

乘国改之东风，凸显投资价值

——首开股份深度报告

分 析 师：杨柳 执业证号：S0100517050002
研究助理：由子沛 执业证号：S0100118010012
研究助理：侯希得 执业证号：S0100118080033

2017年07月09日

风险提示：房地产调控政策收紧，销售不及预期。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



01

京内最大国资房企，国改潜在受益标的

02

销售高增，土储丰富

03

业绩稳定，财务健康

04

低估值高股息，投资价值凸显

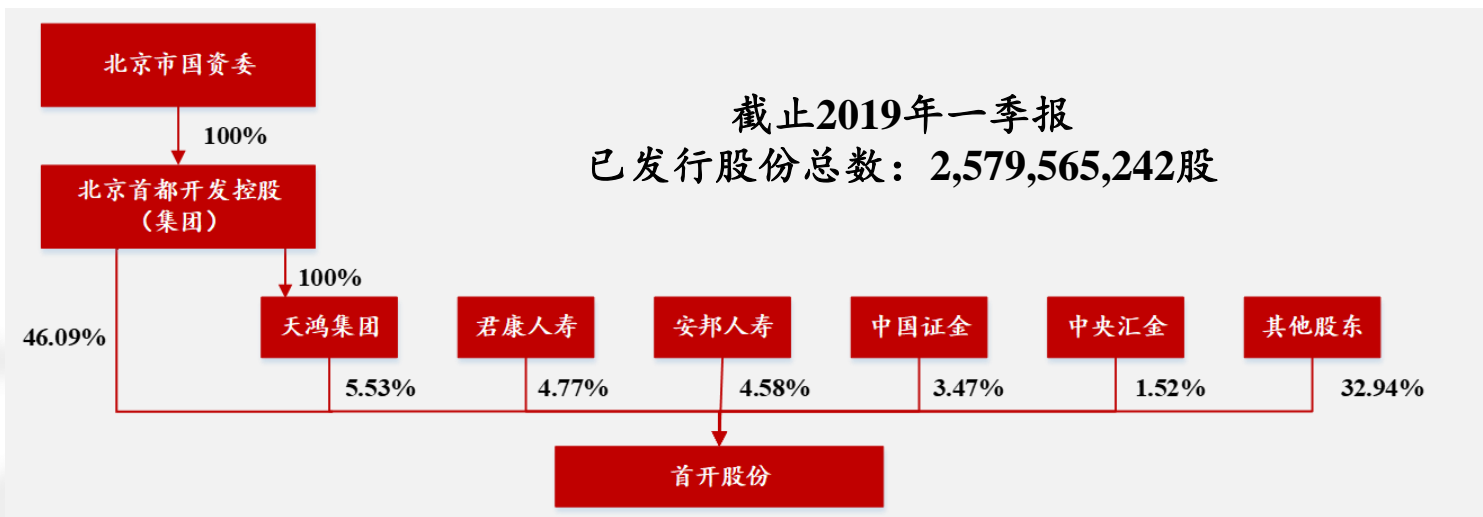
PART 01

京内最大国资房企， 国改潜在受益标的

- 首开股份是北京市国资委旗下最大的房地产业务平台，深耕北京市场多年，坐拥京内核心资源。
- 2018年公司实现销售金额达1007亿元，同比增长近46%，在克而瑞2018年中国房地产企业销售金额TOP200排行榜中位列第31。



资料来源：公司官网，民生证券研究院



股权结构稳定

- 实际控制人：北京市国资委
- 第一大股东为首开集团：直接持有11.89亿股，间接通过天鸿集团持有1.43亿股，合计持有13.32亿股，占公司总股本的51.62%

获险资战略投资

- 君康人寿、安邦人寿，分别持有公司4.77%、4.58%的股份，并各占董事会一个席位。按权益法计量条件，二者可按其持股比例对公司实现的净利润确认投资收益，因此险资也偏向长期持有，属战略投资。
- 君康人寿：通过多次二级市场增持，成为公司第二大股东
 - 安邦人寿：通过2016年6月的定向增发成为公司第三大股东。此次定增参与方基本为险资和银行专项资金，其持股将进一步增强公司的股权结构稳定性，同时也反映出其对于公司业绩长期增长以及高股息预期。

证金增持认可公司价值

- 公司由于其央企背景、股权稳定、以及近年来高分红、高股息政策，深受险资、证金青睐，其持股比例持续处于高位。
- 中国证金、中央汇金分别持有公司3.47%、1.52%的股份
 - 中国证金在2018年3季度继续增持公司612.2万股，持股比例升至3.47%，中国证金坚定增持充分彰显对公司价值的认可

潘利群

董事长，曾任北京城建副总经理，首开集团党委书记/董事长/总经理

李岩

副董事长，曾任西城区人民政府副区长、首开集团副董事长、总经理。

阮庆革

董事，曾任首开集团资产管理部经理、总经济师、副总经理

上官清

董事，曾任安邦人寿北京分公司总经理/公司副总经理、现任和谐健康保险董事长

符飞

董事，现任安邦保险接管工作组副组长。

王洪斌

董事，现任君康人寿投资总监、资产管理中心总经理。

戴德明

独立董事，中国人民大学会计系教授。

孙茂竹

独立董事，中国人民大学商学院财务与金融系教授。

白涛

独立董事，北京市君合律师事务所合伙人。

邱晓华

独立董事，曾任民生证券首席经济学家，广东华兴银行首席经济学家，泛海控股董事、研究院院长等。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告，民生证券研究院



● 北京国企改革进一步扩围

2018年6月北方华创股权激励计划获北京市国资委批复，北京国企改革明显提速。而首开股份作为北京市国资委旗下的最大地产平台，或将受益于国企改革的进一步扩围。



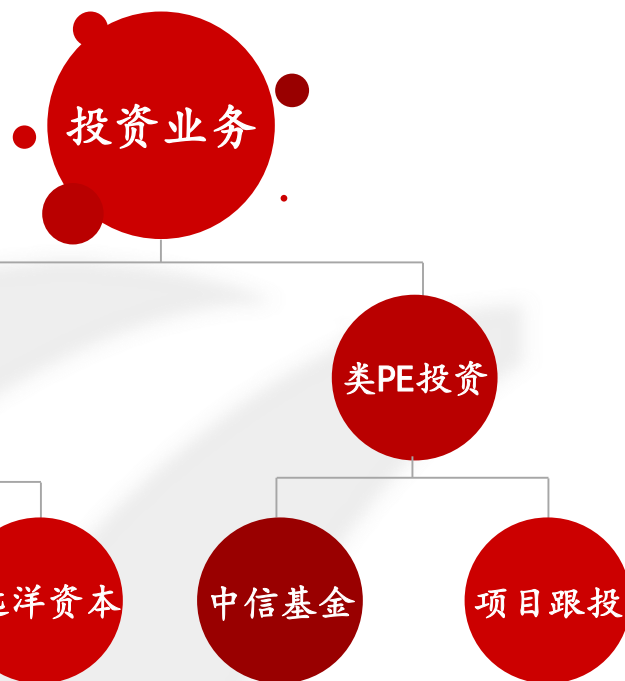
● 曾推行现金激励方案，以探索多元化激励

2008年以来，公司战略强调市场化转型，尤其是薪酬和激励机制方面。公司曾分别在2009年、2013年推行现金激励方案，用以探索多元化的激励方案，为国企改革打下基础。



● 整合优势突出

在北京国资委下属14家房企中，首开股份在资产、营收、净利润等各项指标上面优于大部分其他国资房企，整合优势突出。2019年3月，首开集团宣布与北京房地集团合并，开启整合，我们预计在国企改革的大背景下，北京国资房企整合将成为趋势。



● 股权投资与地产金融并行

公司依托地产主业进行多元化投资，主要分为两条主线，分别是类PE的股权投资和房地产金融产品。

一、股权投资

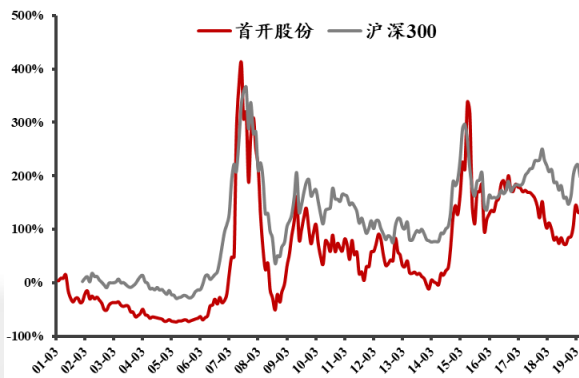
- 公司以LP的身份投资中信基金4亿元，2019年已进入基金退出期，已退出项目的毛利率高达40%-50%。
- 单独跟投康龙化成项目约6000万，加上并购基金的份额，占股份2.1%，目前康龙化成已上市，从中公司获取了较多的利益，回收的资金已能覆盖基金中投入的资金。

二、房地产金融

- 与高和资本合作，公司投资了北京中粮广场（出租率100%），上海杨浦区一商务楼（出租率60%-70%），南京新街口项目（出租率83%），预计IRR可达14%。
- 与远洋资本合作，公司以LP身份投资商业改造，不超过6亿元，预计回报率为17%。

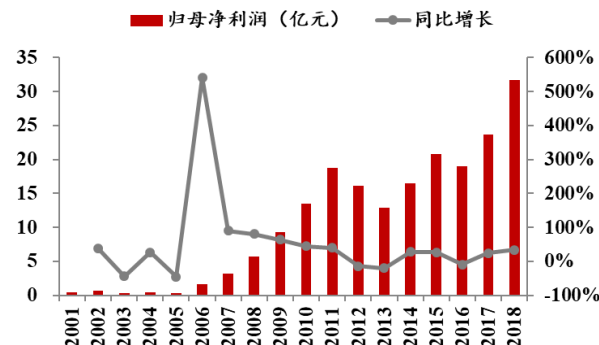
股价

上市以来股价累计涨幅达428.6%



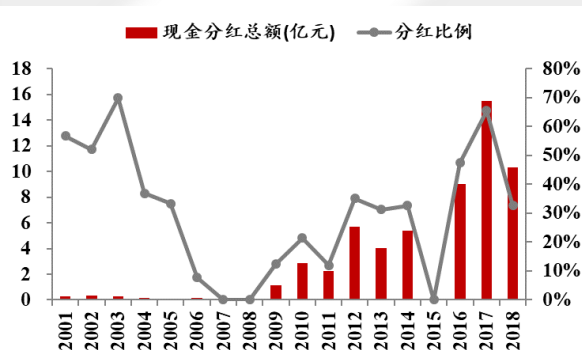
业绩

上市以来归母净利润CAGR达28%。



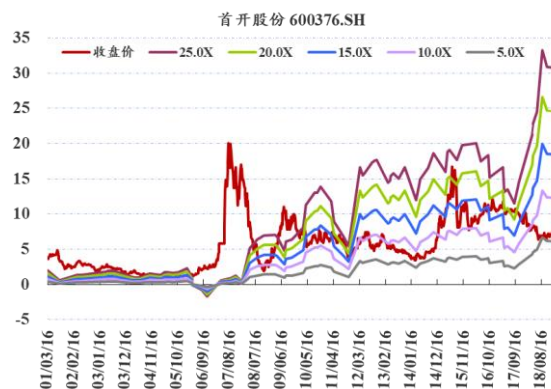
分红

公司分红比例均在行业处于较高水平。



估值

公司历史PE中位数为16.7。



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

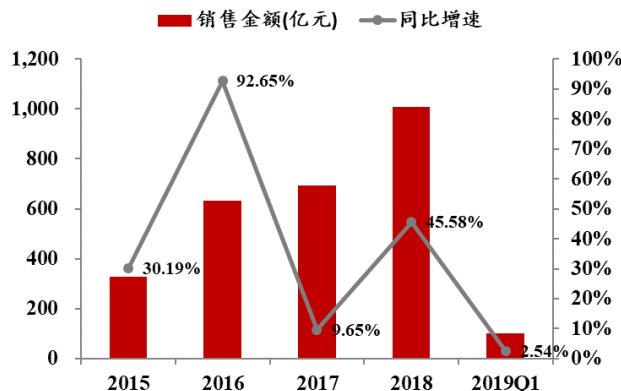


PART 02

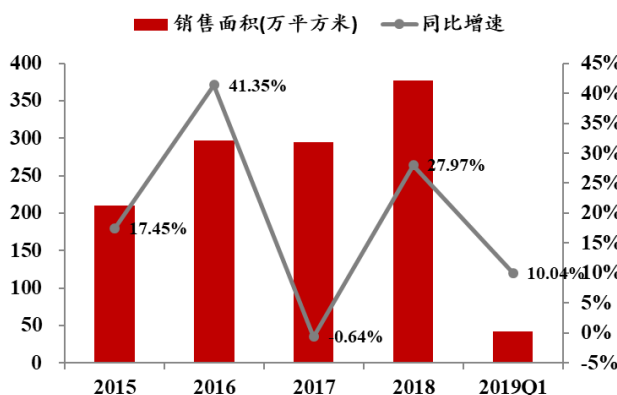


销售高增、土储丰富

公司历年销售金额及增速

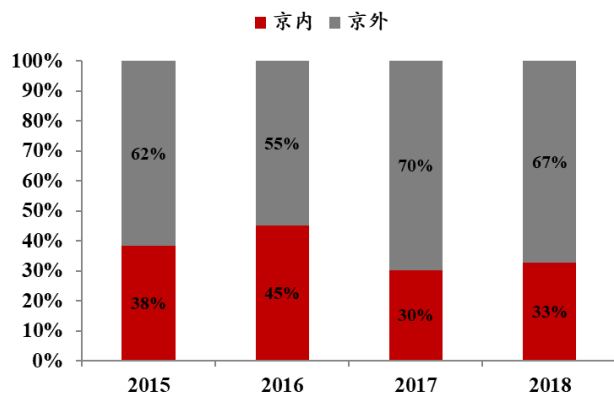


公司历年销售面积及增速

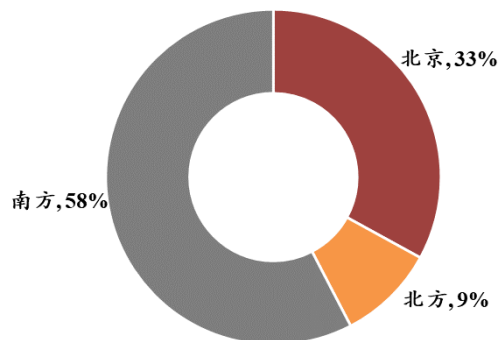


2018年首开实现销售金额1007.3亿元，同比增长45.58%，销售面积377.6万平方米，同比增长28%；近四年公司销售复合增速达49%，成为全国首家销售破千亿的地方国资房企。

公司历年销售面积区域分布



2018年公司销售面积区域分布

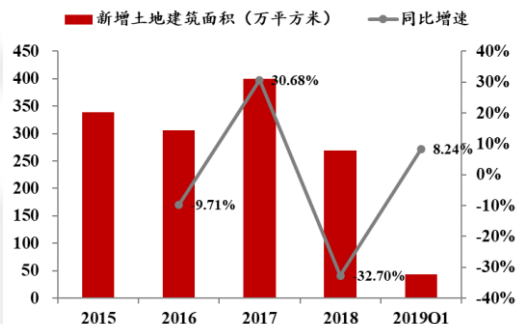


2018年京外销售面积达253.90万平方米，同比增长23.36%，占总销售面积的67%；其中南方区域对公司销售的贡献较大，销售面积占58%，京外销售拓展成效显著。

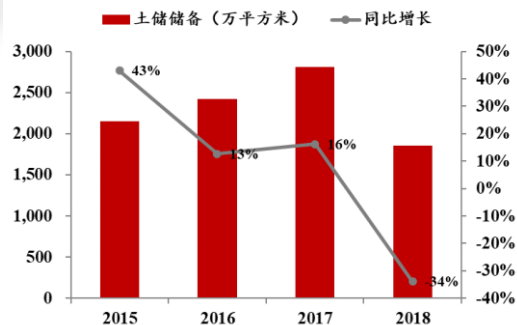
土地储备充足

2018年公司土地储备约1585万平方米，为当年销售面积的4.2倍，可充分满足未来几年公司的开发和销售需求。

公司历年拿地面积及增速

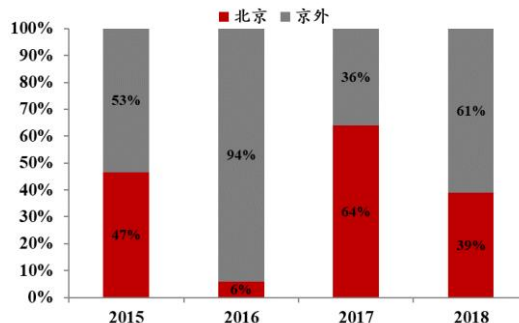


公司历年土储面积及增速



区域分布

公司历年拿地面积分布

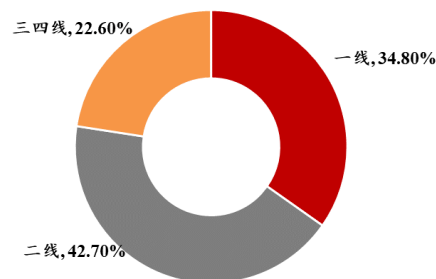


京外扩张积极

2015-2018年，公司京外拿地合计达246.8万平方米，占总新增建面的61.7%，进一步推动公司全国化布局的战略。

能级分布

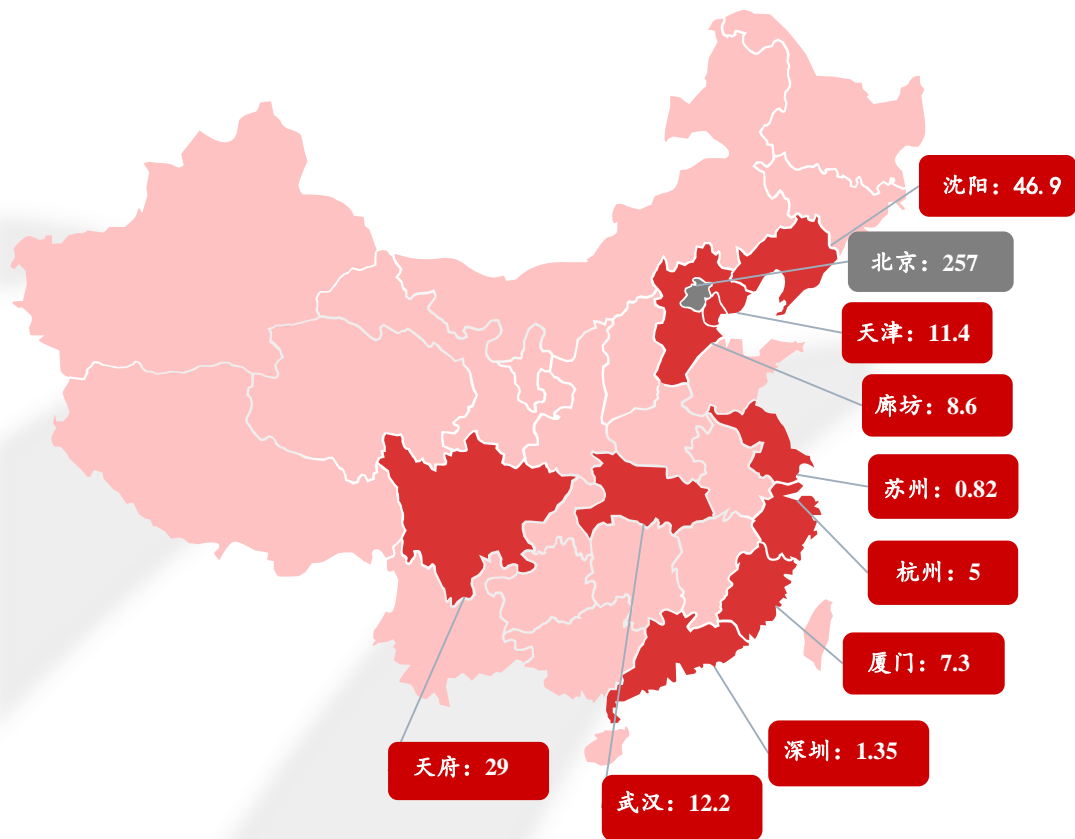
2018年公司土储面积分布



布局强一二线

一二线城市未结转面积合计占比超77%，考虑到北京及二线城市需求复苏，预计2019年公司呈现销售稳增态势。

未开发土地规划计容面积各大城市分布（万平）



4

截至2018年末，公司可售面积1692万平方米，按2017-2018年货值均价2.5万/平，货值超4000亿，是当年销售金额的4倍，土储充裕，未来业绩增长有保障。

68%

截至2018年末，首开股份未开发的规划计容建面北京区域占比68%。

33%

截至2018年末，公司未结转建面中，北京区域占比33%。

政府鼓励

北京鼓励国企参与棚改项目，政府支持力度大，国企的天然优势比较强。



风险低

市场风险小，收益有保障，可获得直接开发投入的12%-15%作为利润。



占用资金少

通过银行贷款等方式，自有资金只需要占比20%-30%，其余的可以通过棚改的专项贷款融资。



在建棚改项目

7个

计划投资

447亿

1 在建棚改项目7个，计划投资447亿元

根据2019年一季度报，在建棚改项目为7个，总用地面积为974.45万平方米，计划总投资447.33亿元。

2 未来四年预计释放利润53-67亿元

根据棚改项目12%-15%的利润率测算，在建棚改项目在未来四年将带来53-67亿元的利润（2018年首开股份的利润总额为58亿元）。

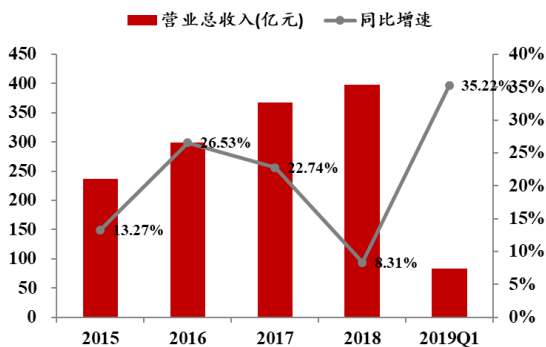
3 后续5个棚改项目

截止2019年一季度，首开拥有后续棚改项目5个，总用地面积为614.67万平方米。

PART 03

业绩稳定、财务健康

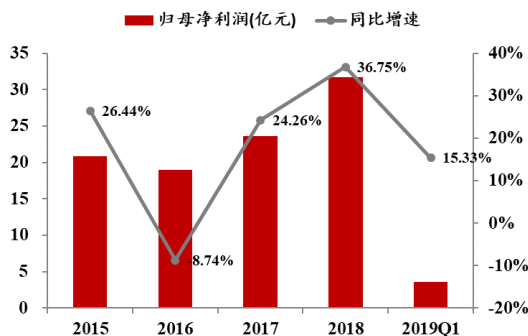
公司历年营业收入及增速



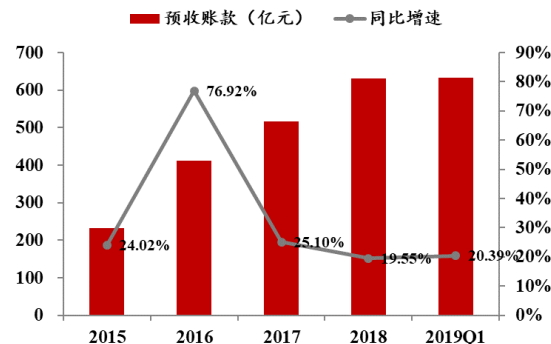
业绩稳步增长

2018年公司实现营业收入397.36亿元，同比增长8.31%；归母净利润31.67亿元，同比增长36.75%。

公司历年归母净利润及增速



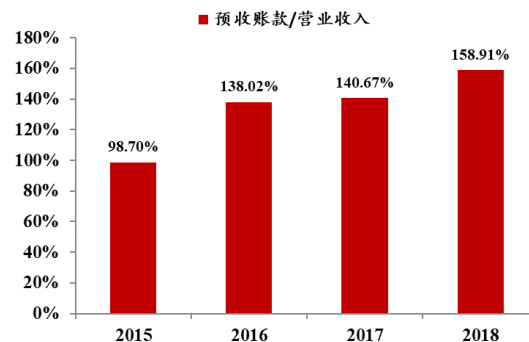
公司历年预收账款及增速



预收账款覆盖比例持续上行

截止2018年底，公司预收账款达631.44亿元，为当年营业收入的158.91%，未来业绩释放有保障。

公司历年预收账款/营业收入

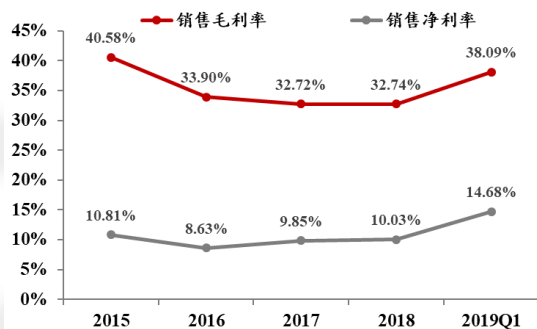


民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告，民生证券研究院

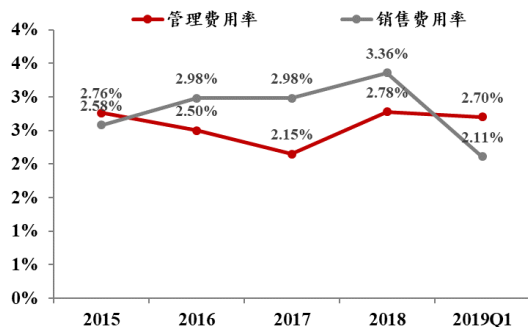
纵向对比：盈利能力提升

公司历年销售毛利率、净利率



2019年一季度，公司销售毛利率为38.09%，较上年同期提高18.31个百分点；销售净利率为14.68%，较上年同期提高8.67个百分点，盈利水平上升显著。

公司历年销售及管理费用率

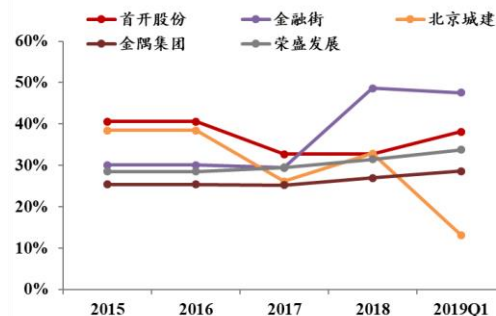


2019年一季度，销售及管理费用率分别为2.70%、2.11%，分别较2018年末下降0.08、1.25个百分点。公司费用率的下降主要源于公司管理效率提升。

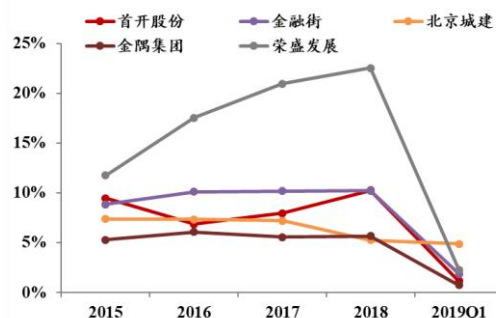
横向对比：在可比公司中处于平均水平

与行业中规模相当、同在京津冀地区布局较多的公司相比，公司销售毛利率、净资产收益率均处于行业平均水平。

可比公司销售毛利率



可比公司净资产收益率

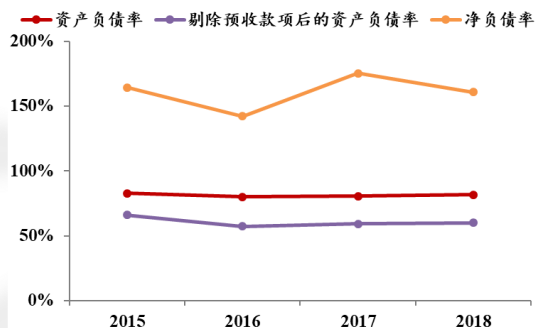


民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告，民生证券研究院

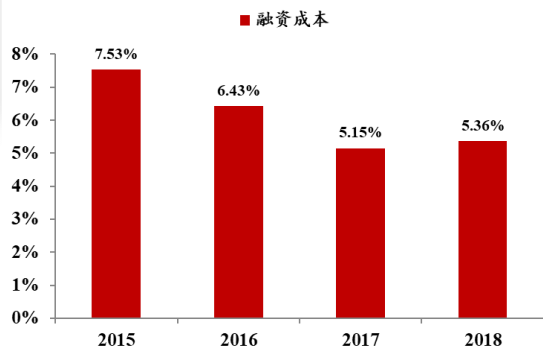
纵向对比：负债率改善，融资成本保持低位

公司历年各项负债率



截止2018年底，公司净负债率为160.67%，较17年下降14.7个百分点，财务杠杆率持续改善。

公司历年融资成本

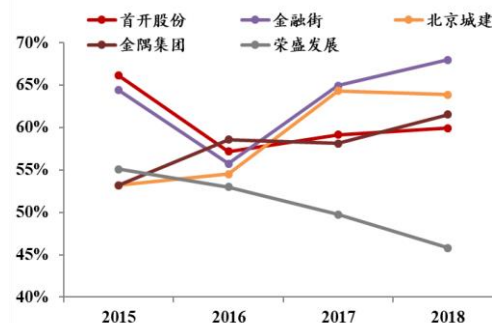


公司2018年综合融资成本仅为5.36%，在2018年全年融资趋紧的环境下，在行业中处于低位。

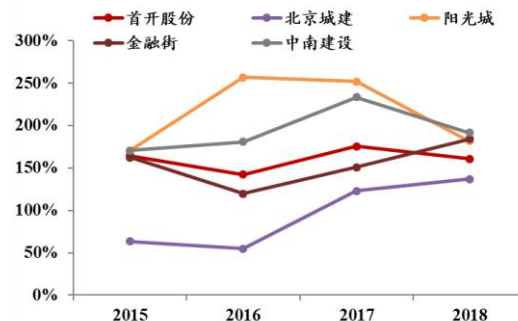
横向对比：在可比公司中处于平均水平

与同行业其他公司相比，公司剔除预收款后的资产负债率、净负债率均处于行业平均水平。

可比公司剔除预收款后的资产负债率



可比公司净负债率



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告，民生证券研究院



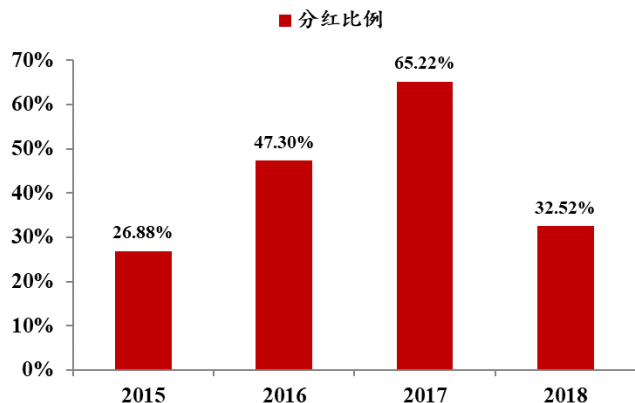
PART 04



低估值高股息，
投资价值凸显

32.5%
分红比例

公司历年分红比例



证券简称	收盘价（元）	每股股利（元）	股息率
金科股份	6.58	0.36	5.47%
新城控股	31.12	0.60	4.82%
金地集团	12.48	0.45	4.81%
首开股份	8.50	0.40	4.71%
荣盛发展	9.80	0.30	4.59%
绿地控股	6.90	0.26	4.35%
蓝光发展	6.16	1.20	4.22%
华夏幸福	31.90	1.50	3.76%
保利地产	13.44	0.50	3.72%
招商蛇口	21.74	1.05	3.59%
万科A	29.15	0.78	3.59%
泰禾集团	7.50	0.12	2.93%
滨江集团	4.22	0.06	1.42%
中南建设	8.80	0.22	1.36%
阳光城	6.91	0.06	0.81%

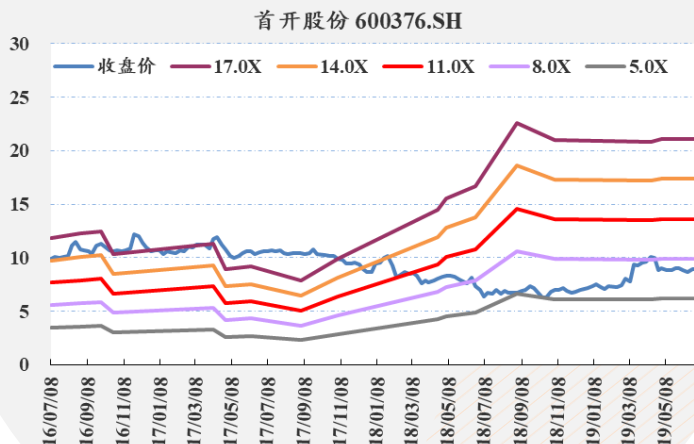
4.7%
股息率

- 近三年公司分红率均保持在较高水平，2017年分红率高达65%。
- 2018年首开股份每股股利为0.4元（税前），以2019年7月8日收盘价计算，当前公司股息率达4.7%，在可比房企中排名靠前。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

公司近三年PE-Band



6.1倍

我们预计公司19-21年EPS为1.40、1.61、1.83元，对应PE为6.1/5.3/4.6倍，公司近三年最高、最低、中位数PE分别为23.4/4.8/14.7倍。当前估值仍处于历史底部区间，考虑到未来一二线城市成交有望复苏，公司长期投资价值凸显。

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	39,736	48,955	58,501	67,978
增长率（%）	8.3%	23.2%	19.5%	16.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,167	3,621	4,158	4,728
增长率（%）	34.0%	14.3%	14.8%	13.7%
每股收益（元）	1.23	1.40	1.61	1.83
PE（现价）	6.9	6.1	5.3	4.6
PB	0.7	0.6	0.6	0.5

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	39,736	48,955	58,501	67,978
营业成本	26,725	32,898	39,289	45,606
营业税金及附加	3,807	5,042	5,885	6,893
销售费用	1,334	1,542	1,883	2,172
管理费用	1,105	1,224	1,517	1,742
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,766	8,249	9,926	11,564
财务费用	1,838	1,989	1,897	1,842
资产减值损失	645	0	0	0
投资收益	1,416	1,294	1,335	1,321
营业利润	5,716	7,567	9,379	11,058
营业外收支	104	0	0	0
利润总额	5,820	7,622	9,450	11,124
所得税	1,837	2,287	2,835	3,393
净利润	3,984	5,335	6,615	7,731
归属于母公司净利润	3,167	3,621	4,158	4,728
EBITDA	6,924	8,368	10,045	11,684

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	32739	38895	42573	34706
应收账款及票据	157	245	272	324
预付款项	5732	7046	8419	9772
存货	164062	183628	198788	232378
其他流动资产	4614	4614	4614	4614
流动资产合计	254562	294662	326135	362104
长期股权投资	20176	21471	22806	24127
固定资产	830	827	828	828
无形资产	86	86	87	87
非流动资产合计	36849	38012	39246	40456
资产合计	291411	332674	365381	402560
短期借款	888	888	888	888
应付账款及票据	8747	10856	12930	15023
其他流动负债	11056	11056	11056	11056
流动负债合计	154656	190584	216676	246124
长期借款	53155	53155	53155	53155
其他长期负债	29930	29930	29930	29930
非流动负债合计	83087	83087	83087	83087
负债合计	237743	273671	299763	329211
股本	2580	2580	2580	2580
少数股东权益	22781	24496	26953	29957
股东权益合计	53668	59003	65618	73349
负债和股东权益合计	291411	332674	365381	402560

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	8.3%	23.2%	19.5%	16.2%
EBIT增长率	16.4%	21.9%	20.3%	16.5%
净利润增长率	34.0%	14.3%	14.8%	13.7%
盈利能力				
毛利率	32.7%	32.8%	32.8%	32.9%
净利率	8.0%	7.4%	7.1%	7.0%
总资产收益率ROA	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
净资产收益率ROE	10.3%	10.5%	10.8%	10.9%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5
现金比率	0.2	0.2	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	2.6	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	2,058.3	1,900.0	1,750.0	1,700.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.4	1.6	1.8
每股净资产	12.0	13.4	15.0	16.8
每股经营现金流	4.5	3.3	2.4	(2.1)
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	8.0	6.1	5.3	4.6
PB	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	15.6	12.2	9.8	9.1
股息收益率	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,984	5,335	6,615	7,731
折旧和摊销	803	119	119	119
营运资金变动	7,531	1,984	(1,703)	(14,388)
经营活动现金流	11,643	8,570	6,106	(5,444)
资本开支	477	(67)	(53)	(58)
投资	(7,055)	0	0	0
投资活动现金流	(7,483)	67	53	58
股权募资	3,061	0	0	0
债务募资	10,404	0	0	0
筹资活动现金流	5,723	(2,481)	(2,481)	(2,481)
现金净流量	9,884	6,156	3,678	(7,867)

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

• 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。

由子沛，房地产行业研究员，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，房地产行业研究员，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018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 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。