

房地产 - 房地产开发

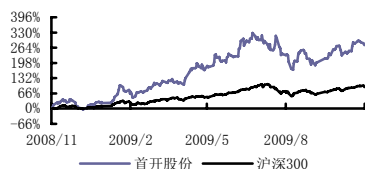
real estate-real estate development

2009 年 11 月 25 日

市场数据	2009 年 11 月 24 日
当前价格 (元)	24.29
52 周价格区间 (元)	6.27-27.74
总市值 (百万)	27927.43
流通市值 (百万)	4376.07
总股本 (百万股)	1149.75
流通股 (百万股)	180.16
日均成交额 (百万)	122.50
近一月换手 (%)	86.93%
Beta (2 年)	1.60
第一大股东	北京首都开发控股 (集团)
公司网址	http://www.shoukaigufen.com.cn

财务数据	FYE
毛利率	33.67%
净利率	9.77%
净资产收益率	15.47%
总资产收益率	257.62%
资产负债率	81.99%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	34.46
市净率	5.33

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
首开股份	0.91%	12.66%	265.81%
沪深 300	3.95%	9.86%	93.08%

金融地产小组

+86 755 83199599ext8280
wangbq1@csc.com.cn

分析师申明

本人，金融地产小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

项目储备丰富、毛利率不断提升

—首开股份调研报告

评级： 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	5,839.89	5,912.12	9,118.27	11,481.78
净利润 (百万元)	570.72	931.16	1,436.13	1,808.38
每股收益 (元)	0.70	0.81	1.25	1.57
净利润增长率%	79.93%	62.34%	54.23%	25.92%
每股净资产 (元)	4.56	8.02	9.37	10.94
市盈率	36.07	29.99	19.43	15.47
市净率	5.57	3.03	2.59	2.22

资料来源：世纪证券研究所

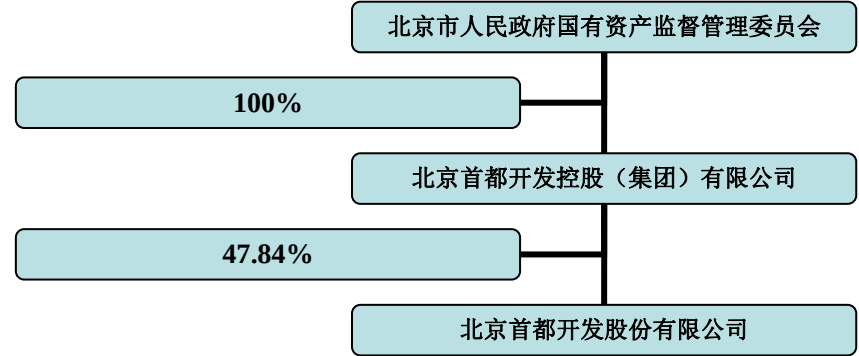
- **公司项目储备丰富、平均地价成本较低，现有储备能够满足公司未来 5 年开发需求。**公司现有规划建筑面积储备 1,033.41 万平方米，其中北京地区 632.53 万平方米，北京以外地区 400.87 万平方米，公司平均地价成本较低，北京地区平均项目获取成本 3,100 元。
- **公司主要项目销售情况良好。**目前公司主要项目国风上观、首城国际、知语城、壹线国际、首开常青藤、天津湾等销售情况良好，3 季度公司预收账款达到 51.32 亿元。
- **公司毛利率不断提升。**随着毛利率较高的国风上观、首城国际、知语城、首开常青藤、壹线国际、国奥村以及天津湾等项目陆续进入结算，公司毛利率水平不断提升。
- **公司将会受益于京津地区房地产市场中长期向好趋势。**今年以来京津两市商品房销售情况良好，公司在京津两地持有的项目将会陆续进入销售期，将会受益于公司中长期向好趋势。
- **盈利预测及投资评级。**预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.81、1.25、1.57 元，以 11 月 24 日收盘价计算的市盈率分别为 29.99、19.43、15.47，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**国家宏观经济政策的变化将会对房地产市场产生影响，公司主要项目集中于京津地区，地区房地产市场的波动将对公司业绩产生较大影响。

公司概况

公司简介

公司前身为成立于 1993 年的北京天鸿宝业房地产股份有限公司，2007 年通过定向增发收购首开集团房地产资产，更名为北京首都开发股份有限公司，公司大股东为北京市国资委。

Figure 1 公司最新的股权结构



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

2009 年上半年，公司成功完成了非公开增发

公司今年上半年成功的发生了定向增发，发行价格为 13.96 元/股，发行募集资金净额为 461,519.895 万元人民币。募集资金投向于首开常青藤、回龙观、苏州工业园 90 号地项目、顺义李桥镇项目、首开·理想城项目。

Figure 2 公司非公开增发募集资金投资项目

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
单店住宅小区二期	385,187	212,624
回龙观文化居住区D02、F06	249,729	124,865
苏州市工业园区90	120,826	60,260
北京市顺义区李桥镇住宅商业金融项	108,009	54,005
首开·理想城项目	50,716	22,822
合计	914,467	474,576

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

完成非公开增发以后，公司现金流状况将会明显改善，资产负债率下降，募集资金投资项目在未来 2-3 年将会为公司提供投资回报，有利于提高公司的盈利水平。

公司正在筹划股权激励计划，将对公司业绩增长提供新的动力。

公司土地储备丰富、土地成本较低

公司土地储备丰富

公司现有规划建筑面积储备 1,033.41 万平方米，其中北京地区 632.53 万平方米，北京以外地区 400.87 万平方米，公司权益建筑面积 814.89 万平方米，土地储备丰富，现有的项目储备能够满足公司未来 5 年的开发需要。

Figure 3 公司项目储备情况¹

项目名称	位置	项目类别	项目进度	权益 (%)	规划建筑面积
回龙观F05	北京市昌平区	经济适用房	未开工	100	40.00
回龙观D02/F06住宅及商业	北京市昌平区	商品房	在建	100	41.88
回龙观A03A05住宅及配套	北京市昌平区	经济适用房	竣工	100	26.33
回龙观G区经济适用房	北京市昌平区	经济适用房	部分竣工	51	96.81
回龙观F01	北京市昌平区	综合	未开工	100	4.40
回龙观F03东-1、东-2	北京市昌平区	综合	未开工	100	4.99
奥运村项目 (国奥村)	北京市朝阳区	商品房	竣工、交用	46	53.44
望京A1区C组团 (国风上观)	北京市朝阳区	商品房	在建	100	31.54
望京K7区 (知语城)	北京市朝阳区	商品房	部分竣工	100	27.40
通惠B区 (壹线国际)	北京市朝阳区	商品房	竣工	100	12.30
幸福二村 (首开幸福广场)	北京市朝阳区	综合	竣工	100	15.23
幸福三村	北京市朝阳区	综合	在建	100	14.64
单店住宅小区二期 (首开常青藤)	北京市朝阳区	商品房	在建	100	59.02
广渠路36#地项目 (首城国际)	北京市朝阳区	商品房	在建	50	59.46
常营经济适用房A标段 (首开畅心园)	北京市朝阳区	经济适用房	在建	100	20.50
大兴榆堡38#地项目	北京市大兴区	商品房	未开工	100	7.30
大兴康庄项目	北京市大兴区	限价房	未开工	100	27.58
紫芳园三区 (时代紫芳竹园)	北京市丰台区	商品房	竣工	97	13.41
紫芳园四区 (时代紫芳藤园)	北京市丰台区	商品房	新开工	97	14.98
紫芳园五区 (时代紫芳荆园)	北京市丰台区	商品房	未开工	97	16.89
小屯馨城	北京市丰台区	两限房	在建	90	21.85
石榴庄五区项目 (石榴派)	北京市丰台区	综合	新开工	100	2.73
机场东路项目	北京市顺义区	综合	未开工	100	19.86
北京重点项目小计					632.54
天津湾	天津市河西区	综合	部分竣工	50	112.64
万德花园二期	天津市南开区	综合	在建	70	7.61
烟台滨海广场	烟台市芝罘区	综合	在建	100	11.89
海门理想城项目	海门市开发区	商品房	在建	100	33.86
海门锦源	海门市海门港	商品房	未开工	74	68.30
苏州34#地项目	苏州市吴中区	商品房	未开工	100	17.83
苏州69#地项目	苏州市相城区	商品房	未开工	100	28.32
苏州90#地项目	苏州市工业园区	商品房	新开工	100	24.49
武汉颐翠苑小区	武汉市	商品房	在建	100	4.85
扬州421#项目	扬州市邗江区	商品房	新开工	100	12.92
扬州456#项目	扬州市邗江区	商品房	未开工	100	18.16
重庆江北农场项目	重庆市江北区	商品房	新开工	46	60.00
京外重点项目小计					400.87
重点项目合计					1,033.41

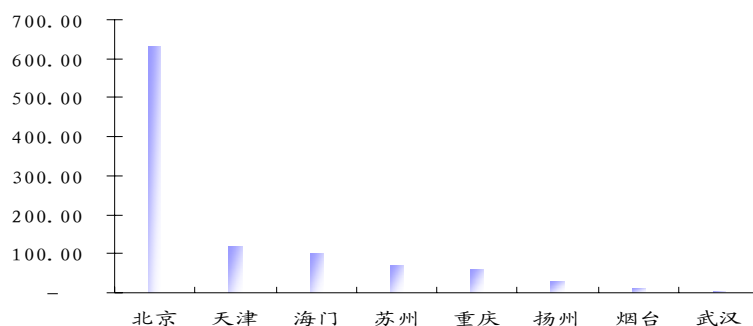
数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

公司项目储备地区分布情况

公司项目主要集中于北京、天津环渤海地区, 此外公司在海门、苏州、重庆、扬州、烟台、武汉。

Figure 4 公司项目储备地区分布情况 (单位: 万平方米)

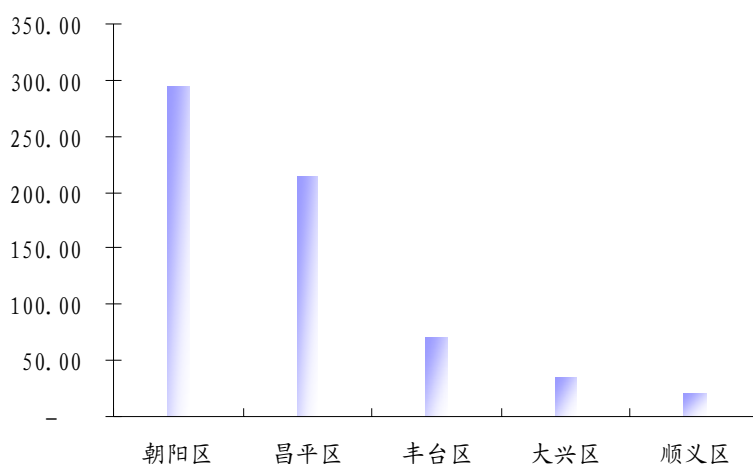
¹公司在 2009 年上半年完成了收购关联公司北京世安住房股份有限公司 50% 的股权, 完成以后拥有机场东路项目全部权益。



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

公司在北京地区的项目储备主要包括昌平区回龙观的经济适用房项目，朝阳区国风上观、知语城、首城国际、首开常青藤，以及丰台区的紫芳园、小屯、石榴派，大兴区的康庄、38#地块和顺义区的机场东路项目。

Figure 5 公司在北京地区项目储备分布情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

土地成本较低

公司项目平均获取成本较低，我们测算公司在北京地区项目储备平均地价成本为 3,100 元/平方米。

公司主要项目销售情况良好

望京 A1 区 C 组团（国风上观）

规划建筑面积 31.54 万平方米，批准销售面积 104,803.54 平方米，累计签约面积 98,319.64 平方米，销售均价为 14,776 元，销售收入 14.52 亿元。

单店住宅小区二期（首开常青藤）

项目规划面积 59.02 万平方米，批准销售面积 105,044.72 平方米，已销售面积 92,102.88 平方米，销售均价 11,167.79 元，销售收入 10.29 亿元。

广渠路 36#地块（首城国际）

项目规划建筑面积 59.46 万平方米，公司权益占比 50%，批准销售面积 16.75 万平方米，已销售面积 15.60 万平方米，销售均价 15,785 元，销售收入 24.62 亿元。

通惠 B 区（壹线国际）

准许销售面积 22,699.98 平方米，已经销售 18,276.45 平方米，销售均价 12,526 元，完成销售金额 22,892.35 万元。

望京 K7 区（知语城）

规划建筑面积 27.4 万平方米，已经销售 3.4 万平方米，销售均价 1.26 万元，销售收入 4.3 亿元。

奥运村项目（国奥村）

奥运村项目规划面积 53.44 平方米，公司权益占比 46%，已经销售面积 34 万平方米，销售均价 2.3 万元，累计销售收入 74 亿元。

紫芳园三区（时代紫芳竹园）

批准销售面积 12,820.03 平方米，已经销售 8,331.12 平方米，销售均价 16,772.5 元，销售收入 1.40 亿元。

天津湾项目

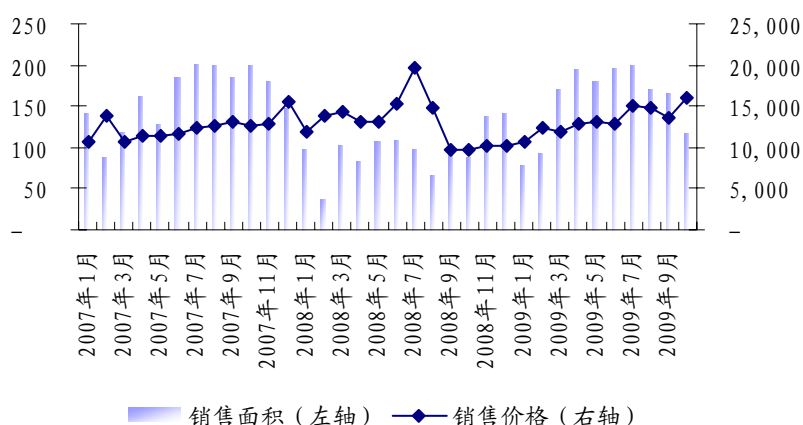
项目位于和平区，规划建筑面积 112.64 万平方米，集住宅、购物中心、写字楼、酒店、天津湾公园于一体，目前在售的为海景雅苑住宅，已经销售 7 万平方米，销售均价 12,000 元，销售收入 8 亿元。

公司将会受益于京津地区房地产中长期向好趋势

今年以来北京市商品房销售情况良好

今年以来，北京市商品房销售情况良好，1-10 月全市商品房销售面积 1,558 万平方米，比去年同期增长 77.07%，接近 2007 年同期水平。商品房销售均价 13,299 元，同比增长 2.39%，价格稳定。

Figure 6 2007 年以来北京市商品房月度销售情况



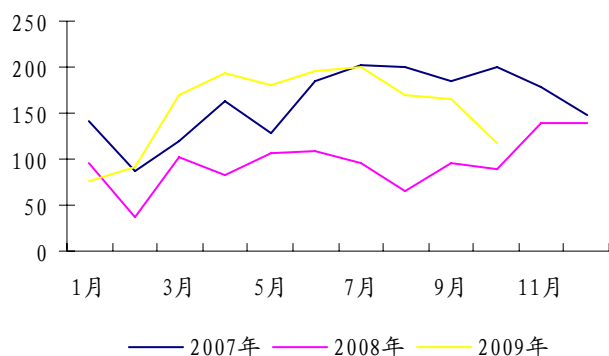
数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

从月度数据来看，今年上半年，北京市商品房销售面积 1106 万平

方米，比 2008 年同期增长 75.47%，比 2007 年同期增长 7.69%，7 月以来受到一系列政策微调的影响，交易量出现了一定的回落，交易价格基本维持稳定。

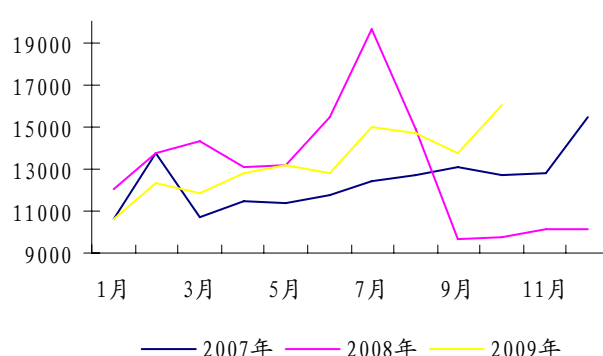
10 月份北京市商品房销售面积大幅回落，环比回落 29.75%，主要原因是受到今年国庆 60 周年，国庆中秋长假市民选择出游，因而推迟购房的因素的影响。

Figure 7 北京市商品房月度销售面积



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

Figure 8 北京市商品房月度销售价格

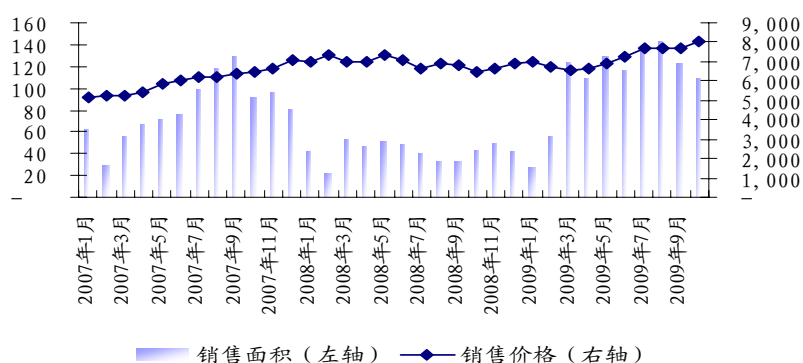


数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

今年以来天津市商品住宅销售情况良好

今年 1-10 月，天津市商品住宅销售面积 1070 万平方米，比去年同期增长 159.42%，比 2007 年同期增长 33.74%，销售均价 7214 元，比去年同期增长 3.73%。

Figure 9 天津市商品住宅月度销售情况

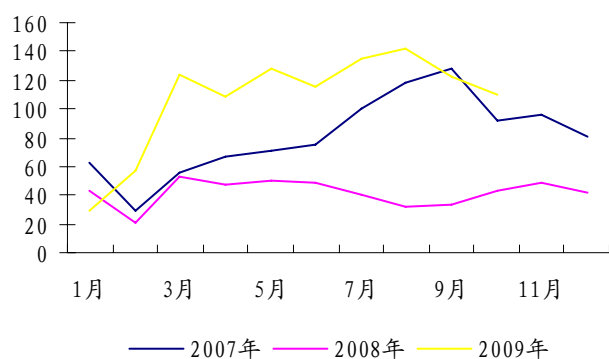


数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

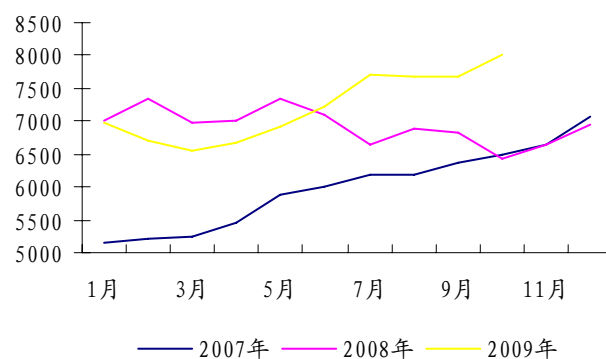
与北京市商品房销售情况相比较，天津市今年以来商品房销售出现了爆发性的增长，在 7 月份一系列政策微调的环境下成交量没有出现明显的下降。

Figure 10 天津市商品住宅月度销售面积 (单位: 万平方米)

Figure 11 天津市商品住宅月度平均销售价格



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

京津地区房地产市场中长期趋势向好

北京市作为我国政治、经济、文化中心，对于周边省市甚至全国都具有很大的吸引力，近年来北京市常住人口不断增长，购房需求旺盛。于此同时，北京市土地供给有限，特别是核心的城八区，未来供需矛盾依然十分突出。

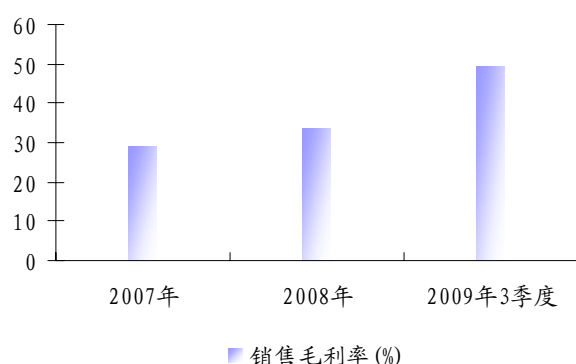
天津市是我国北方仅次于北京的经济中心，11月上旬国务院正式批复设立滨海新区政府，有利于整合资源，助推天津市房地产市场长期向好。

公司财务状况良好，毛利率不断提升

公司毛利率和净利率不断提升

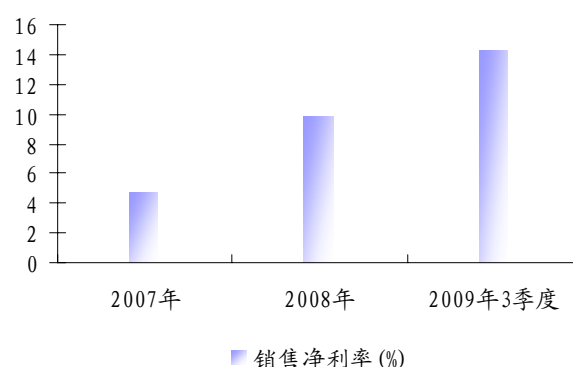
随着公司毛利率较高的项目进入结算期，公司销售毛利率和净利率不断提升。

Figure 12 公司销售毛利率变化情况



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 13 公司销售净利率变化情况

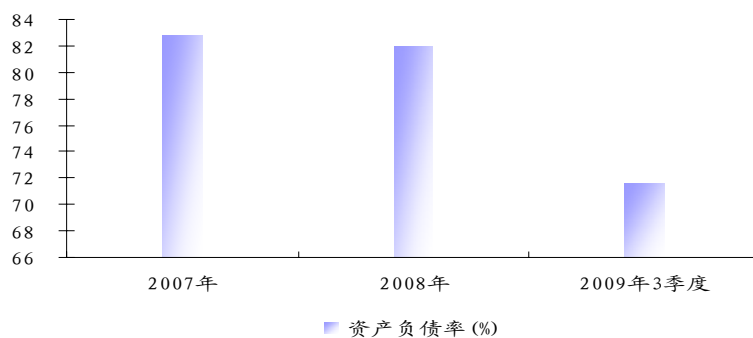


数据来源：wind、世纪证券研究所

公司资产负债率不断下降

随着公司销售收入的增长和增发的完成，公司资产负债率明显下降。

Figure 14 公司资产负债率不断下降

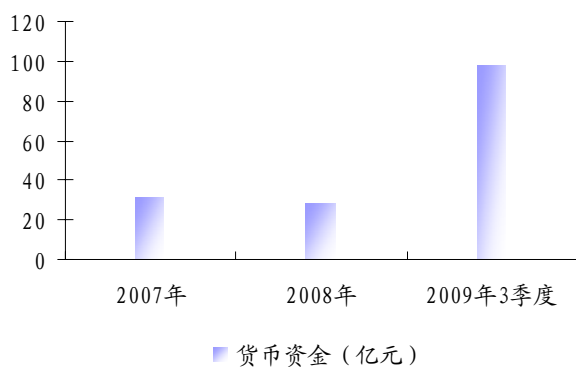


数据来源: wind、世纪证券研究所

公司预收账款稳定增长，现金流充裕

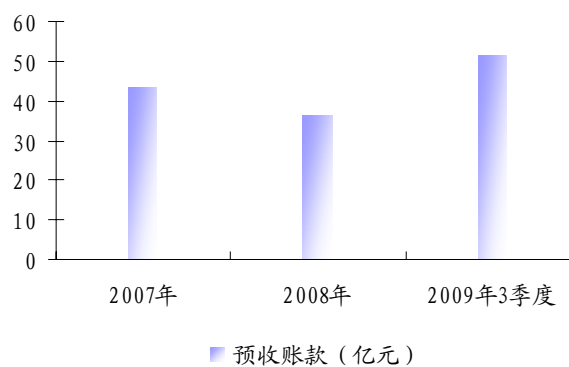
在 2009 年上半年成功完成增发融资以后，公司现金流状况得到明显改善，同时得益于公司项目良好的销售情况，公司预收账款增长明显。

Figure 15 公司货币资金变化情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 16 公司预收账款变化情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

盈利预测预测**房产销售收入预测**

未来两年，公司毛利率较高的国风上观、知语城、首开常青藤、首城国际、天津湾项目将会陆续进入结算期，公司项目销售毛利率将会明显提升。

公司在苏州、武汉、海门、扬州、重庆的项目也将陆续开工并且进入销售，为公司业绩高增长提供保障，预计公司在 2011 年将会迎来项目结算的高峰。公司在北京市昌平区回龙观的经济适用房面积 214.41 万平方米，预计平均售价为 2,600 元，对公司业绩贡献程度较小。

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司房产销售收入分别为 54.77 亿元、82.76 亿元、104.4 亿元。

土地开发、转让收入预测

公司将持有的北京耀辉置业有限公司 62% 的股权转让给香港世纪协润投资有限公司，最终确认的转让金额为 4.587 亿元，预计在 2009

年结算。

公司将望京 B29 商业金融项目用地转让，转让收入 12.584 亿元，预计在 2010 年以后确认收入。

公司将望京 B15 项目用地转让，转让收入 8 亿元，预计在 2010 年以后确认收入。

公司转让万德花园 2 期 70% 的股权，转让收入 8,793.34 万元，预计在 2010 年以后确认。

公司酒店出租收入预测

预计公司酒店出租收入维持稳定，2009 年、2010 年、2011 年收入分别为 2 亿元、2.5 亿元、3 亿元。

公司利润表预测

预计公司 2009 年、2010 年、2011 年营业收入分别为 63.63 亿元、95.69 亿元、119.33 亿元。

Figure 17 公司营业总收入预测

项目	2009年	2010年	2011年
房产销售	52.53	77.95	101.09
土地开发、转让收入	4.59	10.73	10.73
酒店出租收入	2.00	2.50	3.00
合计	59.12	91.18	114.82

数据来源：世纪证券研究所

预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.81、1.25、1.5 元，以 11 月 24 日收盘价计算的市盈率分别为 29.99、19.43、15.47，给予“增持”的投资评级。

Figure 18 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	72.55	58.40	59.12	91.18	114.82
营业总成本	66.76	51.09	46.71	72.03	90.71
营业成本	51.66	38.74	35.47	54.71	68.89
营业税金及附加	7.17	2.14	2.96	4.56	5.74
销售费用	2.10	2.25	2.36	3.65	4.59
管理费用	3.74	3.73	2.96	4.56	5.74
财务费用	2.10	3.35	2.96	4.56	5.74
资产减值损失	-0.00	0.89	-	-	-
公允价值变动净收益(元)	-0.29	-	-	-	-
投资净收益(元)	0.60	0.53	-	-	-
营业利润(元)	6.10	7.84	12.42	19.15	24.11
营业外收入	0.18	0.44	-	-	-
营业外支出	0.03	0.07	-	-	-
利润总额	6.25	8.21	12.42	19.15	24.11
所得税	2.86	2.48	3.10	4.79	6.03
净利润	3.39	5.74	9.31	14.36	18.08
少数股东损益	0.21	0.03	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	3.17	5.71	9.31	14.36	18.08
每股收益:	0.39	0.70	0.81	1.25	1.57

数据来源：世纪证券研究所

风险提示**政策风险**

2008 年底出台的营业税、印花税、契约税减免政策可能会进行调整，并且对房地产市场产生一定的影响，国家宏观经济政策和货币政策的变化也将会房地产市场产生影响。

地区风险

公司主要项目集中于京津地区，地区房地产市场的波动将会对公司业绩产生较大影响

附录：公司项目结算收入预测表

2009 年、2010 年、2011 年公司主要项目结算收入预测表如下：

Figure 19 公司项目结算收入预测表

项目名称	结算面积(单位: 万平方米)			结算收入(单位: 亿元)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
并表类项目						
回龙观F05			7	-	-	1.82
回龙观D02/F06住宅及商业			3	-	-	0.78
回龙观A03A05住宅及配套	2	1		0.52	0.26	-
回龙观G区经济适用房	20	10	10	2.65	1.33	1.33
回龙观F01		1	2	-	0.26	0.52
回龙观F03东-1、东-2				-	-	-
望京A1区C组团(国风上观)	6	6	6	7.20	7.20	7.20
望京K7区(知语城)	6	6	6	7.20	7.20	7.20
通惠B区(壹线国际)	5	1		6.00	1.20	-
幸福二村(首开幸福广场)	2	2	2	5.00	5.00	5.00
幸福三村			2	-	-	6.00
单店住宅小区二期(首开常青藤)		5	9	-	7.50	13.50
常营经济适用房A标段(首开畅心园)		15		-	7.50	-
大兴榆堡38#地项目			2	-	-	1.20
大兴康庄项目			6	-	-	3.90
紫芳园三区(时代紫芳竹园)	2	1		3.10	1.55	-
紫芳园四区(时代紫芳藤园)		3	5	-	4.65	7.75
紫芳园五区(时代紫芳荆园)				-	-	-
小屯馨城		4	9	-	2.63	5.91
石榴庄五区项目(石榴派)				-	-	-
机场东路项目			2	-	-	2.00
烟台滨海广场	3	3	3	3.00	3.00	3.00
海门理想城项目	2	4	4	0.80	1.60	1.60
海门锦源		7	7	-	2.07	2.07
苏州34#地项目			1	-	-	0.60
苏州69#地项目				-	-	-
苏州90#地项目			3	-	-	1.80
武汉颐翠苑小区	3	1	1	1.43	0.50	0.50
扬州421#项目			2	-	-	1.20
扬州456#项目				-	-	-
合计	51	70	92	36.90	53.44	74.88
非并表类项目						
奥运村项目(国奥村)	14	14	14	14.81	14.81	14.81
广渠路36#地项目(首城国际)		10	10	-	7.50	7.50
天津湾	2	4	5	0.83	2.20	2.75
重庆江北农场项目			5	-	-	1.15
合计	16	28	34	15.64	24.51	26.21
合计	66	98	126	52.53	77.95	101.09

数据来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.