

销售迈入千亿俱乐部，有望受益北京国改

——首开股份（600376）2018 年报点评

2019 年 04 月 15 日

推荐/首次

首开股份

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 397.36 亿元，同比增长 8.31%，实现归属母公司股东的净利润 31.67 亿元，同比增长 36.75%。公司拟每 10 股派发现金红利 4 元。
- **结算增加叠加合作项目收益兑现，业绩高增同时未来业绩确定性强。**2018 年公司实现营业收入 397.36 亿，同比增长 8.31%，实现归母净利润 31.67 亿，同比增长 36.75%。主要原因是房屋销售业务同比增长 8.07%，叠加合作开发项目受益快速兑现。盈利能力方面，毛利率同上年基本持平，净利率提升 1.53 个百分点为 7.97%。预收款项为 631.44 亿，对 2018 年营业收入覆盖率达到 158.91%，业绩锁定性较强。
- **销售进入千亿俱乐部，后续有望价稳量升。**2018 年公司实现销售收入 1007.27 亿元，同比增长 45.58%；实现销售面积 377.56 万平方米，同比上升 27.97%。销售均价 26678.41 元/平方米，同比上升 13.76%。考虑到公司土储主要位于北京或其他一二线城市，有望受益于一二线城市边际改善，我们认为公司本年有望在销售均价平稳的同时，实现销售量的较快增长。
- **公开市场外多渠道拿地，棚改项目提升较快。**2018 年公司除了在公开市场获得 23 块土地，合计地上建筑约 269 万平方米，同比下滑 32.7%，同时加大了项目股权收购力度。合计获得了 12 个棚改、土地一级开发项目，其中 7 个项目为实施中项目，5 个为后续项目，合计用地 1589.12 万方，同比提升 42.79%。截止报告期末，公司待开发项目合计 379.95 万方，其中京内项目 257.25 万方，占比 67.70%，京外项目 122.71 万方，占比 32.30%。
- **融资成本略有抬升，有望受益于北京国改。**公司整体平均融资成本为 5.36%，同比提升了 0.21 个百分点，我们认为公司融资成本有望受益于市场流动性改善而回落。同时，近期北京市国资委决定对公司控股股东首开集团和北京房地集团实施合并重组，公司有望受益于北京国企改革从而夯实自身京内土地资源优势。
- **盈利预测与投资评级：**我们上调公司业绩预期，预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 491.20 亿元、606.61 亿、712.95 亿元；归母净利润分别为 32.17 亿元、39.25 亿元和 38.72 亿元；EPS 分别为 1.25 元、1.52 元和 1.50 元，对应 PE 分别为 8.12X、6.65X 和 6.74X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、销售不及预期；2、北京区域市场政策超预期收紧。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	36,678	39,736	49,120	60,615	71,295
增长率(%)	22.74%	8.34%	23.62%	23.40%	17.62%
净利润(百万元)	2,363	3,167	3,217	3,925	3,872
增长率(%)	24.26%	34.02%	1.58%	22.01%	-1.34%
净资产收益率(%)	7.94%	10.25%	12.81%	14.29%	13.00%
每股收益(元)	0.73	1.07	1.25	1.52	1.50
PE	13.85	9.49	8.12	6.65	6.74
PB	0.88	0.85	1.04	0.95	0.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

任鹤

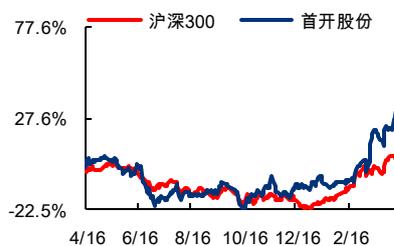
执业证书编号：

S1480519010002

交易数据

52 周股价区间(元)	10.12-8.43
总市值(亿元)	261.05
流通市值(亿元)	257.64
总股本/流通 A 股(万股)	257957/254581
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.3

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	217827	254562	356669	478213	602785	营业收入	36678	39736	49120	60615	71295
货币资金	20740	32739	140078	245601	376790	营业成本	24677	26725	32911	40612	47767
应收账款	409	157	161	199	234	营业税金及附加	4305	3807	5236	6461	7600
其他应收款	45676	46198	40000	40729	41457	营业费用	1094	1334	1557	1921	2259
预付款项	5272	5732	7636	7636	7636	管理费用	789	1105	1211	1494	1758
存货	141532	164062	154364	166899	157043	财务费用	1652	1838	2544	4930	6915
其他流动资产	3261	4614	7429	10878	14082	资产减值损失	-99	645	300	300	300
非流动资产合计	22637	36849	36984	36862	36739	公允价值变动收益	0	0	25	120	25
长期股权投资	14776	20176	20176	20176	20176	投资净收益	1050.09	1416.28	1019.65	1258.26	1479.95
固定资产	819.14	830.26	843.55	729.70	615.85	营业利润	5316	5716	6407	6275	6200
无形资产	79	86	78	69	60	营业外收入	17.82	129.47	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	160	43	300	300	300	营业外支出	61.33	25.10	300.00	300.00	300.00
资产总计	240463	291411	415065	581991	755674	利润总额	5272	5820	6167	6035	5960
流动负债合计	111373	154656	142317	162157	185032	所得税	1659	1837	1850	1811	1788
短期借款	963	888	729	729	729	净利润	3614	3984	4317	4225	4172
应付账款	5788	8324	9918	12239	14396	少数股东损益	1251	817	1100	300	300
预收款项	51594	63144	77880	96064	117453	归属母公司净利润	2363	3167	3217	3925	3872
一年内到期的	19252	35115	9140	9140	9140	EBITDA	7163	7755	9073	11327	13238
非流动负债合计	82415	83087	195352	295007	394687	EPS (元)	0.73	1.07	1.25	1.52	1.50
长期借款	60653	53155	183155	283155	383155	主要财务比率					
应付债券	21728	29811	12366	12366	12366		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	193788	237743	337668	457164	579718	成长能力					
少数股东权益	16922	22781	23881	24181	24481	营业收入增长	22.7%	8.3%	23.6%	23.4%	17.6%
实收资本(或股	2580	2580	2580	2580	2580	营业利润增长	34.6%	7.5%	12.1%	-2.1%	-1.2%
资本公积	7663	7474	7474	7474	7474	归属于母公司净利	24.3%	34.0%	1.6%	22.0%	-1.3%
未分配利润	9606	10856	10534	10142	9755	获利能力					
归属母公司股	29754	30886	25103	27458	29781	毛利率(%)	32.7%	32.7%	33.0%	33.0%	33.0%
负债和所有者	240463	291411	386653	508803	633981	净利率(%)	9.9%	10.0%	8.8%	7.0%	5.9%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.0%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%
						ROE(%)	7.9%	10.3%	12.8%	14.3%	13.0%
经营活动现金	-20453	11643	24941	12018	39497	偿债能力					
净利润	3614	3984	4317	4225	4172	资产负债率(%)	81%	82%	87%	90%	91%
折旧摊销	195.13	200.61	0.00	122.48	122.48	流动比率	2.0	1.6	2.5	2.9	3.3
财务费用	1652	1838	2544	4930	6915	速动比率	0.7	0.6	1.4	1.9	2.4
应收账款减少	0	0	-5	-38	-35	营运能力					
预收账款增加	0	0	14736	18185	21388	总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
投资活动现金	-6984	-7483	1547	1078	1205	应收账款周转率	116.0	140.5	308.5	336.0	328.8
公允价值变动	0	0	25	120	25	应付账款周转率	6.6	5.6	5.4	5.5	5.4
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1050	1416	1020	1258	1480	每股收益(最新摊	0.7	1.1	1.2	1.5	1.5
筹资活动现金	21260	5723	80851	92427	90487	每股净现金流(最	(2.4)	3.8	41.6	40.9	50.9
应付债券增加	0	0	-17445	0	0	每股净资产(最新	11.5	12.0	9.7	10.6	11.5
长期借款增加	0	0	130000	100000	100000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	13.8	9.5	8.1	6.7	6.7
资本公积增加	0	-189	0	0	0	P/B	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9
现金净增加额	-6178	9884	107339	105523	131189	EV/EBITDA	15.1	14.3	7.1	7.6	4.1

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3年龙头房企工作经历，注册会计师，一级注册建造师。对房地产行业有系统认识，擅长从多个层面对行业趋势和公司运营进行系统分析。

单击此处输入文字。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。