

2019年10月30日

业绩稳步释放，拿地趋于谨慎

首开股份(600376)：2019年三季度报点评

评级：	增持	股票代码：	600376
上次评级：	首次覆盖	52周最高价/最低价：	10.41/6.65
目标价格：		总市值(亿)	221
最新收盘价：	8.57	自由流通市值(亿)	221
		自由流通股数(百万)	2,579.57

事件概述

首开股份发布三季报，前三季实现营收295.4亿元，同比+38.8%；实现归母净利润23.8亿元，同比+28.6%。

分析判断：

►业绩稳定增长，盈利能力同步提升

公司2019年1-9月实现营业收入295.4亿元，同比增长38.8%；实现归母净利润23.8亿元，同比增长28.6%。营收增速高于净利润增速主要系报告期内公司少数股东损益大幅增加及投资收益减少所致。报告期内，公司加权平均净资产收益率达9.02%，较上年同期上升2.5pct，经营质量逐步提高。

►销售增速较快，投资态度保守

报告期内，公司实现销售金额691.3亿元，同比增长31.8%，增速高于行业平均，销售规模的快增将夯实公司未来业绩释放的基础。根据经营简报，前三季度，公司拿地金额约为147.9亿元，拿地销售比为21.2%，整体拿地意愿较弱，以确保未来业务的平稳发展。

►杠杆略降，低成本融资优势显著

截止报告期末，公司资产负债率和剔除预收账款后的资产负债率为81.77%和58.88%，分别较上年同期下降0.03pct和0.2pct，处于可比公司平均水平，负债端风险可控。第三季度，公司成功发行16.8亿元私募债和10亿元超短期融资债券，融资利率仅4.14%和3.1%，远低于行业的平均水平，多元融资渠道畅通。

投资建议

首开股份销售与业绩增速较快，背靠国资发展稳健，财务健康，融资成本优势明显。预计公司19-21年EPS分别为1.52/1.73/1.97元，对应PE分别为5.7/4.9/4.3倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

房地产调控政策持续收紧，销售不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	36686	39736	48955	58060	70137
YoY (%)	22.76%	8.31%	23.20%	18.60%	20.80%
归母净利润(百万元)	2316	3167	3913	4474	5086
YoY (%)	21.78%	36.75%	23.56%	14.34%	13.68%
毛利率 (%)	32.71%	32.74%	39.80%	37.20%	37.00%
每股收益(元)	0.90	1.23	1.52	1.73	1.97
ROE	7.54%	10.25%	11.66%	12.25%	12.78%
市盈率	9.5	7.0	5.7	4.9	4.3

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：由子沛

邮箱：youzpz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	39736	48955	58060	70137	净利润	3984	5459	6062	6869
YoY (%)	8.31%	23.20%	18.60%	20.80%	折旧和摊销	158	11	15	20
营业成本	26725	29471	36462	44186	营运资金变动	7531	-9319	-26087	-32882
营业税金及附加	3807	6413	6677	8215	经营活动现金流	11643	-1703	-17448	-22940
销售费用	1334	1841	2105	2574	资本开支	-477	-311	-417	-519
管理费用	1105	1787	1980	2448	投资	-7055	-3627	-2579	-2342
财务费用	1838	2412	2934	3690	投资活动现金流	-7483	-2364	-1579	-1380
资产减值损失	645	662	502	506	股权募资	3061	0	0	0
投资收益	1416	1006	896	995	债务募资	-9444	10346	11523	19656
营业利润	5716	7953	8828	10008	筹资活动现金流	5723	5667	7651	15055
营业外收支	104	25	30	30	现金净流量	9884	1600	-11376	-9265
利润总额	5820	7978	8858	10038	主要财务指标				
所得税	1837	2519	2796	3169	成长能力				
净利润	3984	5459	6062	6869	营业收入增长率	8.31%	23.20%	18.60%	20.80%
归属于母公司净利润	3167	3913	4474	5086	净利润增长率	36.75%	23.56%	14.34%	13.68%
YoY (%)	36.75%	23.56%	14.34%	13.68%	盈利能力				
每股收益	1.23	1.52	1.73	1.97	毛利率	32.74%	39.80%	37.20%	37.00%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.03%	11.15%	10.44%	9.79%
货币资金	32739	34339	22963	13698	总资产收益率 ROA	1.09%	1.23%	1.24%	1.22%
预付款项	5732	6313	7814	9468	净资产收益率 ROE	10.25%	11.66%	12.25%	12.78%
存货	164062	178116	217069	264388	偿债能力				
其他流动资产	52029	59418	71713	85485	流动比率	1.65	1.67	1.65	1.60
流动资产合计	254562	278187	319559	373038	速动比率	0.55	0.56	0.49	0.42
长期股权投资	20176	23235	25293	27149	现金比率	0.21	0.21	0.12	0.06
固定资产	830	443	323	296	资产负债率	81.58%	81.82%	82.76%	83.85%
无形资产	86	86	86	86	经营效率				
非流动资产合计	36849	40139	42648	45013	总资产周转率	0.15	0.16	0.17	0.18
资产合计	291411	318325	362206	418050	每股指标 (元)				
短期借款	888	0	0	10692	每股收益	1.23	1.52	1.73	1.97
应付账款及票据	8747	7670	9679	11653	每股净资产	11.97	13.00	14.16	15.43
其他流动负债	145021	158803	183455	211344	每股经营现金流	4.51	-0.66	-6.76	-8.89
流动负债合计	154656	166474	193134	233689	每股股利	0.00	0.47	0.58	0.70
长期借款	53155	64389	75912	84876	估值分析				
其他长期负债	29932	29593	30728	31984	PE	6.98	5.65	4.94	4.35
非流动负债合计	83087	93982	106640	116860	PB	0.60	0.66	0.61	0.56
负债合计	237743	260455	299774	350549					
股本	2580	2580	2580	2580					
少数股东权益	22781	24328	25916	27700					
股东权益合计	53668	57870	62432	67502					
负债和股东权益合计	291411	318325	362206	418050					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。