

## 数优质企业还看首开!

——首开股份（600376）京津冀公司篇之一

### 报告摘要:

公司 2016 年销售额预期将创历史新高。公司在 2016 年 1-4 月实现签约面积 103.84 万平方米，同比上升 148%；签约金额 207.41 亿元，同比上升 201%。受益于全国去库存进程，根据当前销售进度，我们认为公司 2016 年销售有望大比例超过年初制定的 360 亿元销售目标，并创历史新高。

公司在核心一、二线城市拥有大量高价值土地储备，为未来公司营收和利润稳定快速增长奠定了坚实基础。

- 截止 2016 年 4 月，京内在建项目共计 34 个，总建面 720 万平方米，总可售面积（不含地下）合计 575 万平方米，主要集中在二环到五环的东、南两大区域。
- 截止 2016 年 4 月，京外在建项目共计 33 个，总建面 1128 万平方米，总可售面积约 940 万平方米，未结算面积近 780 万平方米。其中，苏州、杭州、厦门及福州四地共计项目 24 个，总建筑面积合计 605 万平方米，总可售面积 490 万平方米，未结算面积合计约 360 万平方米。

**高股息分红政策将吸引长期投资者关注。**公司近期发布的未来三年（2015 年—2017 年）股东回报规划显示，公司承诺在符合利润分配原则、满足现金分红的条件的前提下，对 2016 年至 2017 年每年度的利润分配按每股不低于 0.60 元进行现金分红。以当前公司股价 10.85 元/股计算，公司的股息率为 5.53%，显著高于行业平均水平。

**盈利预测及投资评级。**我们认为公司价值严重被低估，主要基于三点判断：在北京及核心一、二线城市拥有大量优质土地储备且预期项目毛利率较高、高股息分红政策将吸引长期价值投资、多元化投资打造新盈利增长点。

- 我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 284 亿元、338 亿元和 401 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 30.5 亿元、31.4 亿元和 33.3 亿元；每股收益分别为 1.12 元、1.15 元和 1.24 元，对应 PE 分别为 9.73、9.40 和 8.74，维持公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	20,850.5	23,617.8	28,388.6	33,810.9	40,099.7
增长率(%)	54.43%	13.27%	20.20%	19.10%	18.60%
净利润(百万元)	1,981.66	2,554.26	3,051.34	3,137.11	3,334.54
增长率(%)	27.85%	26.44%	20.05%	3.43%	7.63%
净资产收益率(%)	11.30%	9.45%	14.22%	14.08%	14.50%
每股收益(元)	0.73	0.89	1.12	1.15	1.24
PE	14.76	12.15	9.73	9.40	8.74
PB	1.67	1.10	1.38	1.32	1.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2016 年 06 月 08 日

强烈推荐/维持

首开股份

调研报告

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

### 梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

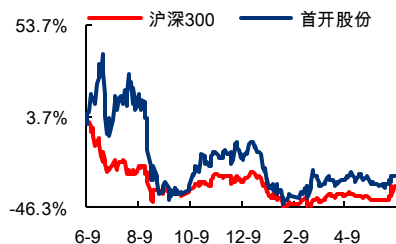
执业证书编号:

S1480115080094

### 交易数据

52 周股价区间(元)	10.66-14.91
总市值(亿元)	239
流通市值(亿元)	239
总股本/流通 A 股(万股)	224201/224201
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.6

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《首开股份（600376）：因势而谋 顺势而为》2015-08-28
- 《首开股份（600376）：公司资源充足 收入增长明显》2015-04-09
- 《首开股份（600376）：收入明显增长 销售下半年仍需发力》2014-08-14
- 《首开股份（600376）：加快转变发展方式 发展潜力逐步增强》2014-03-31

## 目 录

1. 依托于北京市场而稳健展开的全国布局 .....	3
1.1 北京市场价量稳定 .....	3
1.2 公司为北京市场当之无愧的第一 .....	3
2. 公司拥有质优量大的土地储备 .....	4
2.1 京内土地储备丰富 .....	4
2.2 京外积极获取优质项目 .....	5
3. 股利分配方案吸引长期投资者 .....	5
4. 多元化投资打造未来盈利增长点 .....	6
5. 投资评级.....	6

## 表格目录

表 1:2015 年北京销售额 TOP 5 排行榜 .....	3
表 2:公司 2012-2014 年股利分配方案 .....	6
表 3: 公司 NAV 估值表 .....	7
表 4: 公司盈利预测表.....	8

## 插图目录

图 1:今年以来北京住宅销售累计同比增长连创新高 .....	3
图 2:今年以来北京商品住宅出清周期位于 10 左右波动.....	3
图 3:北京城市总体规划 .....	4
图 4:公司在苏、杭、厦、福四个城市项目储备情况.....	5

## 1. 依托于北京市场而稳健展开的全国布局

### 1.1 北京市场价量稳定

截止到 2016 年 4 月末, 2016 年北京累计商品房成交 1291.05 亿元, 其中居住类产品 (普宅、豪宅、别墅、自住房和商住) 成交 1064.96 亿元, 共销售 35383 套, 成交面积为 339.82 万平方米, 成交均价 31329 元/平方米。

从当前北京销售市场来看, 住宅销售累计同比增速连连攀升, 2016 年 4 月销售额累计同比增速高达 74.8%; 从住宅出清周期来看, 自 2016 年初以来处于 10 左右波动, 显示了较强的稳定性, 配合销供比数据分析, 自 2015 年 12 月开始, 销大于供的情况成为常态, 除了 4 月上深两市限购政策引发的销售短期遇冷, 随着市场情绪回复正常, 销大于供仍将是未来相当长一段时间内北京市场的主旋律。

图 1:今年以来北京住宅销售累计同比增长连创新高



资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

图 2:今年以来北京商品住宅出清周期位于 10 左右波动



资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

### 1.2 公司为北京市场当之无愧的第一

2015 年, 公司以 31 个在售项目, 213 亿元的销售总额排名北京地区销售总额榜首。从历年北京区域房企销售排名来看, 公司是当之无愧的北京市场第一, 不仅体现在销售总额方面, 还体现在巨大的土地储备方面。

表 1:2015 年北京销售额 TOP5 排行榜

企业名称	在售项目	销售套数(套)	销售面积(m <sup>2</sup> )	销售金额(万元)
北京首都开发股份有限公司	31	10745	915520	2134428.41
万科企业股份有限公司	21	5447	525204	1615181.05
中国铁建股份有限公司	16	7989	708298	1271680.66
华润置地有限公司	10	4541	427283	1236016.17
保利房地产 (集团) 股份有限公司	16	3469	338100	1117943.2

资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

公司在2016年1-4月实现签约面积103.84万平方米，同比上升148%；签约金额207.41亿元，同比上升201%。4月签约面积36.6万，签约金额77亿元。受益于全国去库存进程，根据当前销售进度，我们认为公司2016年销售有望大比例超过年初制定的360亿元销售目标，并创历史新高。

- 其中，京内实现签约面积57.21万平方米，签约金额132.94亿元，同比增长240%。其中，京内重点项目白盆窑—花香四季、门头沟—四季怡园、东坝—首开龙湖天璞等均已实现大额销售业绩。
- 公司在京外地区的发展主要集中在苏州、杭州、广州等重点一二线城市。其中，苏州公司1至4月共实现签约金融25.42亿元，约占京外签约金额的三成。

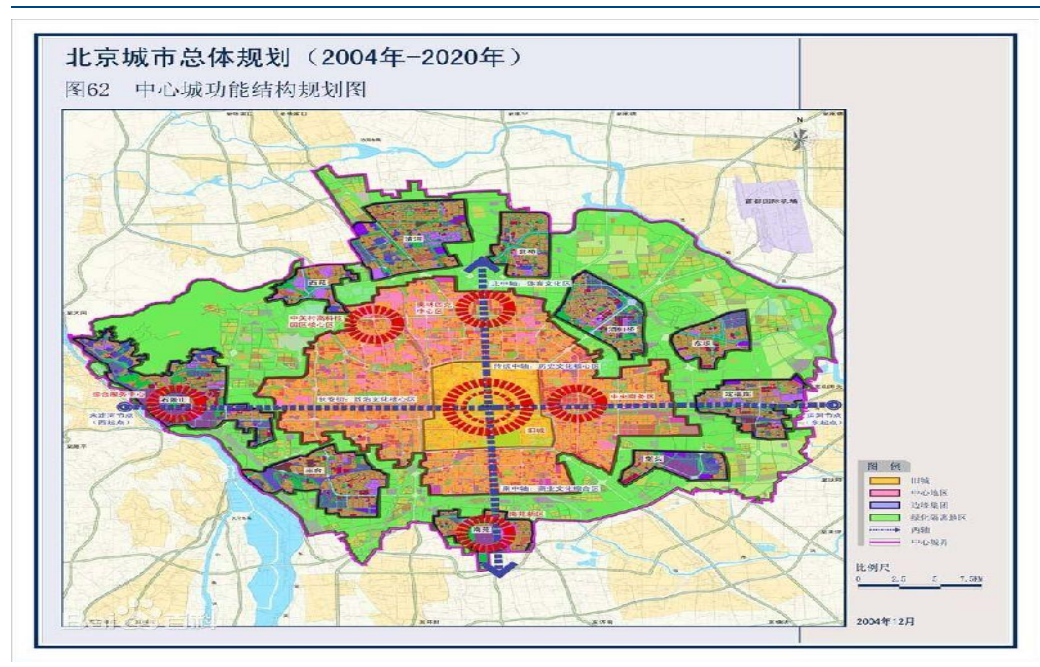
## 2. 公司拥有质优量大的土地储备

### 2.1 京内土地储备丰富

对比上海和北京两大城市，北京的面积为16410.54平方千米，约为上海的三倍，平原面积约占40%，其中市区面积1,368.32平方千米，建成区面积1289.3平方千米（中国城市第1名）。

对比上海和北京两大城市，北京的面积为16410.54平方千米，约为上海的三倍，平原面积约占40%，其中市区面积1,368.32平方千米，建成区面积1289.3平方千米（中国城市第1名）。依据国家目前对京津冀区域的城市规划，北京城市发展边界已经划定，未来土地供应量将被动大幅减少，由此而带来当前存量土地价值的快速跃升。

图3：北京城市总体规划



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

公司始终坚持立足北京、服务首都的指导思想,持续通过各种形式新增北京区域土地储备,成为北京土地市场最活跃的企业之一。2015 年全年在京取得项目 8 个,占地面积约 88 万平方米,总地上规模 147 万平方米,位居在北京布局房企排名前列。**京内项目始终是公司销售收入和净利润最核心的组成部分。**

截止 2016 年 4 月,公司京内在建项目共计 34 个,总建筑规模 720 万平方米,总可售面积(不含地下)合计 575 万平方米,主要集中在二环到五环的东、南两大区域,奠定公司营收稳定增长的坚实基础。

- ◆ 公司在京项目未结面积有近 500 万平方米,其中保障性住房面积近 140 万平方米。深耕北京本土市场,将成为公司未来利润稳定增长的保证。
- ◆ 公司在北京还有占地 84 万平方米的棚户改造项目,位置绝佳,并得到政府的大力推进和专项资金支持,是未来中央核心区的民心工程。
- ◆ 此外,考虑到京津冀一体化的重大国家战略,公司也顺势在廊坊、天津、大兴等地区积极推进项目,总建筑面积约 200 万平方米,可售货源充足。

## 2.2 京外积极获取优质项目

截止 2016 年 4 月,公司在南方区域在建项目共计 33 个,总建筑规模 1128 万平方米,总可售面积(不含地下)合计 941 万平方米,未结算面积近 780 万平方米。

其中,公司在苏州、杭州、厦门及福州四地共计项目 24 个,总建筑规模合计 605 万平方米,总可售面积 490 万平方米,未结算面积合计约 360 万平方米。

**图 4:公司在苏、杭、厦、福四个城市项目储备情况**

苏州	杭州	厦门	福州
<ul style="list-style-type: none"> <li>项目: 6个</li> <li>总建面: 180 万平</li> <li>可售面积: 约 150万平</li> <li>未结面积: 约 110万平</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>项目: 3个</li> <li>总建面: 33万平</li> <li>可售面积: 约 25万平</li> <li>未结面积: 约 25万平</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>项目: 4个</li> <li>总建面: 182 万平</li> <li>可售面积: 约 150万平</li> <li>未结面积: 约 115万平</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>项目: 11个</li> <li>总建面: 210 万平</li> <li>可售面积: 约 170万平</li> <li>未结面积: 约 100万平</li> </ul>

资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

## 3. 股利分配方案吸引长期投资者

公司历来重视分红,以利润分配等方式回报股东。近期发布的未来三年(2015 年—2017 年)股东回报规划显示,公司承诺在:在符合利润分配原则、满足现金分红的条件的前提下,对 2016 年至 2017 年每年度的利润分配按每股不低于 0.60 元进行现金分红。



以当前公司股价 10.85 元/股计算，公司的股息率为 5.53%，显著高于行业平均水平。

表 2:公司 2012-2014 年股利分配方案

分红年度	每 10 股派息（含税）	现金分红总额	归属于上市公司股东净利润占比
2012	2.4	5.68 亿	35.42%
2012	1.8	4.04 亿	31.40%
2012	3.8	5.38 亿	32.66%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 多元化投资打造未来盈利增长点

自 2015 年公司启动多元化投资进程以来，成果颇丰。公司对多元化投资的战略定位为：主营业务外的辅助业务，将比照成功案例将多元化投资打造成新的利润增长点。

### 1. 携手北京文投集团，打造文创产业聚集区

公司与文投集团下属资产管理公司文化基金签订战略合作协议，将通过打造符合北京市文化创意产业功能区政策要求、有社会影响力和竞争力的文创产业协同聚集区，形成基于互联网的文创产业垂直生态产业链系统。同时通过资产增值、股份投资、资本运营等手段取得较高的投资回报。

公司未来收入将主要集中在投资收益和平台收益等方面。

### 2. 牵手亿达，布局园区地产

亿达中国是中国最大的商务园区开发商及领先的商务园区运营商，与它的战略合作可以为首开在北京市场的物业升级改造创造新的契机，提供更优质的细分市场。同时通过本次合作，亿达中国向首开非公开发行 20 亿可转换债券，如若实施转股，首开将有可能成为亿达中国的第二大股东，对实现多元化发展战略目标有重要意义。

### 3. 投资中信并购基金，开启股权投资时代

公司出资 4 亿元参股中信并购基金，开启其专业化股权投资时代。通过与专业能力强、业绩优越的基金联手，公司在战略性新兴产业领域能有更大的避险保障。

## 5. 投资评级

我们认为公司的价值被低估，主要基于三点判断：首先，基于对北京及公司重点布局的核心一二线城市良好销售市场和大量的优质土地储备的判断，我们认为公司未来的业绩增长有保障，随着高毛利项目陆续实现销售，毛利率有望保持在高位。其次，公司提出的高股息率分红方案将刺激长期投资者的关注，高达 5.5% 的股息率将极大的促进公司估值的提升；最后，公司开启多元化投资进程，随着上下游资源的拓展和股权投资项目收益实现，公司新利润增长点形成将为大概率事件。

受益于全国去库存进程, 根据当前销售进度, 我们认为公司 2016 年销售有望大比例超过年初制定的 360 亿元销售目标。在当前市场环境下, 我们认为公司业绩将保持当前快速增长的趋势, 仅以当前公司现有项目为依据进行测算, 公司的 NAV 值为 19.44 元。公司 6 月 8 日收盘价格为 10.85 元, 较公司的 NAV 折价 44%。

**表 3: 公司 NAV 估值表**

开发项目评估溢价 (亿元)	215.3
帐面净资产 (亿元)	220.45
重估净资产 (亿元)	435.8
总股本 (亿股)	22.4
NAV	19.44
当前股价 (元)	10.85
当前股价折价	-44%

资料来源: 东兴证券研究所

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 284 亿元、338 亿元和 401 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 30.5 亿元、31.4 亿元和 33.3 亿元; 每股收益分别为 1.12 元、1.15 元和 1.24 元, 对应 PE 分别为 9.73、9.40 和 8.74, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	88579	131132	133741	224161	239473	<b>营业收入</b>	20851	23618	28389	33811	40100
货币资金	11637	19588	22711	89621	78141	<b>营业成本</b>	13647	14033	17743	21639	26065
应收账款	283	296	389	463	549	营业税金及附加	2442	3162	3832	4564	5413
其他应收款	6320	12796	15380	18318	21725	营业费用	559	610	710	845	1002
预付款项	43	146	324	540	801	管理费用	602	653	795	947	1123
存货	68078	95674	92360	112641	135680	财务费用	581	784	494	949	1362
其他流动资产	1715	2100	2577	2577	2577	资产减值损失	253.56	636.92	300.00	300.00	300.00
<b>非流动资产合计</b>	9035	9384	8514	8416	8318	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	40.00	40.00
长期股权投资	3693	3779	3779	3779	3779	投资净收益	89.57	134.70	150.00	180.00	216.00
固定资产	840	817	720	623	526	<b>营业利润</b>	2856	3873	4664	4786	5090
无形资产	10	12	11	9	8	营业外收入	54.84	50.04	50.00	60.00	60.00
其他非流动资产	17	16	0	0	0	营业外支出	18.59	11.02	20.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	97614	140515	142256	232577	247791	<b>利润总额</b>	2892	3913	4694	4826	5130
<b>流动负债合计</b>	61218	76093	73041	62037	67865	所得税	910	1358	1643	1689	1796
短期借款	2695	4667	15987	0	0	<b>净利润</b>	1982	2554	3051	3137	3335
应付账款	4993	5282	7292	8893	10712	少数股东损益	334	471	550	550	550
预收款项	18798	23312	26151	29532	33542	归属母公司净利润	1648	2083	2501	2587	2785
一年内到期的非	19953	14776	1120	1120	1120	EBITDA	3548	4772	5257	5834	6550
<b>非流动负债合计</b>	20264	40117	42728	142728	150728	<b>BPS (元)</b>	0.73	0.89	1.12	1.15	1.24
长期借款	18258	30728	42728	142728	150728	<b>主要财务比率</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	1951	9333	0	0	0						
<b>负债合计</b>	81483	116210	115769	204765	218593	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1554	2260	2810	3360	3910	营业收入增长	54.43%	13.27%	20.20%	19.10%	18.60%
实收资本(或股	2242	2242	2242	2242	2242	营业利润增长	59.03%	35.63%	20.42%	2.61%	6.35%
资本公积	4052	4052	4930	4930	4930	归属于母公司净利润	20.05%	3.43%	20.05%	3.43%	7.63%
未分配利润	6891	8184	6934	5640	4248	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	14577	22045	17593	18369	19204	毛利率(%)	34.55%	40.58%	37.50%	36.00%	35.00%
<b>负债和所有者权</b>	97614	140515	136172	226493	241708	净利率(%)	9.50%	10.81%	10.75%	9.28%	8.32%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.69%	1.48%	1.76%	1.11%	1.12%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	11.30%	9.45%	14.22%	14.08%	14.50%
<b>经营活动现金流</b>	3290	-9569	3222	-14262	-16125	<b>偿债能力</b>					
净利润	1982	2554	3051	3137	3335	资产负债率(%)	83%	83%	85%	90%	90%
折旧摊销	110.53	114.11	0.00	98.27	98.27	流动比率	1.45	1.72	1.83	3.61	3.53
财务费用	581	784	494	949	1362	速动比率	0.33	0.47	0.57	1.80	1.53
应收账款减少	0	0	-93	-74	-86	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	2839	3381	4010	总资产周转率	0.22	0.20	0.21	0.19	0.17
<b>投资活动现金流</b>	-1811	-247	1153	-80	-44	应收账款周转率	46	82	83	79	79
公允价值变动收	0	0	0	40	40	应付账款周转率	5.24	4.60	4.52	4.18	4.09
长期股权投资减	0	0	756	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	90	135	150	180	216	每股收益(最新摊薄)	0.73	0.89	1.12	1.15	1.24
<b>筹资活动现金流</b>	-2878	17771	-1252	81253	4689	每股净现金流(最新	-0.62	3.55	1.39	29.84	-5.12
应付债券增加	0	0	-9333	0	0	每股净资产(最新摊	6.50	9.83	7.85	8.19	8.57
长期借款增加	0	0	12000	100000	8000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.76	12.15	9.73	9.40	8.74
资本公积增加	-317	0	878	0	0	P/B	1.67	1.10	1.38	1.32	1.27
<b>现金净增加额</b>	-1399	7955	3123	66911	-11480	EV/EBITDA	15.66	13.46	11.69	13.47	14.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，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。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。