

强烈推荐-A (首次)

首开股份 600376.SH

目标估值: 14.13
当前股价: 11.19 元
2017年08月27日

上半年下降不影响全年预期、高分红及高折价是核心亮点

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	257957
已上市流通股(万股)	254581
总市值(亿元)	289
流通市值(亿元)	285
每股净资产(MRQ)	11.6
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	81.1%
主要股东	北京首都开发控股(集)
主要股东持股比例	45.97%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

赵可 博士
0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001
刘义
0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003
李洋 研究助理
liyong24@cmschina.com.cn
董浩 研究助理
donghao@cmschina.com.cn

公司上半年交付减少不影响全年业绩预期, 转让深圳祈年进一步提高净利弹性; 综合而言, 公司不仅仅是京城本土龙头, 更是冲击千亿规模的稳健型选手; 考虑到公司未售货量充裕且京城占比高达 30%、资源价值显著(目前市值较 NAV 折价 30%+)、以及高分红及大股东增持护航, 首次覆盖并给予“强烈推荐-A”投资评级, 目标价 14.13 元/股(较 NAV 折价 20%)。

- 上半年交付减少不影响全年业绩预期, 转让深圳祈年进一步提高净利弹性。公司上半年营收/归母净利分别为 112/3.2 亿, 同比分别下降 10%/66%; 收入下滑主要受项目交付量减半拖累, 结构上看京内贡献的权重明显提高, 但因保障房占比扩大, 对毛利率形成压制, 导致盈利降幅大于收入降幅。从已售未结项目的竣工安排来看, 预计全年业绩仍可实现稳健增长, 并且转让深圳祈年预计将在三季度贡献近 7 亿净利, 进一步提高全年业绩弹性。
- 不仅仅是京城本土龙头, 更是冲击千亿规模的稳健型选手。公司不仅仅是京城本土龙头, 更是区域型房企升级全国型房企(已进入 20+城)的成功典范之一, 乃冲击千亿体量的稳健型选手。公司今年 1-7 月销售面积/金额分别为 172 万平方米/440 亿元, 同比分别增长-8%/+6%, 在 2016 年大幅增长的基础上仍实现稳健发展。上半年补库存节奏有所加快, 新增全口径计容 280 万平方米, 同比增长+195%(不含一级开发), 拿地/销量为 187%(16 年为 59%)。公司未售货量充裕, 为销售持续增长提供支撑, 目前全口径未竣工计容约 1800 万平方米(不含一级开发), 北京/环渤海(京外)/长三角/西南/福建占比分别 30%/18%/15%/18%/11%, 聚焦核心一二线(占比近 80%); 预计全口径未售货值达 3000 亿量级, 静态测算可供销售 4-5 年左右。
- 虽然杠杆率偏高, 但短期偿债压力相对可控。截至 17H1 末, 公司净负债率(不考虑永续债)约为 165%, 高于行业一般水平; 但有息负债中即期负债占比仅 29%, 现金对即期有息负债的保障倍数接近 100%, 短期偿债压力相对可控。公司(主体信用评级 AAA 级)近年来有效利用多渠道进行融资, 16 年融资 545 亿(贷款+定增+资产支持票据+公司债+永续债等), 今年上半年已发债 70 亿, 拟再发债 100 亿(50 亿中期票据、30 亿短融、20 亿超短融)及 30 亿购房尾款 ABS。

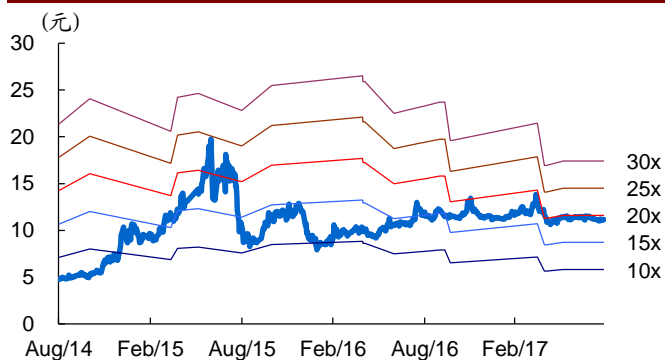
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23618	29883	38658	50887	63998
同比增长	13%	27%	29%	32%	26%
营业利润(百万元)	3873	3949	4916	6389	7977
同比增长	36%	2%	24%	30%	25%
净利润(百万元)	2083	1901	2363	3066	3824
同比增长	26%	-9%	24%	30%	25%
每股收益(元)	0.93	0.74	0.92	1.19	1.48
PE	12.0	15.2	12.2	9.4	7.5
PB	1.1	1.0	1.0	.9	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

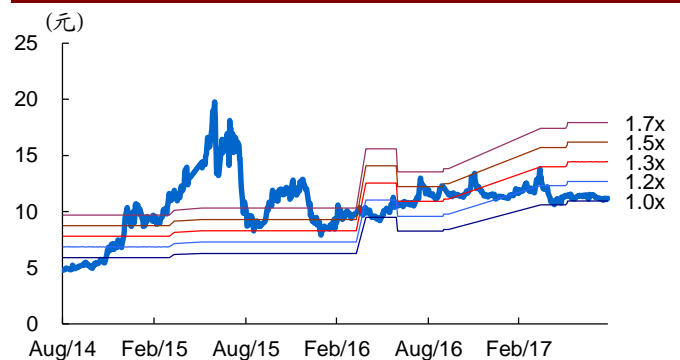
- **高分红及大股东增持，提高股价安全边际。**公司承诺 2016-2017 年分红均不低于 0.6 元/股，税前股息率超过 5%；安邦及君康两大险资已各派一名董事，升级为战略投资者，预计 18 年后高分红仍有预期。另外，大股东 16 年 6-12 月累计增持 880 万股（占 16 年底总股本 0.34%），今年 2 月继续增持 100 万股，并计划在未来 12 个月累计增持 400-1000 万股，增持价不超 13 元/股；高分红及大股东多次增持，提高公司股价安全边际。
- **首次覆盖并给予“强烈推荐-A”投资评级。**公司上半年交付减少不影响全年业绩预期，转让深圳祈年进一步提高净利弹性；综合而言，公司不仅仅是京城本土龙头，更是冲击千亿规模的稳健型选手。预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.95、1.15 元，对应 PE 分别为 12X、10X，考虑到公司未售货量充裕且京城占比高达 30%、资源价值显著（目前市值较 NAV 折价 30%+）、以及高分红及大股东增持护航，首次覆盖并给予“强烈推荐-A”投资评级，目标价 14.13 元/股（较 NAV 折价 20%）。
- **风险提示：**项目交付节奏低于预期、后续高分红不确定性。

图 1: 首开股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 首开股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《部分房地产股票价值凸显, 房地产上游机会未完 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-08-14
2. 《持续关注名义投资与实际投资背离, 从房地产投资看“新”的旧周期 - 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-08-07
3. 《关注基础数据的几个“质变”, 跟地产投资赛跑 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-07-30
4. 《地产实际投资昭示真实上游需求, 前期推地产上游在于供需缺口拉大而非预期投资向上拐点—招商房地产周观点&高频追踪报告》 2017-07-16
5. 《地产上游机会正在兑现, 那地产呢? — 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-07-09
6. 《地产融资受限的另一面: 信贷目标行业报酬率下降倒逼市场利率短期改善 — 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-07-02
7. 《地产股就是大盘缩影, 强调蓝筹白马估值提升和地产上游机会 — 周观点&高频追踪报告》2017-6-25
8. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好— A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22
9. 《3 季度房地产上游或强于下游, 房地产股票仍遵循逆向投资和区域机会结合— 帮您“降噪”跟踪房地产月度全数据》2017-5-23
10. 《股票补涨 3 因素其 2 发生变化、配置上仍以蓝筹白马优先 — 帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2017-3-18
11. 《价值股可持续加仓摊薄成本, 粤港澳更符合市场风格—招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-14
12. 《地产板块存量流动性仍相对宽松, 再次强调粤港澳主题 — 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-8
13. 《基本面调整仍将继续, 粤港澳是短期更值得期待的“极”—周观点&高频追踪报告》2017-5-1
14. 《遵循逆向投资朴素逻辑, 认清基本面调整中段现实 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-23
15. 《“逆向投资” 逻辑助力估值修复, 近期重仓获利的投资者均符合这个特点- 周观点&高频追踪报告》2017-4-16

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	131132	168460	188154	214219	237992
现金	19588	26857	20000	22000	24000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	296	224	269	339	410
其它应收款	12796	21166	25442	32107	38775
存货	95674	114497	135450	151066	164290
其他	2778	5717	6993	8706	10517
非流动资产	9384	12957	17845	19352	19860
长期股权投资	3779	6120	11000	12500	13000
固定资产	817	852	884	913	937
无形资产	12	82	73	66	59
其他	4776	5903	5887	5874	5863
资产总计	140515	181417	205999	233571	257852
流动负债	76093	85182	107329	132586	153979
短期借款	4667	2550	11070	21406	25981
应付账款	5282	5308	6618	8120	9811
预收账款	23312	41244	51428	63092	76239
其他	42832	36080	38212	39968	41948
长期负债	40117	59788	59788	59788	59788
长期借款	30728	43230	43230	43230	43230
其他	9390	16558	16558	16558	16558
负债合计	116210	144970	167116	192374	213767
股本	2242	2580	2580	2580	2580
资本公积金	10133	14755	14755	14755	14755
留存收益	9671	10422	11980	13234	14816
少数股东权益	2260	8691	9568	10629	11935
归属于母公司所有者权益	22045	27756	29314	30568	32150
负债及权益合计	140515	181417	205999	233571	257852

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(9569)	(8510)	(10053)	(3997)	1231
净利润	2083	1901	2461	2976	3666
折旧摊销	132	141	141	141	141
财务费用	541	1198	1493	1668	1773
投资收益	(135)	(704)	(1500)	(700)	(700)
营运资金变动	(12845)	(11063)	(13526)	(9144)	(4957)
其它	654	17	879	1062	1307
投资活动现金流	(247)	(441)	(3528)	(949)	51
资本支出	(49)	(55)	(149)	(149)	(149)
其他投资	(197)	(386)	(3380)	(800)	200
筹资活动现金流	17771	16568	6724	6945	718
借款变动	5707	6464	9119	10336	4575
普通股增加	0	338	0	0	0
资本公积增加	6005	4622	0	0	0
股利分配	(538)	(645)	(903)	(1723)	(2083)
其他	6597	5789	(1493)	(1668)	(1773)
现金净增加额	7955	7617	(6857)	2000	2000

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23618	29883	35921	45331	54746
营业成本	14033	19752	24629	30216	36512
营业税金及附加	3162	3695	4311	5440	6570
营业费用	610	891	1006	1269	1533
管理费用	653	747	862	1088	1314
财务费用	784	1373	1493	1668	1773
资产减值损失	637	180	0	150	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	135	704	1500	700	700
营业利润	3873	3949	5121	6200	7645
营业外收入	50	51	51	51	51
营业外支出	11	16	16	16	16
利润总额	3913	3984	5155	6235	7680
所得税	1358	1405	1818	2198	2708
净利润	2554	2579	3338	4037	4972
少数股东损益	471	678	877	1061	1306
归属于母公司净利润	2083	1901	2461	2976	3666
EPS (元)	0.93	0.74	0.95	1.15	1.42

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	13%	27%	20%	26%	21%
营业利润	36%	2%	30%	21%	23%
净利润	26%	-9%	29%	21%	23%
获利能力					
毛利率	40.6%	33.9%	31.4%	33.3%	33.3%
净利率	8.8%	6.4%	6.9%	6.6%	6.7%
ROE	9.5%	6.9%	8.4%	9.7%	11.4%
ROIC	4.1%	3.5%	3.9%	4.1%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	82.7%	79.9%	81.1%	82.4%	82.9%
净负债比率	35.7%	34.3%	34.6%	35.0%	33.4%
流动比率	1.7	2.0	1.8	1.6	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	81.6	115.0	145.8	149.1	146.2
应付帐款周转率	2.7	3.7	4.1	4.1	4.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.93	0.74	0.95	1.15	1.42
每股经营现金	-4.27	-3.30	-3.90	-1.55	0.48
每股净资产	9.83	10.76	11.36	11.85	12.46
每股股利	0.00	0.60	0.67	0.81	0.99
估值比率					
PE	12.0	15.2	11.7	9.7	7.9
PB	1.1	1.0	1.0	.9	.9
EV/EBITDA	37.0	32.4	26.1	22.0	18.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

董浩：2017 年 7 月加入招商证券，南京大学管理学硕士，1 年房地产行业研究经验。

李洋：2017 年 2 月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。