

首开股份 (600376)

公司研究/简评报告

京内土地储备丰富 分红慷慨股息率优势明显

—首开股份 2016 年年报业绩点评

简评报告/房地产

2017 年 04 月 13 日

一、事件概述

2016 年全年公司实现营业收入 298.83 亿元，同比增长 26.53%，归属于上市公司股东净利润 19.01 亿元，同比下降 8.74%；归属于上市公司股东的扣非后净利润 15.59 亿元，同比下降 11.95%。

二、分析与判断

➤ 销售金额大幅增长 92.65%，预收款大增奠定未来业绩增长基础

报告期内，公司共结转各类房地产项目 190.17 万平米，同比增长 26.54%；公司共实现营业收入 298.83 亿元，同比增长 26.53%。但由于 16 年结转的项目以低毛利的京外项目为主，高毛利的京内项目占比从 15 年的 51.37% 下降到 45.10%，使得公司净利润同比仅增长 0.97%。此外，由于公司在京外主要采取合作拿地战略，随着京外项目结算占比提升，公司少数股东损益占净利润的比重由 18.43% 上升至 26.27%，从而导致归属于母公司的净利润同比下降 8.74%。

我们依然看好公司未来业绩增长潜力。2016 年，公司共实现签约面积 286.93 万平米，同比上升 41.35%；签约金额 631.03 亿元，同比上升 92.65%。截止至 2016 年年底，公司预收款项达到 412.44 亿，增幅高达 76.92%，预收款/营业收入高达 1.38，业绩锁定性强。账面预收款在未来 1-2 年内将逐步结转为公司业绩，为公司业绩持续增长奠定了坚实的基础。

➤ 深耕北京市场，积极参与河北、天津地区土地获取

截止到报告期末，公司存量土地储备中京内面积占持有待开发土地总面积的 29.9%，京外区域中福建省占比高达 24.6%，主要分布于福州和厦门，其次是广州占比 9.9%。报告期内公司新增项目 14 个，计容建筑面积 403.89 万平米，权益计容建筑面积为 218.87 万平米，其中京内获取 1 个（位于房山），京外获取 13 个（集中于上海、福州、广州、杭州等核心一二线城市）。

我们认为，随着北京市调增 2017 年住宅用地供应计划，公司有望凭借京内突出的拿地能力进一步获得优质土地资源。在京外，公司将重点通过合作联合拿地的方式开拓资源，积极响应“京津冀协同发展”、“2022 冬奥会”、“首都副中心建设”等重大历史发展机遇，积极参与河北、天津地区的土地获取。

➤ 慷慨分红彰显股息率优势，多渠道融资彰显资金实力

2016 年 6 月，公司公告 2015-2017 年股东回报规划，公司承诺 2016-2017 年每年每股分红不低于 0.60 元。2016 年全年，公司累计每股现金分红 0.60 元，实现承诺。按当前股价计算，股息率高达 4.59%。

报告期内，公司积极通过多渠道融资优化公司资本结构。2016 年公司累计实现融资金额 544.88 亿元，其中银行贷款和信托贷款 383.38 亿元，定向增发股票融资 39.50 亿元，永续债 50 亿元，公司债 60 亿元，资产支持票据 12 亿元；归还贷款及信托 280.92 亿元，归还永续债 40 亿元，归还中期票据 20 亿元；本期净增融资规模 203.96 亿元。截止到报告期末，公司资产负债率为 79.91%，同比降低 2.73 个百分点，财务结构更加健康。

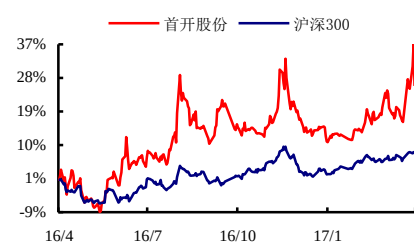
强烈推荐 维持评级

合理估值： 15.68—16.99 元

交易数据 2017-4-12

收盘价 (元)	13.07
近 12 个月最高/最低 (元)	14.25/9.68
总股本 (百万股)	2,580
流通股本 (百万股)	2,242
流通股比例 (%)	86.91
总市值 (亿元)	337
流通市值 (亿元)	293

该股与沪深 300 走势比较



分析师：胡琛

执业证号： S0100513070016

电话： 010-85127645

邮箱： huchen_yjs@mszq.com

研究助理：徐超

执业证号： S0100116080017

电话： 010-85127506

邮箱： xuchao@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

投资建议：我们认为，公司京内土地储备丰富，账面预收款大增为未来业绩增长奠定了坚实的基础，同时分红慷慨，股息率具备较强吸引力。我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.91 和 1.17 元/股，对应当前股价 PE 分别为 14.35 和 11.18 倍，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

房地产调控政策超预期，销售数据不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	29,883	34,814	43,866	55,051
增长率（%）	26.53%	16.50%	26.00%	25.50%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,901	2,349	3,014	3,865
增长率（%）	-8.74%	23.54%	28.32%	28.21%
每股收益（元）	0.74	0.91	1.17	1.50
PE（现价）	17.73	14.35	11.18	8.72
PB	0.93	0.91	0.84	0.81

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	29,883	34,814	43,866	55,051
营业成本	19,752	21,727	28,246	35,872
营业税金及附加	3,695	4,526	5,703	7,157
销售费用	891	1,038	1,133	1,475
管理费用	747	1,114	1,404	1,762
EBIT	5,357	6,538	7,910	9,716
财务费用	1373	1511	1662	1994
资产减值损失	180	400	400	300
投资收益	704	500	900	1,200
营业利润	3,949	4,998	6,219	7,692
营业外收支	35	30	30	30
利润总额	3,984	5,028	6,249	7,722
所得税	1,405	1,810	2,062	2,703
净利润	2,579	3,218	4,187	5,020
归属于母公司净利润	1,901	2,349	3,014	3,865
EBITDA	4,618	6,163	7,139	8,649

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,857	27,007	27,149	27,076
应收账款及票据	224	696	877	1,101
预付款项	2,701	3,133	3,948	4,955
存货	114,497	115,156	118,632	120,171
其他流动资产	6,231	9,000	15,000	18,000
流动资产合计	168,460	174,997	190,614	192,313
长期股权投资	6,120	8,120	9,120	10,120
固定资产	852	731	608	474
无形资产	82	73	65	57
非流动资产合计	12,957	21,823	31,567	42,176
资产合计	181,417	196,820	222,181	235,310
短期借款	2,550	3,000	5,000	8,000
应付账款及票据	5,311	6,087	8,478	10,767
其他流动负债	5,859	6,000	6,200	6,300
流动负债合计	85,182	92,360	105,923	124,829
长期借款	43,230	49,771	56,271	56,771
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	43,230	49,771	56,271	56,771
负债合计	144,970	159,633	182,195	193,591
股本	2,580	2,580	2,580	2,580
少数股东权益	8,691	9,560	10,732	11,987
股东权益合计	36,448	37,187	39,987	41,719
负债和股东权益合计	181,417	196,820	222,181	235,310

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	26.53%	16.50%	26.00%	25.50%
EBIT 增长率	-18.1%	22.1%	21.0%	22.8%
净利润增长率	0.97%	24.77%	30.11%	19.9%
盈利能力				
毛利率	33.9%	37.6%	35.6%	34.8%
净利润率	6.4%	6.7%	6.9%	7.0%
总资产收益率 ROA	1.6%	1.7%	2.0%	2.2%
净资产收益率 ROE	8.5%	8.7%	10.8%	12.3%
偿债能力				
流动比率	1.98	1.89	1.80	1.54
速动比率	0.63	0.65	0.68	0.58
现金比率	0.32	0.29	0.26	0.22
资产负债率	79.9%	81.1%	82.0%	82.3%
经营效率				
应收账款周转天数	3.17	4.82	6.55	6.56
存货周转天数	1283.53	1203.87	972.66	791.65
总资产周转率	0.19	0.18	0.21	0.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.91	1.17	1.50
每股净资产	14.13	14.42	15.50	16.17
每股经营现金流	-3.30	1.76	0.46	2.25
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
估值分析				
PE	17.73	14.35	11.18	8.72
PB	0.93	0.91	0.84	0.81
EV/EBITDA	32.88	26.99	26.44	23.15
股息收益率	4.59%	4.59%	4.59%	4.59%

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2,579	3,218	4,187	5,020
折旧和摊销	141	154	159	162
营运资金变动	2,229	423	-840	1,071
经营活动现金流	-8,510	4,547	1,191	5,808
资本开支	-55	126,857	1,030	1,022
投资	-386	-127,657	-2,030	-2,522
投资活动现金流	-441	-800	-1000	-1500
股权募资	3948	0	0	0
债务募资	12620	-3597	-49	-4381
筹资活动现金流	16568	-3597	-49	-4381
现金净流量	7620	149	142	-73

分析师与研究助理简介

胡琛，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具备多年传媒互联网行业研究经验。

徐超，房地产团队研究员，北京大学中国经济研究中心（CCER）经济学硕士，2016年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。