

2010 年 11 月 17 日

首开股份

京内储备丰富，估值优势突出

A
买入

600376.SS - 人民币 14.52

目标价格: 人民币 21.29

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 8519

Shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(26.2)	(23.9)	(17.1)	(42.6)
相对新华富时	(5.2)	(14.8)	(20.1)	(20.3)
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,150
流通股(%)	45
流通股市值(人民币 百万)	7,552
3 个月日均交易额(人民币 百万)	294
净现金(人民币 百万)(2010E)	53
2010 年末 NAV	26.61
主要股东(%)	
北京首都开发控股有限公司	47.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

首开股份是北京地产国企中的龙头公司，直属于市国资委。公司涉足商品房开发和保障房建设，京内土地储备丰富，并已启动全国性扩张战略。今年以来公司销售强劲，我们预计未来两年可供销售资源仍将保持可观增长。首开股份质地优秀，NAV 估值优势突出，首次覆盖给予买入评级，按 2010 年末每股 NAV 26.61 元的 20% 的折价将目标价格定为 21.29 元。

支撑评级的要点

- 首开股份是北京的老牌国有地产公司，涉足商品房和保障房建设，并逐渐将商业地产作为新的经营重点。
- 首开是北京的最大地主，京内权益土地储备达 444 万方，且未来两年多项目进入预售期，可售资源十分丰富；公司在京内以招标模式拿地优势突出，今年新增储备质优价廉。
- 公司“立足北京、辐射全国”布局初成；京内项目成为公司高毛利率的基础，京外项目则更倾向快速周转。今年前 10 个月，北京内外项目销售形成互补，合计签约销售额 97 亿元，9 月末 75.4 亿元预收帐款已锁定了 2010-11 年预测收入的 100% 和 48%。
- 公司财务和投资决策稳健，安全边际较高。三季度末手持现金充裕，为其逆周期扩张打下了基础。

评级面临的主要风险

- 区域市场调整风险；调控政策继续加码的风险。

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2009-12 年的净利润复合增长率为 36%。我们测算 2010 年末公司每股 NAV 为 26.61 元，按 20% 的折价将公司未来 6 个月的目标价定为 21.29 元，相当于 2010 年末 17.0 倍和 2011 年末 13.1 倍市盈率，给予买入的投资评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	5,840	5,194	6,536	9,932	13,227
变动(%)		(11)	26	52	33
净利润(人民币 百万)	573	931	1,442	1,873	2,350
全面摊薄每股收益(人民币)	0.498	0.809	1.254	1.629	2.044
变动(%)		62.5	55.0	29.8	25.5
市盈率(倍)	29.1	17.9	11.6	8.9	7.1
每股现金流量(人民币)	1.34	1.53	(4.14)	(0.92)	0.63
价格/每股现金流量(倍)	10.8	9.5	(3.5)	(15.8)	23.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.2	18.9	9.9	8.4	6.6
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.100	0.130	0.164
股息率(%)	0.0	0.7	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

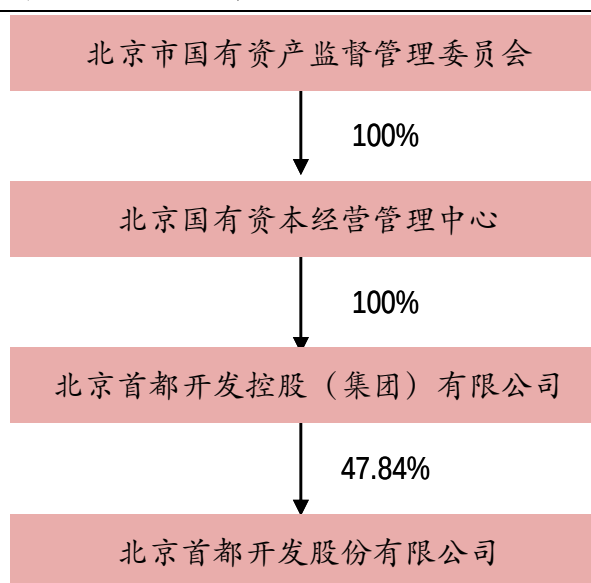
公司概况.....	3
以北京为核心、全国性布局初成.....	5
风格稳健，财务安全边际高.....	13
业绩预测及估值.....	16
风险因素.....	20
附录、行业估值表	21
研究报告中所提及的有关上市公司	23

公司概况

股东背景和管理机制

首开股份第一大股东为北京首都开发控股(集团)有限公司,实际控制人为北京市国资委。首开股份北京地产国企老牌龙头,也是北京市国资直属的上市地产公司。

图表 2.首开股份股权结构图



资料来源: 公司资料

业务模式

商品房与保障房相得益彰

公司住宅产品主要分成两大类: 商品住房和保障性住房。

商品房方面, 公司对目标客户群进行细分, 形成了满足两档不同层次需求的产品系列。第一类是面向普通消费者的高性价比普通住宅产品, 采取合理定价、快速周转为主导的盈利模式, 京外项目大多定位此类产品; 第二类是在优质土地资源上开发的高端产品, 其特点在于追求高附加值提供的高溢价, 北京的首开璞瑅、首开铂郡以及国奥村即是典型代表作。

保障性住房开发是公司在北京市场开发业务的一大特色。自天鸿宝业算起, 公司在京的保障性住房累计开发面积已达 800 万平方米以上, 目前包括经济适用房、双限房及少量回迁房在内的可售面积约 90 万平方米左右。

经济适用房和双限房项目虽然利润空间远小于商品房，但是由于资金占用量小，同时如果配套商业面积，或捆绑出让商品房用地也能获得不菲的收益。因此，公司未来仍将视情况参与保障房业务。对保障房开发做出的突出贡献也增添了公司在土地招拍挂市场上的拿地优势。

商业地产渐露头角

另外，公司今年也适时提出“住宅+商业地产”综合发展战略，以期通过持有型物业稳定的现金流来抵御住宅开发类项目波动大的风险。公司目前持有型物业总体量达到了 30 万平方，物业类型包括复兴商业城、北京发展大厦等 6 个商办物业项目以及北京宝辰饭店、三亚天鸿度假村 2 家酒店，再加上大量零星住宅小区的配套商业，目前年租金收益 2.5 亿元左右。今后随着体量不断增加及开发模式的逐渐成熟，商业地产有望逐步为公司提供稳定的现金流贡献。

一级开发和土地出让的贡献将下降

作为国资背景的本土开发商，首开在通过土地一级开发带动二级开发进而实现一二级开发联动方面具有一定优势。首开股份的一级开发和土地转让业务历年以来都为公司提供了较为显著的利润贡献，2010 年上半年，望京地块商业金融地块的出让为公司获利 9.6 亿元，成为今年业绩大幅增长的重要贡献。随着 831 大限前获得的土地全部整理开发完毕，未来首开股份参与的一级开发业务利润空间将被压缩至 8% 左右的固定投资收益率，未来公司这块业务的主要定位将是为获取项目二级开发服务，因此我们预计土地一级开发的盈利贡献今后将急剧下降。

管理机制：重视激励的国有企业

作为一家国有企业，首开股份也难免人员偏多、管理效率不佳、费用率偏高等国有企业的痼疾。但是，公司近年来以完善激励与约束机制为核心，不断改进管理机制，建立起用人制度的激励导向机制，完善薪酬和激励的市场化转型，并在 09 年公司董事会审议通过了首期业绩激励计划。目前，首期业绩激励计划的条件已提前实现，下一期激励计划预计也将于今年末或明年提上日程，可能延续第一期累进提取及现金激励的模式，且激励范围有可能进一步扩大。首开的激励机制会使其管理层比其他国有企业在改善经营业绩上有更强的积极性。

以北京为核心、全国性布局初成

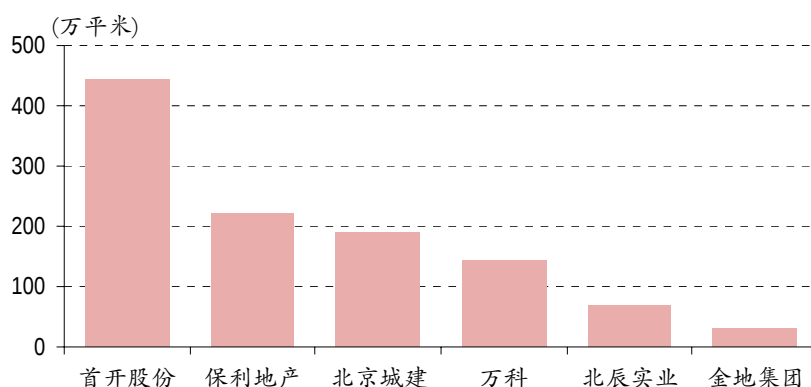
区域战略清晰

公司制定的区域发展战略非常清晰，即为以北京市场为核心发展区域，广泛布局全国具有发展潜力的二三线城市，充分利用自身的综合实力及品牌知名度，不断巩固和提升行业地位。

北京优势突出

作为北京地产国企老牌龙头，公司在北京拥有资源丰富，截至目前首开在北京拥有开发类项目未结算权益面积高达 440 多万平方，远高于一线地产商万科、保利和本土开发商北京城建、北辰实业等在北京的土地储备量，首开股份是京城名副其实的最大的地主。

图表 3. 首开京内可售资源丰富



资料来源：公司资料及中银国际研究

全国化野心初现

在充分利用国资背景优势及品牌知名度不断深耕北京本土市场的同时，公司近年尤其是 09 年以来加快了京外布局的扩张速度，至目前已进入环渤海、华东、中西部等区域的天津、烟台、海门、苏州、扬州、武汉、太原、厦门、沈阳、重庆、贵阳、绵阳等 12 个城市，初步形成了立足北京、辐射全国的合理布局。公司下一步除了继续在北京市场寻求扩张项目资源外，将重点在扬州、合肥、青岛等二线城市寻找好的拓展机会。

截至 10 月末，公司土地储备按照未结算建面计达到 1,301 万平米，按未结权益面积计达到 1,152 万平米。按未结权益面积计，公司京内、京外土地储备分别占到 38.6%和 61.4%；按资产价值计，京内、京外的土地储备分别占到 67.1%和 32.9%。

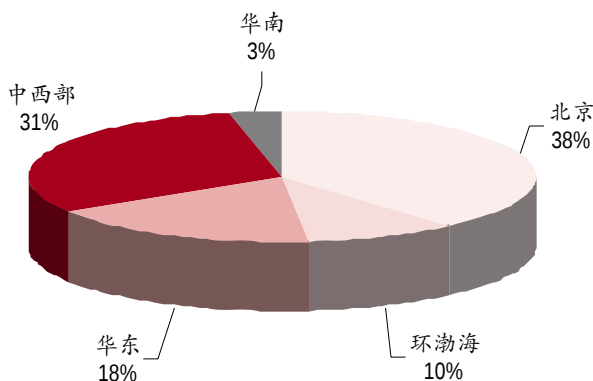
我们认为，京内丰富的项目资源可以提供由房价高溢价带来的高利润空间，而辐射全国则可以使公司充分享受到二三线城市化进程加快所带来的发展机遇，同时也会大大降低因区域过于集中产生风险。

图表 4.首开股份截至 10 月末土地储备统计（单位：万平米）

计量分类	建筑面积		可结面积	
	总建筑面积	按照权益计	总可结面积	按照权益计
合计	1553	1311	1301	1152
北京市场	668	556	493	444
京外市场	885	755	808	708

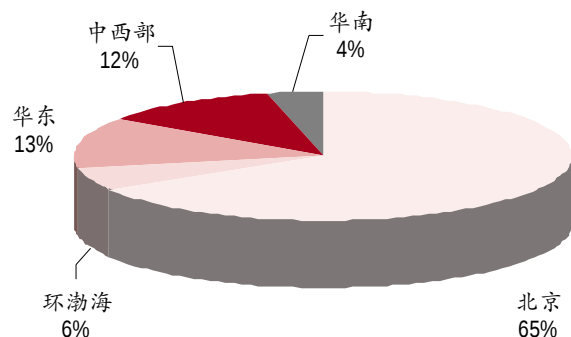
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.首开股份土地储备建筑面积区域分布



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.首开股份按资产价值计算的的土地储备区域分布



资料来源：公司数据，中银国际研究

北京市场分析

房价居高不下、政策频繁出击

北京近 2,000 万的常住人口，和仍在不断涌入的外来人口，为当地提供了充足的自住需求，再加上北京市场对全国富裕阶层和投资资金的吸引，市场成交活跃，房价居高不下，房价收入比达到 16 倍，高于同属一线城市的沪、广、深。

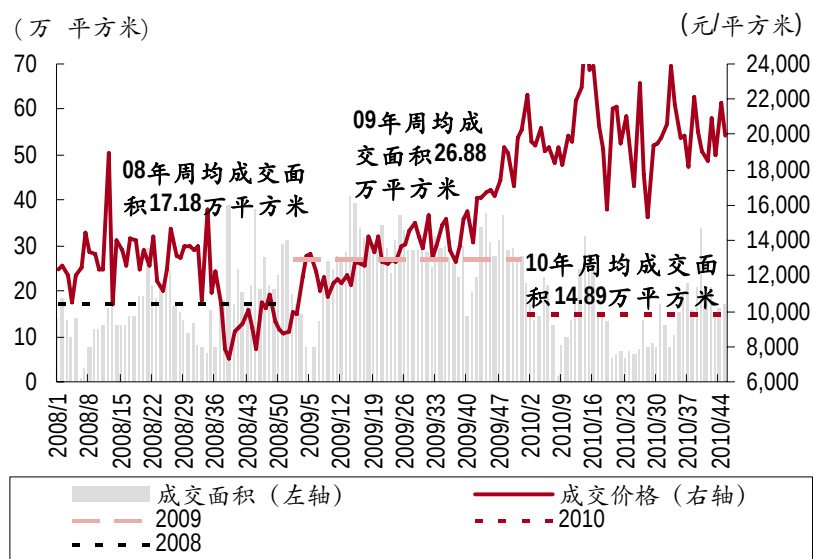
首都北京的房价走势受到普遍关注，被解读为中国房地产市场调控的风向标。在本轮调控中，北京市场首当其冲，成为 417 新政后最早出台执行细则和限购令的城市，10 月份北京再次出台商品房预售资金监管细则，对开发商的预售资金运用进行限制。监管的趋严将促使北京市场开发企业的分化，首开股份这类手持现金充足、融资渠道通畅的开发企业将在竞争中获得更多的比较优势。

住宅销售：成交缩量，价格坚挺

2010 年 1-10 月份，北京市场周均成交量 14.89 万平方米，较 09 年同期下降了 44.6%，显示北京市房地产市场交易量受本轮调控影响明显。但房价一直表现坚挺，在 5 月份和 10 月份调控趋紧后总体跌幅亦十分有限，且恢复弹性较强。

目前北京市场存量去化月数为 18 个月，高于沪、广、深等其他一线城市水平，显示北京存量可售资源较为充足，今年北京前三季度住宅新开工面积同比增长高达 72%，也预示着 2011 年市场新增供应仍会非常充分，促使明年北京房价出现调整。我们认为，2011 年北京项目销售去化率将放慢，但一线城市充足的购买力将支撑交易量在价格适当调整下有比较理想的表现，这也有利于首开这种毛利率较高、有充足调价空间的开发企业。

图表 7. 北京房地产市场 2010 年成交缩量，价格高位震荡



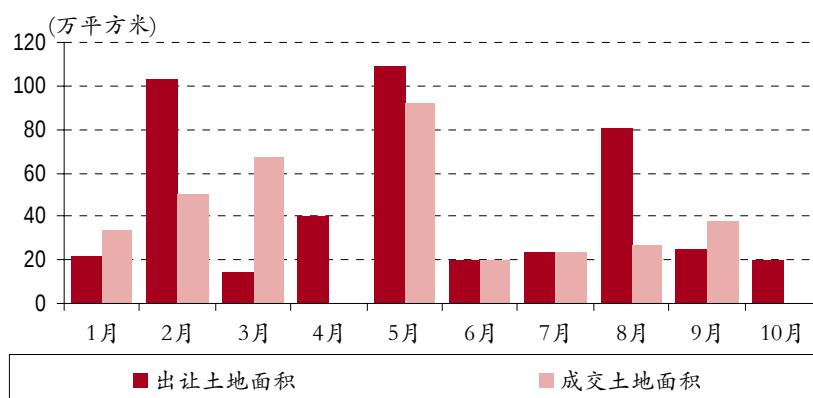
资料来源：搜房网，中银国际研究

土地市场：招标出让，溢价降低

4月新政之后，北京的土地市场变化明显，从价高者竞得的拍卖方式变为招标为主、辅以挂牌的出让模式。在招标出让中，价格因素仅占到总标评分的25%，投标单位的历史开发业绩、资质、品牌和信誉、资金实力、建设方案等都要占一定比重。

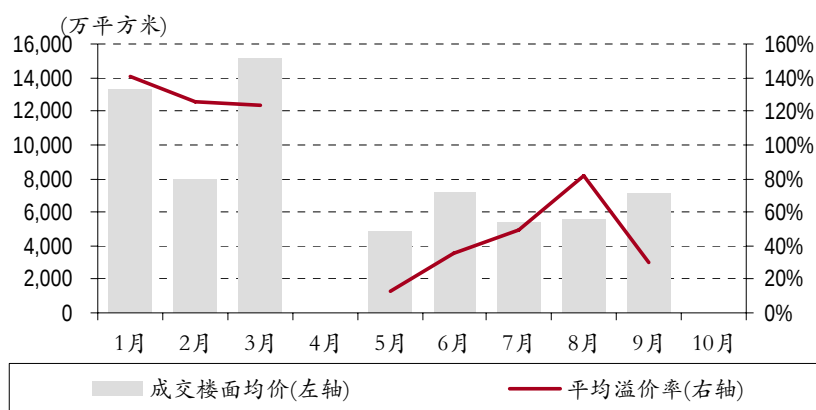
招标模式从这段时间运行来看，对于土地市场降温起到不错的效果，土地成交面积及成交均价有一定幅度下滑，溢价率下降则更为明显，4.17新政后溢价率普遍在80%以下且个别月份回落至20%附近，明显低于新政前120%以上的溢价水平。我们预计在未来一段时间内，北京市将延续以招标为主的土地出让模式。首开利用其国资背景和本土资源的拿地优势将继续显现。

图表 8.1-10 月北京住宅用地交易情况



资料来源：搜房网，中银国际研究

图表 9. 北京住宅用地成交价格与溢价率情况



资料来源：搜房网，中银国际研究

首开股份：销售业绩靓丽

京内主攻京外协助，销售奏捷

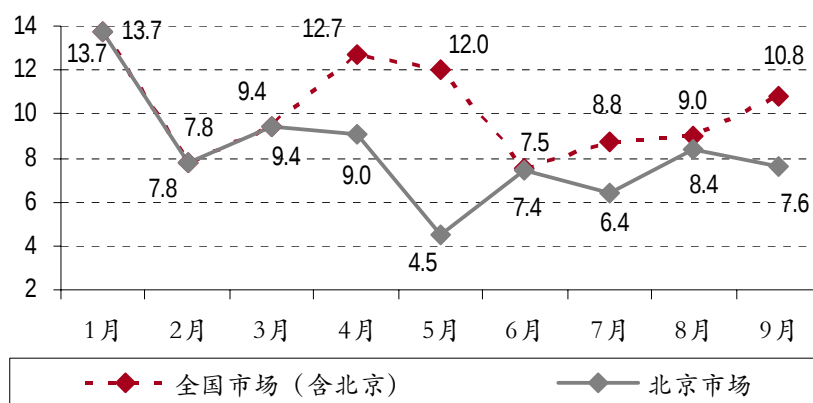
公司在本轮调控中及时采取了较为灵活的销售策略，在高去化率和高毛利率两者间更注重追求前者，在高周转策略的指导下公司 2010 年前 10 月销售表现靓丽。1-10 月，公司共实现签约销售额 97.3 亿元，相比去年全年的 52 亿元实现了快速增长。其中京内的首开智慧社、璞瑅一期、国风上观、首城国际等项目累计实现销售金额 74.3 亿元，占到了同期北京住宅市场销售总额的 5%。前 10 个月的优秀销售业绩将使得公司在 11-12 月的推盘量和定价选择上拥有更多主动性。

图表 10. 首开股份前 1-10 月分项目销售情况(单位：套，平米，元/平米，亿元)

地区	项目	销售套数	销售面积	销售均价	销售金额
北京	小计	4,272	371,833	21,429	79.68
	首开·石榴派	234	10,777	20,571	2.22
	首城国际中心(一期)	774	73,508	25,483	18.73
	北京苏活	437	29,146	17,193	5.01
	时代紫芳竹园(紫芳园第三期)	172	5,897	5,845	0.34
	首开东都汇	333	21,853	17,556	3.84
	首开幸福广场(鸿诚幸福村中心)	18	1,436	17,150	0.25
	首开智慧社	1,345	97,159	15,551	15.11
	首开·常青藤	360	37,662	20,495	7.72
	北京香颂	111	16,673	10,591	1.77
	国奥村	99	22,637	38,687	8.76
	璞瑅一期	205	24,489	36,451	8.93
	国风上观(望京东园 A1 区第三期)	173	28,894	23,319	6.74
	壹线国际(通惠家园惠泽园第 2 期)	4	331	13,573	0.04
	首开·知语城(南湖中国第二期)	7	1,371	17,010	0.23
天津	奥运村项目	459	45,954	17,999	8.27
武汉	锦合天地	76	7,029	6,936	0.49
苏州	首开悦澜湾	893	77,151	8,632	6.66
扬州	首开水晶城(一期)	254	30,272	7,148	2.16
合计		5,954	532,239	18,282	97.30

资料来源：中国房地产指数研究院及中银国际研究

分销售区域来看，公司在北京市场的销售表现受调控政策影响明显，而 4.17 新政后京外市场在一定程度上缓冲了京内销售的下滑。从 4 月份开始，天津、苏州、扬州和武汉等地项目逐渐有可售资源推出，有效缓冲了政策对于北京市场的冲击。未来两年随着重庆、厦门、贵阳和沈阳等地的可售资源不断释放，首开以往过度依赖京内市场的局面将大为改观。

图表 11. 首开股份 1-10 月销售情况


资料来源：万得资讯及中银国际研究

2010 年 9 月末，公司预收帐款 75.4 亿元（未包括参股项目 33 亿元销售额），已锁定了 2010 年开发类业务预测收入的 100% 和 2011 年预测收入的 48%，预售锁定表现较好。

我们认为，11-12 月公司可售资源仍比较丰富：目前存量在售及老盘加推的可售资源共约 60 万平方；小屯馨城和大兴康庄的两限房预计将推出约 30 万平方；首开铂郡年内如顺利拿到预售证也将有新盘推出。我们预计，11-12 月公司签约销售额有望达到或超过 20 亿元，全年销售额将达到 120 亿元左右。

未来两年供应大幅增长

公司 2010 年计划新开工 235 万平方米，其中京内 105 万平方米，计划竣工 115 万平方米。经过 2008-09 年的调整，公司 2010 年的计划开工量大幅上升至超过前两年平均值的 1 倍以上，从而使得未来两年供应出现集中爆发。

图表 12. 首开股份新开工及竣工面积

(万平方米)	2008	2009	2010E
新开工面积	106.2	97.9	235
竣工面积	50.9	125.0	115

资料来源：公司数据，中银国际研究

从上半年的计划完成情况来看，公司新开工、竣工面积仅完成计划的 14% 和 6%，完成比例较低。我们考察以往经验，首开当年大部分新开工及竣工会安排在下半年尤其第四季度完成，截至今年三季度末，公司新开工面积已攀升到 100 万平方米以上，我们认为全年来看，公司有望顺利完成新开工计划，但竣工量可能较年初计划存在一定差距。

图表 13. 首开新开工及竣工大多安排在下半年完成

时间 (万平方米)	2009			2010		
	上半年	全年	上半年占比(%)	上半年	全年计划	上半年占比(%)
新开工面积	6	98	6	32	235	14
竣工面积	23	125	18	7	115	6

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们预计，首开股份已进入供应集中释放期的国风上观、首城国际、知语城等项目 2011 年将继续有大量可售资源推出，刚进入销售期的首开苏活、首开璞缇、畅春园等项目明后年也将加大供应力度，即将开盘的高端项目首开铂郡在未来两年也有望成为公司在北京销售的亮点；而紫芳园五区和六区、回龙观后续项目、房山以及通州等项目 2012 年以后将继续成为公司在京销售的主力军。因公司北京土地储备十分丰富，各项目可以分批次、有序地进入供应释放期，进而在公司层面可以有计划性地形成连续和不断增长的可售资源。

公司将继续遵循重视高周转率的销售策略，因而当可售资源逐步形成集中供应时，其销售爆发力值得期待。

新增储备价廉质优

北京区域尤其是主城区的土地稀缺性将来会愈加显现，拿地能力对于在北京从事开发业务的地产商而言无疑是核心竞争力之一。首开作为北京地产国企老牌龙头，在招标拿地模式下优势明显。自北京实行招标出让以来，首开 1-10 月合计在京拿地 68 万平方米，合建面 71 万平方米（除去配套的回购房或其他配套部分）。1-10 月，按土地面积计北京共成交住宅用地 353 万平方米，首开拿了所有出让地块的 19.3%。且新增储备楼面地价仅为 5,324 元/平米，相对北京 8,612 元/平米的同期成交平均楼面价而言成本低廉。

公司 1-10 月份共新增 5 个项目，新增建面 291 万平方米（含通州区马驹桥项目政府回购 8 万平米回迁房），成交总价 59 亿元，已提前完成全年 200 万平方米的计划。截至 10 月底，公司在北京市场拥有的项目土地加权平均成本为 3,550 元/平米，京外项目约为 1,370 元/平米，未来业绩释放时盈利空间较大。

图表 14. 首开股份 1-10 月新增项目储备表 (单位: 万平方米, 万元, 元/平方米)

项目	占地面积	规划面积	成交地价	楼面地价
房山区长阳镇 2 号地及 3 号地	40.8	38	170,753	4,494
房山区房山线长阳站 8 号地	12.6	16.7	115,261	6,902
通州区马驹桥项目	14.7	16.3	91,983	5,643
北京地区小计	68.1	71	377,997	5,324
贵阳市南明区龙洞堡片区	108	134.3	157,930	1,176
绵阳仙海片区项目	139.7	77.6	56,552	729
京外地区小计	247.7	211.9	214,482	1,012
合计	315.8	282.9	592,479	2,037

资料来源: 公司数据及中银国际研究

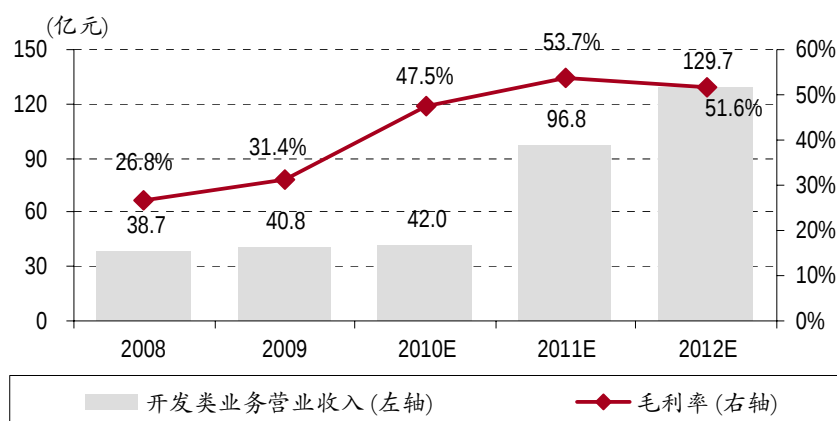
风格稳健，财务安全边际高

首开股份近年来不断完善决策流程和机制并注重决策前段的可研管理，在融资、拿地、营销策略等重大问题上严格按照决策程序进行集体决策，目前其较高安全边际正得益于其稳健的财务决策风格。

毛利率将进一步提升

公司本就低廉的土地成本为项目结算留下了充足的利润空间，北京自去年以来的房价大幅上涨进一步提高了项目的盈利水平。随着璞醍、铂郡、智慧社等高毛利率项目逐渐进入结算，我们预计未来几年，公司平均毛利率将获得明显提升。我们对公司 2010-12 年房地产开发类业务收入和毛利率预测如下图，预计 2010-2012 年开发类业务收入的复合增长率将达到 47%，未来三年的毛利率将提高至 50% 左右的水平。

图表 15. 首开未来三年开发类业务预测收入和毛利率



资料来源：万得资讯及中银国际研究

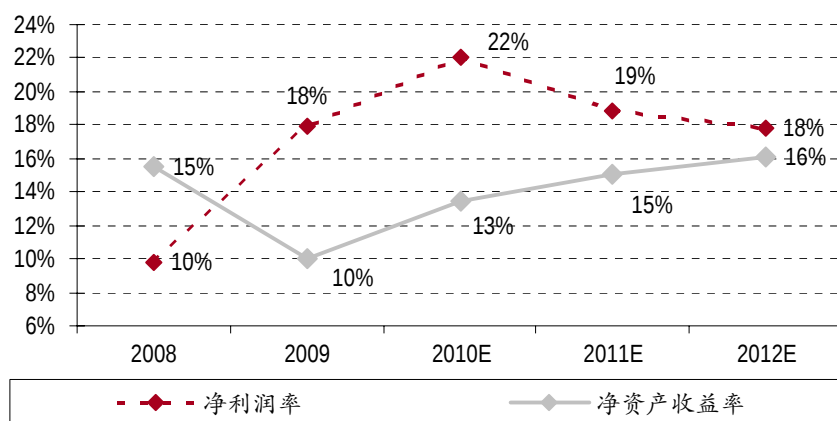
费用控制存在改善空间

作为一家国有企业，公司的费用控制能力是其弱项，三项费用率一直远高于行业平均水平。2009 年度和 10 年前三季度，行业三项费用率分别为 9.1% 和 10.2%，而同期首开分别为 18.1% 和 15.3%。

虽然公司费用率偏高，但历年盈利水平在同业中属于中上水平。未来，随着激励机制的进一步推行，公司运营管理及资金使用效率存在改善空间，如未来三项费用率得以压缩，将能提升公司的经营效益和回报水平。

今年前三季度，公司净资产收益率和净利率水平达到 9.3% 和 23.6%，高于行业平均水平。其高利润率主要是一级开发及参股项目投资收益贡献较大所致。2011 年起随着公司更多商品房项目进入结算期以及经济适用房项目结算占比减小，预计利润率还将有所提升。

图表 16. 首开未来三年预测净利率和净资产收益率



资料来源：万得资讯及中银国际研究

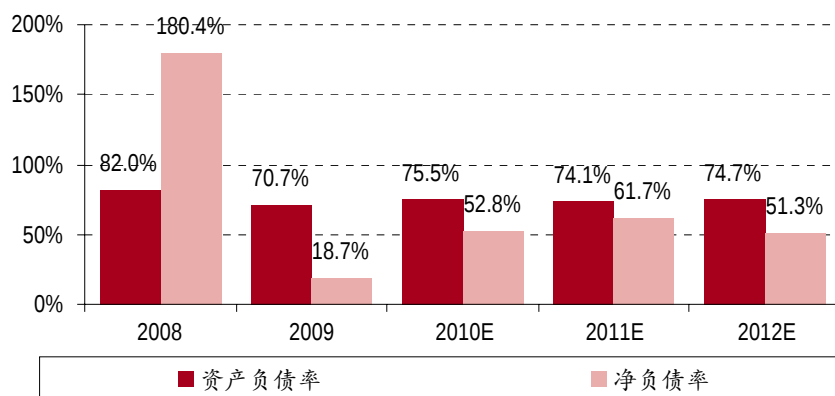
现金充裕，有望逆周期拿地

2010 年 1-9 月，公司每股经营性净现金流为 -3.44 元，显示前三季度近 60 亿元的拿地和开工建设已给现金流带来一定压力。2010 年三季报显示，公司资产负债率为 74.5%，净负债率为 54.1%，虽然资产负债率偏高，但其扣除后预收帐款后的资产负债率仅为 56%；公司季末手持货币资金高达 127 亿元，短期负债仅为 27 亿元，截至目前未付地价款约 40 亿元，显示现金储备丰富，财务运行安全边际较高，具备逆周期拿地的能力。

作为国资背景深厚的老牌开发商，首开的融资渠道一直保持通畅，融资优势明显，可根据具体时机和自身需要灵活选择股权、信托或银行贷款等多种融资方式。在股权融资方面，首开具备很强的融资时点把握能力，09 年完成增发 46.15 亿元，是在 09 年以来为数不多的成功实现再融资的地产上市公司之一；其次，公司也在积极寻求信托等更为灵活的融资方式，从 09 年底到 10 年上半年取得 45 亿元信托融资，09 年信托渠道融资成本为 7%，10 年也不高于 11%，信托融资成本较为合理。

未来几年回龙观、首开铂郡等项目迎来销售期也将有利于进一步改善公司的财务状况。我们预计公司未来三年的净负债率分别为 52.8%、61.7%和 51.3%。

图表 17.首开股份 2010-12 年预测负债状况



资料来源：公司资料及中银国际研究

业绩预测及估值

业绩预测

开发类业务

2010 年公司主要结算资源为国风上观、常青藤、知语城及烟台滨海广场等项目。2011 年公司可结资源更为丰富，包括国风上观、常青藤、知语城、璞瑅、智慧社、北京苏活等项目。

我们预计公司 2010-2012 年开发类项目结算面积分别为 39.6 万平米、68.7 万平米和 97.0 万平米，结算收入分别为 42.0 亿元、96.8 亿元和 130.0 亿元，营业收入复合增长率将达到 47%。

图表 18.项目结算预期 (单位: 万元, 平米, 元/平米, %)

开发类项目	建筑面积	结算价格			结算面积			结算收入			毛利率		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
首开铂郡	183,600	45,000	45,000	46,350	0	18,360	33,048	0	82,620	153,177	67.7	67.7	68.6
望京 A1 区 C 组团 (国风上观)	248,900	14,800	22,000	22,660	87,115	44,885	0	128,930	98,747	0	48.0	65.0	66.0
望京 K7 区 (知语城)	274,000	15,500	18,000	18,540	41,100	54,800	40,800	63,705	98,640	75,643	53.6	60.0	61.2
回龙观 D02 项目 (首开智慧社)	209,300	15,000	18,000	18,540	0	83,720	83,720	0	150,696	155,217	50.0	58.3	59.6
回龙观 F06 项目	213,700	15,000	18,000	18,540	0	0	32,055	0	0	59,430	50.0	58.3	59.6
回龙观 F05 项目	400,000	9,000	9,000	9,270	0	0	40,000	0	0	37,080	16.7	16.7	19.1
回龙观 F01	44,000	20,000	20,000	20,600	0	0	0	0	0	0	52.3	52.3	53.6
回龙观 F03 东-1、F03 东-2 项目	49,900	20,000	20,000	20,600	0	0	0	0	0	0	52.3	52.3	53.6
回龙观 G 区经济适用房项目	813,600	2,600	2,600	2,600	100,000	0	0	26,000	0	0	3.0	3.0	3.0
幸福三村 C 区	146,400	25,000	25,000	25,750	0	29,280	36,600	0	73,200	94,245	58.3	58.3	59.5
紫芳园四区 (首开璞瑅)	149,800	28,000	28,000	28,840	0	22,470	29,960	0	62,916	86,405	61.8	61.8	62.9
紫芳园五区 (时代紫芳荆园)	168,900	28,000	28,000	28,840	0	0	16,890	0	0	48,711	61.8	61.8	62.9
紫芳园六区	57,600	28,000	28,000	28,840	0	0	0	0	0	0	56.3	56.3	57.6
单店小区二期 (首开常青藤)	590,200	18,000	20,000	20,600	76,726	70,824	59,020	138,107	141,648	121,581	54.3	58.9	60.1
机场东路项目 (首开苏活)	198,634	18,000	18,000	18,540	0	20,201	26,935	0	36,362	49,937	57.0	57.0	58.2
小屯馨城	236,500	7,300	7,300	7,300	0	47,300	59,125	0	34,529	43,161	12.9	12.9	12.9
常营二期 A 标段 (首开畅馨园)	205,000	4,500	4,500	4,635	0	123,000	82,000	0	55,350	38,007	2.6	2.6	5.5
首开东都汇	25,700	18,500	18,500	19,055	0	10,280	15,420	0	19,018	29,383	76.3	76.3	77.0
大兴榆堡 38#地项目	73,000	12,000	12,000	12,360	0	0	14,600	0	0	18,046	50.0	50.0	51.5
大兴康庄三期	297,400	6,500	6,500	6,500	0	0	59,480	0	0	38,662	17.0	17.0	17.0
石榴庄五区 (首开石榴派)	27,300	16,000	16,000	16,480	0	0	0	0	0	0	46.4	46.4	47.9
壹线国际 (通惠家园 B 区)	123,000	11,000	11,000	11,000	7,000	0	0	7,700	0	0	29.4	29.4	29.4
房山 2、3 号地项目	525,000	12,500	12,500	12,875	0	0	0	0	0	0	21.3	21.3	23.5
房山 8 号地项目	167,000	12,500	12,500	12,875	0	0	0	0	0	0	5.1	5.1	7.9
通州马驹桥项目	243,000	11,000	11,000	11,330	0	0	0	0	0	0	17.3	17.3	19.7
烟台凯旋城二期 (滨海广场)	147,700	9,000	9,000	9,270	23,632	22,155	22,155	21,269	19,940	20,538	47.9	47.9	49.4
海门项目 (首开理想城)	338,600	5,000	5,000	5,150	40,632	50,790	50,790	20,316	25,395	26,157	42.3	42.3	44.0
海门锦源国际项目	683,000	5,300	5,300	5,459	0	0	34,150	0	0	18,642	29.8	29.8	31.8
苏州 34#地	178,300	8,200	8,200	8,446	0	0	26,745	0	0	22,589	23.4	23.4	25.6
苏州 69#地项目	342,600	8,200	8,200	8,446	0	0	0	0	0	0	34.6	34.6	36.5
苏州 90#地项目 (首开悦澜湾)	244,900	8,200	8,200	8,446	0	48,980	61,225	0	40,164	51,711	36.4	36.4	38.3
武汉颐翠苑小区	48,500	7,000	7,000	7,210	19,400	14,550	11,850	13,580	10,185	8,544	48.2	48.2	49.7
扬州 421 项目	129,200	7,200	7,200	7,416	0	25,840	25,840	0	18,605	19,163	37.9	37.9	39.8
扬州 456 项目	382,100	7,200	7,200	7,416	0	0	0	0	0	0	27.4	27.4	29.5
太原项目	1305,100	6,000	6,000	6,180	0	0	39,153	0	0	24,197	36.2	36.2	38.0
厦门翔安项目	385,700	8,000	8,000	8,240	0	0	38,570	0	0	31,782	16.6	16.6	19.1
沈阳沈北新区项目	820,000	5,000	5,000	5,150	0	0	0	0	0	0	28.5	28.5	30.6
重庆国奥村项目	600,000	8,000	8,000	8,240	0	0	30,000	0	0	24,720	51.0	51.0	52.4
贵阳龙洞堡项目	1343,000	5,500	5,500	5,665	0	0	0	0	0	0	21.6	21.6	23.9
绵阳仙海片区项目	776,000	4,500	4,500	4,635	0	0	0	0	0	0	14.7	14.7	17.1
开发类合计	13,396,134				395,605	687,435	970,131	419,607	968,014	1,296,727			

资料来源: 公司资料及中银国际研究

一级开发和土地转让收入

三季度期末，归属于母公司的净利润同比出现较大幅度增长的主要原因是报告期内公司转让了望京 B15、B29 两块地。一级开发和土地转让收入 21 亿元，毛利率高达 61%，约贡献了三季度期末每股盈利 0.92 元的 90%。2009 年，一级开发和土地转让收入盈利也占到了净利润的 33%。

公司一级开发业务的主要定位是为获取项目二级开发服务。目前公司在北京和扬州有两个一级开发项目，我们假设北京项目 2011 年能贡献利润，扬州项目分为 2012 和 2013 两年贡献利润，一级开发收益并按照总投资额的 8% 估算。虽然一级开发收益将大幅下降，但由于未来一段时期公司开发类项目将迎来销售爆发期，将补充这一缺口。

投资收益

国奥、首城国际及天津湾为公司的三个不并表项目，盈利计入投资收益。

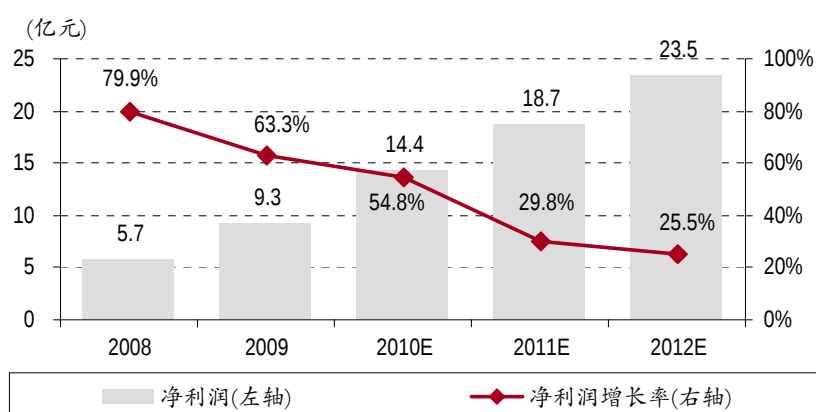
我们估计，2010 年投资收益可实现 2.5 亿元，可贡献每股收益 0.21 元。其中国奥预计贡献净利润约 1.5 亿元，首城国际贡献净利润约 1 亿元；2011 年投资收益将达到 3.6 亿元左右，其中天津湾从 11 年开始结算并贡献利润。

2009-12 年净利润复合增长率将达到 36%

公司 2010 年三季报期末完成净利润 10.6 亿元，合每股收益 0.92 元；全年不并表项目贡献的投资收益（首城国际及国奥村）约 2.5 亿元，可贡献每股收益 0.22 元。10 年业绩确定性较强。

我们预计 2009-12 年归属母公司的净利润复合增长率将达到 36%，分别达到 14.4 亿元和 18.7 亿元，每股收益分别为 1.25 元和 1.63 元。

图表 19. 首开股份 2010-12 年预测净利润和增长率



资料来源：公司资料及中银国际研究

每股净资产估值

我们将房地产开发类（其中参股项目估值按照当前项目净资产价值与未来权益净收益折现相加所得）和出租类业务按现金流折现法计算，得到重估资产值分别为 312.8 亿元和 28.4 亿元；按照最新收盘价计量，公司所持可供出售金融资产价值为 2.2 亿元。我们测算得到，公司 2010 年末每股 NAV 为 26.61 元。

目前，房地产行业主要区域性开发商 2010 年末平均市盈率为 13.9 倍，2010 年末平均 NAV 折价率为 27.4%。首开股份 2010 年末 11.6 倍的市盈率在行业中处于中上游水平，有一定优势；目前公司股价较 2010 年末每股 NAV 有 45.4% 的折价，估值优势突出。

考虑到公司丰富的项目储备及充沛的现金，公司在京内招标拿地模式下优势明显，未来几年即将进入项目结算高峰期，业绩爆发力强，我们将首开股份未来 6 个月的目标价定为 21.29 元，相当于 2010 年末每股 NAV 20% 的折价及 2010 年末 17.0 倍和 2011 年末 13.1 倍市盈率，首次覆盖给予 **买入** 的投资评级。

图表 20.首开股份净资产估值 (单位: 万元, 平方米, 元/股, %)

	权益	未结算面积	占比(%)	未结权益面积	占比(%)	重估资产净值	占比(%)
首开铂郡	100	100,000	0.77	100,000	0.87	160,550	5.13
望京 A1 区 C 组团 (国风上观)	100	132,000	1.01	132,000	1.15	34,568	1.10
望京 K7 区 (知语城)	100	136,700	1.05	136,700	1.19	59,485	1.90
回龙观 D02 项目 (首开智慧社)	100	209,300	1.61	209,300	1.82	136,779	4.37
回龙观 F06 项目	100	213,700	1.64	213,700	1.85	114,040	3.65
回龙观 F05 项目	100	400,000	3.07	400,000	3.47	101,827	3.25
回龙观 F01	100	44,000	0.34	44,000	0.38	23,165	0.74
回龙观 F03 东-1、F03 东-2 商业项目	100	49,900	0.38	49,900	0.43	26,271	0.84
回龙观 G 区经济适用住房项目	51	100,000	0.77	51,000	0.44	0	0.00
幸福三村 C 区	100	146,400	1.13	146,400	1.27	134,484	4.30
紫芳园四区 (首开璞缇)	97	149,800	1.15	145,126	1.26	145,084	4.64
紫芳园五区 (时代紫芳荆园)	97	168,900	1.30	163,630	1.42	152,534	4.88
紫芳园六区	97	57,600	0.44	55,803	0.48	49,940	1.60
单店小区二期 (首开常青藤)	100	590,200	4.54	590,200	5.12	302,932	9.68
机场东路项目 (首开苏活)	50	134,675	1.04	67,338	0.58	29,602	0.95
小屯馨城	90	236,500	1.82	212,850	1.85	42,989	1.37
常营二期 A 标段 (首开畅馨园)	100	205,000	1.58	205,000	1.78	11,838	0.38
首开东都汇	100	25,700	0.20	25,700	0.22	11,060	0.35
大兴榆堡 38#地项目	100	73,000	0.56	73,000	0.63	25,304	0.81
大兴康庄三期	100	297,400	2.29	297,400	2.58	38,268	1.22
石榴庄五区 (首开石榴派)	100	27,300	0.21	27,300	0.24	12,653	0.40
房山 2、3 号地项目	100	380,000	2.92	380,000	3.30	96,577	3.09
房山 8 号地项目	100	167,000	1.28	167,000	1.45	80,726	2.58
通州马驹桥项目	100	243,000	1.87	243,000	2.11	77,112	2.46
烟台凯旋城二期 (滨海广场)	100	73,900	0.57	73,900	0.64	19,524	0.62
海门项目 (首开理想城)	100	243,600	1.87	243,600	2.11	29,494	0.94
海门锦源国际项目	74	683,000	5.25	504,054	4.37	49,912	1.60
苏州 34#地	100	178,300	1.37	178,300	1.55	50,688	1.62
苏州 69#地项目	100	342,600	2.63	342,600	2.97	82,721	2.64
苏州 90#地项目 (首开悦澜湾)	100	244,900	1.88	244,900	2.13	72,652	2.32
武汉颐翠苑小区	100	45,800	0.35	45,800	0.40	5,394	0.17
扬州 421 项目	100	129,200	0.99	129,200	1.12	31,720	1.01
扬州 456 项目	100	382,100	2.94	382,100	3.32	77,717	2.48
太原项目	85	1,305,100	10.03	1,109,335	9.63	124,357	3.97
厦门翔安项目	100	385,700	2.96	385,700	3.35	110,064	3.52
沈阳沈北新区项目	95	820,000	6.30	779,000	6.76	54,103	1.73
重庆国奥村项目	46	600,000	4.61	276,000	2.40	38,257	1.22
贵阳龙洞堡项目	100	1,343,000	10.32	1,343,000	11.66	153,814	4.92
绵阳仙海片区项目	100	776,000	5.97	776,000	6.73	44,022	1.41
奥运村项目 (国奥村)	46	267,200	2.05	122,912	1.07	122,203	3.91
广渠路 36#地项目 (首城国际)	50	370,000	2.84	185,000	1.61	71,527	2.29
天津湾	50	530,000	4.07	265,000	2.30	105,697	3.38
一级开发项目						16,822	0.54
开发类项目合计		13,008,475	100.00	11,522,748	100.00	3,128,476	100.00
投资性房地产估值		(现金流折现)				283,775	
长期股权投资估值		(成本法)				27,830	
可供出售金融资产		(市值法)				22,350	
净负债						403,131	
重估净资产价值						3,059,301	
总股本(万股)						114,975	
每股净资产价值						26.61	

资料来源: 公司资料及中银国际研究

风险因素

区域市场调整风险。目前公司在售项目较集中于北京市场，如果北京市场遭遇超过我们预期的价格和成交量的调整，我们的预测将面临风险。

政策继续加码的风险。房地产行业新一轮调控正在进行，未来的政策走向很大程度上影响了实体市场预期和地产股的估值水平。

附录、行业估值表

图表 21. 行业估值比较

公司	代码	评级	股价	总市值	评估净	评估净	净利润年	市盈率			股息率	净资产	每股净	市净	净负债
			(元)	(亿元)	资产值	产值溢	均复合增	(倍)			(%)	收益率	资产	率	率(%)
					(元/股)	(折)价(%)	长率(%)	09	10E	11E	2009	2009	最新	(倍)	最新
区域性开发商															
华发股份	600325.SS	买入	10.34	84	14.33	(27.9)	13.1	12.4	11.8	9.7	1.0	14.2	6.51	1.6	47
冠城大通	600067.SS	持有	8.78	65	11.65	(24.7)	60.1	22.8	9.2	8.9	0.6	18.1	2.57	3.4	59
深振业 A	000006.SZ	持有	6.78	52	9.33	(27.3)	20.6	10.5	8.9	7.2	1.8	17.6	2.75	2.5	155
中华企业	600675.SS	持有	7.18	102	10.24	(29.9)	46.9	16.0	14.5	7.4	n.a.	18.3	2.73	2.6	160
中航地产	000043.SZ	持有	11.58	26	14.71	(21.3)	86.3	41.0	18.5	11.8	n.a.	3.7	8.00	1.4	111
京投银泰	600683.SS	持有	7.04	52	7.11	(0.9)	99.7	48.1	13.2	12.1	0.7	10.1	2.09	3.4	32
嘉凯城	000918.SZ	买入	8.18	148	9.73	(16.0)	19.4	12.3	9.8	8.6	0.6	51.9	1.98	4.1	46
苏宁环球	000718.SZ	买入	8.39	143	13.29	(36.9)	54.7	19.9	12.6	8.3	n.a.	29.8	2.02	4.2	40
鲁商置业	600223.SS	持有	7.35	74	10.71	(31.4)	53.0	16.7	10.3	7.1	n.a.	86.1	0.74	10.0	130
中南建设	000961.SZ	买入	9.62	112	15.97	(39.8)	49.3	20.1	12.3	9.0	n.a.	22.1	3.76	2.6	60
ST 东源	000656.SZ	买入	9.27	23	13.03	(28.9)	39.8	15.1	9.9	7.7	0.5	24.8	1.82	5.1	(55)
建发股份	600153.SS	买入	6.72	150	10.53	(36.2)	24.1	13.3	10.3	8.6	3.7	23.2	2.41	2.8	122
新湖中宝	600208.SS	买入	5.38	273	7.55	(28.8)	57.5	23.7	15.0	9.6	n.a.	21.3	1.38	3.9	28
荣盛发展	002146.SZ	买入	10.85	156	13.01	(16.6)	41.6	25.5	17.1	12.7	0.1	20.8	3.01	3.6	84
阳光城	000671.SZ	持有	9.22	49	15.10	(39.0)	93.7	17.0	5.9	4.5	0.7	23.3	2.33	4.0	43
福星股份	000926.SZ	买入	11.43	81	12.89	(11.3)	41.4	24.1	16.7	12.1	0.9	8.9	7.39	1.5	47
滨江集团	002244.SZ	买入	10.22	138	14.80	(31.0)	38.7	21.5	16.3	11.4	0.5	20.5	2.80	3.7	114
名流置业	000667.SZ	未有评级	3.18	81	n.a.	n.a.	90.7	31.4	14.1	8.6	n.a.	5.8	1.92	1.7	10
上实发展	600748.SS	未有评级	8.42	91	n.a.	n.a.	26.3	27.0	23.0	16.9	0.4	9.5	2.33	3.6	108
泛海建设	000046.SZ	未有评级	9.32	212	n.a.	n.a.	45.6	51.2	40.5	24.2	1.1	4.8	3.43	2.7	69
阳光股份	000608.SZ	未有评级	7.50	56	n.a.	n.a.	26.5	18.7	10.7	11.7	0.8	14.3	3.23	2.3	2
栖霞建设	600533.SS	未有评级	5.33	56	n.a.	n.a.	41.5	22.3	15.2	11.1	2.8	8.4	2.66	2.0	63
广宇集团	002133.SZ	未有评级	7.05	35	n.a.	n.a.	49.7	21.7	13.6	9.7	1.6	14.2	2.65	2.7	48
北京城建	600266.SS	未有评级	11.49	102	n.a.	n.a.	16.4	13.1	10.2	9.7	0.9	20.5	5.42	2.1	47
亿城股份	000616.SZ	未有评级	5.05	50	n.a.	n.a.	25.0	11.9	10.0	7.6	n.a.	15.6	2.91	1.7	(22)
首开股份	600376.SS	买入	14.52	167	26.61	(45.4)	41.7	18.3	11.6	8.9	0.7	14.3	8.85	1.6	42
平均值						(27.4)	46.3	22.1	13.9	10.2	1.1	20.1		3.1	61

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	5,840	5,194	6,536	9,932	13,227
销售成本	(4,087)	(3,807)	(3,869)	(6,356)	(8,643)
经营费用	(523)	(496)	(555)	(850)	(1,117)
经营利润(息税前利润)	1,230	892	2,112	2,726	3,466
折旧及摊销	(75)	(82)	(86)	(74)	(74)
息税折旧前利润	1,155	810	2,026	2,652	3,393
净利息收入/(费用)	(334)	(366)	(381)	(527)	(643)
其他收益/(损失)	3	727	255	416	489
税前利润	824	1,172	1,900	2,542	3,239
所得税	(248)	(267)	(475)	(635)	(810)
少数股东权益	(3)	26	17	(34)	(79)
净利润	573	931	1,442	1,873	2,350
核心净利润	635	880	1,251	1,603	2,064
每股收益(人民币)	0.498	0.809	1.254	1.629	2.044
核心每股收益(人民币)	0.552	0.766	1.088	1.394	1.795
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.100	0.130	0.164
收入增长(%)	n.a.	(11)	26	52	33
息税前利润增长(%)	n.a.	(30)	150	31	28
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(27)	137	29	27
每股收益增长(%)	n.a.	62	55	30	26
核心每股收益增长(%)	n.a.	39	42	28	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	824	1,172	1,900	2,542	3,239
折旧与摊销	75	82	86	74	74
净利息费用	334	366	381	527	643
运营资本变动	54	938	(6,389)	(3,202)	(2,038)
税金	(248)	(267)	(475)	(635)	(810)
其他经营现金流	49	(791)	(268)	(360)	(382)
经营活动产生的现金流	1,088	1,499	(4,765)	(1,055)	725
购买固定资产净值	(59)	(728)	33	30	40
投资减少/增加	16	44	0	0	0
其他投资现金流	(137)	447	4,537	(600)	(277)
投资活动产生的现金流	(180)	(237)	4,570	(570)	(238)
净增权益	42	4,678	0	0	0
净增债务	(553)	3,978	(759)	824	3,793
支付股息	(716)	(651)	(115)	(150)	(188)
其他融资现金流	(77)	(26)	2,269	(300)	(139)
融资活动产生的现金流	(1,304)	7,979	1,395	374	3,466
现金变动	(396)	9,242	1,200	(1,251)	3,954
期初现金	3,118	2,801	11,969	13,169	11,918
公司自由现金流	908	1,263	(194)	(1,625)	488
权益自由现金流	355	5,241	(953)	(801)	4,280

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,801	11,969	13,169	11,918	15,872
应收帐款	1,600	652	1,634	1,490	1,984
库存	13,948	15,861	26,143	31,782	37,034
其他流动资产	596	1,067	524	553	589
流动资产总计	18,945	29,550	41,470	45,743	55,479
固定资产	987	959	873	800	728
无形资产	30	13	12	12	11
其他长期资产	2,192	2,581	2,698	3,045	3,385
长期资产总计	3,209	3,553	3,584	3,858	4,124
总资产	22,154	33,103	45,054	49,600	59,603
应付帐款	2,969	2,190	3,463	3,683	5,126
短期债务	4,938	4,327	3,568	4,392	8,185
其他流动负债	5,165	7,364	11,504	13,223	15,722
流动负债总计	13,071	13,880	18,535	21,298	29,033
长期借款	5,063	9,452	15,434	15,434	15,434
其他长期负债	29	70	47	47	47
股本	810	1,150	1,150	1,150	1,150
储备	2,879	8,185	9,539	11,291	13,486
股东权益	3,689	9,335	10,688	12,441	14,636
少数股东权益	302	366	350	381	454
总负债及权益	22,154	33,103	45,054	49,600	59,603
每股帐面价值(人民币)	4.56	8.12	9.30	10.82	12.73
每股有形资产(人民币)	4.52	8.11	9.29	10.81	12.72
每股净负债/(现金)(人民币)	8.89	1.57	5.07	6.88	6.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.1	17.2	32.3	27.4	26.2
息税前利润率(%)	19.8	15.6	31.0	26.7	25.7
税前利润率(%)	14.1	22.6	29.1	25.6	24.5
净利率(%)	9.8	17.9	22.1	18.9	17.8
流动性					
流动比率(倍)	1.4	2.1	2.2	2.1	1.9
利息覆盖率(倍)	2.8	1.9	4.9	4.8	5.0
净权益负债率(%)	180.4	18.7	52.8	61.7	51.3
速动比率(倍)	0.4	1.0	0.8	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	29.1	17.9	11.6	8.9	7.1
核心业务市盈率(倍)	26.3	19.0	13.3	10.4	8.1
目标价对应核心业务	38.6	27.8	19.6	15.3	11.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	3.2	1.8	1.6	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	10.8	9.5	(3.5)	(15.8)	23.0
企业价值/息税折旧前	14.2	18.9	9.9	8.4	6.6
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	1,245.6	1,429.1	1,981.2	1,663.3	1,453.0
应收帐款周转天数	100.0	79.2	63.8	57.4	47.9
应付帐款周转天数	185.6	181.2	157.8	131.3	121.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	12.4	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	15.5	14.3	14.4	16.2	17.4
资产收益率(%)	3.6	2.3	3.9	4.2	4.7
已运用资本收益率(%)	8.9	4.6	7.7	8.6	9.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

首开股份 (600376.SS/人民币14.52, 买入)
滨江集团 (002244.SZ/人民币10.22, 买入)
福星股份 (000926.SZ/人民币11.43, 买入)
华发股份 (600325.SS/人民币10.34, 买入)
冠城大通 (600067.SS/人民币8.78, 持有)
深振业A (000006.SZ/人民币6.78, 持有)
中华企业 (600675.SS/人民币7.18, 持有)
中航地产 (000043.SZ/人民币11.58, 持有)
京投银泰 (600683.SS/人民币7.04, 持有)
嘉凯城 (000918.SZ/人民币8.18, 买入)
苏宁环球 (000718.SZ/人民币8.39, 买入)
鲁商置业 (600223.SS/人民币7.35, 持有)
中南建设 (000961.SZ/人民币9.62, 买入)
ST 东源 (000656.SZ/人民币9.27, 买入)
建发股份 (600153.SS/人民币6.72, 买入)
新潮中宝 (600208.SS/人民币5.38, 买入)
荣盛发展 (002146.SZ/人民币10.85, 买入)
阳光城 (002146.SZ/人民币9.22, 持有)
名流置业 (000667.SZ/人民币3.18, 未有评级)
上实发展 (600748.SS/人民币8.42, 未有评级)
泛海建设 (000046.SZ/人民币9.32, 未有评级)
阳光股份 (000608.SZ/人民币7.50, 未有评级)
栖霞建设 (600533.SS/人民币5.33, 未有评级)
广宇集团 (002133.SZ/人民币7.05, 未有评级)
北京城建 (600266.SS/人民币11.49, 未有评级)
亿城股份 (000616.SZ/人民币5.05, 未有评级)

以2010年11月16日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 11 月 15 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市公司”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371