

首开股份 (600376.SH)

销售增速转正，北京市场可期

公司评级 买入

 当前价格 5.62 元

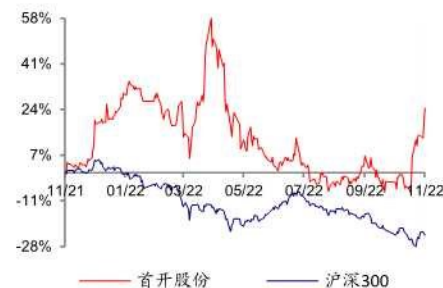
 合理价值 7.22 元
前次评级 买入

 报告日期 2022-11-10

核心观点:

- **单月销售同比转正，年内销售排名上升 16 位。** 根据公司 10 月经营公告，22 年 10 月首开实现销售金额 86.7 亿元，同比+17.3% (Top30 房企销售金额同比-24.8%)，继 9 月销售环比转正后，首开销售进一步改善，实现单月同比正增长。单月销售面积 31.0 万方，同比+15.9%，销售均价 27958 元/平，同比+1.2%。2022 年 1-10 月，首开股份实现销售金额 734.0 亿元，同比-26.9%，销售面积 264.6 万方，同比-18.2%，年内销售排名第 22 位，较 21 年提升 16 位。
- **深耕北京市场，销售韧性可靠。** 作为北京地方国企，首开深耕北京市场，连续 7 年位列北京销冠。22 年上半年，首开仅于北京获取 1 宗土地，三季度随自身经营情况改善加大拿地力度获取 2 宗土地。因土拍市场遇冷，年内北京将加推四批次、五批次供地，当前首开销售情况进一步改善，可维持一定水平拿地力度，趁土拍加推持续补充在京土储，22 年中期公司在京土储占总土储 36%，预计该占比将持续提升。
- **北京限购政策放松，持续优化可期。** 11 月 8 日北京住建委发文，通州台马地区因划归北京经开区管理，取消“双限”政策。调整后，部分外地家庭以及部分京籍家庭可在台马地区购买 1 套商品房。首开当前位于台马区域的项目金悦郡将获得短期利好。该政策为本轮周期一线城市首次调整限购政策，信号意义重大，持续优化可期。
- **盈利预测与投资建议。** 公司土地储备优质，销售表现改善，未来利润具备较大弹性，当前公司 PB 估值仅 0.4 倍，考虑 22Q3 末公司预收账款增厚及折价后的归母净资产 (B+) 为 308 亿元。我们维持前期合理价值 7.22 元/股，对应 22Q3 合理估值 0.6 倍 PB，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 北京市场改善不及预期；行业景气度恢复不及预期影响销售规模及利润率；政策环境改善速度不及预期；融资环境恶化。

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

谢淼



SAC 执证号: S0260522070007



021-38003637



xiemiao@gf.com.cn

请注意，乐加栋、谢淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	44226	67802	40292	53367	57820
增长率 (%)	-7.2%	53.3%	-40.6%	32.5%	8.3%
EBITDA (百万元)	7879	7714	3140	4797	6592
归母净利润 (百万元)	3140	692	347	1319	2306
增长率 (%)	14%	-78%	-50%	280%	75%
EPS (元/股)	1.22	0.27	0.13	0.51	0.89
市盈率 (x)	4.6	20.9	41.8	11.0	6.3
ROE (%)	9.9%	2.2%	1.1%	4.0%	6.6%
EV/EBITDA (x)	14.4	14.3	33.7	23.2	18.1

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相关研究:

首开股份 (600376.SH):好 2022-11-03

风频借力, 一举上青云

首开股份 (600376.SH):降 2022-04-17

杠杆、稳库存, 京内土地资

源质量提升

联系人: 辛恬 021-38003800

xintian@gf.com.cn

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	281,769	263,723	314,048	372,394	446,550
货币资金	35,553	31,400	27,000	23,819	26,201
应收及预付	48,545	54,685	60,041	68,931	66,094
存货	190,760	170,521	219,925	272,562	347,174
其他流动资产	6,911	7,117	7,082	7,082	7,082
非流动资产	46,074	50,595	54,846	63,189	72,650
长期股权投资	26,037	31,129	37,620	43,545	50,425
固定资产	1,145	1,767	1,855	1,967	2,085
在建工程	685	7	377	733	1,076
无形资产	287	469	469	469	469
其他长期资产	17,919	17,223	14,902	17,208	19,671
资产总计	327,843	314,318	368,894	435,582	519,200
流动负债	147,866	128,047	188,951	249,227	320,899
短期借款	10	20	1,264	2,166	4,258
应付及预收	38,261	96,136	159,218	220,572	289,103
其他流动负债	109,595	31,892	28,469	26,489	27,538
非流动负债	115,801	119,243	112,219	115,994	123,327
长期借款	72,167	59,918	53,316	56,815	63,897
应付债券	35,767	45,751	45,751	45,751	45,751
其他非流动负债	7,866	13,574	13,152	13,428	13,680
负债合计	263,667	247,291	301,170	365,221	444,226
股本	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580
资本公积	7,496	7,540	7,610	7,873	8,335
留存收益	16,519	15,968	16,245	17,300	19,145
归属母公司股东权益	31,594	31,084	31,435	32,753	35,059
少数股东权益	32,582	35,943	36,290	37,608	39,914
负债和股东权益	327,843	314,318	368,894	435,582	519,200

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	44,226	67,802	40,292	53,367	57,820
营业成本	31,860	54,368	32,416	43,280	45,773
营业税金及附加	2,301	3,013	969	1,174	1,783
销售费用	1,387	1,741	2,100	2,309	2,249
管理费用	1,027	1,153	1,407	1,524	1,222
研发费用	946	1,067	352	381	306
财务费用	2,545	2,788	1,613	1,239	1,028
资产减值损失	-377	-1,084	-867	-217	-54
公允价值变动收益	511	318	334	351	368
投资净收益	1,425	74	311	376	435
营业利润	6,665	4,075	1,213	3,970	6,209
营业外收支	-256	16	0	0	0
利润总额	6,409	4,091	1,213	3,970	6,209
所得税	2,225	1,995	519	1,333	1,597
净利润	4,184	2,096	694	2,637	4,612
少数股东损益	1,045	1,404	347	1,319	2,306
归属母公司净利润	3,140	692	347	1,319	2,306
EBITDA	7,879	7,714	3,140	4,797	6,592
EPS (元)	1.22	0.27	0.13	0.51	0.89

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,590	7,403	15,350	4,139	3,110
净利润	4,184	2,096	694	2,637	4,612
折旧摊销	228	187	93	98	104
营运资金变动	-80,278	71,975	8,322	-173	-3,244
其它	81,455	-66,854	6,242	1,576	1,638
投资活动现金流	-3,371	-4,076	-7,300	-6,208	-7,098
资本支出	-634	-773	-1,093	-585	-587
投资变动	-2,519	-3,395	-6,207	-5,623	-6,511
其他	-219	92	0	0	0
筹资活动现金流	7,877	-7,731	-12,450	-1,112	6,369
银行借款	64,056	23,221	12,637	21,660	28,384
股权融资	8,171	3,532	0	0	0
其他	-12,302	-8,383	-3,669	-3,533	-3,854
现金净增加额	10,092	-4,405	-4,400	-3,181	2,382
期初现金余额	24,883	34,975	30,570	26,170	22,988
期末现金余额	34,975	30,570	26,170	22,988	25,370

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-7.2%	53.3%	-40.6%	32.5%	8.3%
营业利润增长	-20.2%	-38.9%	-70.2%	227.3%	56.4%
归母净利润增长	13.8%	-77.9%	-49.9%	280.2%	74.9%
获利能力					
毛利率	28.0%	19.8%	19.5%	18.9%	20.8%
净利率	9.5%	3.1%	1.7%	4.9%	8.0%
ROE	9.9%	2.2%	1.1%	4.0%	6.6%
ROIC	3.6%	2.9%	1.4%	2.5%	3.7%
偿债能力					
资产负债率	80.4%	78.7%	81.6%	83.8%	85.6%
净负债比率	153.2%	142.8%	134.8%	137.7%	139.7%
流动比率	1.91	2.06	1.66	1.49	1.39
速动比率	0.61	0.73	0.49	0.36	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.21	0.12	0.13	0.12
应收账款周转率	109.41	134.27	72.57	51.90	30.58
存货周转率	0.17	0.30	0.17	0.18	0.15
每股指标 (元)					
每股收益	1.22	0.27	0.13	0.51	0.89
每股经营现金流	2.17	2.87	5.95	1.60	1.21
每股净资产	12.25	12.05	12.19	12.70	13.59
估值比率					
P/E	4.62	20.94	41.80	10.99	6.29
P/B	0.46	0.47	0.46	0.44	0.41
EV/EBITDA	14.40	14.30	33.69	23.22	18.09

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

郭镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。

邢莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

欧阳喆：高级分析师，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

谢淼：高级分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

辛恬：研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

胡正维：研究员，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。