

增持 (首次)

首开股份 (600376)

2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩压力释放, 销售排名提升, 三道红线改善

2023 年 05 月 07 日

市场数据

日期	2023/5/5
收盘价(元)	4.51
总股本(百万股)	2580
流通股本(百万股)	2580
净资产(百万元)	23752
总资产(百万元)	283411
每股净资产(元)	9.21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

洪波

hongbo@xyzq.com.cn

S0190523040002

投资要点

- **受毛利率下行、减值影响, 归母净利润有所亏损。**2022 年全年公司实现营业收入 479.2 亿元, 同比减少 29.3%; 实现归母净利润-4.6 亿元, 扣非后归母净利润-22.7 亿元。归母净利润亏损的主要原因为: 1) 销售毛利率下降: 2022 年公司销售毛利率为 16.6%, 同比下降 3.2 个百分点; 2) 公允价值变动、信用减值损失: 2022 年公允价值变动净收益-5.4 亿元, 信用减值损失-4.9 亿元; 3) 少数股东损益影响: 2022 年少数股东损益 13.8 亿元, 占比净利润 150.2%。**2023 年一季度业绩仍承压。**2023 年一季度公司实现营业收入 36.4 亿元。同比增长 54.9%; 实现归母净利润-9.4 亿元, 扣非归母净利润-9.5 亿元。受毛利率下行、投资净收益亏损等影响, 归母净利润仍旧亏损。
- **立足北京市场, 销售排名提升明显。**2022 年公司实现签约金额 870 亿元, 同比-26.3%; 实现签约面积 318 万方, 同比-21.5%, 销售回款 1047 亿元, 行业排名提升 17 位至 21 名。公司将始终坚持以北京为中心、贯彻深耕北京的战略, 不断巩固和扩大北京根据地优势。2023 年一季度公司实现签约金额 177 亿元, 同比-12.0%; 实现签约面积 74 万方, 同比+16.5%。
- **拿地谨慎, 聚焦核心城市。**2022 年全年公司拿地总金额 139.7 亿元, 同比减少 66.8%, 拿地力度 16.1%, 同比减少 19.5 个百分点, 权益比例 72.6%, 同比上升 14.3 个百分点。城市结构上, 2022 年公司拿下四块地, 其中北京三块。截至 2022 年期末, 公司拟售、在售主要项目(含自持)近 170 个, 总建筑面积超 4600 万方。2023 年一季度公司拿地金额为 27 亿元, 拿地力度 15.2%, 权益比例 100%, 新增一地块位于北京。从区域布局看, 已经形成了北京区域(以北京为中心的京津冀区域)、北方片区和南方片区三大区域。
- **三道红线有所改善, 有息负债规模稳步降低。**截至 2022 年末, 公司三道红线居“橙档”, 相关指标较去年末均有所改善。面对融资端的挑战和压力, 公司坚持优化融资结构与控制有息负债并重。2022 年公司累计发行各类债券产品近 244 亿元。在保障资金安全的前提下, 有息负债规模稳步降低。2022 年全年累计新增债务融资 416.8 亿元; 累计归还到期负债 515.4 亿元, 合并范围减少融资 22.9 亿元, 带息负债规模较年初降低 121.5 亿元。2023 年一季度, 公司发行公司债 50 亿元, 中期票据 56 亿元。
- **投资建议:**首开股份销售排名显著提升, 跃升至 21 名; 拿地聚焦核心城市, 拿地力度有望提升; 融资渠道通畅, 三道红线指标有所改善。我们预测公司 2023-2024 年 EPS 为 0.10 元、0.28 元, 以 2023 年 5 月 5 日收盘价计算, 对应的 PB 为 0.4 倍和 0.4 倍, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:**需求端政策力度、销售改善不及预期、融资环境恶化。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	47921	45218	43843	47482
同比增长	-29.3%	-5.6%	-3.0%	8.3%
归母净利润(百万元)	-461	264	734	1215
同比增长	-274.8%	157.2%	178.2%	65.6%
毛利率	16.6%	15.0%	16.0%	17.0%
ROE	-1.7%	0.9%	2.5%	4.0%
每股收益(元)	-0.18	0.10	0.28	0.47
市盈率	-25.2	44.1	15.9	9.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

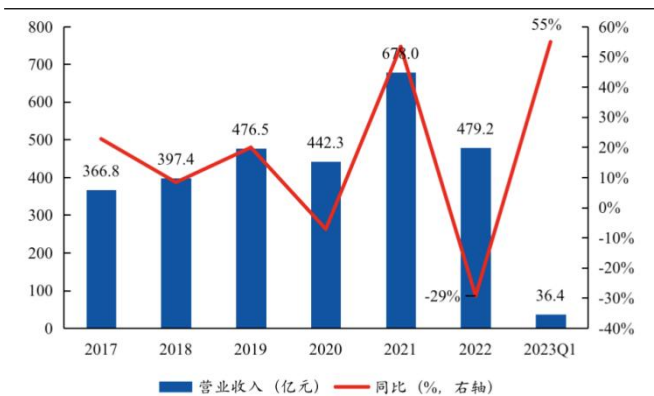
- 2023年4月29日，首开股份发布2022年年报和2023年一季度报。2022年公司实现营业收入479.21亿元，同比减少29.32%；实现归母净利润-4.61亿元，同比减少274.8%。2023年一季度公司实现营业收入36.35亿元，同比增长54.91%；实现归母净利润-9.45亿元。

1. 受毛利率下行、减值影响，当期业绩有所承压

受毛利率下行、减值影响，归母净利润有所亏损。2022年全年公司实现营业收入479.2亿元，同比减少29.3%；实现归母净利润-4.6亿元，扣非后归母净利润-22.7亿元。归母净利润亏损的主要原因为：1) 销售毛利率下降：2022年公司销售毛利率为16.6%，同比下降3.2个百分点；2) 公允价值变动、信用减值损失：2022年公允价值变动净收益-5.4亿元，信用减值损失-4.9亿元；3) 少数股东损益影响：2022年少数股东损益13.8亿元，占比净利润150.2%。

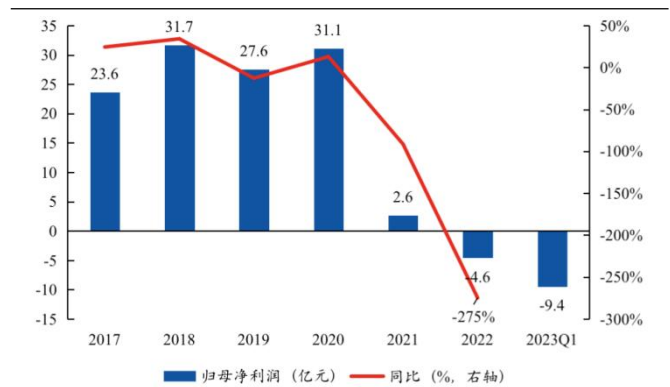
2023年一季度业绩仍承压。2023年一季度公司实现营业收入36.4亿元。同比增长54.9%；实现归母净利润-9.4亿元，扣非归母净利润-9.5亿元。受毛利率下行、投资净收益亏损等影响，归母净利润仍旧亏损。

图 1、2022 年营业收入同比下降 29.3%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022 年归母净利润同比下降 274.8%



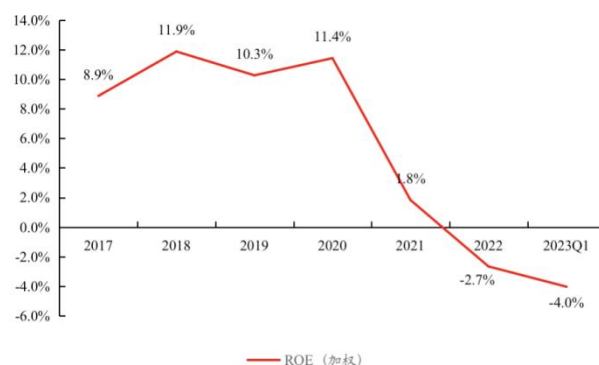
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、历年销售毛利率、净利率变化趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、历年加权平均 ROE 变化趋势

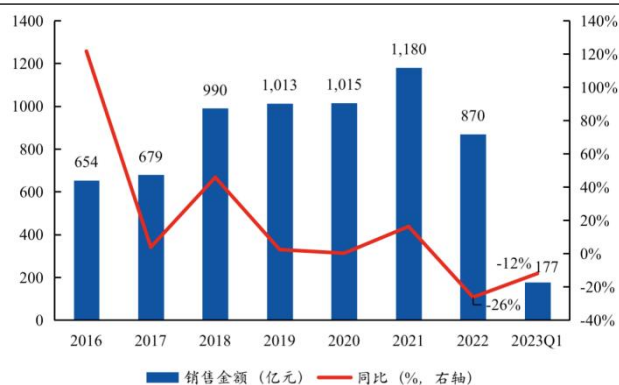


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 立足北京市场，销售排名提升明显

立足北京市场，销售排名提升明显。2022 年公司实现签约金额 870 亿元，同比-26.3%；实现签约面积 318 万方，同比-21.5%，销售回款 1047 亿元，行业排名提升 17 位至 21 名。公司将始终坚持以北京为中心、贯彻深耕北京的战略，不断巩固和扩大北京根据地优势。2023 年一季度公司实现签约金额 177 亿元，同比-12.0%；实现签约面积 74 万方，同比+16.5%。

图 5、2022 年实现合约销售金额 870 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2022 年实现合约销售面积 318 万方



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

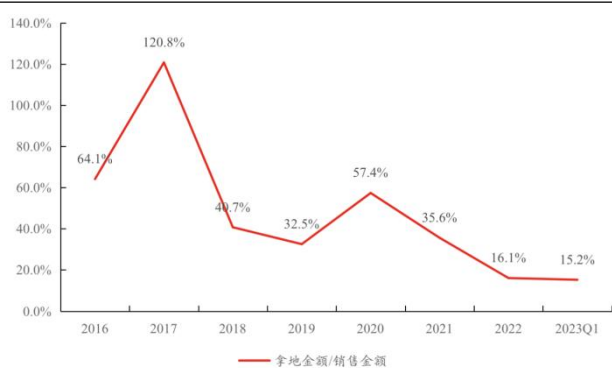
3. 拿地谨慎，聚焦核心城市

拿地谨慎，聚焦核心城市。2022 年全年公司拿地总金额 139.7 亿元，同比减少 66.8%，拿地力度 16.1%，同比减少 19.5 个百分点，权益比例 72.6%，同比上升 14.3 个百分点。城市结构上，2022 年公司拿下北京、福州两城四块地，其中北京三块，分别位于朝阳区、丰台区和顺义区，福州一块位于晋安区。截至 2022 年期末，公司

拟售、在售主要项目(含自持)近170个,总建筑面积超4600万方,其中当期在建近2000万方,期末未售面积超1550万方。2023年一季度公司拿地金额为27亿元,拿地力度15.2%,权益比例100%,新增一地块位于北京昌平新城东区,属于住宅用地。

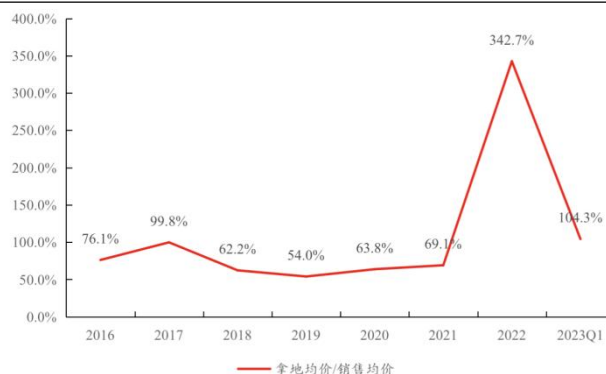
已形成北京、北方、南方三大区域。从区域布局看,已经形成了北京区域(以北京为中心的京津冀区域)、北方片区和南方片区三大区域。其中,北京区域(京津冀)目前主要项目82个,总规模近1900万方;南方片区目前已经初步形成以苏州、杭州、福州、厦门、成都几个城市为重点,深耕结合周边扩展的区域布局,主要项目77个,总建筑面积超2100万方。

图7、历年拿地金额/销售金额趋势



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图8、历年拿地均价/销售均价趋势



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

4. 三道红线有所改善,有息负债规模稳步降低

三道红线有所改善,居于“橙档”。截至2022年末,公司剔除预收账款资产负债率70.50%、净负债率147.28%、现金短债比1.03,三道红线居“橙档”,相关指标较去年末均有所改善。

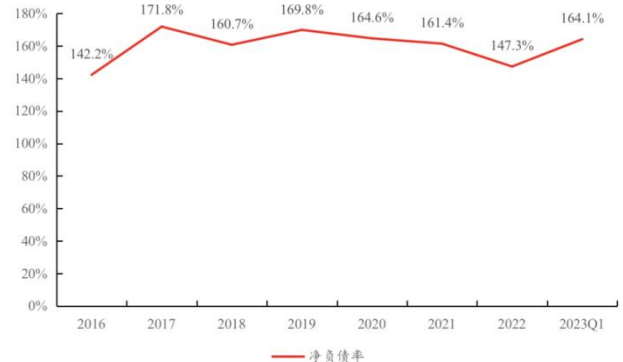
融资渠道畅通,有息负债规模稳步降低。面对融资端的挑战和压力,公司坚持优化融资结构与控制有息负债并重。把握债券窗口期,债券发行成本均处于较低水平。2022年公司累计发行各类债券产品近244亿元,其中,中期票据129亿元,公司债90亿元,资产支持票据25亿元,发行供应链保理融资16.62亿元。在保障资金安全的前提下,有息负债规模稳步降低。2022年全年累计新增债务融资416.8亿元,其中开发贷123.8亿元,信托38亿元,保债计划7.6亿元,发行债券244亿元,并购贷3.4亿元;累计归还到期负债515.4亿元,合并范围减少融资22.9亿元,带息负债规模较年初降低121.5亿元。2023年一季度,公司发行公司债50亿元,中期票据56亿元。

图 9、历年剔除预收账款后的资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、历年净负债率 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 多元业务稳步发展

多元业务稳步发展。1) **物业经营**：报告期末，公司实现物业租赁面积 109 万方，商业物业管理面积 15.3 万平方米，酒店客房销售数量 17.4 万间·天。报告期内，公司酒店物业经营等结算收入 6.36 亿元、结算成本 4.89 亿元；2) **老旧小区更新改造业务**：报告期内，数个城市更新项目取得阶段性进展；长租公寓推广落地“首开乐尚”品牌，京内外各项目不断入市运营，其中大兴、门头沟、杭州项目接近满租；养老项目再开新店；文投文创项目运营稳定；3) **房地产金融业务**：报告期内，公司根据市场情况，审慎投资；强调风险管控、完善流程建设、加大人才储备、加强投后管理，调动自身资源，在自身熟悉的领域协助各项目提升、退出。报告期内实现回收现金超过 4 亿元；4) **服务副中心和冬奥等重点工程**：冬奥服务保障高规格完成，速滑馆冰丝带项目荣获“北京冬奥会、冬残奥会突出贡献集体”称号；北京丽亭华苑酒店成为冬奥签约酒店，荣获 2022 年北京市“工人先锋号”称号。

投资建议：首开股份销售排名显著提升，跃升至 21 名；拿地聚焦核心城市，拿地力度有望提升；融资渠道通畅，三道红线指标有所改善。我们预测公司 2023-2024 年 EPS 为 0.10 元、0.28 元，以 2023 年 5 月 5 日收盘价计算，对应的 PB 为 0.4 倍和 0.4 倍，首次给予“增持”评级。

风险提示：需求端政策力度、销售改善不及预期，定增落地不确定性。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	229762	231516	224488	218473
货币资金	20535	43361	40658	23017
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	768	561	585	625
预付款项	387	333	332	351
存货	149788	135929	131563	139949
其他	58284	51331	51350	54531
非流动资产	48533	53205	50620	50539
长期股权投资	30728	34902	32873	33192
固定资产	1634	1405	1168	925
在建工程	41	20	10	5
无形资产	17	11	5	1
商誉	19	19	19	19
长期待摊费用	350	250	127	31
其他	15744	16599	16418	16366
资产总计	278296	284721	275108	269011
流动负债	105835	118717	115261	115140
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	11681	10161	10079	10664
其他	94134	108536	105161	104457
非流动负债	105429	97404	89752	81292
长期借款	49152	42218	33513	25398
其他	56277	55186	56240	55895
负债合计	211264	216121	205013	196433
股本	2580	2580	2580	2580
资本公积	7646	7646	7646	7646
未分配利润	12652	12658	13404	14778
少数股东权益	39218	39782	40698	41890
股东权益合计	67032	68600	70096	72579
负债及权益合计	278296	284721	275108	269011

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-461	264	734	1215
折旧和摊销	396	377	366	352
资产减值准备	50	746	1030	107
资产处置损失	-268	-68	-71	-65
公允价值变动损失	542	80	87	61
财务费用	3276	1610	824	286
投资损失	-900	-204	-511	-774
少数股东损益	1380	564	916	1192
营运资金的变动	-530	27829	2058	-11892
经营活动产生现金流量	4419	37248	3799	-9710
投资活动产生现金流量	374	-4695	2620	354
融资活动产生现金流量	-15181	-9727	-9123	-8284
现金净变动	-10383	22826	-2703	-17641
现金的期初余额	30570	20535	43361	40658
现金的期末余额	20187	43361	40658	23017

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	47921	45218	43843	47482
营业成本	39958	38435	36828	39410
税金及附加	835	1195	1027	1160
销售费用	1381	1256	1233	1346
管理费用	1118	1176	1101	1164
研发费用	10	8	8	8
财务费用	2772	1610	824	286
其他收益	13	20	18	18
投资收益	900	204	511	774
公允价值变动收益	-542	-80	-87	-61
信用减值损失	-489	-47	-10	-22
资产减值损失	-50	-25	-27	-30
资产处置收益	36	68	71	65
营业利润	1716	1680	3298	4850
营业外收入	148	98	105	110
营业外支出	41	82	58	63
利润总额	1823	1696	3344	4897
所得税	904	869	1695	2490
净利润	919	828	1650	2407
少数股东损益	1380	564	916	1192
归属母公司净利润	-461	264	734	1215
EPS(元)	-0.18	0.10	0.28	0.47

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-29.3%	-5.6%	-3.0%	8.3%
营业利润增长率	-53.0%	-2.1%	96.3%	47.1%
归母净利润增长率	-275%	157%	178%	66%
盈利能力				
毛利率	16.6%	15.0%	16.0%	17.0%
归母净利率	-1.0%	0.6%	1.7%	2.6%
ROE	-1.7%	0.9%	2.5%	4.0%
偿债能力				
资产负债率	75.9%	75.9%	74.5%	73.0%
流动比率	2.17	1.95	1.95	1.90
速动比率	0.76	0.81	0.81	0.68
营运能力				
资产周转率	16.2%	16.1%	15.7%	17.5%
应收帐款周转率	7342%	6599%	7151%	7391%
存货周转率	24.8%	26.8%	27.3%	28.7%
每股资料(元)				
每股收益	-0.18	0.10	0.28	0.47
每股经营现金	1.71	14.44	1.47	-3.76
每股净资产	10.78	11.17	11.40	11.90
估值比率(倍)				
PE	-25.2	44.1	15.9	9.6
PB	0.4	0.4	0.4	0.4

分析师声明

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登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn	邮箱:research@xyq.com.cn