

毛利高增，销售提速助增长

投资要点：

1. 事件

公司发布了2019年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入232.45亿元，同比增长32.49%；公司实现归属上市公司股东的净利润20.64亿元，同比增长54.17%，扣非后归属上市公司股东的净利润为19.67亿元，同比增长90.82%；公司基本每股收益为0.725元，同比增长65.44%。

2. 我们的分析与判断

(一) 高毛利项目集中结转助力业绩高增

2019年上半年公司实现营业收入232.45亿元，同比增长32.49%；实现归母净利润20.64亿元，同比增长54.17%；公司上半年实现结算面积100.06万平方米，同比增长15.09%。分区域来看，2019H1公司京外地区的主营业务收入124.66亿元，同比增长152.82%，结算面积占比从2018H1的36.3%提升到79.8%。报告期内公司营业收入的增长主要系京外地区房地产结算规模增加。公司的盈利能力较去年同期大幅提升，主要系高毛利项目集中结转，毛利率和净利率分别为44.20%和17.94%，较去年同期分别增加22.63和9.00个百分点。三费费率为9.2%，较去年同期增加0.9个百分点，主要是销售费用和财务费用的增加。

(二) 销售上行，竣工加速，拿地积极

报告期内公司实现合同销售面积144.54万平方米，合同销售金额403.90亿元，同比分别增加20.03%和31.24%，全年有望超额完成1000亿销售目标。销售上行主要是由于京内区域推盘力度加大，京内房地产销售项目从23个增加到31个，销售面积共计51.73万平方米，是去年同期的1.46倍。竣工增速由负转正，报告期内竣工面积为264万平方米，同比增长114%；新开工面积258万平方米，同比下降13%。公司拿地增加，土储资源丰富，2019H1公司新增8个地产项目，新增土地储备面积141万平方米，同比增长182%；公司持有待开发土地面积220.79万平方米，同比增长46.37%；可供出售面积2474.35万平方米，同比增长16.36%。截至本报告期末，公司预收款项613.45亿元，覆盖去年营收1.54倍，可结算资源丰富，未来业绩保障性较强。

(三) 杠杆水平下降，融资渠道多元化

截至报告期末，公司持有货币资金236.33亿元，货币资金对（短期借款+一年内到期的非流动负债）的覆盖比例为0.67倍；资产负债率81.40%，较上年度末下降0.22%，杠杆水平有所下降。公司拥有多元化融资渠道，2019H1累计新增融资规模272亿元，同比增长16.99%，以银行贷款、信托贷款和中期票据为主，占比分别为32.35%、22.79%和20.22%，并且伴随有债权融资计划、公司债、ABS等融资方式。公司多年保持AAA级企业主体评级，整体平均融资成本5.38%，比去年末上升2个基点，仍保持在行业低位。

首开股份 (600376.SH)

推荐 维持评级

分析师

潘玮 房地产行业分析师

✉: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

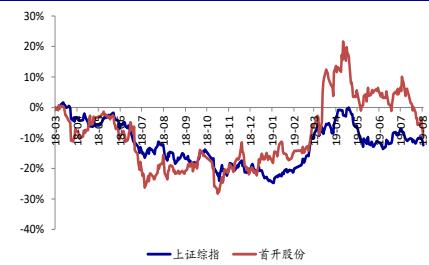
特别鸣谢

王秋衡

✉: (8610) 86359285

✉: wangqiuhe_yj@chinastock.com.cn

相对上证指数表现图



资料来源: wind

市场数据

	时间 2019.09.02
A股收盘价	7.96
A股一年内最高价(元)	10.48
A股一年内最低价(元)	6.93
上证指数	2924.11
市净率	0.72
总股本(百万股)	2579.57
实际流通A股(百万股)	2579.57
限售的流通A股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	205.33

3. 投资建议

首开股份上半年高毛利地产项目结转提速助力业绩高增，销售上行，竣工提速，全年业绩可期，公司杠杆率下降并且融资渠道多元。基于对公司开发项目储备以及对公司布局市场销售行情的考虑，我们预计公司 2019-2020 年的每股收益分别为 1.38、1.61 元。以 9 月 2 日 7.96 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 5.8、4.9 倍。参照可比公司估值水平，公司 2019 年的动态市盈率为 5.8 倍，低于均值 8.11 倍，具有吸引力，我们继续维持“推荐”评级。

4. 风险提示

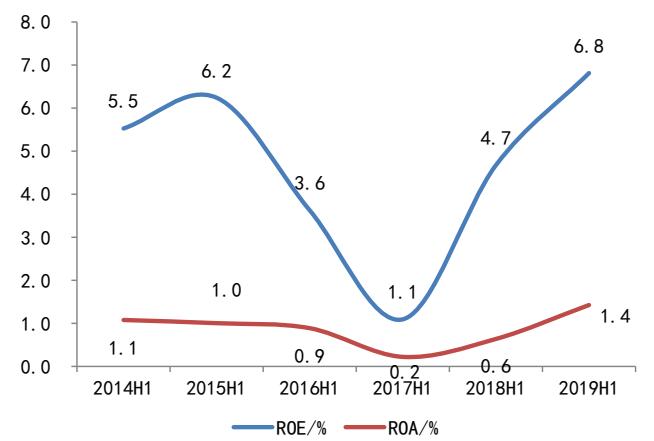
政策调控风险，房价大幅下跌风险等。

图 1: 首开股份营业收入及同比增速



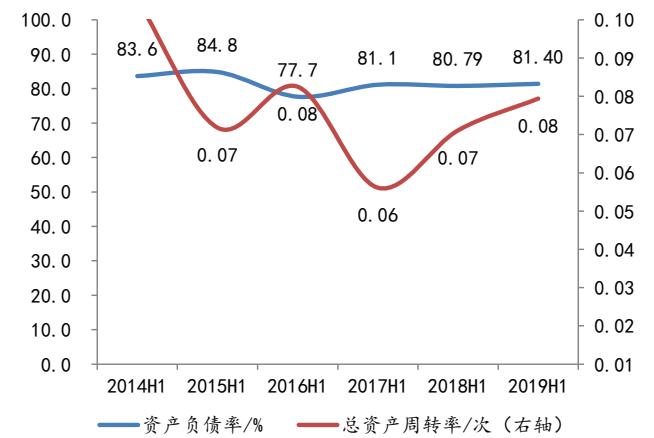
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 首开股份 ROE 及 ROA 历年变化



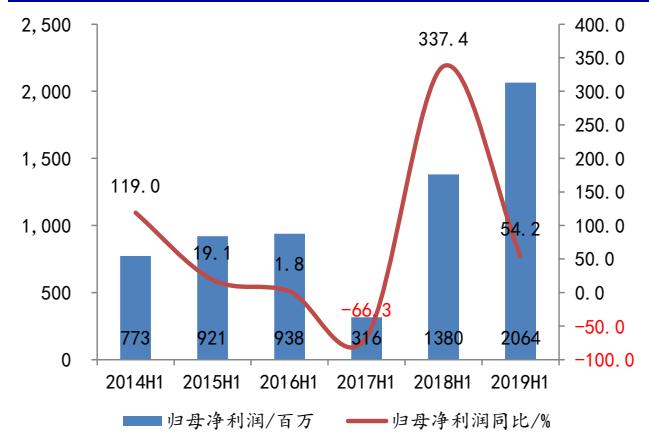
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 首开股份资产负债率及总资产周转率



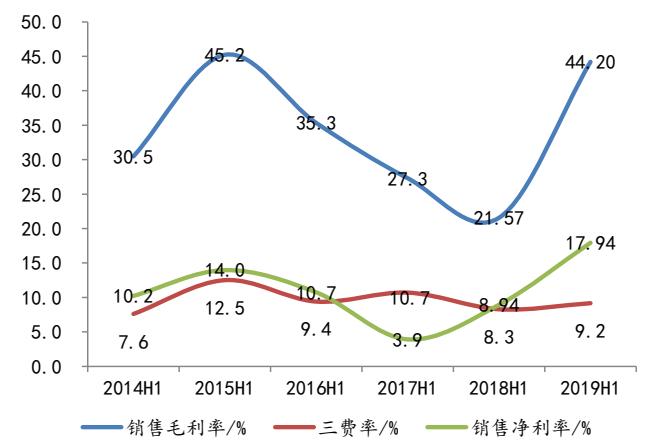
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 首开股份归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 首开股份销售毛利率、三费率及销售净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区: 耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn