

所属行业 **房地产**
发布时间 **2021年4月19日**

首开股份 (600376.SH)

京外业绩贡献提升，融资成本降至 5.27%

核心观点：

一、单城市依赖度下降，但收入与利润出现不同程度下滑

2020年，首开股份实现合约销售额1074.6亿元，合约销售面积381.6万平方米，其中京外地区销售面积占比为66.0%，首开对北京地区的依赖程度在逐步降低。营业收入达442.3亿元，同比下降7.2%，利润率同样呈下滑趋势。未来随着京外地区布局逐步优化，以及高价地不断被消化，预计企业收入和盈利指标或将逐渐恢复。

二、审慎拿地，2020年新增土地储备仅345万平方米

立足北京、拓展全国，坚持审慎拿地原则。2020年新增土地21宗，规划计容建筑面积344.9万平方米，积极拓展京外土地储备布局的同时，保持适中的拿地力度，2020年的投销比为0.9。在拿地方式上，多元化获取土地储备。有助于首开拓展京外市场，扩大规模，并降低拿地成本。

三、融资成本优势显著，但“三道红线”约束下有息负债增速受限

2020年，首开股份有息负债以长期借款为主，短期有息负债增速平稳，但现金短债比（严格版）仅为0.89，短期偿债存在一定压力。融资成本一直以来保持低位，但三道红线指标均触线将限制未来首开股份的有息负债增速，降杠杆或是接下来企业的首要目标。

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？
2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市
2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长
年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势
行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？
企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？
企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当
企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)
wangling@ehconsulting.com.cn

李慧慧

Yjtz12016 (微信号)
lihuihui@ehconsulting.com.cn

王柳

18321956213 (微信号)
wangliu@ehconsulting.com.cn

引言

2020年,首开股份合约销售额1074.6亿,合约销售面积381.6万平方米,其中京外地区销售面积占比为66.0%,对北京地区的依赖程度在逐步降低。营业收入、利润率皆呈下滑趋势,但未来随着京外地区布局逐步优化,以及高价地不断被消化,预计企业收入和盈利指标或将逐渐恢复。

目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 一、单城市依赖度下降,但收入与利润出现不同程度下滑 | 2 |
| 二、审慎拿地,2020年新增土地储备仅345万平方米 | 3 |
| 三、融资成本优势显著,但“三道红线”约束下有息负债增速受限 | 3 |

一、单城市依赖度下降,但收入与利润出现不同程度下滑

2020年,首开股份实现合约销售额1074.6亿元,同比增长6.0%;合约销售面积381.6万平方米,同比下降7.3%。其中,北京地区销售面积为129.9万平方米,占总销售面积的34.0%;京外地区销售面积为251.6万平方米,占总销售面积的66.0%,较2019年上升了1.4个百分点。从销售面积的区域分布来看,首开对北京地区的依赖程度在逐步降低,京外地区的贡献正在逐渐提升。

从财务指标来看,2020年首开营业收入达442.3亿元,同比下降7.2%,或由于2020年疫情影响,项目开工延后,导致部分项目未能在年内结转所致。同时,房产销售营业成本保持上升趋势,进而导致首开的毛利润率下滑明显,由2019年的37.6%下降至28.0%。首开三费费用率指标持续上升,使其2020年净利润率略有下降至9.5%。具体按区域划分,首开在北京地区的营业收入与成本双双下降,但营业成本下降幅度更大,使其毛利润率有了一定程度的上升;而京外地区的营业成本同比增速达40.7%,远超营业收入4.1%的增速,使其毛利润率下降明显。

京外较高的营业成本与首开早些年大手笔的拿地有很大关系。例如,2011年首开于福州获取的香开新城项目,拿地溢价率为27.07%,平均楼面价为6807元/平方米,2020结转均价仅为4430元/平方米;2014年与广州获取的天宸原著项目,溢价率达40.55%,平均楼面价为16866元/平方米,2020结转均价仅为10014元/平方米。未来随着京外地区布局逐步优化,以及高价地不断被消化,预计企业收入和盈利指标或将逐渐恢复。

图表:2020年首开股份房地产开发业务相关指标

| | 营业收入 (亿元) | 营业成本 (亿元) | 毛利润率 | 营业收入 同比 | 营业成本 同比 | 毛利润率 变化 |
|---------|--------------|--------------|-------|------------|------------|------------|
| 房地产开发业务 | 439.9 | 318.1 | 27.7% | -7.0% | 7.3% | -9.7% |
| 其中:北京地区 | 163.4 | 93.3 | 42.9% | -21.2% | -31.7% | 8.8% |

| | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|------|-------|--------|
| 京外地区 | 276.5 | 224.8 | 18.7% | 4.1% | 40.7% | -21.2% |
|------|-------|-------|-------|------|-------|--------|

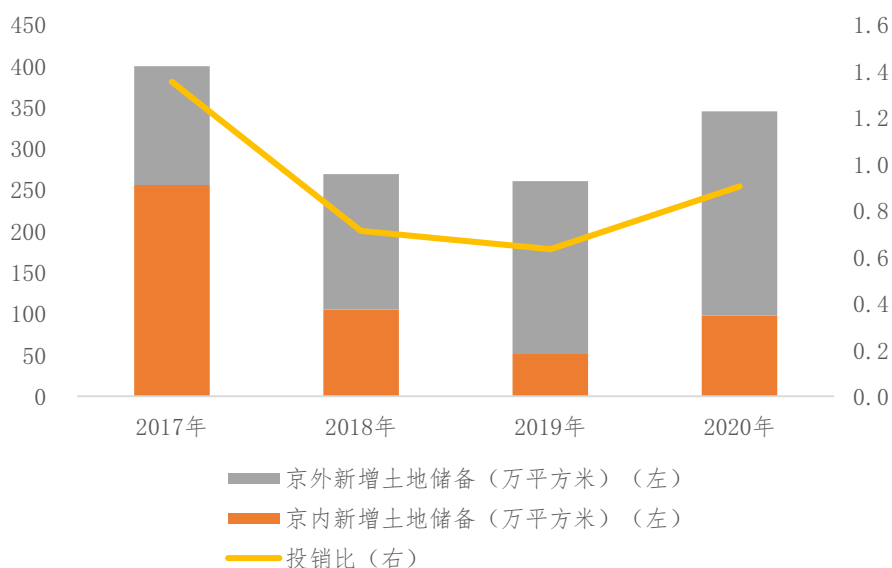
资料来源：亿翰智库、企业公告

二、审慎拿地，2020年新增土地储备仅345万平方米

立足北京、拓展全国，坚持审慎拿地原则。2020年，首开股份新增土地21宗，规划计容建筑面积344.9万平方米，京内占比28.3%，京外占比71.7%。2020年京外新增的土地储备多分布于经济面较好的一二线城市，例如广州、南京及福州等。首开积极拓展京外土地储备布局的同时，保持适中的拿地力度，已连续三年投销比小于1，2020年的投销比为0.9。

在拿地方式上，首开通过招拍挂、股权收购及联合拿地等多元化方式获取土地储备。一方面，能够降低市场进入难度，有助于首开拓展京外市场，扩大规模；另一方面，股权收购等方式能够有效降低拿地成本，在首开经历过高溢价拿地，利润空间承压的情况下，多元化拿地显得更为重要，但同时要谨慎评估收购地块的质量。

图表：2017-2020年首开新增土地储备相关指标



资料来源：亿翰智库、企业公告

注：新增土地储备为新增土地规划计容建筑面积

三、融资成本优势显著，但“三道红线”约束下有息负债增速受限

2020年，首开股份有息负债以长期借款为主，长期有息负债1079.3亿（以长期借款与应付债券之和计算），较2019年同比增长10.3%；短期有息负债259.5亿（以短期借款与

一年内到期的非流动负债之和计算), 较 2019 年基本持平。短期有息负债增速平稳, 但扣除受限货币资金及受监管的预售房款后的现金短债比仅为 0.89, 短期偿债存在一定压力。另外, 净负债率 178.56%, 剔除预收账款的资产负债率为 74.83%, 三道红线均未达标, 处于红档。在三道红线政策下, 企业不能新增有息负债, 一定程度上不利于企业规模扩张。

首开凭借国资背景, 融资成本一直以来保持低位。2020 年进一步下降 22 个基点至 5.27%, 为企业未来的发展奠定良好基础。但三道红线指标均触线将限制未来首开股份的有息负债增速, 降杠杆或是接下来企业的首要目标。

图表: 2017-2020 年首开股份相关数据

| | 具体指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 销售业绩 | 合约销售金额(亿元) | 691.9 | 1007.3 | 1013.4 | 1074.6 |
| | 合约销售面积(万 m ²) | 295.0 | 377.6 | 411.5 | 381.6 |
| 土地储备 | 新增土地建面(万 m ²) | 399.7 | 269.0 | 260.5 | 344.9 |
| | 土地储备总建筑面积(万 m ²) | 2798.0 | 3259.6 | 3417.5 | 3495.6 |
| | 投销比 | 1.4 | 0.7 | 0.6 | 0.9 |
| | 存续比 | 9.5 | 8.6 | 8.3 | 9.2 |
| 收入及利润 | 营业收入(亿元) | 366.8 | 397.4 | 476.5 | 442.3 |
| | 净利润(亿元) | 36.1 | 39.8 | 56.4 | 41.8 |
| | 毛利润率 | 32.7% | 32.7% | 37.6% | 28.0% |
| | 净利润率 | 9.9% | 10.0% | 11.8% | 9.5% |
| | 预收账款(亿元) | 515.9 | 631.4 | 685.4 | 673.4 |
| | 预收账款/营业收入 | 1.4 | 1.6 | 1.4 | 1.5 |
| 负债及偿债 | 净负债率 | 175.4% | 160.7% | 169.8% | 178.6% |
| | 剔除预收账款的资产负债率 | 75.3% | 76.5% | 75.3% | 74.8% |
| | 现金短债比(宽松版) | 1.03 | 0.91 | 0.98 | 1.02 |
| | 现金短债比(严格版) | - | - | - | 0.89 |
| | 融资成本 | 5.15% | 5.36% | 5.49% | 5.27% |
| 费用情况 | 管理费用率 | 2.2% | 2.8% | 2.0% | 2.3% |
| | 销售费用率 | 3.0% | 3.4% | 3.3% | 3.1% |
| | 财务费用率 | 11.7% | 16.3% | 16.2% | 18.9% |
| | 三费费用率 | 16.8% | 22.4% | 21.4% | 24.3% |

资料来源: 亿翰智库、企业公告

注: 投销比=新增土储建面/合约销售面积; 存续比=土地储备总建筑面积/合约销售面积;
 净负债率=(有息负债-货币资金)/净资产; 剔除预收账款的资产负债率=(总负债-预收账

款) / (总资产-预收账款); 现金短债比(宽松版) = 货币资金 / 短期有息负债; 现金短债比(严格版) = (货币资金-受限制资金) / 短期有息负债; 财务费用率 = 利息支出 / 营业收入。

土地储备为持有待开发土地规划计容建筑面积与房地产开发投资项目规划计容建筑面积之和; 2017-2019年短期有息负债以短期借款与一年内到期的非流动负债之和计算, 长期有息负债以长期借款与应付债券之和计算, 二者之和为有息负债, 净负债率、现金短债比指标均以此计算; 2020年净负债率、剔除预收账款的资产负债率、现金短债比为企业公告数据, 因此不同年份指标计算口径可能存在差异, 波动可能存在误差。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码