

首开股份 (600376)

公司研究/简评报告

受益北京棚改，股东增持、高分红凸显投资价值

—首开股份 (600376) 调研简报

简评报告/房地产

2018 年 01 月 25 日

一、事件概述

近期我们对上市公司进行了调研，与公司管理层就经营情况和未来发展进行了深入沟通。

二、分析与判断

➤ 销售额稳步增长，结算均价继续升高

根据克尔瑞数据，首开股份 2017 年实现销售金额 679.1 亿，同比增长 3.8%，实现销售面积 288.3 万平米，同比下降 5.7%。公司受 2017 年北京调控政策影响较大，但仍在销售面积出现一定下降的情况下实现了销售金额的稳步增长，主要得益于公司项目销售均价的提高。

➤ 深耕北京坐享优质资源，开拓南方土地储备充足

首开股份实际控制人为北京国资委。公司深耕北京 20 余年，在北京具有丰富的开发经验和资源优势。首开股份在北京拥有众多优质的土地储备，目前京内在建项目 50 个，总可售面积约 737 万方，其中可结算面积 565 万方，保障性住房 122 万方，项目是稀缺性较强。我们认为，北京调控政策继续收紧空间不大，公司未来的销售状况会逐渐改善。

除北京外，首开股份也积极开拓南方区域。公司从 2010 年起进入苏州、杭州、福州、厦门四个城市，以四个城市为节点进行南方市场的深耕。根据公告，目前公司在南方地区在建项目共 43 个，总可售面积约 1186 万方。未来首开股份将继续通过棚改、收购、并购、土地整理等多元化渠道获取土地。丰厚的土地储备，为公司未来的业绩的提升奠定了坚实基础。

➤ 棚改项目凸显国企优势

首开股份目前在北京的棚改项目共有 12 个，合计面积超过 1000 公顷。公司在北京的棚改项目有两点优势：首先是项目获取层面，北京市鼓励国有企业参与棚户区改造和安置房建设。而首开股份作为北京市属国企中规模最大的开发商，参与北京棚改享有得天独厚的优势。其次是项目开发层面，棚改项目收益比一般二级开发项目高。一方面棚改项目除享受政府补贴之外，还有国开行和农行的贷款利率优惠，开发过程中的资金成本较低，另一方面棚改项目往往位于老城区核心地带，地理位置优越，未来项目销售整体溢价率较高。从中央政策的方向上看，2017 年底召开的住建部工作会议，将 2018 年棚改计划从 500 万套提高到 580 万套，显示出政府对于棚改工作的重视。我们认为，首开股份未来将继续发挥自身优势，充分受益于北京地区棚户区改造工作的推进。

强烈推荐 维持评级

当前价格(元): 10.86

交易数据 2018-1-24

近 12 个月最高/最低	14.25/9.18
总股本(百万股)	2,580
流通股本(百万股)	2,546
流通股比例(%)	98.69
总市值(亿元)	285
流通市值(亿元)	282

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind; 民生证券研究院

分析师: 杨柳

执业证号: S0100517050002

电话: 010-85127730

邮箱: yangliu_yjs@mszq.com

研究助理: 王嵩

执业证号: S0100117080065

电话: 021-60876717

邮箱: wangsong@mszq.com

研究助理: 由子沛

执业证号: S0100118010012

电话: 021-60878329

邮箱: youzipai@mszq.com

相关研究

1. 行业事件点评: 一体两翼, 新规划指引京津冀区域一体化

➤ 大股东增持和承诺高分红，构筑股价安全边际

公司控股股东首开集团 2016 年 6-12 月累计增持公司股票 880 万股，并计划于 2017 年 2 月起 12 个月内继续增持 400-1000 万股，截至目前已完成 200 万股，彰显了大股东对于公司未来业绩的信心。首开股份承诺 16-17 年分红均不低于 0.6 元/股，以当前股价计算股息率约为 5.5%。

此外，公司股东安邦保险、君康人寿各派驻一名董事进驻公司，由财务投资者升级为战略投资者，也显示了险资对于公司长期发展的信心。综上所述，公司股价具有较高的安全边际。

三、盈利预测与投资建议

首开股份作为北京国资体系下规模最大的房地产企业，深耕北京多年，拥有丰富的开发经验和资源优势，其持有的大量京内优质土储构成了公司的核心价值。考虑到北京的调控政策继续收紧空间不大，叠加公司对于南方区域的开拓已经初见成效，我们认为首开股份有望迎来业绩上升拐点。而大股东的增持和高分红的承诺也为公司股价构筑了一定的安全边际。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.88、1.06 和 1.24 元，对应 PE12.6、10.5 和 8.9 倍，给予公司强烈推荐评级。

四、风险提示：

房地产市场政策变动，地产销售不及预期，棚改推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	29,883	34,605	41,733	51,123
增长率（%）	26.5%	15.8%	20.6%	22.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,901	2,265	2,722	3,195
增长率（%）	-8.7%	19.1%	20.1%	17.4%
每股收益（元）	0.58	0.88	1.06	1.24
PE（现价）	19.1	12.6	10.5	8.9
PB	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind、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)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	29,883	34,605	41,733	51,123
营业成本	19,752	23,358	27,920	33,844
营业税金及附加	3,695	4,397	5,255	6,457
销售费用	891	969	1,179	1,453
管理费用	747	918	1,094	1,335
EBIT	4,798	4,963	6,287	8,035
财务费用	1,373	664	862	1,296
资产减值损失	180	0	0	0
投资收益	704	876	864	668
营业利润	3,949	5,175	6,388	7,557
营业外收支	35	0	0	0
利润总额	3,984	5,212	6,424	7,593
所得税	1,405	1,795	2,233	2,638
净利润	2,579	3,416	4,191	4,955
归属于母公司净利润	1,901	2,265	2,722	3,195
EBITDA	4,938	5,084	6,412	8,166

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	26857	27464	18490	15837
应收账款及票据	224	342	396	492
预付款项	2701	2211	3034	3520
存货	114497	129968	153504	178074
其他流动资产	3016	3016	3016	3016
流动资产合计	168460	180777	200636	227820
长期股权投资	6120	12120	13120	14120
固定资产	852	867	890	910
无形资产	82	121	168	209
非流动资产合计	12957	18902	19957	21051
资产合计	181417	199680	220593	248871
短期借款	2550	0	0	0
应付账款及票据	5311	7028	8096	9937
其他流动负债	6206	6206	6206	6206
流动负债合计	85182	97248	110752	130377
长期借款	43230	47553	52308	57539
其他长期负债	16558	16563	16573	16588
非流动负债合计	59788	64116	68881	74127
负债合计	144970	161363	179633	204504
股本	2580	2580	2580	2580
少数股东权益	8691	9842	11312	13072
股东权益合计	36448	38316	40960	44367
负债和股东权益合计	181417	199680	220593	248871

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	26.5%	15.8%	20.6%	22.5%
EBIT 增长率	-7.0%	3.5%	26.7%	27.8%
净利润增长率	-8.7%	19.1%	20.1%	17.4%
盈利能力				
毛利率	33.9%	32.5%	33.1%	33.8%
净利润率	6.4%	6.5%	6.5%	6.3%
总资产收益率 ROA	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%
净资产收益率 ROE	6.9%	8.0%	9.2%	10.2%
偿债能力				
流动比率	2.0	1.9	1.8	1.7
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4
现金比率	0.3	0.3	0.2	0.1
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	3.2	3.6	3.5	3.5
存货周转天数	1,941.9	2,004.4	1,983.6	1,900.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.9	1.1	1.2
每股净资产	10.8	11.0	11.5	12.1
每股经营现金流	(3.3)	2.2	(4.0)	(1.6)
每股股利	0.6	0.6	0.6	0.6
估值分析				
PE	19.1	12.6	10.5	8.9
PB	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.3	16.0	14.9	12.6
股息收益率	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,579	3,416	4,191	4,955
折旧和摊销	321	121	125	131
营运资金变动	(11,243)	1,373	(15,329)	(10,212)
经营活动现金流	(8,510)	5,692	(10,237)	(4,079)
资本开支	55	29	43	39
投资	(487)	(6,000)	(1,100)	(1,150)
投资活动现金流	(441)	(5,154)	(179)	(370)
股权募资	10,615	0	0	0
债务募资	15,446	4,328	4,765	5,246
筹资活动现金流	16,568	68	1,442	1,797
现金净流量	7,617	607	(8,974)	(2,652)

资料来源: wind、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

王嵩，浙江大学会计学硕士，曾经从事三年房地产信托业务。

由子沛，房地产团队研究助理，同济大学土木工程博士，2017年加入民生证券。

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。