

2017年04月13日

首开股份 (600376.SH)

公司快报

结算毛利拖累全年利润，未来业绩仍有保障

投资要点

事件：首开股份公布 2016 年业绩，全年公司实现营收 298.83 亿元，同比增长 26.5%，归母净利润 19.0 亿元，同比下滑 8.7%，折合 EPS 0.58 元（已扣除永续债利息），ROE 7.52%，较上年同期减少 5.6 个百分点。

◆ **结算项目影响当期利润：**公司全年实现营收 298.83 亿元，同比增长 26.5%，归母净利润 19.0 亿元，同比下滑 8.7%，符合此前业绩快报；全年利润表现显著差于营收，主要是由于京外项目结算比例持续提升，全年京外结算面积 134.95 万平，占比 71.0%，较上年同期提升 6.5 个百分点，拖累全年毛利率下滑 6.7 个百分点至 33.90%；此外，2016 年合作项目较多，少数股东权益扣减比例增加；当然，即使排除上述两个因素，公司 Q3 的业绩的表现仍是略低于预期，这与公司结算项目周期问题有关，长期来看对公司在手项目价值及未来业绩释放并无本质影响。

◆ **2017 年目标可期，高预收保障业绩：**公司 2017 年一季度实现销售面积 65.9 万平（-1.92%），销售金额 185.0 亿元（+42.1%），分别完成全年目标的 25%、30%，销售额增长远高于销售面积，源于销售价近 45% 的提升，销售额的提升将为公司未来的结算提供保证。2016 年末公司预收款 412.4 亿元，考虑到全年销售目标，即便结转率维持在上年水平，全年业绩仍有保障。报告期内，公司房地产储备项目共 23 个，规划计容建筑面积 404 万平，其中京外 319 万平。

◆ **高股息标的值得长期关注：**公司 2016 年 6 月初发布了未来三年（2015-2017 年）股东回报规划，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（按最新股价计算股息率仍高达 4.59%），此次年报公司拟每 10 股派 3.5 元，叠加中报分红后完成分红承诺，正如我们此前行业报告中所说，低估值高分红的首开股份仍具备一定的配置需求。

◆ **杠杆水平有效回落：**公司 2016 年年末资产负债率 79.9%，较上年回落 2.8 个百分点，这主要源于去年 6 月份的股权融资，资本的补充有效降低了公司的财务杠杆水平；扣除预收后的资产负债率 57.2%，较去年同期也降低了 8.5 个百分点。此外，报告期公司回款也明显增加，全年回款 488.0 亿元，同比增长 76.1%，大幅提升了公司的现金实力。

◆ **投资建议：**由于结算项目及周期原因，公司全年业绩出现下滑，并且考虑到公司 2017 年销售目标也较为谨慎，我们也适当下调了 2017 年的盈利预测。但我们仍看好公司未来表现，首开股份深耕北京房地产市场，具备优质土地储备资源（目前股价较 NAV 折价约 10%），京外项目拓展也初具成效，未来毛利继续下滑的空间不大，并且其高分红股息率值得长期配置，预计公司在高预收的保障下未来两年业绩能够保持不错的表现。小幅下调公司 2017 年的净利润 4% 至 29.1 亿元，预计 2017-2019 年对应每股收益分别为 1.13、1.50 和 1.83 元，暂维持目标价 13.8 元（虽然近期公司股价在雄安概念下迎来较大涨幅，但对公司基本面并无本质影响），对应公司 2017 年 12.2 倍的市盈率，维持增持-A 评级。

房地产 | 住宅地产 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 13.80 元

股价(2017-04-12) 13.07 元

交易数据

总市值 (百万元) 33,714.92

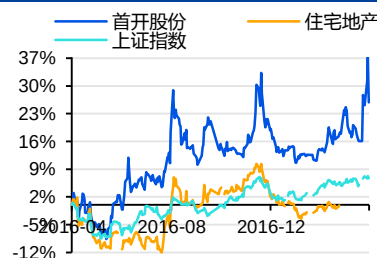
流通市值 (百万元) 29,303.10

总股本 (百万股) 2,579.57

流通股本 (百万股) 2,242.01

12 个月价格区间 9.56/14.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.35	8.8	31.89
绝对收益	1.55	13.75	40.17

分析师

王刚
SAC 执业证书编号：S0910515070001
wanggang@huajinsec.cn
021-20655693

报告联系人

郑春明
zhengchunming@huajinsec.cn
021-20655654

相关报告

首开股份：销售再创新高，结算项目影响当期利润 2016-10-21

首开股份：业绩表现平稳，销售目标上调 2016-08-25

首开股份：储备充足，分红可观 2016-07-15

◆ **风险提示：**房地产政策收紧、销售不达预期、宏观经济超预期下行

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23,617.9	29,883.3	36,055.3	45,133.0	50,753.5
同比增长(%)	13.3%	26.5%	20.7%	25.2%	12.5%
营业利润(百万元)	3,873.5	3,948.7	5,089.7	6,455.5	7,874.5
同比增长(%)	35.6%	1.9%	28.9%	26.8%	22.0%
净利润(百万元)	2,083.5	1,901.4	2,906.7	3,863.0	4,706.8
同比增长(%)	26.4%	-8.7%	52.9%	32.9%	21.8%
每股收益(元)	0.81	0.74	1.13	1.50	1.82
PE	16.2	17.7	11.6	8.7	7.2
PB	1.5	1.2	1.5	1.3	1.2

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,617.9	29,883.3	36,055.3	45,133.0	50,753.5	年增长率					
减:营业成本	14,033.2	19,752.3	23,003.3	28,885.1	32,279.2	营业收入增长率	13.3%	26.5%	20.7%	25.2%	12.5%
营业税费	3,161.7	3,694.8	4,502.2	5,752.6	6,360.6	营业利润增长率	35.6%	1.9%	28.9%	26.8%	22.0%
销售费用	610.3	891.3	991.0	1,250.9	1,438.5	净利润增长率	26.4%	-8.7%	52.9%	32.9%	21.8%
管理费用	652.6	747.4	979.7	1,200.8	1,332.9	EBITDA 增长率	34.6%	14.2%	22.2%	22.6%	18.0%
财务费用	784.3	1,373.2	1,442.2	1,579.7	1,624.1	EBIT 增长率	35.5%	14.3%	22.7%	23.0%	18.2%
资产减值损失	636.9	180.0	356.8	391.2	309.3	NOPLAT 增长率	29.1%	13.3%	32.7%	23.0%	18.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.7%	38.6%	-2.4%	59.8%	-21.9%
投资和汇兑收益	134.7	704.3	309.5	382.9	465.6	净资产增长率	50.7%	50.0%	-13.2%	11.8%	11.4%
营业利润	3,873.5	3,948.7	5,089.7	6,455.5	7,874.5						
加:营业外净收支	39.0	34.9	36.7	36.9	36.2	盈利能力					
利润总额	3,912.5	3,983.6	5,126.4	6,492.4	7,910.6	毛利率	40.6%	33.9%	36.2%	36.0%	36.4%
减:所得税	1,358.3	1,404.6	1,537.9	1,947.7	2,373.2	营业利润率	16.4%	13.2%	14.1%	14.3%	15.5%
净利润	2,083.5	1,901.4	2,906.7	3,863.0	4,706.8	净利润率	8.8%	6.4%	8.1%	8.6%	9.3%
						EBITDA/营业收入	20.2%	18.2%	18.4%	18.1%	18.9%
						EBIT/营业收入	19.7%	17.8%	18.1%	17.8%	18.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	82.7%	79.9%	79.9%	85.3%	80.0%
货币资金	19,588.4	26,857.4	2,884.4	3,610.6	4,060.3	负债权益比	478.1%	397.7%	398.6%	578.7%	400.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.72	1.98	1.38	1.64	1.47
应收帐款	13,091.4	21,389.2	8,805.8	33,697.3	15,923.4	速动比率	0.47	0.63	0.14	0.30	0.19
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	5.94	3.88	4.53	5.09	5.85
预付帐款	146.2	2,701.2	747.6	1,396.2	1,652.8	营运能力					
存货	95,673.6	114,496.8	130,762.4	186,696.0	160,764.2	固定资产周转天数	13	10	8	5	4
其他流动资产	2,632.1	3,015.5	2,621.9	2,756.5	2,798.0	流动营业资本周转天数	711	785	743	778	763
可供出售金融资产	754.8	1,249.4	755.0	919.8	974.7	流动资产周转天数	1,674	1,805	1,569	1,492	1,466
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	150	208	151	170	176
长期股权投资	3,779.1	6,120.5	6,120.5	6,120.5	6,120.5	存货周转天数	1,248	1,266	1,224	1,266	1,232
投资性房地产	1,892.7	1,860.0	1,860.0	1,860.0	1,860.0	总资产周转天数	1,815	1,939	1,693	1,587	1,551
固定资产	816.7	851.7	740.6	629.4	518.2	投资资本周转天数	780	854	813	833	811
在建工程	0.8	4.4	4.4	4.4	4.4						
无形资产	11.8	81.6	77.7	73.8	69.8	费用率					
其他非流动资产	2,127.7	2,789.6	2,382.4	2,391.5	2,471.9	销售费用率	2.6%	3.0%	2.7%	2.8%	2.8%
资产总额	140,515.4	181,417.4	157,762.7	240,155.9	197,218.2	管理费用率	2.8%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%
短期债务	4,666.6	2,550.0	18,974.0	19,892.5	21,812.6	财务费用率	3.3%	4.6%	4.0%	3.5%	3.2%
应付帐款	26,252.9	16,856.0	33,541.1	35,494.8	37,277.2	三费/营业收入	8.7%	10.1%	9.5%	8.9%	8.7%
应付票据	-	3.0	0.6	1.4	1.5	投资回报率					
其他流动负债	45,173.2	65,773.0	52,940.5	83,473.7	66,737.3	ROE	9.5%	6.9%	13.0%	15.2%	16.5%
长期借款	30,727.8	43,230.0	11,348.8	54,156.1	19,441.8	ROA	1.8%	1.4%	2.3%	1.9%	2.8%
其他非流动负债	9,389.5	16,557.7	9,317.9	11,755.0	12,543.6	ROIC	7.1%	5.8%	5.6%	7.0%	5.2%
负债总额	116,210.1	144,969.7	126,122.9	204,773.5	157,814.0	分红指标					
少数股东权益	2,260.0	8,691.2	9,339.0	10,009.3	10,821.5	DPS(元)	-	0.35	0.30	0.37	0.60
股本	2,242.0	2,579.6	2,579.6	2,579.6	2,579.6	分红比率	0.0%	47.5%	26.7%	24.7%	33.0%
留存收益	13,722.6	18,085.4	19,721.2	22,793.5	26,003.2	股息收益率	0.0%	2.7%	2.3%	2.8%	4.6%
股东权益	24,305.3	36,447.7	31,639.7	35,382.4	39,404.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,554.3	2,579.0	2,906.7	3,863.0	4,706.8	EPS(元)	0.81	0.74	1.13	1.50	1.82
加:折旧和摊销	132.0	140.8	115.1	115.1	115.1	BVPS(元)	8.55	10.76	8.65	9.84	11.08
资产减值准备	636.9	180.0	-	-	-	PE(X)	16.2	17.7	11.6	8.7	7.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.2	1.5	1.3	1.2
财务费用	541.0	1,197.9	1,442.2	1,579.7	1,624.1	P/FCF	15.8	-18.3	-2.0	33.0	26.5
投资损失	-134.7	-704.3	-309.5	-382.9	-465.6	P/S	1.4	1.1	0.9	0.7	0.7
少数股东损益	470.8	677.6	681.8	681.7	830.6	EV/EBITDA	14.0	16.2	13.8	16.8	11.0
营运资金的变动	-13,393.5	-11,233.4	2,267.2	-48,155.9	27,942.7	CAGR(%)	21.2%	29.0%	21.9%	21.2%	29.0%
经营活动产生现金流量	-9,569.4	-8,509.8	7,103.5	-42,299.4	34,753.7	PEG	0.8	0.6	0.5	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-246.6	-440.7	804.8	218.3	410.2	ROIC/WACC	0.8	0.7	0.6	0.8	0.6
融资活动产生现金流量	17,770.8	16,567.7	-31,881.2	42,807.3	-34,714.3						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn