



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月22日

房地产

研究部

白宏伟

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

推荐

首开股份(600376.CH)

一季度业绩大幅上升

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	7,255	5,840	5,194	8,166	10,007
(+/-)	57%	-20%	-11%	57%	23%
营业利润	550	731	510	1,339	1,752
(+/-)	100%	33%	-30%	162%	31%
净利润	317	571	932	1,152	1,491
(+/-)	90%	80%	63%	24%	29%
每股盈利(元)	0.28	0.50	0.81	1.00	1.30
(+/-)	90%	80%	63%	24%	29%
市盈率	60.6	33.7	20.6	16.7	12.9
市净率	4.9	4.8	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	54.2	40.7	25.5	14.3	10.4
净资产收益率	8.8%	15.5%	10.0%	11.1%	12.7%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%

股票信息

	A股
当前股价	人民币16.71
股票代码	600376.CH
日成交量(百万股)	5.95
52周最高价/最低价	人民币28.2/13.1
发行股数(百万股)	1,150
其中:流通股(百万股)	180
总市值(百万元)	19,212
主要股东(持股比例)	北京首都开发控股(集团)有限公司(47.84%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600376.CH	-13.64	-16.16	-13.19	-15.09
[market index]	-0.72	-0.01	-0.84	-2.76
[sector index]	-5.16	-13.49	-12.24	-16.31

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010年1季度每股收益0.396元

首开股份今日公布2010年1季报,公司录得主营业务收入19.75亿元,同比上升381.1%;实现净利润4.55亿元,同比提升496.5%,合每股收益0.396元。

正面:

- **1季度结算收入大幅增长:** 主要由于望京B15地块转让项目和国风上观等项目结算,使得公司报告期内可结算资源大幅增加。
- **三项费用控制较好:** 报告期内公司三项费用为1.66亿元,仅比去年同期增加0.11亿元,三项费用率由37.8%下降至8.4%。
- **公司资金改善情况明显:** 期末在手现金增加26%至151亿元,经营活动现金流由负转正,较去年同期增长707%,主要是由于良好的销售情况使得销售商品收到的现金同比增长121%以及公司参与土地竞拍支付的保证金退回使得其他经营活动现金同比增长1560%。

负面:

- **毛利率同比下降15.1个百分点至41.1%:** 报告期内主营业务税金及附加同比增长785%,主营业务成本同比上升506%,均超过营业收入增幅。

发展趋势:

公司资金状况改善明显,资产负债表具有较大扩张空间,往后看,随着公司逐步增大京外项目土地储备,公司未来盈利结构将逐步转向“京外项目得周转,北京项目获利润”模式。但短期内,公司向上空间可能因一线城市房地产调控政策密集出台而受到抑制。

维持2010/11年盈利预测、维持“推荐”

我们预计公司2010年将依然维持良好的销售表现,维持对公司2010/11年盈利预测为每股1.00元及1.30元。目前公司股份分别对应2010/11年市盈率16.7倍和12.9倍,较2010年NAV折价39%,我们看好公司在中长期受益于北京市场向好,京外稳步扩张的发展趋势,依然维持“推荐”评级。

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我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。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 1: 2010 年 1 季度业绩比较

(百万元)				YoY data			1Q10 中金评论
	1Q09	1Q10	YoY%	2008	2009	YoY%	
主营业务收入	410	1,975	381.1%	5,840	5,194	-11.1%	望京B15地块转让项目和国凤上观等项目结算使得可结算资源大幅增加。
主营业务成本	(152)	(923)	505.5%	(3,874)	(3,363)	-13.2%	
税金及附加	(27)	(241)	784.9%	(214)	(443)		
主营业务利润	231	811	251.3%	1,752	1,387	-20.8%	
毛利率	56.2%	41.1%		30.0%	26.7%	-3.3%	毛利率下降源于主营业务税金及成本上升
资产减值损失	18	0		(89)	66		
营业费用	(32)	(25)	-20.1%	(225)	(170)	-24.5%	
管理费用	(66)	(75)	13.6%	(373)	(407)	9.3%	
财务费用	(57)	(66)	15.0%	(335)	(365)	9.0%	
三项费用率	37.8%	8.4%		16.0%	18.1%		三项费用控制良好
营业利润	94	645	586.3%	731	510	-30.2%	
营业利润率	22.9%	32.7%		12.5%	9.8%		
投资收益	(2)	(0)		53	671		
营业外收入	0	0		44	2		
营业外支出	(3)	(4)		(7)	(11)		
税前利润	90	641	614.0%	821	1,173	42.8%	
税前利润率	21.9%	32.4%		14.1%	22.6%		
所得税	(23)	(189)	738.1%	(248)	(267)	7.8%	
有效税率	25.1%	29.5%		30.2%	22.8%		
少数股东权益	9	3	-68.0%	(3)	26	-1011.7%	
归属母公司净利润	76	455	496.5%	571	932	63.2%	
净利润率	18.6%	23.0%		9.8%	17.9%		
摊薄每股盈利(元)	0.066	0.396	496.5%	0.50	0.81	63.2%	业绩大幅上升源自销售强劲

财务指标						
(%)	2009	1Q10	Ppt	2008	2009	Ppt
资产负债率	70.7%	72.4%	1.8	82.0%	70.7%	-11.3
净负债率	18.7%	15.0%	-3.6	180.4%	18.7%	-161.8
银行贷款占负债比率	58.9%	62.4%	3.5	55.1%	58.9%	3.8
(%)	1Q09	1Q10	Ppt	2008	2009	Ppt
主营业务利润率	26.7%	41.1%	14.4	30.0%	26.7%	-3.3
净利润率	18.6%	23.0%	4.5	9.8%	17.9%	8.2
(百万元)	2009	1Q10	YoY%	2008	2009	YoY%
货币资金	11,969	15,124	26%	2,801	11,969	327%
预收房款	5,227	5,108	-2%	3,632	5,227	44%
经营活动现金流	(39)	239	707%	1,088	1,499	38%

经营活动现金流由负转正，主要源于销售商品收到的现金以及公司参与土地竞拍支付的保证金退回使得其他经营活动现金大幅增长

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

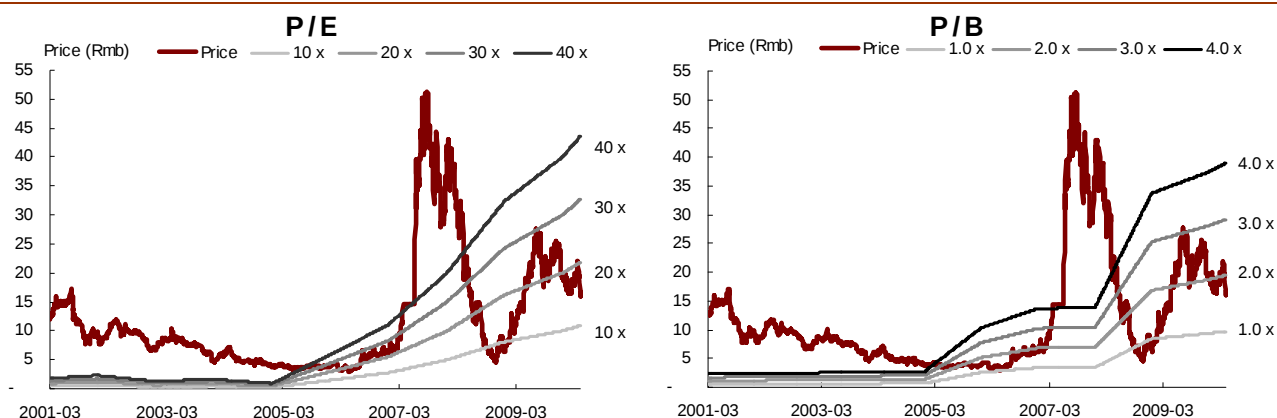
截至12月31日	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	824	458	4,629	7,255	5,840	5,194	8,166	10,007
主营业务成本	604	349	3,171	5,166	3,874	3,363	4,947	6,043
营业税金及附加	48	28	447	717	214	443	653	781
主营业务利润	172	81	1,012	1,371	1,752	1,387	2,565	3,183
营业费用	80	14	245	210	225	170	457	402
管理费用	18	30	276	374	373	407	545	685
财务费用	(4)	(1)	200	210	335	365	209	263
营业利润	77	38	274	550	731	510	1,339	1,752
税前利润	76	36	285	625	821	1,173	1,576	2,044
净利润	47	26	167	317	571	932	1,152	1,491
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	278	633	3,867	2,864	1,964	721	793	872
存货	964	1,565	11,912	13,104	13,948	15,861	16,649	26,712
货币资金	617	302	2,342	3,118	2,801	11,969	10,617	1,985
固定资产	7	10	973	988	987	959	925	890
应付款项	468	585	6,832	7,388	6,976	7,738	7,971	8,210
短期借款	380	580	4,939	3,392	1,230	610	1,110	1,610
股东权益	740	747	2,698	3,612	3,689	9,335	10,371	11,748
总资产	1,991	2,803	21,672	22,806	22,154	33,103	32,674	34,250
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	(221)	(849)	(2,076)	1,594	1,088	1,499	924	(7,930)
投资活动现金流	(1)	(159)	324	85	(180)	(237)	123	176
筹资活动现金流	549	693	1,546	(836)	(1,304)	7,979	(2,400)	(877)
现金及现金等价物净增加额	328	(315)	(208)	839	(397)	9,242	(1,352)	(8,632)
期初现金及现金等价物余额	290	617	2,475	2,267	3,106	2,710	11,951	10,599
期末现金及现金等价物余额	617	302	2,267	3,106	2,710	11,951	10,599	1,967
财务指标								
毛利率	20.9%	17.7%	21.9%	18.9%	30.0%	26.7%	31.4%	31.8%
股息收益率	37.0%	33.5%	7.8%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
资产收益率	2.4%	0.9%	0.8%	1.4%	2.6%	2.8%	3.5%	4.4%
净资产收益率	6.3%	3.5%	6.2%	8.8%	15.5%	10.0%	11.1%	12.7%
净现金/股东权益	-4.9%	130.5%	295.9%	189.0%	180.4%	18.7%	10.8%	-0.3%
每股净资产	0.66	0.68	2.59	3.42	3.47	8.44	9.37	10.60

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

公司名称		代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR		市盈率				市净率				每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
				10-4-21		10-4-21	08A	09A	10E	11E	09-11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A			
A股																											
侧重开发:																											
万科A	000002	推荐	8.1	n.a.	87.8	0.37	0.48	0.67	0.83	31%		22.1	16.7	12.1	9.8	2.8	2.4	2.0	1.7	10.6	11.6	-24%	-30%	67%	30.6		
金地集团	600383	推荐	11.5	n.a.	28.6	0.34	0.72	0.96	1.25	32%		34.0	16.1	11.9	9.2	3.1	1.9	1.7	1.4	15.8	17.8	-27%	-35%	70%	15.5		
金融街	000402	推荐	9.3	n.a.	23.1	0.42	0.55	0.66	0.79	20%		22.2	16.9	14.1	11.8	1.6	1.5	1.3	1.2	15.4	16.2	-40%	-43%	46%	6.9		
首开股份	600376	推荐	16.7	n.a.	19.2	0.50	0.81	1.00	1.30	27%		33.7	20.6	16.7	12.9	4.8	2.0	1.8	1.6	24.0	27.3	-31%	-39%	82%	12.0		
保利地产	600048	审慎推荐	17.0	n.a.	59.8	0.64	1.00	1.25	1.40	18%		26.7	17.0	13.6	12.1	4.2	2.4	2.0	1.7	21.9	22.5	-22%	-25%	71%	29.0		
冠城大通	600067	审慎推荐	9.5	n.a.	5.8	0.28	0.46	1.09	1.41	74%		33.4	20.5	8.7	6.7	3.4	2.8	2.2	1.7	15.1	16.4	-37%	-42%	77%	2.2		
华发股份	600325	审慎推荐	13.2	n.a.	10.8	0.80	0.83	1.04	1.14	17%		16.6	15.9	12.7	11.6	2.4	2.1	1.8	1.6	21.5	23.3	-38%	-43%	64%	7.0		
北京城建	600266	审慎推荐	14.6	n.a.	10.8	0.44	1.15	1.12	1.05	-4%		33.1	12.7	13.0	13.9	3.0	2.2	1.8	1.6	19.0	20.4	-23%	-29%	66%	3.4		
荣盛发展	002146	审慎推荐	15.8	n.a.	14.1	0.41	0.68	1.08	1.41	44%		38.1	23.2	14.6	11.2	6.7	3.7	3.0	2.4	12.4	16.0	27%	-1%	68%	9.3		
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.9	n.a.	6.2	0.18	0.21	0.33	0.42	41%		33.1	27.9	18.2	14.0	2.4	2.3	2.0	1.8	7.2	7.9	-18%	-25%	58%	2.2		
中华企业	600675	中性	8.7	n.a.	9.5	0.43	0.58	0.53	0.66	6%		20.5	14.9	16.5	13.3	2.9	2.6	2.2	1.9	11.9	13.1	-26%	-33%	64%	2.4		
阳光股份	000608	中性	8.2	n.a.	4.4	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%		154.7	16.4	14.2	18.0	2.5	2.2	1.9	1.7	10.0	10.6	-18%	-23%	63%	2.4		
亿城股份	000616	中性	6.1	n.a.	5.5	0.30	0.32	0.38	0.48	22%		20.3	18.8	16.0	12.7	2.2	2.0	1.8	1.5	5.8	6.2	5%	-2%	50%	1.4		
大龙地产	600159	中性	12.2	n.a.	5.1	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,143.9	14.9	12.7	9.3	4.1	3.2	2.6	2.0	12.9	14.7	-6%	-17%	61%	9.4			
平均值										26%		28.0	18.1	14.0	11.8	3.2	2.3	2.0	1.7			-21%	-28%	64%			
中间值										27%		29.9	16.9	14.1	11.8	2.9	2.2	1.9	1.7			-24%	-30%	64%			
开发和持有:																											
浦东金桥	600639	推荐	11.8	n.a.	8.6	0.33	0.43	0.46	0.54	12%		35.8	27.6	25.5	22.0	3.2	3.0	2.7	2.4	15.6	17.3	-25%	-32%	43%	2.2		
陆家嘴	600663	中性	20.6	n.a.	33.8	0.47	0.61	0.62	0.65	3%		43.7	34.0	33.4	32.0	4.6	4.1	3.6	3.2	18.4	18.8	12%	10%	47%	3.6		
中国国贸	600007	中性	10.0	n.a.	10.1	0.35	0.29	0.16	0.36	12%		28.5	34.9	63.2	28.0	2.4	2.3	2.2	2.1	10.9	10.9	-8%	-8%	48%	0.5		
平均值										9%		36.0	32.1	40.7	27.3	3.4	3.1	2.8	2.6			-7%	-10%	46%			
中间值										12%		35.8	34.0	33.4	28.0	3.2	3.0	2.7	2.4			-8%	-8%	47%			
B股				(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)						
万科B	200002	推荐	8.2	16.1	102.1	0.43	0.55	0.78	1.01	35%		19.2	14.9	10.5	8.1	2.4	2.1	1.9	1.6	12.0	13.4	-32%	-39%	67%	30.6		
金桥B	900911	推荐	7.4	14.1	10.0	0.38	0.48	0.53	0.65	16%		19.3	15.2	13.8	11.3	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-58%	-63%	43%	2.2		
陆家B	900932	推荐	13.3	17.5	39.4	0.55	0.69	0.72	0.79	7%		24.3	19.4	18.5	16.9	2.5	2.3	2.1	1.9	20.9	21.8	-36%	-39%	47%	3.6		
平均值										24%		20.1	15.8	13.3	10.9	2.0	1.9	1.7	1.5			-45%	-50%	53%			
中间值										26%		19.2	15.0	12.2	9.7	2.1	1.9	1.7	1.5			-44%	-49%	52%			
H股				(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)						
中国海外	688	推荐	15.2	22.8	124.5	0.49	0.79	1.03	1.33	30%		31.3	19.2	14.9	11.5	3.7	3.0	2.5	2.1	17.3	19.0	-12%	-20%	62%	30.6		
华润置地	1109	推荐	14.7	22.0	74.2	0.33	0.53	0.78	1.16	48%		45.0	27.7	19.0	12.7	2.4	2.0	1.7	1.5	18.4	20.0	-20%	-26%	55%	22.2		
首创置业	2868	推荐	2.6	5.0	5.3	0.22	0.30	0.39	0.55	35%		11.9	8.7	6.6	4.7	1.1	1.0	0.9	0.8	6.9	7.1	-62%	-63%	68%	8.6		
绿城中国	3900	中性	8.7	10.1	14.4	0.51	0.54	0.66	0.88	28%		16.9	16.1	13.1	9.9	1.5	1.3	1.2	1.1	21.2	23.9	-59%	-64%	76%	28.6		
远洋地产	3377	审慎推荐	6.3	7.7	35.3	0.27	0.21	0.29	0.42	41%		23.5	29.6	21.7	15.0	1.8	1.3	1.2	1.1	9.6	10.4	-35%	-40%	59%	14.0		
方兴地产	817	推荐	2.3	3.1	21.3	0.09	0.11	0.13	0.16	19%		25.8	20.4	17.4	14.4	1.9	1.3	1.2	1.1	3.9	4.2	-41%	-44%	60%	2.2		
深控股	604	中性	2.5	3.9	9.0	0.19	0.22	0.28	0.38	33%		13.5	11.7	9.0	6.7	0.8	0.7	0.7	0.7	5.6	6.5	-55%	-61%	58%	22.5		
雅居乐	3383	推荐	8.8	14.7	31.1	0.42	0.60	0.86	1.18	41%		20.8	14.7	10.2	7.4	2.1	1.9	1.7	1.4	14.6	16.3	-40%	-46%	61%	28.7		
龙湖地产	960	推荐	7.8	10.3	39.9	0.05	0.34	0.51	0.78	53%		144.4	23.1	15.3	9.9	11.0	2.9	2.4	1.9	8.8	10.3	-12%	-25%	88%	26.1		
恒盛地产	845	推荐	2.8	4.3	21.8	0.09	0.21	0.33	0.45	46%		30.2	13.3	8.5	6.2	20.4	1.7	1.4	1.1	4.7	5.4	-41%	-48%	93%	16.9		
富力地产	2777	中性	11.2	15.2	36.0	0.73	0.79	1.19	1.67	46%		15.3	14.2	9.4	6.7	2.1	1.9	1.6	1.3	18.1	19.0	-38%	-41%	73%	31.8		
世茂地产	813	中性	12.3	17.3	43.4	0.36	0.77	1.00	1.34	32%		34.0	15.8	12.3	9.1	2.0	1.6	1.5	1.2	17.4	19.2	-30%	-36%	59%	30.4		
碧桂园	2007	中性	2.5	3.2	40.8	0.10	0.14	0.16	0.22	23%		25.5	17.3	15.7	11.4	1.8	1.7	1.6	1.4	3.6	4.3	-32%	-42%	61%	45.2		
瑞安地产	272	中性	3.7	4.9	18.6	0.35	0.51	0.31	0.40	-12%		10.6	7.2	11.8	9.3	0.9	0.8	0.7	0.6	6.6	7.1	-44%	-48%	49%	13.1		
恒大地产	3333	无评级	3.3	3.6	48.9	0.01	0.03	0.32	0.38	246%		287.1	102.9	10.2	8.6	7.9	3.6	2.6	1.9	3.0	4.0	7%	-19%	80%	50.5		
宝龙地产	1238	无评级	2.4	3.8	10.0	0.09	0.26	0.36	0.40	23%		26.0	9.3	6.8	6.1	4.3	1.7	1.3	1.1	5.0	5.4	-51%	-55%	76%	7.6		
平均值										32%		31.6	16.5	12.6	9.3	4.1	1.8	1.5	1.3			-31%	-40%	67%			
中间值										33%		25.5	15.8	12.0	9.2	2.0	1.7	1.4	1.2			-35%	-41%	61%			

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博咨询, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。