

控股力量加大：百尺竿头 更进一步

——首开股份（600376）事件点评

2017 年 02 月 14 日

强烈推荐/维持

首开股份

事件点评

事件：

公司于 2 月 13 日晚间发布公告，控股股东首都开发控股（集团）有限公司通过上交所于 2017 年 2 月 13 日增持 100 万股，增持数量占公司总股本比例 0.04%。控股股东计划在未来 12 个月内拟累计持股数量不少于 400 万股，且不超过 1000 万股，增持价格不超过 13 元/股。

主要观点：

1. 大股东增持彰显看好信心

截止 2017 年 2 月 10 日，首开集团持有公司已发行股份 45.93%，2 月 13 日增持后比例变更为 45.97%。增持计划披露，未来 12 个月内拟增持不少于 400 万股，且不超过 1000 万股。

表 1: 公司股权结构图

	持股比例	持股比例
增持前	45.93%	51.46%
本次增持完成后	45.97%	51.50%
未来增持完成后	【46.09%，46.33%】	【51.62%，51.86%】

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此次大股东的增持动作彰显其看好公司长期发展的决心，向市场释放公司股价被低估的信号，同时，在保持绝对控股地位前提下的增持，也是一种进一步强化影响力的行为，即便有安邦和君康两大保险进驻，首开集团的绝对控制力也是“毋庸置疑”。

2. 2016 年销售创历史新高，奠定未来两年高增长基础

根据克而瑞数据，公司 2016 年销售数据 654.1 亿元，从 2015 年榜单的排名第 30 位提升至 2016 年的排名第 17 位，较 2015 年的签约销售额 327.6 亿元增长近 100%，大幅超市场预期。销售均价 2.14 万/平米，有效的显示了公司布局城市的合理性。

同时，我们认为公司良好的业绩为其后续进行高管激励动作奠定坚实基础（公司于 2009 年、2013 年先后实施两期激励基金计划），未来这一优质工具的使用有望延续，从而有效实现对管理团队的激励。

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：梁小翠

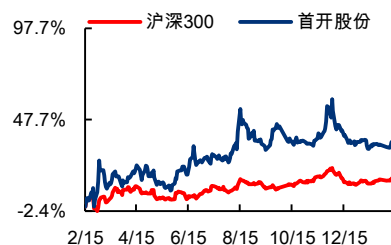
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	11.81-8.9
总市值（亿元）	304.65
流通市值（亿元）	264.78
总股本/流通 A 股（万股）	257957/224201
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.82

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《首开股份（600376）2016 年半年报点评：北京魁首 价值为王》2016-08-25
- 2、《首开股份（600376）：数优质企业还看首开！》2016-06-13
- 3、《首开股份（600376）：因势而谋 顺势而为》2015-08-28
- 4、《首开股份（600376）：公司资源充足 收入增长明显》2015-04-09

表 2:北京市场房企销售排名

排名	企业名称	销售面积(万㎡)	销售金额(亿元)
1	首开股份	105.80	327.55
2	首创置业	60.37	188.40
3	东亚新华	50.96	106.82
4	万科	55.93	197.88
5	旭辉集团	36.18	102.78

资料来源：CREIS，东兴证券研究所

3. 国企改革或受益

虽然目前北京市国企改革推进显著慢于沪深两市，但在股权激励有先例（华远地产）的前提下，未来“国企改革”进程仍然有可能以股权激励、员工持股、混合所有制等形式出现在公司的备选项目中。我们认为，公司有望受益于国企改革的管理效率提升，从而实现推动公司业绩持续增长。

4. 土地储备集中于一、二线城市

自 2016 年 1 月以来，公司新增土地储备主要集中于北京、广州、福州、厦门、武汉、杭州等地，计建面约 285 万方。我们认为，随着公司更广泛布局和规模的不断扩张，公司有望享受稳定的一、二线城市销售市场和规模效应带来的巨大的资源效率提升。

表 3:2016 年-2017 年 2 月公司获得土地储备情况

城市	编号	占地面积(万㎡)	规划建筑面积(万㎡)	平均楼面价(元/㎡)	土地权益(%)	拿地时间
北京	(平) [2016]032 号	22.09	15.31	11286	33	2017-01
北京	(门) [2016]033 号	18.09	23.87	26524	20	2017-01
成都	JN04(21/252):2016-013	11.8	66.75	3200	100	2016-02
福州	2016-10	9.92	12.97	15038	100	2016-08
福州	2016-02	3.19	7.66	23183	100	2016-02
福州	2016-03	1.83	8.06	14895	100	2016-02
广州	AB2804012	3.5	10.1	31900	100	2016-11
广州	SDK-A2-1	13.52	29.68	14500	100	2016-11
杭州	杭政储出[2016]12 号	6.92	19.36	33106	50	2016-06
上海	201606002	7.02	12.64	53727	-	2016-08
太原	SWG-1623	2.1	2.29	5651	-	2016-08
武汉	P (2016) 074 号	11.16	51.5	14272	100	2016-08
厦门	J2016P03	5.09	9.17	27005	50	2016-12
厦门	2016XP08	6.37	15.6	27000	50	2016-12

资料来源：CREIS，东兴证券研究所

风险提示：销售不及预期、调控政策进一步收紧

结论:

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 0.6 元/股的股息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。

由于结构区域和结构产品毛利水平较低, 从而导致 2016 年公司业绩可能低于市场预期, 但被挤压的业绩将会被放在未来周期进行释放, 从而形成更高增速的上升, 我们更看好 2017 和 2018 两年的业绩增长。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 285 亿元、360 亿元和 468 亿元, EPS 分别为 0.78/1.00 /1.17 元, 对应 PE 分别为 15.2/11.75/10.13 倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 1: 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
流动资产合计	88579	131132	134787	168077	219457	营业收入	20851	23618	28513	36056	46803
货币资金	11637	19588	22810	28845	37442	营业成本	13647	14033	17909	22297	29313
应收账款	283	296	391	494	641	营业税金及附加	2442	3162	3849	4868	6318
其他应收款	6320	12796	15447	19534	25357	营业费用	559	610	713	901	1170
预付款项	43	146	325	548	841	管理费用	602	653	798	1010	1310
存货	68078	95674	93224	116066	152586	财务费用	581	784	999	1629	2371
其他流动资产	1715	2100	2589	2589	2589	资产减值损失	253.56	636.92	400.00	400.00	400.00
非流动资产合计	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	营业利润	2856	3873	3995	5172	6176
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
资产总计	97614	140515	143301	176493	227775	利润总额	2892	3913	4025	5212	6216
流动负债合计	61218	76093	81920	103539	142885	所得税	910	1358	1409	1824	2176
短期借款	2695	4667	24785	40995	72777	净利润	1982	2554	2616	3388	4040
应付账款	4993	5282	7360	9163	12046	少数股东损益	334	471	612	796	1034
预收款项	18798	23312	26163	29769	34449	归属母公司净利润	1648	2083	2004	2592	3006
一年内到期的非	19953	14776	1120	1120	1120	EBITDA	3548	4772	5092	6899	8646
非流动负债合计	20264	40117	40728	50728	60728	EPS (元)	0.73	0.89	0.78	1.00	1.17
长期借款	18258	30728	40728	50728	60728	主要财务比率					
应付债券	1951	15417	0	0	0						
负债合计	81483	116210	122648	154267	203612	成长能力					
少数股东权益	1554	2260	2872	3668	4702	营业收入增长	54.43%	13.27%	20.73%	26.46%	29.81%
实收资本 (或股	2242	2242	2580	2580	2580	营业利润增长	59.03%	35.63%	3.13%	29.47%	19.42%
资本公积	4052	4052	4930	4930	4930	归属于母公司净利	-3.82%	29.35%	-3.82%	29.35%	15.97%
未分配利润	6891	8184	7182	5886	4383	获利能力					
归属母公司股东	14577	22045	17781	18559	19461	毛利率 (%)	34.55%	40.58%	37.19%	38.16%	37.37%
负债和所有者权	97614	140515	143301	176493	227775	净利率 (%)	9.50%	10.81%	9.17%	9.40%	8.63%
现金流量表						总资产净利润 (%)	1.69%	1.48%	1.40%	1.47%	1.32%
单位: 百万元						ROE (%)	11.30%	9.45%	11.27%	13.97%	15.45%
经营活动现金流	3290	-9569	2525	-16552	-28565	偿债能力					
净利润	1982	2554	2616	3388	4040	资产负债率 (%)	83%	83%	86%	87%	89%
折旧摊销	110.53	114.11	0.00	98.27	98.27	流动比率	1.45	1.72	1.65	1.62	1.54
财务费用	581	784	999	1629	2371	速动比率	0.33	0.47	0.51	0.50	0.47
应收账款减少	0	0	-95	-103	-147	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2851	3606	4680	总资产周转率	0.22	0.20	0.20	0.23	0.23
投资活动现金流	-1811	-247	1053	-180	-144	应收账款周转率	46	82	83	82	82
公允价值变动收	0	0	0	40	40	应付账款周转率	5.24	4.60	4.51	4.36	4.41
长期股权投资减	0	0	756	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	90	135	150	180	216	每股收益 (最新摊	0.73	0.89	0.78	1.00	1.17
筹资活动现金流	-2878	17771	-356	22766	37307	每股净现金流 (最	-0.62	3.55	1.25	2.34	3.33
应付债券增加	0	0	-15417	0	0	每股净资产 (最新	6.50	9.83	6.89	7.19	7.54
长期借款增加	0	0	10000	10000	10000	估值比率					
普通股增加	0	0	338	0	0	P/E	16.07	13.23	15.20	11.75	10.13
资本公积增加	-317	0	878	0	0	P/B	1.82	1.20	1.71	1.64	1.57
现金净增加额	-1399	7955	3222	6035	8598	EV/EBITDA	16.26	15.19	14.59	13.69	14.76

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

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

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。