同比增长146%。其中，首开常青藤多个楼栋09年陆续开盘后全部售完，15号楼即将开盘，价格涨至13500元/平米。知语城目前仅有B4在售。国风上观C9-12栋已售完，楼王C1、C2即将开盘，报价18000元/平米，其余未开盘楼栋年内可能会继续推盘。首城国际D区将开盘楼栋预计售价近18000元/平米。幸福三村可能年内开盘。另外，耀辉公司股权转让成功可能性加大，预计可带来收益约2亿元。新增大兴康庄限价房项目有一定盈利空间。国奥村2009年、2010年结算，将贡献大额投资收益。
- 下半年将加大新开工，并抓紧定向增发募投项目的开发。下半年计划新开工约120万平米。募投项目中尚未开工的项目如机场东项目、苏州90号地项目下半年将动工。一些非募投项目如时代紫芳等也将开工。
- 业绩激励方案如推行顺利，有利于进一步提高经营效率。方案推进的关键在于同管理部门的沟通和公司内部的细化。激励方案的底线是2009年、2010年归属于上市公司股东的净利润复合增长率不低于40%。目前市场预期2009年、2010年EPS约为0.70元、1.00元（按定向增发后摊薄）。如果激励方案能够顺利推行，有助于进一步提高经营效率。（董事会对业绩激励方案的限制条件附后）
- 给予增持-A评级。公司2009、2010年业绩增长较为确定。结合RNAV和PE法估值，每股RNAV为17.1元，预测09年EPS0.71元（按定向增发后股本计算），给予RNAV70%溢价，给予09年EPS35倍市盈率，6个月目标价27.10元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,255.2	5,839.9	5,942.0	6,124.3	7,903.2
Growth(%)	56.7%	-19.5%	1.7%	3.1%	29.0%
净利润	317.2	570.7	818.0	1,228.3	1,613.6
Growth(%)	89.4%	79.9%	43.3%	50.2%	31.4%
毛利率(%)	28.8%	33.7%	36.1%	42.2%	42.4%
净利润率(%)	4.4%	9.8%	13.8%	20.1%	20.4%
每股收益(元)	0.28	0.50	0.71	1.07	1.40
每股净资产(元)	3.42	3.47	4.24	5.20	6.47
市盈率	89.2	49.6	34.6	23.0	17.5
市净率	7.2	7.1	5.8	4.7	3.8
净资产收益率(%)	8.6%	14.4%	16.8%	20.6%	21.8%
ROIC(%)	5.0%	8.1%	8.5%	10.9%	13.6%
EV/EBITDA	30.9	23.6	38.3	30.5	23.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **27.10 元**

期限： 6 个月 上次预测： 22.00 元

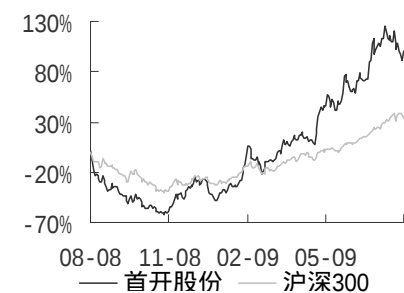
现价： 24.60 元

报告日期： **2009-08-07**

市场数据

总市值(百万元)	28,283.85
流通市值(百万元)	4,431.92
总股本(百万股)	1,149.75
流通股本(百万股)	180.16
12 个月最高/最低	4.55/28.20 元
十大流通股东(%)	54.91%
股东户数	16,426

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.50)	6.44	65.92
绝对收益	(5.96)	38.92	100.51

研究员

徐胜利 行业分析师

010-66581636 xusl@essence.com.cn

前期研究成果

首开股份：09 年开局良好 定向增发申请过会

2009-04-27

首开股份：任重道远 整合后振兴

2009-03-25

附：董事会对业绩激励方案的限制条件：

- 1、激励计划时间：2009 至 2010 年度。
- 2、业绩指标：以公司 2008 年度经审计后的归属于上市公司股东的净利润 5.7 亿元为基数，2009、2010 年度两年实现归属于上市公司股东的净利润复合增长率不低于 40%，即 2009、2010 年两年合计实现归属于上市公司股东的净利润不低于 19.152 亿元。
- 3、提取原则：在实现上述两年业绩目标的基础上，净利润超额部分为公司业绩激励计划的提取基数，提取方式为逐级累进、比例提取。
- 4、兑现时间：公司业绩激励计划的兑现应采取延期支付的方式。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-8-6	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,255.2	5,839.9	5,942.0	6,124.3	7,903.2	成长性					
减: 营业成本	5,166.2	3,873.5	3,798.0	3,542.0	4,555.0	营业收入增长率	56.7%	-19.5%	1.7%	3.1%	29.0%
营业税费	717.4	213.9	475.4	489.9	632.3	营业利润增长率	112.4%	28.6%	39.0%	50.9%	31.2%
销售费用	209.5	225.1	240.0	260.0	350.0	净利润增长率	89.4%	79.9%	43.3%	50.2%	31.4%
管理费用	373.9	372.6	350.0	370.0	400.0	EBITDA 增长率	61.2%	33.4%	17.1%	36.4%	29.8%
财务费用	209.6	335.1	250.0	200.0	250.0	EBIT 增长率	68.2%	36.6%	19.7%	37.7%	30.5%
资产减值损失	-0.2	88.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	55.2%	65.7%	10.7%	37.7%	30.5%
加: 公允价值变动收益	-29.1	-	-	-	-	投资资本增长率	1.1%	5.2%	7.5%	4.9%	3.5%
投资和汇兑收益	60.3	53.4	262.0	383.8	443.9	净资产增长率	32.2%	1.5%	22.1%	22.8%	24.4%
营业利润	609.9	784.5	1,090.7	1,646.2	2,159.9	利润率					
加: 营业外净收支	14.8	37.0	-	-	-	毛利率	28.8%	33.7%	36.1%	42.2%	42.4%
利润总额	624.7	821.5	1,090.7	1,646.2	2,159.9	营业利润率	8.4%	13.4%	18.4%	26.9%	27.3%
减: 所得税	286.1	247.9	272.7	411.5	540.0	净利率	4.4%	9.8%	13.8%	20.1%	20.4%
净利润	317.2	570.7	818.0	1,228.3	1,613.6	EBITDA/营业收入	12.3%	20.3%	23.4%	30.9%	31.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.3%	19.2%	22.6%	30.1%	30.5%
货币资金	3,117.6	2,800.6	2,000.0	2,000.0	2,000.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	49	61	59	57	44
应收帐款	2,430.4	1,587.8	1,620.0	1,140.0	1,149.4	流动营业资本周转天数	430	550	588	617	504
应收票据	0.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	935	1,179	1,195	1,269	1,039
预付帐款	433.8	376.3	477.0	624.2	502.5	应收帐款周转天数	3	3	3	4	3
存货	13,103.8	13,948.3	16,190.4	18,648.4	19,093.4	存货周转天数	621	835	914	1,024	860
其他流动资产	205.7	232.0	232.0	232.0	232.0	总资产周转天数	1,104	1,386	1,384	1,445	1,175
可供出售金融资产	360.3	105.7	-	-	-	投资资本周转天数	552	707	740	762	615
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,285.9	1,183.0	1,120.0	1,120.0	1,120.0	ROE	8.6%	14.4%	16.8%	20.6%	21.8%
投资性房地产	452.8	466.2	470.0	460.0	450.0	ROA	1.5%	2.6%	3.5%	4.8%	6.2%
固定资产	987.8	986.6	970.0	960.0	950.0	ROIC	5.0%	8.1%	8.5%	10.9%	13.6%
在建工程	12.5	-	-	-	-	费用率					
无形资产	12.7	12.8	-	-	-	销售费用率	2.9%	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%
其他非流动资产	403.0	454.4	454.4	454.4	454.4	管理费用率	5.2%	6.4%	5.9%	6.0%	5.1%
资产总额	22,806.4	22,153.7	23,533.9	25,639.1	25,951.8	财务费用率	2.9%	5.7%	4.2%	3.3%	3.2%
短期债务	3,392.2	1,230.0	1,000.0	1,500.0	1,500.0	三费/营业收入	10.9%	16.0%	14.1%	13.6%	12.7%
应付帐款	2,631.8	2,868.3	3,100.0	2,955.3	2,802.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	82.8%	82.0%	79.3%	76.7%	71.3%
其他流动负债	4,756.5	4,107.6	9,484.0	10,972.1	10,359.2	负债权益比	479.8%	455.1%	383.1%	328.5%	248.7%
长期借款	4,021.0	5,063.0	4,500.0	3,500.0	3,000.0	流动比率	1.31	1.45	4.56	6.47	7.66
其他非流动负债	95.6	28.8	28.7	28.7	28.7	速动比率	0.42	0.38	0.96	1.14	1.29
负债总额	18,872.8	18,163.1	18,662.7	19,656.1	18,510.2	利息保障倍数	3.91	3.34	5.36	9.23	9.64
少数股东权益	321.4	301.6	106.0	112.3	118.6	分红指标					
股本	809.8	809.8	1,149.8	1,149.8	1,149.8	DPS(元)	0.01	-	0.13	0.20	0.26
留存收益	2,802.3	2,879.3	3,615.5	4,721.0	6,173.2	分红比率	4.1%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	3,933.6	3,990.6	4,871.2	5,983.0	7,441.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	338.6	573.6	818.0	1,228.3	1,613.6	EPS(元)	0.28	0.50	0.71	1.07	1.40
加: 折旧和摊销	76.7	74.9	47.8	47.8	47.9	BVPS(元)	3.42	3.47	4.24	5.20	6.47
资产减值准备	-0.2	88.5	-	-	-	PE(X)	89.2	49.6	34.6	23.0	17.5
公允价值变动损失	29.1	-	-	-	-	PB(X)	7.2	7.1	5.8	4.7	3.8
财务费用	287.8	416.6	250.0	200.0	250.0	P/FCF	-72.0	-50.1	-9.4	142.6	104.8
投资收益	-60.3	-53.4	-262.0	-383.8	-443.9	P/S	3.9	4.8	2.6	2.5	1.9
少数股东损益	21.4	2.9	-	6.3	6.3	EV/EBITDA	30.9	23.6	38.3	30.5	23.4
营运资金的变动	1,252.8	292.0	3,315.7	-781.8	-1,098.6	CAGR(%)	53.9%	41.3%			
经营活动产生现金流量	1,593.8	1,088.4	4,169.5	316.9	375.3	PEG	1.7	1.2			
投资活动产生现金流量	84.7	-180.3	428.7	381.7	441.8	ROIC/WACC	0.6	1.0	1.1	1.4	1.7
融资活动产生现金流量	-836.0	-1,304.2	-1,492.9	-822.8	-1,411.4	REP	3.9	2.3	3.8	3.1	2.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034