

首开股份 (600376)

## 坐稳京内龙头，扩张京外项目

	谢皓宇 (分析师)	卜文凯 (分析师)	白淑媛 (分析师)
	010-59312829	010-59312756	021-38675923
	xiehaoyu@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880517080005	S0880518010004

## 本报告导读:

公司是北京区域的龙头房地产企业开发商，京外布局核心二线城市土地储备优质，保证未来业绩，具备较大的估值修复空间。

## 投资要点:

26. **首次覆盖，给予增持评级，目标价 8.48 元。**预测 2018/19/20 年 EPS 分别为 1.06 元、1.20 元和 1.41 元，增速分别为 15%、14% 和 17%。我们看好公司京内充足的土地储备和京外重点城市的开拓，给予目标价 8.48 元，对应 2018 年 8 倍 PE，我们估计公司每股 RNAV 为 12.43 元，目标价对应每股 RNAV 折价率为 30%。
27. 市场给予公司 RNAV 近 50% 的较高折价，我们认为，随着一二线城市销售整体的触底回暖，市场对 RNAV 的折价将逐渐修复。一线城市尤其是北京市场预计后续将有所回暖，公司一致保持着在北京市场销售的领军地位，同时公司始终积极保持对外拓展的步伐，依托于自身的资金优势，有望持续稳健增长态势。
28. 公司深耕北京的同时，走出北京，围绕全国核心城市布局，依托于京内区域树立起的品牌优势，保持规模和业绩的稳健增长。(1) 公司 2018 年前 11 个月实现签约销售面积 303.24 万方，签约金额 840.28 亿元，分别同比上升 16.55% 和 37.11%，签约销售均价约为 2.77 万元/平，销售维持高速增长；(2) 公司截至 2017 年 10 月底权益储备面积近 1350 万方，对应货值超过 3000 亿元，为未来公司销售规模的持续扩张提供充足的储备支持；且储备面积中京内区域超过 300 万方，估计京内货值超过 50%，在京内依然具备较大优势；(3) 积极向京外拓展，且项目储备大多数位于核心一二城市及周边，能够有效的抵御市场风险，确保公司业务能够稳健扩张。
29. **催化剂：**棚改项目推进提速，北京市场持续回暖。
30. **风险提示：**京外项目利润贡献不及预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,883	36,678	44,129	51,878	61,714
(+/-)%	27%	23%	20%	18%	19%
经营利润 (EBIT)	4,618	5,917	6,585	7,364	8,019
(+/-)%	2%	28%	11%	12%	9%
净利润	1,901	2,363	2,725	3,108	3,637
(+/-)%	-9%	24%	15%	14%	17%
每股净收益 (元)	0.74	0.92	1.06	1.20	1.41
每股股利 (元)	0.60	0.60	0.30	0.35	0.40
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	15.5%	16.1%	14.9%	14.2%	13.0%
净资产收益率 (%)	6.9%	7.9%	8.6%	9.2%	10.0%
投入资本回报率 (%)	3.8%	3.6%	4.2%	4.0%	3.8%
EV/EBITDA	14.6	16.4	14.2	15.0	15.6
市盈率	9.3	7.5	6.5	5.7	4.9
股息率 (%)	8.7%	8.7%	4.4%	5.1%	5.8%

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.48

当前价格: 7.19

2019.01.09

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.01-11.35
总市值 (百万元)	18,547
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,580/2,546
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	7.00
日均成交值 (百万元)	48.71

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	29,647
每股净资产	11.49
市净率	0.6
净负债率	282.04%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.06	0.09
Q2	0.06	0.37
Q3	0.23	0.10
Q4	0.56	0.51
全年	0.92	1.06

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	2%	-27%
相对指数	9%	9%	-1%

模型更新时间: 2019.01.09

**股票研究**

金融  
房地产

**首开股份 (600376)**

**首次覆盖**

**评级: 增持**

**目标价格: 8.48**

**当前价格: 7.19**

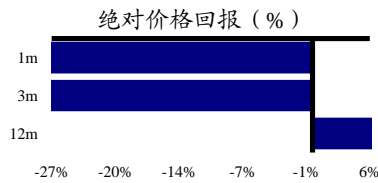
公司网址

www.shoukaigufen.com

**公司简介**

公司是一家以房地产开发、商品房销售为主营业务、具备房地产开发一级资质的上市公司, 主要定位于北京市场的房地产开发。

公司自成立以来, 先后成功开发了回龙观文化居住区、方庄小区、望京新城等规模超过百万平米的超大型居住社区以及大运村、奥运村、国家体育馆等一批国家重点工程, 在业界享有很高声誉, 在广大消费者心目中树立了良好品牌形象。



52 周价格范围

6.01-11.35

市值 (百万)

18,547

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>损益表</b>					
营业收入	29,883	36,678	44,129	51,878	61,714
营业成本	19,752	24,677	29,884	35,635	43,058
税金及附加	3,695	4,305	5,318	6,171	7,389
销售费用	891	1,094	1,316	1,547	1,840
管理费用	747	789	1,026	1,161	1,408
<b>EBIT</b>	<b>4,618</b>	<b>5,917</b>	<b>6,585</b>	<b>7,364</b>	<b>8,019</b>
公允价值变动收益	0	0	200	0	0
投资收益	704	1,050	1,057	1,268	1,242
财务费用	1,373	1,652	2,084	2,195	2,060
<b>营业利润</b>	<b>3,949</b>	<b>5,316</b>	<b>5,633</b>	<b>6,414</b>	<b>7,327</b>
所得税	1,405	1,659	1,736	1,950	2,118
少数股东损益	678	1,251	1,168	1,332	1,559
<b>净利润</b>	<b>1,901</b>	<b>2,363</b>	<b>2,725</b>	<b>3,108</b>	<b>3,637</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	26,857	20,740	24,887	27,376	28,745
其他流动资产	3,016	4,198	0	0	0
长期投资	9,230	17,321	18,821	18,821	18,821
固定资产合计	856	821	709	596	483
无形及其他资产	189	319	336	336	331
<b>资产合计</b>	<b>181,417</b>	<b>240,463</b>	<b>258,416</b>	<b>300,945</b>	<b>345,982</b>
流动负债	85,182	111,373	124,285	156,332	189,714
非流动负债	59,788	82,415	84,349	91,294	98,785
股东权益	27,756	29,754	31,693	33,897	36,502
<b>投入资本(IC)</b>	<b>79,096</b>	<b>111,243</b>	<b>108,271</b>	<b>129,081</b>	<b>148,078</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	2,989	4,055	4,554	5,117	5,697
折旧与摊销	141	151	117	117	117
流动资金增量	-20,732	-31,837	654	-21,086	-19,228
资本支出	-55	-92	-26	-28	-12
<b>自由现金流</b>	<b>-17,656</b>	<b>-27,723</b>	<b>5,299</b>	<b>-15,881</b>	<b>-13,427</b>
经营现金流	-8,510	-20,453	6,968	-15,545	-13,101
投资现金流	-441	-6,984	-269	1,240	1,230
融资现金流	16,568	21,260	-2,551	16,794	13,240
<b>现金流净增加额</b>	<b>7,617</b>	<b>-6,178</b>	<b>4,148</b>	<b>2,489</b>	<b>1,369</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	26.5%	22.7%	20.3%	17.6%	19.0%
EBIT 增长率	2.1%	28.1%	11.3%	11.8%	8.9%
净利润增长率	-8.7%	24.3%	15.3%	14.0%	17.0%
利润率					
毛利率	33.9%	32.7%	32.3%	31.3%	30.2%
EBIT 率	15.5%	16.1%	14.9%	14.2%	13.0%
净利润率	6.4%	6.4%	6.2%	6.0%	5.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	6.9%	7.9%	8.6%	9.2%	10.0%
总资产收益率(ROA)	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
投入资本回报率(ROIC)	3.8%	3.6%	4.2%	4.0%	3.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	1942	1894	1900	1900	1900
应收账款周转天数	3	3	3	3	3
总资产周转天数	1966	2099	2063	1968	1913
净利润现金含量	-4.48	-8.66	2.56	-5.00	-3.60
资本支出/收入	0%	0%	0%	0%	0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	79.9%	80.6%	80.7%	82.3%	83.4%
净负债率	186.7%	275.1%	243.8%	278.9%	299.7%
<b>估值比率</b>					
PE	9.3	7.5	6.5	5.7	4.9
PB	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.6	16.4	14.2	15.0	15.6
P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
股息率	8.7%	8.7%	4.4%	5.1%	5.8%

