

证券研究报告

公司研究——年报点评

首开股份（600376.sh）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：增持，2016.8.31

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 83326867

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

相关研究

《销售大幅增长，多元化经营持续推进》2016.8

《业绩稳健增长，期待销售提速》2015.4

《拿地大幅增加，廊坊项目提速》2014.3

《销售增速放缓，财务保持稳定》2013.10

《销售保持快速增长，项目储备充裕》2013.4

《业绩稳健增长，财务压力有所缓解》2012.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

销售大幅增长，毛利率下滑影响业绩增速

首开股份年报点评

2017年04月20日

事件：2017年4月13日，首开股份发布2016年年报。2016年全年，公司实现营业收入298.83亿元，同比增长26.53%；实现归母净利润19.01亿元，同比减少8.74%；实现基本每股收益0.58元，同比降低35.11%；加权平均净资产收益率为7.52%，同比减少5.60个百分点。

点评：

➤ **签约销售额大幅增长，拿地规模创新高。**受益于2016年繁荣的市场行情和公司京外业务的增加，公司全年实现签约面积296.93万平方米，同比上升41.35%；签约金额631.03亿元，同比上升92.65%。2016年末，公司预收账款412.44亿元，占2016年营业收入的比重为138.02%，未来收益确定性较高。

公司全年共新增项目14个，对应新增规划建筑面积306万平米，拿地规模创下新高；拿地金额514亿元，同比增长22%。针对环京地区，将会响应“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，公司后续围绕河北、天津地区的土地获取值得关注。

表1：公司2016年以来公司在京津冀地区新增土地统计

时间	城市	地块	建筑面积（万平方米）	总地价（亿元）	楼面价（元）
2017年3月	天津	津东丽津（挂）2017-021号	5.48	14.6	26642
2017年1-2月	北京	平谷区金海湖乡韩庄村E-003-02、E-004-01地块	15.31	17.28	11287
2017年1-2月	北京	门头沟区潭柘寺镇MC01-0003-6009、6008、0057、0086、0120、6016、6015地块	23.87	63.3	26519
2017年1-2月	北京	房山区良乡镇01-02-03	13.34	23.25	17429
2016年11月	北京	房山区长阳镇FS00-LX10-0042	17.91	37.8	21106
2016年5月	北京	顺义区幸福西街棚户区旧改项目	11.78	—	—

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ **公司毛利率有所下降。**由于京外项目毛利率明显低于京内项目，随着京外项目的逐步结算，公司毛利率有所下降。2016年公司房屋销售业务实现收入292.76亿元，同比增长26.79%，增长率相较于2015年增加13.19个百分点；房屋销售业务成本195.01亿元，同比增长41.22%，增长率较上年同期大幅攀升37.95个百分点；毛利97.74亿元，同比增长5.32%，

增长率同比大幅下降 28.14 个百分点；毛利率由 2015 年的 40.19% 下降到 33.39%。

表 2：北京地区和京外地区收入、成本和毛利率对比

地区	营业收入（亿元）	同比	营业成本（亿元）	同比	毛利率
北京地区	134.79	11.23%	74.53	25.53%	44.71%
京外地区	163.43	42.45%	122.84	51.88%	24.84%

资料来源：公司 2016 年报

- **净资产收益率下降，多元化融资方式使得资本结构更加稳定。**公司 2016 年摊薄的净资产收益率为 6.85%，同比减少 2.6 个百分点；得益于多元化的融资方式，公司 2016 年的资产负债率为 79.91%，同比下降 2.79 个百分点。公司扣除预收账款后的资产负债率为 74%，较上年下降 5 个百分点。
- **股东增持+高额分红，彰显内含价值。**2016 年 6 月公司发布未来三年（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高达 4.8%。根据公司 2016 年中期和年度分红方案，2016 年全年公司累计现金分红每股 0.6 元，达到前期承诺。2017 年 2 月，公司控股股东首开集团增持公司 100 万股，并计划在未来 12 个月内累计增持数量不少于 400 万股，且不超过 1000 万股，增持价格不超过 13 元/股。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 17-19 年归属母公司净利润分别为 24.9 亿元、31.0 亿元和 37.2 亿元，按照公司最新股本计算，对应的每股收益分别为 0.96 元、1.2 元和 1.44 元，对应的 2017 年 4 月 19 日收盘价（12.55 元）的市盈率分别为 13 倍、10 倍和 9 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**货币政策收紧；房地产调控严厉程度超预期。

公司主要财务数据及预测

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	23,617.88	29,883.26	35,029.83	45,639.23	57,039.23
增长率 YoY%	13.27%	26.53%	17.22%	30.29%	24.98%
归属母公司净利润（百万元）	2,083.49	1,901.42	2,485.17	3,104.81	3,717.32
增长率 YoY%	26.44%	-8.74%	30.70%	24.93%	19.73%
毛利率%	40.58%	33.90%	34.74%	33.70%	33.10%
净资产收益率 ROE%	9.45%	6.85%	8.22%	9.35%	10.11%
每股收益 EPS(元)	0.89	0.58	0.96	1.20	1.44
市盈率 P/E（倍）	14.06	21.66	13.03	10.43	8.71
市净率 P/B（倍）	1.75	1.17	1.07	0.97	0.88

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 4 月 19 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	131,131.75	168,460.17	170,063.51	206,160.81	253,000.07
货币资金	19,588.43	26,857.39	8,462.90	5,265.98	9,732.05
应收票据	295.87	223.70	262.72	342.29	427.79
应收账款	12,795.54	21,165.54	24,520.88	31,947.46	39,927.46
预付账款	146.21	2,701.18	3,152.68	4,107.53	5,133.53
存货	95,673.62	114,496.85	130,129.81	159,892.55	192,023.98
其他	2,632.08	3,015.50	3,534.51	4,605.00	5,755.26
非流动资产	9,383.66	12,957.22	14,168.43	16,085.19	18,054.06
长期投资	3,779.06	6,120.47	5,303.98	7,270.83	7,814.71
固定资产	939.62	1,045.39	1,226.04	1,597.37	1,996.37
无形资产	11.83	81.58	0.00	0.00	0.00
其他	4,653.14	5,709.78	7,638.40	7,216.98	8,242.98
资产总计	140,515.41	181,417.38	184,231.93	222,246.00	271,054.14
流动负债	76,092.79	85,181.95	88,598.45	109,079.49	132,580.70
短期借款	4,666.62	2,550.00	3,620.91	4,613.57	4,991.02
应付账款	5,282.47	5,307.88	6,172.33	8,169.88	10,303.00
其他	66,143.70	77,324.07	78,805.21	96,296.04	117,286.68
非流动负债	40,117.34	59,787.72	55,871.09	69,387.23	89,891.29
长期借款	30,727.83	18,257.70	55,871.09	69,387.23	89,891.29
其他	9,389.51	41,530.02	0.00	0.00	0.00
负债合计	116,210.13	144,969.67	144,469.54	178,466.72	222,471.99
少数股东权益	2,260.01	8,691.23	9,520.74	10,557.07	11,797.85
归属母公司股东权益	22,045.27	27,756.49	30,241.66	33,222.21	36,784.30
负债和股东权益	140,515.41	181,417.38	184,231.94	222,246.00	271,054.14

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,617.88	29,883.26	35,029.83	45,639.23	57,039.23
同比	13.27%	26.53%	17.22%	30.29%	24.98%
归属母公司净利润	2,083.49	1,901.42	2,485.17	3,104.81	3,717.32
同比	26.44%	-8.74%	30.70%	24.93%	19.73%
毛利率	40.58%	33.90%	34.74%	33.70%	33.10%
ROE	9.45%	6.85%	8.22%	9.35%	10.11%
每股收益(元)	0.89	0.58	0.96	1.20	1.44
P/E	14.06	21.66	13.03	10.43	8.71
P/B	1.75	1.17	1.07	0.97	0.88
EV/EBITDA	19.30	22.50	18.73	17.70	17.63

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,617.88	29,883.26	35,029.83	45,639.23	57,039.23
营业成本	14,033.17	19,752.26	22,860.47	30,258.81	38,159.24
营业税金及附加	3,161.70	3,694.82	4,378.73	5,704.90	7,129.90
营业费用	610.29	891.27	1,043.89	1,360.05	1,699.77
管理费用	652.65	747.37	875.75	1,140.98	1,425.98
财务费用	784.35	1,373.24	1,982.45	2,201.91	2,498.95
资产减值损失	636.92	179.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	134.70	704.34	589.24	621.67	572.50
营业利润	3,873.50	3,948.69	4,477.79	5,594.25	6,697.88
营业外收入	50.04	50.76	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.02	15.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,912.51	3,983.58	4,477.79	5,594.25	6,697.88
所得税	1,358.26	1,404.55	1,119.45	1,398.56	1,674.47
净利润	2,554.26	2,579.03	3,358.34	4,195.69	5,023.41
少数股东损益	470.76	677.61	873.17	1,090.88	1,306.09
归属母公司净利润	2,083.49	1,901.42	2,485.17	3,104.81	3,717.32
EBITDA	4,657.84	5,321.93	6,460.24	7,796.16	9,196.83
EPS (摊薄)	0.89	0.58	0.96	1.20	1.44

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-9,569.35	-8,509.83	-16,650.35	-16,456.27	-15,325.95
净利润	2,083.49	1,901.42	2,485.17	3,104.81	3,717.32
折旧摊销	13,203.03	14,080.35	14,210.00	16,213.00	19,319.00
财务费用	784.35	1,373.24	1,982.45	2,201.91	2,498.95
投资损失	-134.70	-134.70	-704.34	-589.24	-621.67
营运资金变动	-17,157.57	-20,658.35	-20,871.66	-21,277.35	-21,249.81
其它	-8,347.95	-4,502.15	-13,867.08	-16,076.97	-19,038.91
投资活动现金流	-246.58	-440.75	-151.19	-340.25	-370.38
资本支出	33.79	-105.76	-180.66	-371.33	-399.00
长期投资	-14,263.38	-3,500.77	-213.31	-405.69	27.54
其他	13,983.01	3,165.79	242.77	436.78	1.09
筹资活动现金流	17,770.79	16,567.75	6,199.48	10,670.91	15,573.00
吸收投资	6,232.00	10,615.00	4,215.00	6,398.00	8,901.00
借款	7,288.35	8,245.98	9,876.54	12,511.98	15,902.27
支付利息或股息	-4,932.70	-5,624.79	-7,892.06	-8,239.07	-9,230.27
现金净增加额	-1,620.54	-1,398.95	-10,602.06	-6,125.61	-123.33

分析师简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。