

首开股份 (600376)

保障房开道，私募债护航

	李品科	孙建平
	010-59312815	021-38676316
	lipinke@gtjas.com	sunjianping@gtjas.com
	编号 S0880511010037	S0880511010044

本报告导读：

北京地产龙头，资源稀缺、盈利能力强，借由保障房融资渠道，近期 50 亿私募债发行成功获批，资金面状况将大为好转，近期开始加大商业地产整合力度。

投资要点：

- 受益保障房建设，50 亿私募债发行成功获批，将明显改善现金流。首开公告取得交易商协会 50 亿非公开定向债务融资工具(即私募债)注册通知。私募债优势是期限长(5 年左右)、成本低(基准贷款利率左右)，在行业目前普遍融资困难、资金成本高昂的情况下，极为可贵。私募债投向为保障房建设，未来通过保障房项目的销售回款，公司将间接获得大量现金流入以支持整体业务的发展。
- 北京市场低迷，但公司销售策略积极、跑赢市场，业绩锁定性强。我们预计截至目前公司并表部分已完成约 120 亿销售额，加上非并表的首城国际等合计约 150 亿，已锁定 11 全年和 12 年业绩的 80%。
- 引进战略投资者，意欲整合旗下丰富的商业地产部分。以京华公司为平台，引入战略投资者洋浦强辉和中信资本融入 4.08 亿元股权资本，意欲整合其商业地产资源，据我们统计旗下持有物业约 50 万方。
- 储备丰富，京内大量高盈利项目仍处销售期。权益项目储备超 1400 万方(不含非并表项目)，其中京内超过 400 万方，资源稀缺，盈利性强；京外超过 950 万方，已进入 12 个城市，基本实现全国性布局。
- 预计第二期现金激励出台可能性大。09-10 年第一期现金激励计划已结束(净利复合增速 40%)，其对公司历史上高增长起重要意义。
- 公司 NAV17.2 元，较股价折让达 47%，估值优势明显。预计公司 11-13 年 EPS 1.10、1.35、1.65 元，对应 12 年 PE 6.7 倍。私募债对公司整体业务的现金流改善明显，2011 年北京市场领跌、风险率先释放，强业绩保障性及可能的现金激励奠定增长，维持增持及目标价 13 元。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,194	7,765	8,291	12,357	16,440
(+/-)%	-11%	50%	7%	49%	33%
经营利润(EBIT)	810	1,940	2,089	2,837	3,626
(+/-)%	-30%	139%	8%	36%	28%
净利润	932	1,345	1,648	2,016	2,474
(+/-)%	63%	44%	23%	22%	23%
每股净收益(元)	0.62	0.90	1.10	1.35	1.65
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	15.6%	25.0%	25.2%	23.0%	22.1%
净资产收益率(%)	10.0%	12.8%	13.5%	14.5%	15.4%
投入资本回报率(%)	6.6%	8.1%	7.7%	9.9%	11.7%
EV/EBITDA	13.9	9.3	11.9	8.8	6.9
市盈率	14.7	10.2	8.3	6.8	5.5
股息率(%)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：13.00

上次预测：15.00

当前价格：9.18

2011.12.30

交易数据

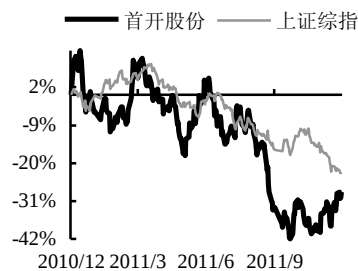
52 周内股价区间(元)	7.27-19.68
总市值(百万元)	13,721
总股本/流通 A 股(百万股)	1,495/1,495
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	11
日均成交值(百万元)	95

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	10,560
每股净资产	7.07
市净率	1.3
净负债率	208%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.30	0.11
Q2	0.28	0.12
Q3	0.12	0.02
Q4	0.19	0.85
全年	0.90	1.10

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	7%	-27%
相对指数	25%	15%	-6%

相关报告

《业绩锁定强，预计前三季全口径销售达...》	2011.10.27
《93 亿的低成本融资将启动新一轮增长》	2011.08.04
《持续关注激励计划及拿地情况》	2010.10.28
《10 年销售超预期 高速增长 晋身一线龙...》	2010.08.18
《立足京城闯天下，逆周期！爆发性！》	2010.08.13

模型更新时间: 2011.12.30

股票研究

金融

房地产

首开股份 (600376)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.00

上次预测: 15.00

当前价格: 9.18

公司网址

www.shoukaigufen.com

公司简介

公司是一家以房地产开发、商品房销售为主营业务、具备房地产开发一级资质的上市公司,主要定位于北京市场的房地产开发。公司自成立以来,先后开发了回龙观龙华园小区、恩济庄二区北工程等项目。公司开发的项目多次获得建设部、北京市和有关专业机构的嘉奖,荣获“中国房地产 500 强企业”称号等。2007 年公司通过定向增发收购首开集团房地产主营业务资产,实现集团主营业务整体上市。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

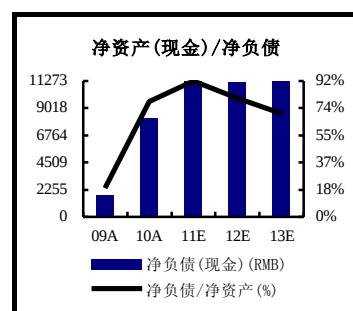
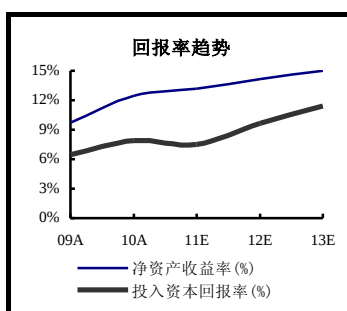
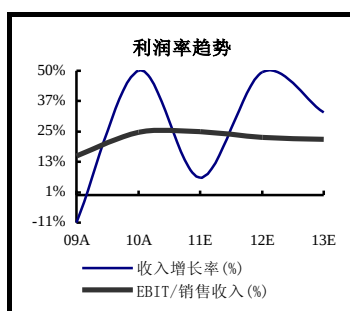
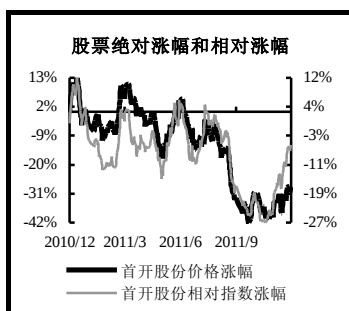
7.27-19.68

市值 (百万)

13,721

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5,194	7,765	8,291	12,357	16,440
营业成本	3,363	4,115	4,258	5,778	7,665
税金及附加	443	947	667	1,791	2,683
销售费用	170	239	564	865	1,069
管理费用	407	526	713	1,087	1,397
EBIT	810	1,940	2,089	2,837	3,626
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	671	567	596	554	582
财务费用	365	602	498	715	925
营业利润	1,182	1,928	2,187	2,675	3,283
所得税	267	590	546	669	820
少数股东损益	-26	-7	-8	-10	-12
净利润	932	1,345	1,648	2,016	2,474
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金、交易性金融资产	11,969	10,520	9,357	10,416	11,313
其他流动资产	999	506	950	1,000	1,000
长期投资	2,040	2,508	3,438	3,968	4,298
固定资产合计	959	924	914	904	894
无形及其他资产	63	82	79	75	74
资产合计	33,103	42,741	56,718	66,227	77,950
流动负债	13,880	20,306	27,638	35,440	44,997
非流动负债	9,522	11,635	16,594	16,594	16,594
股东权益	9,335	10,473	12,167	13,884	16,058
投入资本(IC)	9,530	16,535	20,285	21,404	23,339
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
NOPLAT	626	1,346	1,567	2,128	2,720
折旧与摊销	82	82	0	0	0
流动资金增量	93	-8,003	-1,896	-1,082	-1,949
资本支出	-15	-57	12	13	13
自由现金流	785	-6,632	-316	1,058	783
经营现金流	1,499	-5,811	-2,277	1,240	1,081
投资现金流	-237	526	-322	37	265
融资现金流	7,979	3,771	1,436	-219	-449
现金流净增加额	9,242	-1,515	-1,163	1,059	897
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长性					
收入增长率	-11.1%	49.5%	6.8%	49.0%	33.0%
EBIT 增长率	-29.8%	139.4%	7.7%	35.8%	27.8%
净利润增长率	63.3%	44.3%	22.5%	22.4%	22.7%
利润率					
毛利率	35.2%	47.0%	48.6%	53.2%	53.4%
EBIT 率	15.6%	25.0%	25.2%	23.0%	22.1%
净利润率	17.9%	17.3%	19.9%	16.3%	15.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.0%	12.8%	13.5%	14.5%	15.4%
总资产收益率(ROA)	2.8%	3.1%	2.9%	3.0%	3.2%
投入资本回报率(ROIC)	6.6%	8.1%	7.7%	9.9%	11.7%
运营能力					
存货周转天数	1618	1815	2680	2600	2380
应收账款周转天数	6	4	2	1	1
总资产周转天数	1941	1782	2189	140	130
净利润现金含量	1.61	-4.32	-1.38	0.62	0.44
资本支出/收入	0%	1%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	70.7%	74.7%	78.0%	78.6%	79.0%
净负债率	19.4%	78.3%	92.4%	80.5%	70.2%
估值比率					
PE	14.7	10.2	8.3	6.8	5.5
PB	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.9	9.3	11.9	8.8	6.9
P/S	2.0	1.4	1.7	1.1	0.8
股息率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%



投资逻辑:

- 1. 预判 50 亿私募债将大幅改善公司整体业务的现金流。**私募债期限长（5 年左右）、成本低（基准利率左右，远低于目前地产公司融资成本），通过销售回款可以大幅改善公司整体业务的现金流。时至调控寒冬，房企现金为王，50 亿私募债的重要性不言而喻。
- 2. 京内资源奠定未来利润空间，率先下降的北京市场风险释放较为充分。**08 年大股东定向增发注入大量优质地块，北京五环内项目已经非常稀缺，首开铂郡、紫芳园等注入项目位置稀缺。而北京作为此轮调整的领头羊，销量低迷及降价等率先发生和完成，风险相对释放较为充分。
- 3. 销售情况明显跑赢区域市场，已锁定 11 全年和 12 年业绩的 80%。**截止三季度末公司的预售账款达到 139 亿元，加上四季度销售额，预计目前已锁定 2011 全年业绩和 12 年业绩的 80%，锁定性位于 A 股前列。
- 4. 打造商业地产板块，不看今朝看未来。**公司以京华公司为平台，引入战略投资者中信资本和杨浦强辉成功融入 4.08 亿，着力整合旗下商业地产资源。公司目前拥有写字楼、商场、酒店、高档公寓等商业资源约 50 万方，另外公司大量的住宅项目也有商业配建。

1. 资金面，显著受益 50 亿私募债发行获批

得益于大量参与保障房建设，50 亿元私募债发行获批。公司于 12 月 29 日公司公告取得交易商协会 50 亿非公开定向债务融资工具（即私募债）注册通知。私募债目前仅北京市发行，且只针对北京的保障房建设，全市约 500 亿额度，首开获得了 50 亿额度，之前已有北京金隅和北京市国有资本经营管理中心 20 亿元和 50 亿元的保障房获准注册发行。

相较其他融资方式，私募债融资期限长且成本低，优势明显。在当前极为紧缩的货币政策环境下，地产企业融资条件苛刻、成本高昂，私募债的发行实属可贵。（1）期限上看，私募债年限约五年左右，相比信托贷款和委托借款等融资形式，时间长且更稳定。（2）获取方式来看，私募债为注册制，不需审批，我们判断元旦前后一次性获得该 50 亿现金的可能性大。（3）融资成本上来看，私募债的发行成本为基准利率左右或略上浮，远低于目前信托贷款的 13%以上，委托贷款的 10%以上的融资成本。（4）获取范围上来看，私募债为北京独有，首开股份作为北京国企龙头最先受益。

私募债始于保障房，却不会仅止于保障房。私募债必须专款专用于保障房建设，但我们认为它对首开的意义却不仅止于保障房。由于保障房项目的销售回款相对支配自由，因此对首开整体业务的现金流改善明显，有力支撑首开抄底市场的能力。

私募债发行，将代替目前暂时停滞的中票。公司在 2011 年 6 月 3 日公告拟发行不超过 43 亿中期票据用于保障房建设。虽然今年以来已有保利地产、栖霞建设和信达地产等地产公司公告拟发行中期票据募集保障

房项目资金，但截至目前均无进展。2011 年房地产公司中仅有华侨城（集团层面）和金融街控股（集团层面）的中票发行获得成功注册。

2. 公司历史沿革

首开股份的前身是成立于 1993 年的北京天鸿宝业房地产股份有限公司，于 2001 年 3 月在 A 股上市，后经过 2007 年首开集团的资产注入后更名为首开股份，为北京市国资委直属的唯一上市房地产开发平台。

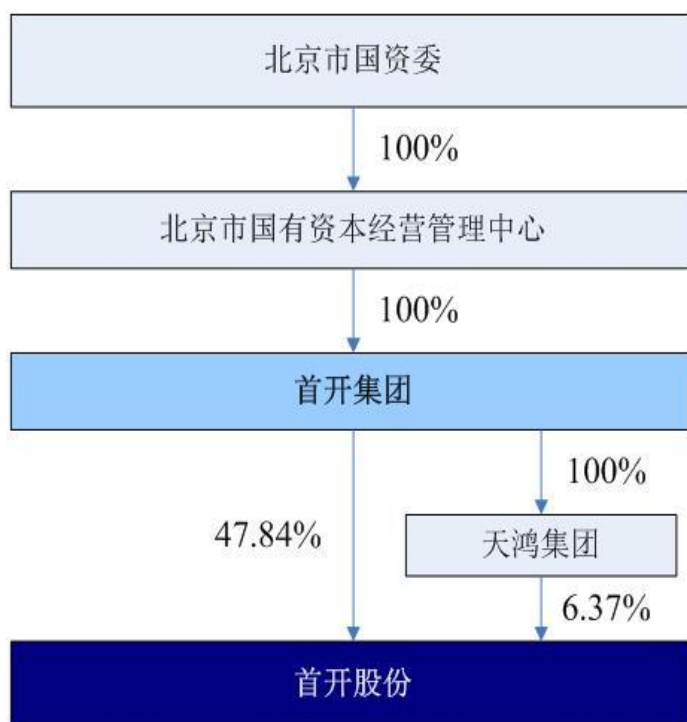
（1）2001 年，公司前身天鸿宝业在 A 股上市，大股东为北京天鸿集团。天鸿集团发行后通过直接或间接控制公司 61.83%的表决权。

（2）2005 年，公司大股东变更为首开集团。此次变更源自北京市两大房地产老牌国企城开集团和天鸿集团的强强合并，天鸿宝业为合并后的首开集团的唯一上市房地产业务平台。

（3）2008 年，首开集团定向增发注入资产，公司更名为首开股份。大股东通过定向增发的形式向上市公司注入了旗下绝大部分优质主业资产，而这些稀缺土地资源也是目前公司结算收入的主要来源。

（4）2009 年，完成第二次定向增发，融入 46.15 亿元股权资金。以每股 13.96 元的价格向中国人寿等 7 家特定投资者非公开增发 33995 万股，扣除发行费用后募集资金 46.15 亿元。增发完成后首开集团直接间接持有公司的股份比例由 80.16%下降至 56.46%，但仍为公司第一大股东。

图 1 公司北京市国资委直属的上市房地产平台



数据来源：公司公告、国泰君安证券房地产研究

3. 大股东情况介绍

公司大股东为首开集团，首开集团成立于 2005 年，源自北京市两大房地产老牌国企天鸿集团和城开集团的强强合并。

天鸿集团成立于 1984 年,前身为北京市房管局住宅办。主要从事房地产的投资开发与经营及相关业务、物业管理、旅游、饭店管理等业务，是北京老牌房地产开发企业之一。

城开集团成立于 1980 年,前身为北京市统建办。成立当初的主要任务是解决当时北京住宅供应短缺难题，是北京市最早成立的房地产开发企业。

2005 年，天鸿集团和城开集团正式合并为首开集团。新设立的首开集团的总资产达到 500 亿元；物业经营性房产为 100 万平方米，物业管理面积 2200 万平方米；年开复工规模超过 600 万平方米，年竣工面积超过 200 万平方米，年经营收入近 100 亿元。在 2008 年资产注入完成后，上市公司作为集团的唯一房地产上市平台，其经营收入占全集团经营收入的 80% 以上，实现利润占 90% 以上。

4. 二级开发：储备丰富，全国化布局拉开

公司目前拥有超过 1400 万平米的权益未结项目（不含非并表项目），其中京内约 454 万方，占比 32%；京外约 952 万方，主要分布在苏州、扬州、福州、贵阳等二、三线城市，占比 68%。其中大量京内项目如国风上观、首开铂郡等源自集团 2008 年的资产注入，资源稀缺，具有不可复制性，盈利能力较强，部分项目毛利率超过 50%；同时，公司为应对北京日益严峻的调控形势，近年来也逐渐加大了京外项目的开拓力度，目前京外项目储备面积达到了 952 万方,相信随着京外项目的逐渐成熟，公司目前结算项目集中于北京的单一集中性风险也会被大大分散。

表 1: 公司二级开发项目储备，京内419万方，京内901万方

单位（万平方米）

项目名称	产品类型	位置	占地 面积	建筑 面积	可售 面积	未结 面积	权益比 例	权益建 面	权益未 结
北京•国风上观	商品房	北京	9.45	24.89	17.48	4.43	100%	24.89	4.43
北京•知语城	商品房	北京	13.58	28.96	17	6.02	100%	28.96	6.02
北京•常青藤	商品房	北京	50.29	59.02	46.38	34.8	100%	59.02	34.8
北京•首开铂郡	商品房	北京	2.5	14.64	10.04	10.04	100%	14.64	10.04
北京•紫芳园四区	商品房	北京	2.82	14.98	11.16	11.16	96.88%	14.51	10.81
北京•紫芳园五区	商品房	北京	4.24	16.24	12	12	96.88%	15.73	11.63
北京•紫芳园六区二组团	商业金融	北京	4.4	5.76	5.76	5.76	96.88%	5.58	5.58
北京•石榴派	商业金融	北京	2.44	2.77	2.1	2.1	90.00%	2.49	1.89
北京•大兴榆堡项目	别墅	北京	14.09	11.72	7.02	7.02	97%	11.37	6.8
北京•首开苏活	商品房，商业金融	北京	7.46	14.62	13.39	13.39	100%	14.62	13.39
北京•智慧社	商品房，商业金融	北京	5.22	14.13	18.44	18.44	100%	14.13	18.44
北京•国风美唐	商品房	北京	8.09	21.43	14.4	14.4	100%	21.43	14.4
北京•回龙观 F05 区	商品房、两限房	北京	16.2	47.4	38.23	38.23	100%	47.4	38.23

北京•回龙观 F01	商业金融	北京	2.2	5.5	4.4	4.4	100%	5.5	4.4
北京•回龙观 F03 东-1、东-2	商业金融	北京	2.62	6.56	4.99	4.99	100%	6.56	4.99
北京•房山长阳 2、3 号地	商品房, 商业金融	北京	14.5	52.74	33.44	33.44	100%	52.74	33.44
北京•熙悦山	金融及居住	北京	12.6	21.17	16.72	16.72	100%	21.17	16.72
北京•房山良乡高教园项目	商品房, 商业金融	北京	13.6	26.36	22	22	100%	26.36	22
北京•通州区马驹桥地块	商品房、回迁房	北京	10.6	29.64	24.3	24.3	100%	29.64	24.3
北京•华侨村二期	商品房, 商业金融	北京		9.09	6	6	51%	4.64	3.06
北京•通州于家务 A 地块	商住	北京	12.61	15.41	14.61	14.61	100%	15.41	14.61
北京•通州于家务 C 地块	商住	北京	22.66	21.06	19.86	19.86	100%	21.06	19.86
北京•大兴康庄限价房三期	两限房	北京	20.46	29.9	27.04	27.04	90%	26.91	24.34
北京•小屯馨城项目	两限房	北京	14.74	23.66	20.17	20.17	90%	21.29	18.15
北京•常营二期经适房 A 段	经济适用房	北京	7.6	20.48	18.08	2.67	100%	20.48	2.67
北京•顺义英各庄一期	保障性住房	北京		55.48	55.48	55.48	96.88%	53.75	53.75
北京•分钟寺桥回迁安置房	回迁安置房	北京	10.00	36.00	36.00	36.00	97%	34.88	34.88
苏州• 国风华府	商品房	苏州	9.04	21.5	15.47	15.47	100%	21.5	15.47
苏州•班芙春天	商品房	苏州	11.33	33.85	28.05	28.05	100%	33.85	28.05
苏州•悦澜湾	商品房	苏州	12.62	24.4	19.12	19.12	100%	24.4	19.12
苏州•太湖长沙湾里 B 地块	酒店	苏州	2.73	0.82	0.82	0.82	49%	0.4	0.4
扬州•421 项目 (水晶城)	商品房	扬州	7.25	12.92	11.8	11.8	100%	12.92	11.8
扬州•456 项目 (水晶城)	住宅	扬州	18.17	40.09	40.09	40.09	100%	40.09	40.09
扬州•邗江区核心区 639 项目	商品房, 商业金融	扬州	16.1	27.76	27.76	27.76	60%	16.66	16.66
海门•理想城	商品房	海门市	10.83	33.86	22.3	22.3	100%	33.86	22.3
海门•锦源国际	商品房	海门市	63.58	91.69	68	68	74%	67.85	50.18
烟台•滨海广场	商品房、酒店	烟台	1.53	11.89	10.17	10.17	90%	10.7	9.15
太原•国风上观	商品房	太原	55.24	138.08	138.08	138.08	85%	117.37	117.37
厦门•领翔国际	商品房	厦门	16.53	40.86	33.9	33.9	100%	40.86	33.9
沈阳•国风润城	商品房	沈阳	41.74	64.6	64.6	64.6	95%	61.37	61.37
贵阳•龙洞堡项目	商品房	贵阳	74.2	165.1	165.1	165.1	100%	165.1	165.1
绵阳•仙海项目	商住	绵阳	121.14	62.78	42	42	100%	62.78	42
福州•2011-01 号地块	商住	福州	12.07	33.79	33.79	33.79	51%	17.23	17.23
福州•2010-31#地	住宅	福州		89.37	89.37	89.37	40%	35.75	35.75
廊坊•2011-27 号、28 号地	中低价商品房	廊坊	18.59	33.47	33.47	33.47	100%	33.47	33.47
葫芦岛•连山区 10 块地	商品房	锦州	121.38	182.07	182.07	182.07	100%	182.07	182.07
苏州•2011-B-40 号地块	住宅	苏州	12.07	18.10	18.10	18.10	100%	18.10	18.10
沈阳•沈北 2011-049 号地块	住宅, 商业	沈阳	17.285	34.57	34.57	34.57	95%	32.8415	32.8415
京内合计				630	516	465	97%	615	454
京外合计				1162	1079	1079	88%	1029	952
全国合计				1791	1595	1544	91%	1644	1406

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

4.1. 京内项目, 资源稀缺、盈利能力强

公司是京内最大地主, 未结面积达到了 454 万平米。大股东首开集团通过 08 年的定向增发向上市公司注入了大量的优质土地储备。其中尤其是位于朝阳区和丰台区的如首开铂郡、国风上观等部分项目, 区位优势明显、资源稀缺, 具有不可复制性。由于历史原因, 这些地块拿地成本极低, 结算毛利超过 55%, 盈利能力极强。

表 2: 京内项目储备丰富, 08 年定增注入大量优质项目

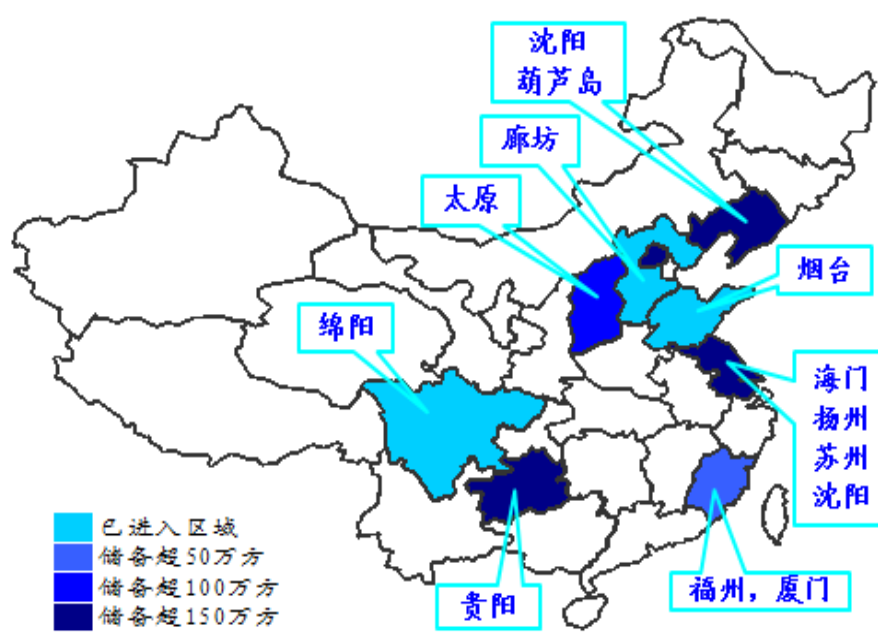
城市区块	所处区域	区位	项目
城市功能拓展区	朝阳区	二环至三环	首开铂郡 (注入)、华侨村二期 (注入)
		四环至五环	国风上观 (注入)、知语城 (注入)
		五环至六环	常青藤、常营二期经适房 A 段 (经适房)
	丰台区	二环至三环 三环至四环 四环至五环	紫芳园四、五、六区 (注入) 石榴派 小屯馨城 (两限房)
城市发展新区	昌平区	五环至六环	智慧社、国风美唐、回龙观 F05 区 (注入)、回龙观 F01、回龙观 F03 东-1、东-2 (注入)
	大兴区	五环至六环 六环外	大兴康庄限价房三期 (两限房) 大兴榆堡项目 (注入)
	房山区	五环至六环	房山长阳 2、3 号地、熙悦山、房山良乡高教园项目
	顺义区	五环至六环 六环外	首开苏活 顺义英各庄一期 (保障房)
	通州区	五环至六环 六环外	通州区马驹桥地块 通州于家务 A 地块、通州于家务 C 地块

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

4.2. 加大京外拿地力度, 优化资源配置结构

整体上市完成后, 公司明显加快了京外拿地步伐。目前除了北京, 公司在苏州、扬州、沈阳、廊坊等全国 12 个城市有项目分布, 而近三年来公司在东北, 华东, 华北, 西南都有获取地块, 不考虑权益, 近三年公司京外拿地金额占比达 57%, 面积占比达 78%, 全国化意图明显。

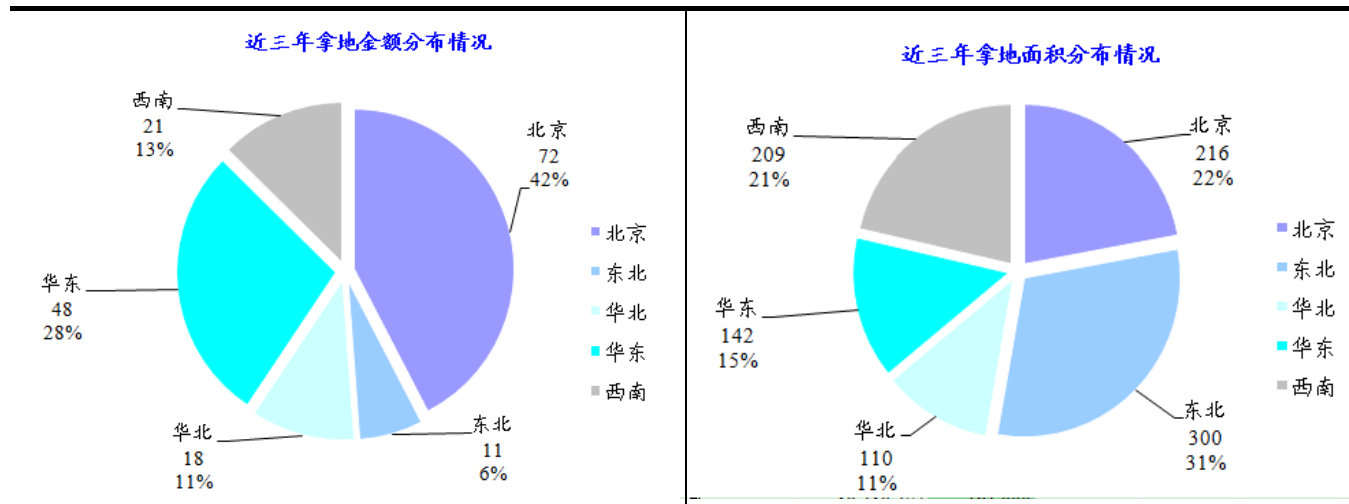
图 1: 公司目前在江苏, 辽宁、贵州等省份都有超过 150 万方的储备



数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究估算

图 2: 近三年京外拿地金额占比达 58% (单位: 亿元)

图 3: 近三年京外拿地面积占比达 78% (单位: 万平米)



数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

4.3. 拿地优势明显, 真实受益保障房建设

公司是北京市国资委直属的唯一地产公司, 地价下行和招挂拿地情况下具有拿地优势。同时公司真实受益保障房建设, 目前公司所有保障房项目均位于京内, 权益建面约为 148 万方 (含非并表项目), 约占京内储备比例 29%。保障房项目虽然净利率不高平均只有 8% 左右, 但在调控形式日益严峻的大环境下, 参与保障房建设一方面可以在商品房销量和利润率双双遭受打压的情况下提供较为稳定的收入来源并提高市场份额, 另一方面还可以在房地产资金来源日益枯竭的情况下拓宽融资渠道。

表 3: 公司可出售型保障房部分项目的相关统计, 大部分项目净利率在 8% 左右

(单位: 亿元)

项目名称	性质	总建筑面积		预计总投资	预计净利率	销售价格	开工日期	竣工日期
		保障房	商品房或其他					
小屯馨城	两限房	19.37	0.8	16.12	8.85%	限价房: 7300 经适房: 3700 廉租房: 4500 商业 1.35 万	2010/3/1	最早 2011-12-31 竣工 最晚 2013-12-31 竣工
大兴康庄	两限房	25.12	4.78	17.85	8.50%	住宅: 6500 商业 1.5 万	2010/10/20	2012/12/31
常营经济适用房 A 标段	经济适用房	15.54	4.96	9.82	2.24%	经适房: 4320 办公: 1.5 万	2008/3/1	2010/11/30
通州马驹桥配建回迁房	回迁房	8.85	20.8	23.78	11.04%	商品房: 1.52, 回迁房: 3500	2011/4/1	最早 2013-12-31 竣工 最晚 2014-5-31 竣工
英各庄一期	三定三限	55.13	2.5	18.73	8.02%	安置房: 5138, 商业 6587	-	-

数据来源: 国泰君安房地产研究

5. 商业地产板块: 引入战略投资者, 整合商业资源

公司欲以旗下京华房地产公司为平台全力打造商业地产板块。公司引入战略投资者洋浦强辉和中信资本, 融资 4.08 亿元以旗下京华公司为平台全力打造旗下商业地产板块。公司目前的土地储备虽然大多为住宅用地, 但这些住宅用地仍然带有相当比例的商业配套资源, 再加上公司本来持有的一些酒店和写字楼, 先整合这些商业地产资源将是新的京华公司的最主要任务。

表 4: 公司主要商业地产资源一览

项目名称	业态	地址	营业面积	客房套数/出租套数
北京发展大厦	写字楼	北京市朝阳区东三环北路	建筑面积: 5.5 万平米	——
华宝大厦	写字楼	北京市西三环莲花桥西南角	建筑面积: 5.1 万平米	——
北京宝辰饭店	酒店	北京市东城区建国门内大街甲 18 号	建筑面积: 3.4 万平米	308
三亚度假村	酒店	海南三亚亚龙湾国家旅游度假区	建筑面积: 7.5 万平米	61
丽亭华苑	酒店	北京海淀区知春路 25 号	建筑面积: 3.3 万平米	394
苏州宝岛花园酒店	酒店	苏州太湖国家旅游度假区长沙村	建筑面积: 2.1 万平米	130
复兴商业城	商场	北京市西城区复兴门外大街 8 号楼	营业面积: 1.2 万平米	——
辉盛庭国际公寓	酒店式公寓	深圳市福田区深南大道景田片区	公寓: 1.4 万平米 写字楼: 0.4 万平米	165
京华公寓(底商)	商业出租	北京市朝阳区建国门外大街 24 号	建筑面积: 0.93 万平米	——
联宝公寓	住宅/商业出租	北京市朝阳区幸福一村西里 7 号楼	住宅: 1.5 万平米 商业: 0.2 万平米	67

数据来源: 国泰君安房地产研究

京华房产有限公司成立于 1985 年 7 月, 拥有大量的经营物业, 包括酒店、写字楼、商场以及酒店式公寓等; 洋浦强辉成立于 2011 年 10 月, 注册资本 1000 万元, 经营范围主要为房地产项目投资、物业中介服务等; 中信资本成立于 2011 年 4 月, 主要从事对未上市企业的投资, 对上市公司非公开发行股票的投资及相关咨询服务。

(1) 2009 年前, 公司一度收缩商业地产业务。公司在 2008 年相继转让望京 B15 商业地块项目和复兴门内大街 4-2# 写字楼项目, 通过收缩商业地产领域投入来回笼资金, 进而加大公司住宅开发项目的投入。

(2) 2010 年, 公司设立商业地产管理部。公司此举意欲整合旗下商业地产资源, 重新打造商业地产业务, 为公司在 2011 年全面启动商业地产业务创造了条件。

(3) 2011 年 7 月和 11 月, 两次调整京华公司股权结构。公司先是于 2011 年 7 月调整了京华公司持股的北京联宝房地产公司的股权结构, 调整后京华公司不再持有北京联宝的股权; 然后再于 2011 年 11 月以 8300 万的价格受让公司控股子公司香港皓年持有的 30% 的京华公司的股份, 自此公司持有京华公司 100% 的股权。

(4) 2011 年 12 月 16 日，引入战略投资者增资京华公司，全力打造商业地产板块。首开股份、洋浦强辉和中信资本分别以现金对京华公司增资 1.19 亿元、2.04 亿元和 2.04 亿元，增资完成后分别持股 49%、25.5% 和 25.5%。通过此次股权调整，公司一方面通过出售部分股权在目前融资环境紧张的大环境下获得了大量的股权资本投入；另外一方面新的京华公司可以凭借其目前较为充沛的资金全力整合首开所持有的商业地产资源。

6. 销售情况：定价合理，跑赢大市，业绩锁定性良好

京内项目仍是公司目前盈利的主要来源。目前京内有大量项目进入结算季，包括璞缇、铂郡、国风上观、苏活、常青藤等。由于这些结算项目有相当部分为首开集团 08 年注入的地块，获取成本较低，部分项目毛利率超过 50%。

京内调控严格，但公司销售状况仍然相对良好，京外项目逐渐成熟。根据合理推算，我们预计截至目前公司并表部分已完成约 120 亿销售额，加上非并表的首城国际等合计约 150 亿。北京政策严控，市场环境较差，但公司销售策略积极，定价合理。另外随着公司京外项目的逐渐成熟，将有效的分散公司可售项目集中于北京的销售风险。

公司业绩锁定性强。截止三季度末公司预收账款为 139 亿元，已锁定 2011 年全年和 2012 年业绩的 60%，公司业绩保障性较强。而截至目前的销售额，我们测算已锁定 11 年全年和 12 年业绩的 80%。

7. 市场心理面：人寿减持公告影响不大

公司于 2011 年 10 月 13 日发布股东减持公告，中国人寿在 2010 年 7 月 20 日至 2011 年 10 月 11 日间将持有的 10.44% 的首开股份减持至 5.23%，减持股数达到 7785 万股（已考虑股本变化），公告发出后市场反应较为强烈，但预计人寿进一步减持的动力并不大。

第一，从减持节奏上考虑人寿下半年减持量并不大。人寿减持股份时机大多选择于 2010 年下半年和 2011 年上半年，分别减持了接近 5000 万股和 2000 万股，2011 年下半年只减持了不到 1000 万股。

第二，从减持动机上考虑，首开股价低于持股成本降低减持动机。目前人寿的持股成本约为 10.5 元，仍高于首开目前价格，减持首开动力小。

8. 股价催化因素：期待第二期现金激励计划的推出

公司在近期内推出第二期现金激励计划的可能性较高。公司 2009-2010 年第一期现金激励计划已结束（满足净利润复合增速 40%），预计后续激励计划出台可能性较大，但未来增速由于行业性低迷将会适度下调。

表 5：首期现金激励计划（2009-2010 年）完成具体情况

启动指标		调节指标 1	调节指标 2
激励计划	净利润复合增速大于 40%	净资产收益率两年大于 10%	主营业务收入 (含非并表项目) 增长率大于 20%
实际完成	53.47%	13.93%	—

数据来源: 公司公告, 国泰君安房地产研究

9. 重估值 17.2 元, 2011、2012 EPS 1.10、1.36 元

私募债发行将明显改善资金状况。公司账面货币资金余额已从年初的 105.2 亿元下降到了三季度末的 57.36 亿元, 50 亿元私募债发行获批将缓解公司资金面压力逐步增大的情况, 预计通过未来保障房的销售回款将对首开整体业务的现金流改善明显。

财务相对安全。公司的资产负债率, 净负债率, 长期借款占总借款比重等财务指标安全性都有所下降。截止三季度末公司的资产负债率为 78.79%, 是金融危机以来的最高水平; 公司的偿债结构中长债降低, 公司的长期借款为 126 亿元, 占总借款比重为 57.25%, 较年初下降了 4.7 个百分点, 该比重同样创金融危机以来的新低。不过公司扣除预售账款后的真实资产负债率水平为 52.42%, 仍处于一个较为安全的水平。

公司 11-13 年 EPS 为 1.10 元、1.36 元、1.66 元, NAV 为 17.2 元, 相对市价折价达到 47%, 在一线地产股中估值相对有优势, 12 年 PE6.7 倍。受益保障房建设, 公司融资优势明显, 50 亿私募债发行获批, 全国布局已稳步推进, 长期发展潜力大, 商业地产有望成为公司盈利新的增长点, 股价低估且具有安全边际, 维持增持建议。

表 6: 受去年土地出让收入导致基数较高以及结算不均价影响, 2011 年前三季业绩大幅下降

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	2010Q3	2011Q3
主营业务收入增长率	56.7%	-19.5%	-11.1%	49.5%	67.0%	-52.8%
净利润增长率	89.4%	79.9%	63.2%	44.3%	159.8%	-68.9%
经常性净利润增长率	79.5%	75.6%	-13.5%	111.5%	147.7%	-122.0%
毛利率	28.8%	33.7%	35.2%	47.0%	56.0%	53.4%
ROE	1.4%	2.6%	2.8%	3.1%	2.6%	0.6%
三项费用率	10.9%	16.0%	18.1%	17.6%	15.3%	46.6%
净利率	4.4%	9.8%	17.9%	17.3%	23.8%	15.7%
存货周转率	0.41	0.29	0.23	0.20	0.09	0.03

数据来源: 公司公告、国泰君安房地产研究

表 7: 财务安全, 真实负债率 52%, 私募债发行将在未来进一步改善公司资产负债表的状况 (单位: 百万元)

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	2010Q3	2011Q3
现金	3118	2801	11969	10520	12720	5736
每股经营性净现金流	1.07	0.73	1.00	-3.89	-2.65	-4.48
预售房款	4356	3632	5227	7452	7544	13865
银行借款	10550	10001	13779	18721	18414	21979
长期借款/总借款	38.11%	50.62%	68.60%	61.93%	83.82%	57.25%
银行借款/负债	55.90%	55.06%	58.88%	58.61%	59.78%	53.07%
速动比率	0.39	0.35	0.98	0.65	0.92	0.35

资产负债率	82.75%	81.99%	70.69%	74.73%	74.52%	78.79%
真实资产负债率	63.65%	65.59%	54.90%	57.29%	56.27%	52.42%
净负债率	205.77%	195.18%	19.39%	78.30%	55.94%	153.81%

数据来源：公司公告、国泰君安房地产研究

作者简介:

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

孙建平:

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

林鸽（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111090079

电话: 010-59312742

邮箱: linge@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		