

# 北京魁首 价值为王

——首开股份（600376）2016年半年报点评

2016年08月25日

强烈推荐/维持

首开股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件：

8月24日公司公布2016年半年报，2016年上半年公司实现营业收入124.52亿元，同比增加66.33%；实现归属于上市公司股东的净利润9.38亿元，同比增长1.82%。结转各类房地产项目面积98.32万平方米，同比增长149.54%。报告期内，公司共实现签约面积154.97万平方米，同比上升95.42%；签约金额319.49亿元，同比上升151.17%；EPS为0.3116元，受定增摊薄影响同比降低24.13%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	7749.49	3772.86	3713.52	4086.67	12044.83	4827.53	7624.92
增长率(%)	7.76%	46.86%	-48.77%	24.46%	55.43%	27.95%	105.33%
毛利率(%)	39.28%	50.69%	39.67%	48.49%	35.01%	44.71%	29.39%
期间费用率(%)	7.05%	10.84%	14.20%	12.42%	5.01%	10.23%	8.87%
营业利润率(%)	13.65%	23.83%	14.41%	23.68%	12.22%	20.67%	11.58%
净利润(百万元)	563.42	680.95	364.40	657.50	851.41	698.72	638.53
增长率(%)	-37.51%	55.28%	-35.47%	58.44%	51.11%	02.61%	75.22%
每股盈利(季度,元)	0.20	0.27	0.14	0.28	0.24	0.25	0.15
资产负债率(%)	83.47%	83.34%	84.83%	82.80%	82.70%	80.73%	77.65%
净资产收益率(%)	3.49%	4.05%	2.16%	3.21%	3.50%	2.42%	1.77%
总资产收益率(%)	0.58%	0.68%	0.33%	0.55%	0.61%	0.47%	0.40%

## 观点：

- 营业收入大幅增长但净利润增幅不大。报告期内，公司实现营业收入总额124.52亿元，同比增长66.33%，实现归属于上市公司股东净利润9.38亿元，同比增长1.82%，扣非后净利润7.59亿元，同比降低6.17个百分点；EPS为0.3116元，受摊薄影响同比降低24.13%。

本期营收大增但净利润增幅不大，主要归因于结转项目平均毛利率为35.33%，显著低于去年同期的45.22%，同时由于少数股东权益增长近220%，进一步压缩了净利润增长率，致使本期净利润增幅较小。受定增摊薄影响，EPS同比大降24.13个百分点。总体来看，公司业绩表现略逊于预期，但考虑到结算营收仅是过去开发结果的实现，本期公司销售的亮眼将为未来的业绩奠定坚实基础，我们坚持看好公司

未来的业绩增长。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析** (单位: 亿元、百分比; 对上年同期净利润同口径调整)

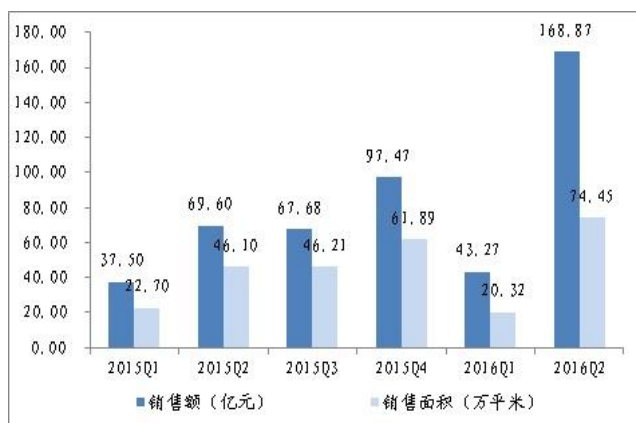
项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	9.38	9.21	1.82%	营业成本增速快于营收增速
营业收入	124.52	74.86	66.33%	受结算周期影响
资产负债率 (%)	77.65	84.83	-7.18	通过永续债和定增发行显著降低杠杆率
费用比率 (%)	9.40	12.51	3.11	本期费用控制能力大幅提升
加权 ROE (%)	4.29	6.09	-1.8	定增摊薄影响
总资产	1614.26	1405.15	14.88%	规模快速扩张
货币资金	316.35	171.47	84.49%	销售回款增加+购地金额减少
预收账款	315.71	208.92	51.12%	销售回款增加
一年内到期非流动负债	118.79	125.49	-5.34%	负债正常到期
经营活动净现金流	4.36	-23.15	-22.45%	销售回款增加+购地金额减少
稀释 EPS	0.3116	0.41	-24.13%	定增摊薄

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

对公司营收进行拆分, 房产销售占总营收比重的 98.26%, 显示公司仍然是以房产销售作为主要业务, 多元化业务前路仍然漫长。酒店业务上半年贡献营收 2.16 亿元, 同比增长 14.31%。

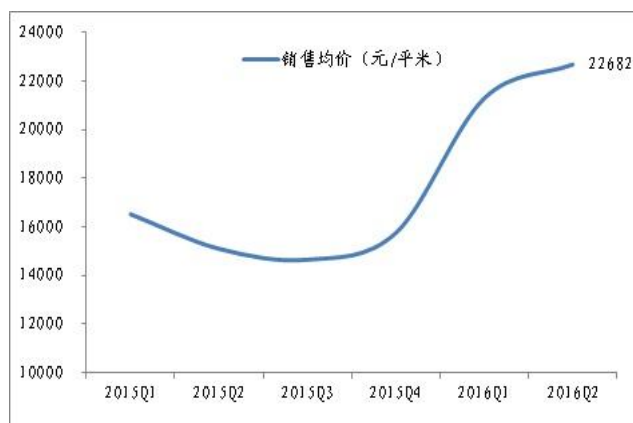
- 高居北京区域销售排行榜首位。** 报告期内, 公司实现签约销售额 319.49 亿元, 完成全年销售目标 360 的 88.74%, 签约销售面积 132.37 万平米, 分别同比增长 151.17%和 95.42%, 为未来业绩快速增长奠定坚实基础。鉴于当前北京市场的热度持续高企, 我们认为公司全年销售额创历史新高为大概率事件, 公司已经将计划销售面积调增至 224 万平方米、计划销售金额调增至 527 亿元。

**图 1: 公司自 2015 年初以来季度销售额及销售面积**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 2: 公司自 2015 年初以来季度销售均价**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

得益于今年上半年北京市场的快速升温, 公司以 155 亿元的销售额在北京地区继续保持区域冠军地位, 伴随着下半年 9、10 月份推盘力度的增大, 公司全年在北京的销售额有望达到 300 亿。

**表 2:2016 年上半年北京地区销售金额及销售面积排行榜**

(单位: 亿元、万平米)

排序	企业名称	成交金额 (亿元)	企业名称	销售面积 (万 m <sup>2</sup> )
1	首开股份	155.57	首开股份	55.08
2	和裕地产	138.25	和裕地产	51.15
3	万科地产	111.28	东亚新华	41.51
4	远洋地产	87.99	万科地产	31.32
5	东亚新华	84.55	北京城建	27.82
6	金融街	79.20	远洋地产	22.50
7	保利地产	72.95	金融街	20.96
8	北京城建	64.17	保利地产	20.92
9	融创中国	61.05	绿地集团	20.44
10	绿地集团	58.89	首创置业	16.75

资料来源: CRIC, 东兴证券研究所

- **项目储备丰富保障未来业绩增长。**报告期内, 公司房地产储备项目共21个, 规划计容建筑面积311.87万平方米, 报告期内新增4个项目, 分别位于北京顺义、福州、成都和杭州。在建和竣工项目京内建面600.83万平, 京外1565.16万平米 (主要城市包括苏州、大连、杭州、厦门、福州、天津等), 充足的项目储备将为公司未来5年的持续稳定经营提供根本性保障。**依托于大股东, 公司未来将深度参与北京市的棚户区改造项目, 由于棚改项目位置绝佳, 并能够得到政府的大力推进和专项资金支持, 预期公司将有望通过这种模式拿到北京市内核心区域地块。**

**表 3:2016 年上半年公司土地储备情况**

城市	编号	规划用途	占地面积 (万 m <sup>2</sup> )	规划建面 (万 m <sup>2</sup> )	成交金额 (亿元)	楼面价 (元/m <sup>2</sup> )	平均溢价 (%)	权益 (%)	拿地时间
成都	JN04(21/252):2016-013	综合用地 (含住宅)	11.8	66.75	21.36	3200	39.13	100	2016-02
福州	2016-03	综合用地 (含住宅)	1.83	8.06	12	14895	86.05	100	2016-03
福州	2016-02	商业用地	3.19	10.32	17.75	32351	-	50%	2016-07
杭州	杭政储出 [2016]12 号	综合用地 (含住宅)	6.92	19.36	64.1	33106	93.02	50	2016-06
上海	201606002	住宅用地	7.02	12.64	67.9	53727	114.87	0	2016-07
太原	SWG-1623	综合用地 (含住宅)	2.1	2.29	1.29	5651	13.12	0	2016-08
武汉	P (2016) 074 号	综合用地 (含住宅)	11.16	51.5	73.5	14272	185.44	100	2016-08
福州	2016-10	综合用地 (含住宅)	9.92	12.97	19.5	15038	107.23	100	2016-08

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ **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。携手北京文投集团,打造文创产业聚集区,更进一步,公司与北京市文化中心建设发展基金资产管理公司签订了战略合作框架协议,开展文化创意产业资产运营、投资经营与管理工作;牵手亿达布局园区地产;投资中信并购基金,开启股权投资时代,作为有限合伙人加入深圳市信中龙成投资合伙企业,投资康龙化成新药技术有限公司,完成了一次选择性跟投项目的投资;全资子公司投资芜湖高和融德投资中心,开启京沪核心区低洼价值挖掘之旅。公司对多元化投资的战略定位进一步明确,作为主营业务外的辅助业务,围绕着地产业链向上下游深度拓展,赋予地产业务文化、股权投资、园区运营管理等多种使命,未来将比照成功案例将多元化投资打造成新的利润增长点。

➤ **融资渠道畅通。**公司上半年成功发行定增 3.38 亿股,募资 40 亿元,通过公司债以低成本融资 20 亿元。

公司高分红、高价值和成长的标签已经形成,极大的提升了公司估值的弹性。值得关注的是,公司高分红政策的推出有望拉开 A 股上市房企提高分红比率的序幕,并以此作为价值投资的代表企业,安邦和君康人寿通过定增持有公司 8.18% 的股权,对公司价值给予实际行动上的肯定。预期随着未来公司承诺兑现,公司的估值仍有进一步上升的空间。

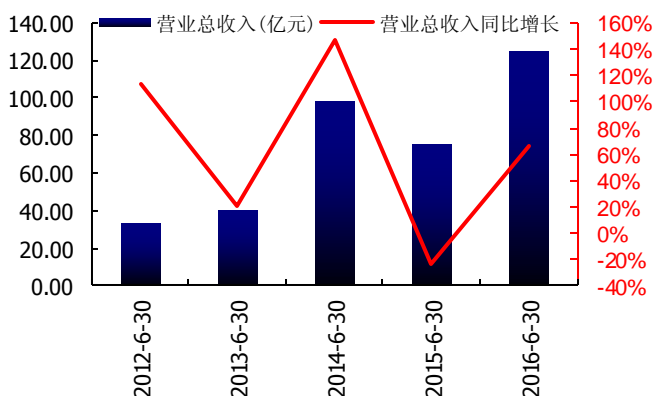
表 4:公司上半年融资情况

时间	融资途径	融资额度	融资成本	期限
2016 年 1 月 11 日	公司债	20 亿	4.39%	5 年
2016 年 6 月 22 日	非公开发行	40 亿	-	-

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

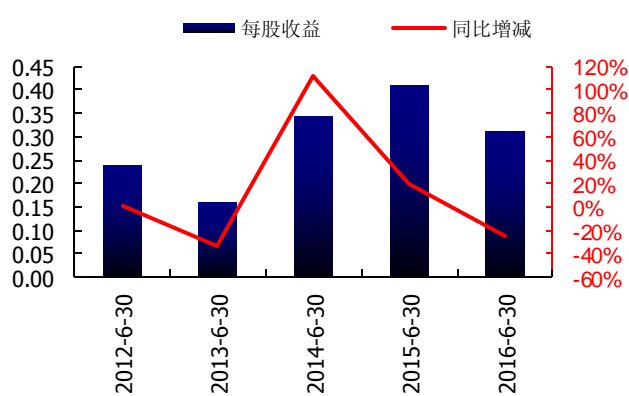
➤ **风险提示:**北京市场下半年销售降温、多元化投资目标无法实现

图 6:营业收入情况



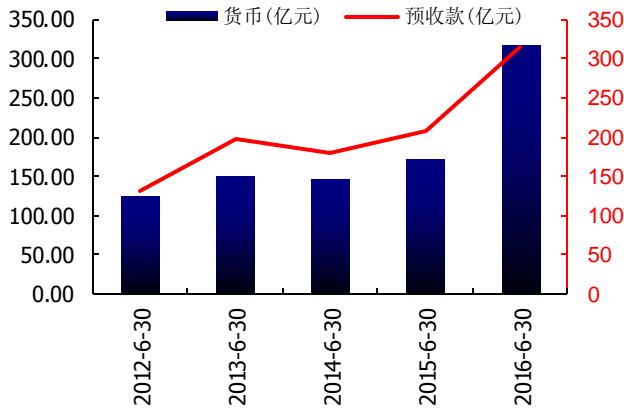
资料来源:公司公告,东兴证券

图 7:每股收益情况



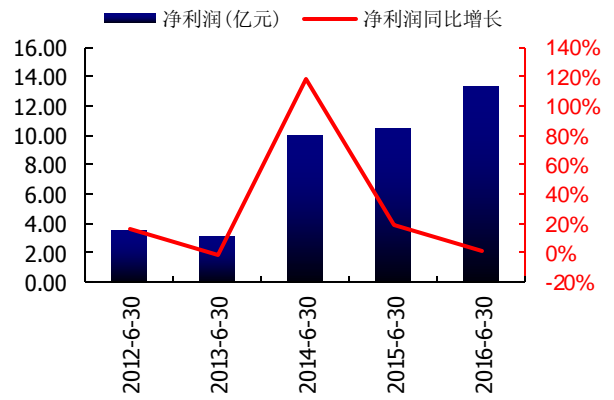
资料来源:公司公告,东兴证券

图 8: 货币和预收款情况



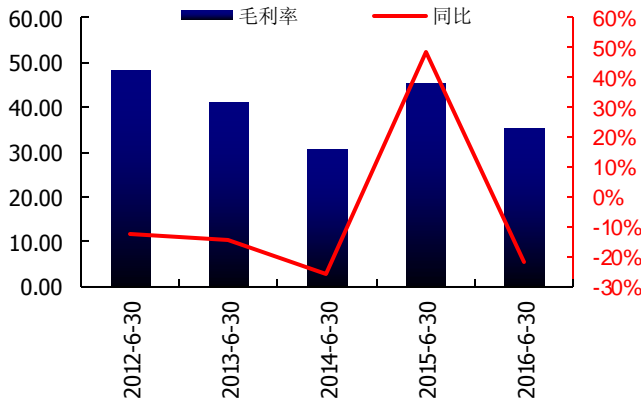
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 净利润情况



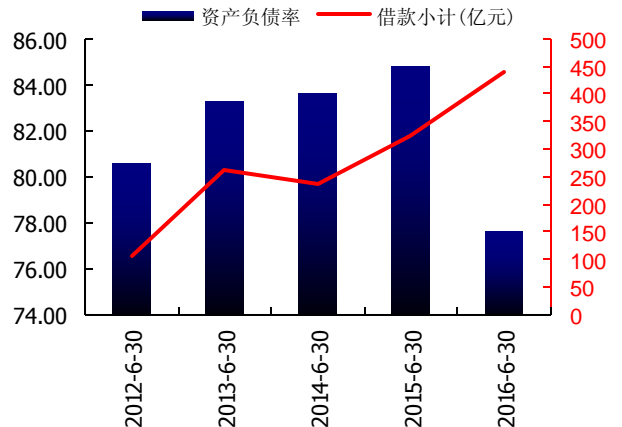
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 销售毛利率情况



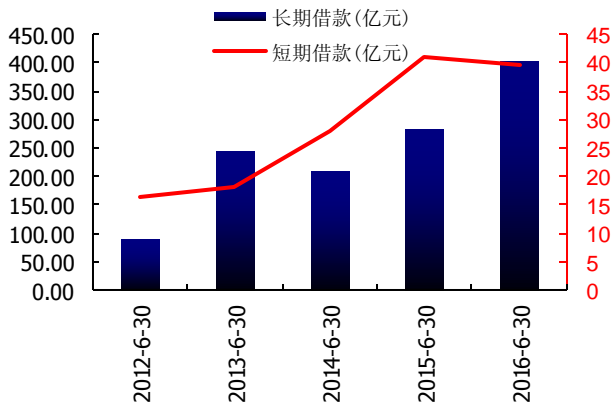
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 11: 资产负债率情况



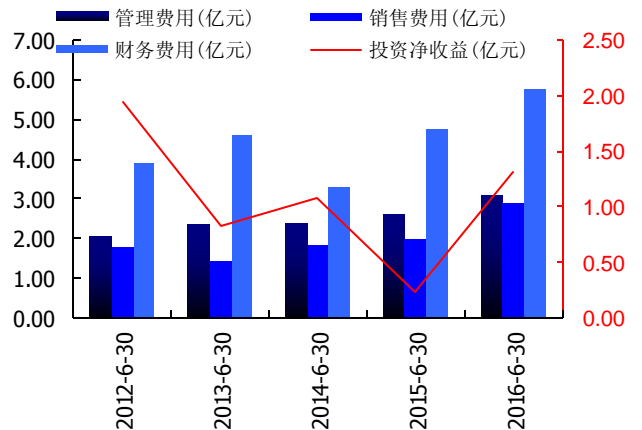
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 13: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 结论:

我们认为公司的价值被低估,主要基于四点判断: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,公司提出的高达0.6元每股的高股息率分红方案将刺激长期投资者的关注,同时险资进驻和大股东大力增持将极大的促进公司估值的提升;第三,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;最后,做为北京市国资委旗下的国企,公司未来有望享受国企改革的政策红利。

仅以当前公司现有项目为依据进行测算,公司的NAV值为21.95元。公司8月24日收盘价格为12.69元,较公司的NAV折价42%。

我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为319.62亿元、423.5元和553.5亿元,每股收益分别为1.06元、1.36元和1.79元,对应PE分别为12.03、9.33和7.09,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	150590	228037	258999	<b>营业收入</b>	20851	23618	31962	42350	55351
货币资金	11637	19588	25570	63186	44281	<b>营业成本</b>	13647	14033	19976	26469	34594
应收账款	283	296	438	580	758	营业税金及附加	2442	3162	4315	5717	7472
其他应收款	6320	12796	17316	22944	29988	营业费用	559	610	799	1059	1384
预付款项	43	146	346	611	957	管理费用	602	653	895	1186	1550
存货	68078	95674	103986	137782	180081	财务费用	581	784	823	1636	2396
其他流动资产	1715	2100	2934	2934	2934	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	5004	6204	7911
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	159105	236453	267316	<b>利润总额</b>	2892	3913	5034	6244	7951
<b>流动负债合计</b>	61218	76093	89487	65233	86161	所得税	910	1358	1762	2185	2783
短期借款	2695	4667	31157	0	12053	<b>净利润</b>	1982	2554	3272	4058	5168
应付账款	4993	5282	8209	10878	14217	少数股东损益	334	471	550	550	550
预收款项	18798	23312	26508	30743	36278	归属母公司净利润	1648	2083	2722	3508	4618
一年内到期的非流动	19953	14776	1120	1120	1120	EBITDA	3548	4772	5925	7938	10405
<b>非流动负债合计</b>	20264	40117	42728	142728	150728	<b>BPS (元)</b>	0.73	0.89	1.06	1.36	1.79
长期借款	18258	30728	42728	142728	150728	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1951	9333	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	81483	116210	132215	207960	236888	<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%	35.33%	32.50%	30.70%
实收资本(或股本)	2242	2242	2580	2580	2580	营业利润增长	59.03%	35.63%	29.18%	23.98%	27.52%
资本公积	4052	4052	4930	4930	4930	归属于母公司净利润	30.64%	28.90%	30.64%	28.90%	31.63%
未分配利润	6891	8184	6823	5069	2760	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	14577	22045	24080	25133	26518	毛利率(%)	34.55%	40.58%	37.50%	37.50%	37.50%
<b>负债和所有者权益</b>	97614	140515	159105	236453	267316	净利率(%)	9.50%	10.81%	10.24%	9.58%	9.34%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.69%	1.48%	1.71%	1.48%	1.73%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	11.30%	9.45%	11.30%	13.96%	17.42%
<b>经营活动现金流</b>	3290	-9569	-8944	-27055	-33286	<b>偿债能力</b>					
净利润	1982	2554	3272	4058	5168	资产负债率(%)	83%	83%	83%	88%	89%
折旧摊销	110.53	114.11	0.00	98.27	98.27	流动比率	1.45	1.72	1.68	3.50	3.01
财务费用	581	784	823	1636	2396	速动比率	0.33	0.47	0.52	1.38	0.92
应收账款减少	0	0	-142	-142	-178	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	3196	4235	5535	总资产周转率	0.22	0.20	0.21	0.21	0.22
<b>投资活动现金流</b>	-1811	-247	1153	-80	-44	应收账款周转率	46	82	87	83	83
公允价值变动收益	0	0	0	40	40	应付账款周转率	5.24	4.60	4.74	4.44	4.41
长期股权投资减少	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	1.06	1.36	1.79
<b>筹资活动现金流</b>	-2878	17771	13772	64751	14425	每股净现金流(最新摊)	-0.62	3.55	2.32	14.58	-7.33
应付债券增加	0	0	-9333	0	0	每股净资产(最新摊)	6.50	9.83	9.33	9.74	10.28
长期借款增加	0	0	12000	100000	8000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	338	0	0	P/E	17.27	14.22	12.03	9.33	7.09
资本公积增加	-317	0	878	0	0	P/B	1.95	1.29	1.36	1.30	1.23
<b>现金净增加额</b>	-1399	7955	5981	37616	-18905	EV/EBITDA	16.82	14.33	13.87	14.29	14.64

资料来源: 东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑闵钢

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”。

## 联系人简介

### 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。