

投资评级 优于大市 首次覆盖

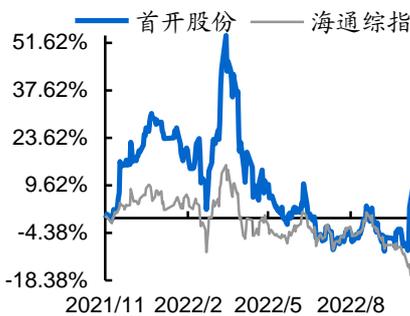
居京城房企龙头，立城市复兴己任

股票数据

11月23日收盘价(元)	5.74
52周股价波动(元)	4.13-7.50
总股本/流通A股(百万股)	2580/2580
总市值/流通市值(百万元)	14394/14394

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	29.8	25.4	25.4
相对涨幅(%)	29.1	28.0	35.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

投资要点:

- 品牌历史悠久，股东优势明显。** 1) 公司第一大且控股股东首开集团，属北京市属国有独资企业。2) 公司立足深耕做强北京，同时进入全国17个省市区的30余城市。从区域布局看已经形成北京区域（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。3) 公司在2015年提出“做城市复兴官”的发展思路，开启“城市更新”业务的探索。除住宅、商办外，企业涉及旧城区更新改造和房地产金融业务。
- 深耕做强北京，区域优势领先。** 截至2022年1H底，公司总土储面积估计约为2242.73万平方米，其中估计总土储面积京内占比为35.8%。我们认为相对全国，北京房地产市场销售和价格韧性明显，未来依旧具备加强增长空间，属国内房地产商选择的理想区位；公司长期深耕北京，将持续享受市场红利。
- 推广“首开经验”，布局旧改和一级开发业务。** 截至2021年年报末，公司棚户区改造及土地一级开发项目合计总用地面积1589.12万平方米。以上项目中实施项目总用地面积974.45万平方米，后续储备项目总用地面积614.67万平方米。从投资规划角度看，实施项目合计总计划投资规模大致463.13亿。
- 历史遗留问题陆续出清，结算毛利率回归合理。** 近年来公司陆续通过资产减值反应历史存货跌价损失。以上问题造成公司增收不增利，利润率水平下降。2022年1-3Q公司销售毛利率为21.6%，销售净利率为0.5%。根据目前市场变化和库存情况，在行业不发生较大波动前提下，随着后续优质项目进入结算阶段，我们认为公司未来利润率端会有改善。
- 债务有序可控，融资通畅且创新。** 1) 公司坚持优化融资结构与控制有息负债并重。通过多措并举，公司融资结构得到优化，负债率指标稳步下降。公司2021年整体平均融资成本为4.85%，较2017年下降0.3个百分点。2) 企业与建设银行发起设立的住房租赁基金，就首开股份在手商办、自持类资产的盘活、提效，寻求多方面的合作。建信住房租赁基金募集规模为300亿元。截至目前，重点推进项目20余个，项目资产总规模超过100亿元。基金投资项目成熟后，可通过REITs发行或国家政策许可的市场化转让方式退出。
- 合理价值区间为8.43-9.63元，首次“优于大市”评级。** 预计公司2022-2023年EPS分别为0.09元、0.46元。考虑企业2022年报表历史遗留问题陆续出清，2023年开始京内重点项目陆续进入销售和结算，后阶段基本面改善趋势相对确定。预计公司2022-2023年每股净资产分别为12.04元、12.49元，给予2022年0.7-0.8倍动态市净率，对应合理价值区间为每股8.43-9.63元。目前公司RNAV大致在12.76元每股，公司2022年11月23日收盘价较RNAV约折价55%。首次给予“优于大市”评级。风险提示：房地产销售不及预期。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	44226	67802	44570	52588	60512
(+/-)YoY(%)	-7.2%	53.3%	-34.3%	18.0%	15.1%
净利润(百万元)	3140	692	224	1178	1575
(+/-)YoY(%)	13.8%	-77.9%	-67.6%	424.7%	33.8%
全面摊薄EPS(元)	1.22	0.27	0.09	0.46	0.61
毛利率(%)	28.0%	19.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净资产收益率(%)	9.9%	2.2%	0.7%	3.7%	4.7%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 首开股份：品牌历史悠久，业务发展传承.....	6
1.1 大股东实力雄厚.....	6
1.2 深耕做强北京，布局三大片区.....	7
2. 房地产开发：土地资源集中京区，未来销售预期看好.....	8
2.1 土储规模保持有序，待开发土地聚焦北京.....	8
2.2 储备项目高能级分布，开发物业形态丰富.....	9
2.3 拿地质量优中选优，开工销售加快进度.....	10
2.4 行业波动影响当前结利，未来增长潜力依旧.....	11
3. 旧改和一级开发业务：一部首开史，半座北京城.....	11
3.1 “首开经验”：写入北京“十四五”规划建议.....	12
3.2 依托股东优势，布局蓝海业务.....	12
4. 公司核心竞争力分析.....	13
4.1 立足北京市场，发展空间明显.....	13
4.2 毛利率调整到位，未来改善预期提升.....	15
4.3 融资渠道顺畅，负债控制得当.....	16
4.4 专业能力享誉北京，树立品牌走向全国.....	16
4.5 抢滩 REITS，开辟融资新通路：与建信住房租赁基金签订合作.....	17
5. 公司财务特点分析.....	17
5.1 公司房屋销售收入占比高，毛利率回归常态.....	17
5.2 近年来公司负债率总体回落，经营性现金流为正.....	18
6. 公司业绩预测和估值建议.....	20
6.1 公司业绩预测.....	20
6.2 公司估值.....	21
6.2.1 PB 估值.....	21
6.2.2 RNAV 估值.....	21
7. 公司投资建议.....	22
8. 风险提示.....	23
财务报表分析和预测.....	24

图目录

图 1	首开集团主要业务介绍	6
图 2	首开股份股权关系情况	7
图 3	首开股份房地产业务全国布局情况.....	7
图 4	截至 2022 年 3Q 公司持有待开发面积分地区占比	8
图 5	公司持有待开发土地及其规划计容建面	8
图 6	公司开发投资项目总建筑面积	9
图 7	公司总累计已竣工面积	9
图 8	公司总土储估计面积	9
图 9	截至 2022 年 1H 底公司估计总土储面积分地区占比	9
图 10	截至 2022 年 1H 底公司未结算土储面积按地区分布	9
图 11	截至 2022 年 1H 底公司京内未结算土储面积按区分布	9
图 12	截至 2022 年 1H 底公司未结算土储面积按物业分布	10
图 13	截至 2022 年 1H 底公司京内未结算土储面积按物业分布	10
图 14	公司销售面积及同比变动	11
图 15	公司销售金额及同比变动	11
图 16	公司结转面积及同比变动	11
图 17	截至 2022 年 3Q 公司结转面积分地区占比	11
图 18	城市更新业务中“首开经验”	12
图 19	全国商品房销售面积及同比变动	13
图 20	北京商品房销售面积及同比变动	13
图 21	全国商品房销售额及同比变动	14
图 22	北京商品房销售额及同比变动	14
图 23	全国及北京新建商品住宅价格指数同比变动	14
图 24	全国及北京新建商品住宅价格指数环比变动	14
图 25	公司估计总土储面积京内占比	15
图 26	公司销售面积京内占比	15
图 27	公司主营收入按地区构成情况	15
图 28	公司主营毛利率按地区情况	15
图 29	近年来公司利润率端持续下行	16
图 30	近年来公司资产减值损失构成情况	16

图 31	公司有息负债近几年规模下降	16
图 32	公司整体平均融资成本今年走低.....	16
图 33	近年来公司营业总收入情况	18
图 34	近年来公司归母净利润情况	18
图 35	2022 年上半年公司主营业务收入构成	18
图 36	2022 年上半年公司主营业务毛利润构成	18
图 37	近年来公司销售毛利率和销售净利率情况	18
图 38	近年来公司分项业务毛利率情况.....	18
图 39	近年来公司三项费用率情况	19
图 40	近年来公司资产负债率情况	19
图 41	近年来公司流动比率、速动比率情况.....	19
图 42	近年来公司经营性现金流状况总体情况	19

表目录

表 1	2022 年 1-9 月公司拿地情况.....	10
表 2	公司各项棚户区改造及土地一级开发项目（单位：万平方米、亿元）.....	13
表 3	2022-2024 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表.....	20
表 4	2022-2024 年公司各业务收入预测表（百万元）.....	20
表 5	2022-2024 年公司盈利预测表（百万元）.....	21
表 6	可比公司估值表（均为人民币计价）.....	21
表 7	首开 RNAV 测算.....	22

1. 首开股份：品牌历史悠久，业务发展传承

首开股份属拥有 30 多年开发经验的大型国有房地产上市企业。公司 2001 年 3 月在上海证交所挂牌上市，股票代码：600376。公司以“城市复兴官”为己任，秉承“践行责任，构筑美好”的品牌理念，全力打造中国最受信赖与尊敬的房地产企业。

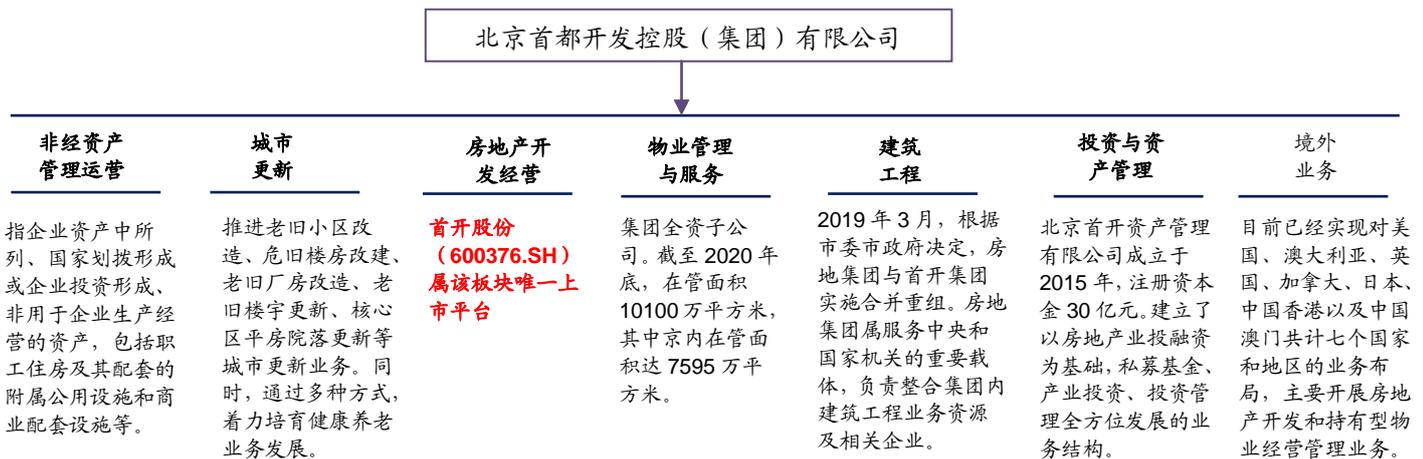
首开股份 30 多年发展，立足北京，布局全国，以擅长特大型片区项目开发享誉业界，已成功开发回龙观文化居住区、方庄小区、望京新城等 20 多个 40 万平方米以上的大型社区，布局天津、河北、辽宁、山西、山东、上海、江苏、浙江、湖北、广东、福建、海南、四川、贵州等地区多个重要城市。凭借着对每一个城市历史文化遗产的尊重和城市格局发展的独到见解，首开股份匠心独具，站在城市生活的角度，倾心建设具有城市文化特征、符合客户需求的特色产品。

1.1 大股东实力雄厚

公司大股东是北京首都开发控股（集团）有限公司（简称“首开集团”），属北京市属国有独资企业，注册资本 22 亿元，定位为“服务国资国企改革，打造全国领先的非经营性资产管理处置平台；探索超大型城市内涵式发展的新路径，力争成为城市有机更新的综合服务企业”。目前首开集团主业为非经营性资产管理、房地产及物业管理、建筑工程，培育业务为健康养老服务。

首开集团及其前身始终以服务中央和国家机关为首要任务，致力于首都经济社会发展和北京城市建设。按照北京市国资委要求，完成了市属国企 3000 万平方米非经资产的接管工作；作为中国最早成立的房地产企业之一，承担并圆满完成了北京市危房改造及方庄、望京、回龙观文化居住区等多个大型居住区的开发，也是唯一参与了北京亚运、大运、奥运“三村”和冬奥速滑馆“冰丝带”建设的“双奥”开发企业；作为首都服务规模最大、覆盖人群最广的物业企业，集团社会化物业服务、非经资产管理及供暖服务面积近 1 亿平方米；作为古建行业领先企业，先后参与了天安门、故宫、颐和园等历史文化遗迹的修缮工作，为维护古都风貌作出了积极贡献。

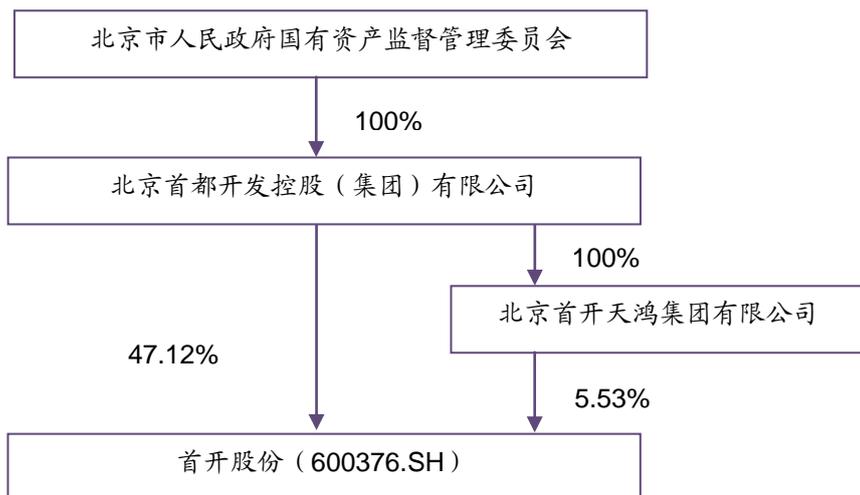
图1 首开集团主要业务介绍



资料来源：首开集团官网，海通证券研究所

2021 年末，集团资产总额超过 3550 亿元，营业收入超过 770 亿元，房地产开发在施面积达 2337 万平方米、销售收入、合同销售额双超千亿、物业管理面积超过 4800 万平方米、供暖服务面积近 2500 万平方米、建筑工程总产值 33 亿元。

截至 2022 年 3 季报，集团直接持有上市公司 47.12% 股份，通过全资控股公司首开天鸿集团持有上市公司 5.53% 股份。以上两部分合计占比为 52.65%，属于公司第一大且控股股东。

图2 首开股份股权关系情况


资料来源：公司 2022 年 3 季报，公司官网，海通证券研究所

1.2 深耕做强北京，布局三大片区

公司经历 30 多年发展，公司在立足深耕做强北京外，已进入全国 17 个省市区的 30 余城市，基本实现全国化布局。

从区域布局看已经形成北京区域（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。截至 2022 年半年报，北京区域（京津冀）主要项目 79 个，总规模近 1800 万平方米；南方片区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 76 个，总建筑面积超 2160 万平方米。

图3 首开股份房地产业务全国布局情况


资料来源：公司官网，海通证券研究所

截至 2022 年半年报, 公司拟售、在售主要项目 (含自持) 约 162 个, 总建筑面积近 4600 万平方米, 其中当期在建超过 1800 万平方米, 期末未售面积近 1700 万平方米。除传统房地产业务外, 截至 2022 年中报, 公司物业租赁面积 94.5 万平方米, 商业物业管理面积 15.3 万平方米。

此外, 公司同时积极布局房地产蓝海业务, 包括旧城区更新改造和房地产金融业务。公司在 2015 年提出“做城市复兴官”的发展思路, 开启“城市更新”业务的探索。在此期间, 公司成立首开盈信公司, 并以其为平台, 定位于协同房地产主业, 推进房地产金融业务发展。

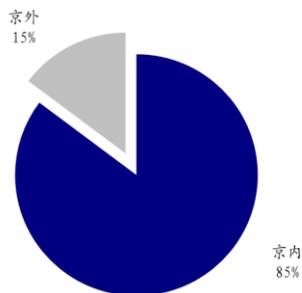
首开盈信自 2015 年成立以来, 聚焦一线城市的城市商业及写字楼更新改造项目, 秉承多方合作、谨慎投资的原则, 联合行业内顶尖合作伙伴, 谋求更多资本运作的机会。综合采用价值增值型及机会型策略, 选取具有改造及增值潜力的物业, 通过买入-修复-退出的业务模式, 创造良好价值回报。目前在北京、上海等城市先后实践十余个项目的投资。截至 2022 年半年报, 公司累计投资超 30 亿元, 城市更新改造业务已全面铺开, 在项目获取、人员储备、项目运作能力等各个方面, 都有良好经验和积累, 也基本形成了比较稳定的业务模式。

2. 房地产开发: 土地资源集中京区, 未来销售预期看好

2.1 土储规模保持有序, 待开发土地聚焦北京

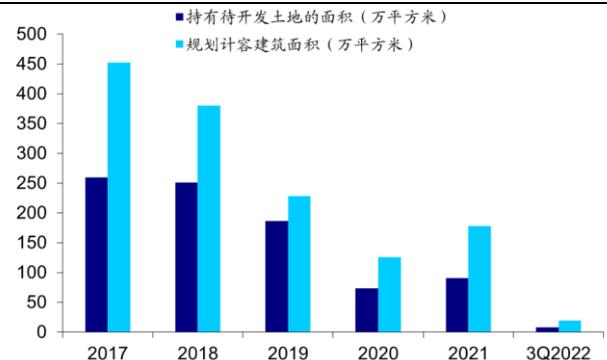
截至 2022 年三季度报, 公司持有待开发土地 (包括项目代征用地的项目总土地面积) 的面积为 77329 平方米, 未开工规划计容建面为 197358 平方米, 未开工合作开发项目涉及的面积为 54204 平方米。其中, 京内项目分别占公司持有待开发土地面积、未开工规划计容建面、未开工合作开发项目涉及面积比例为 85.0%、84.8%、78.7%。

图4 截至 2022 年 3Q 公司持有待开发面积分地区占比



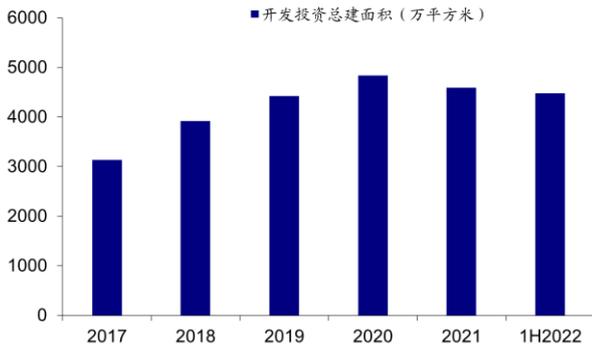
资料来源: 公司 2022 年三季度报, 海通证券研究所

图5 公司持有待开发土地及其规划计容建面

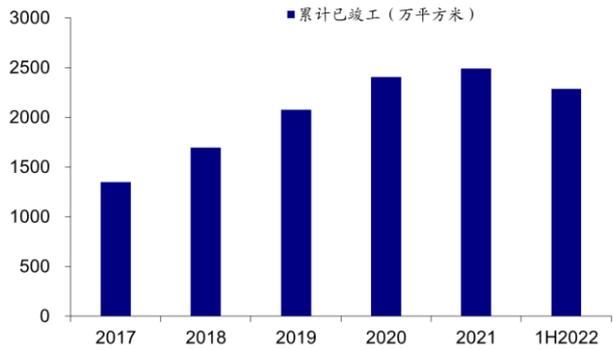


资料来源: 公司 2017-2021 年年报、2022 年三季度报, 海通证券研究所

2022 年上半年开复工面积 1808 万平米, 新开工面积 246 万平米, 竣工面积 124 万平米; 截至 2022 年 1H 底, 公司开发投资的房地产项目预计总投资额 (含地价) 为 7744.84 亿元, 总建筑面积为 4477.61 万平方米, 累计竣工面积为 2287.65 万平方米。2022 年三季度, 公司已开工的房地产项目实际投资额为 298.18 亿元, 在建建筑面积为 1871.90 万平方米, 新开工面积 310.15 万平方米, 竣工面积 215.23 万平方米。

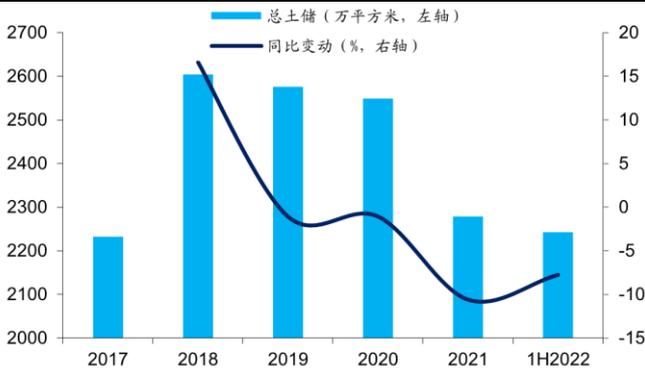
图6 公司开发投资项目总建面积


资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

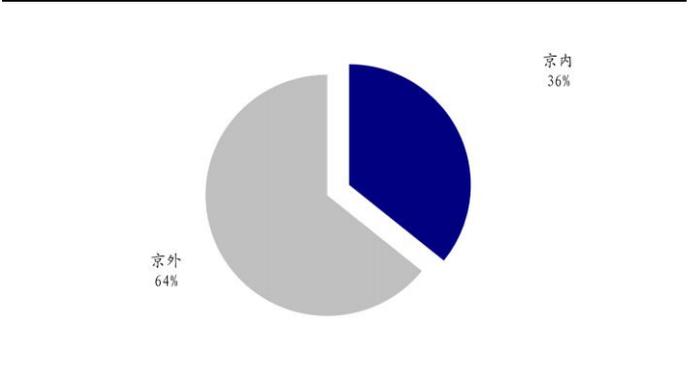
图7 公司总累计已竣工面积


资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

总土储方面，我们将持有待开发土地规划计容建面加上房地产开发投资项目总建面扣除已竣工部分面积作为估计基础。据此，截至 2022 年 1H 底，公司总土储面积估计约为 2242.73 万平方米，较 2021 年同期下降 7.7%，其中估计总土储面积京内占比为 35.8%。

图8 公司总土储估计面积


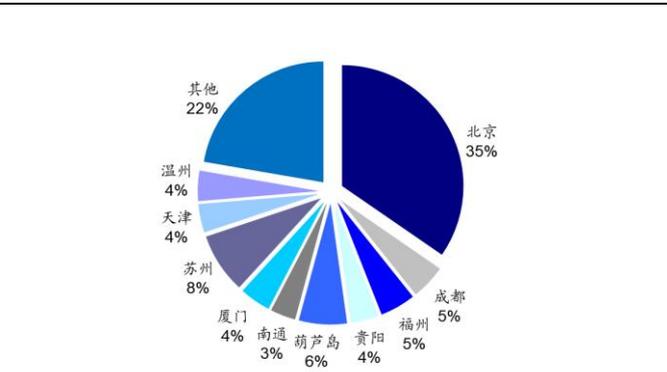
资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

图9 截至 2022 年 1H 底公司估计总土储面积分地区占比


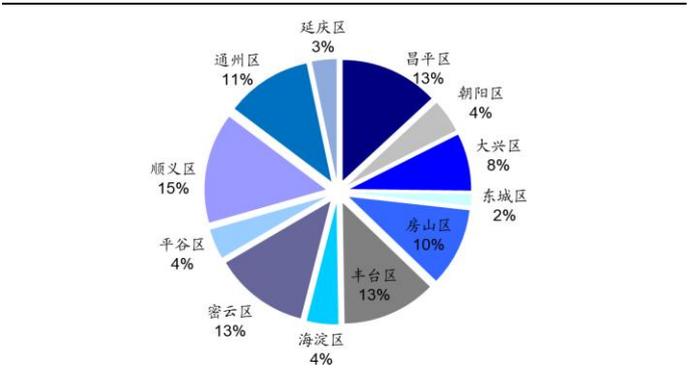
资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

2.2 储备项目高能级分布，开发物业形态丰富

截至 2022 年 1H 底，公司开发投资项目未结算面积为 2189.96 万平方米。公司现有土储主要集中分布在京区以及南方高能级城市。在具体的城市分布上，截至 2022 年 1H 底，公司在北京、苏州、葫芦岛、福州、成都、厦门、温州、天津、贵阳、南通等城市的开发投资项目未结算面积占比分别为 34.6%、8.1%、6.4%、4.7%、4.7%、4.2%、4.1%、3.8%、3.8%、3.4%。

图10 截至 2022 年 1H 底公司未结算土储面积按地区分布


资料来源：公司 2022 年半年报，海通证券研究所

图11 截至 2022 年 1H 底公司京内未结算土储面积按区分布


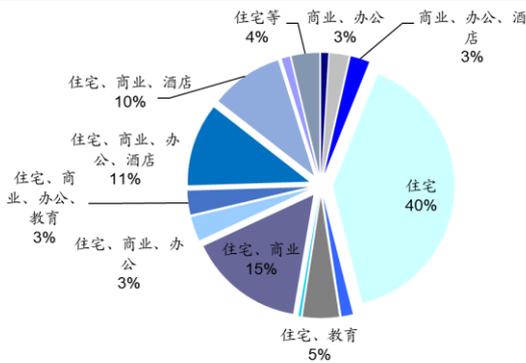
资料来源：公司 2022 年半年报，海通证券研究所

截至 2022 年 1H 底, 公司京内开发投资项目未结算面积为 758.44 万平方米。在具体的区域分布上, 截至 2022 年 1H 底, 公司在顺义区、昌平区、密云区、丰台区、通州区、房山区、大兴区、朝阳区、海淀区、平谷区、延庆区、东城区等城市的未结算面积占京内开发投资项目未结算面积的比重分别为 14.8%、13.1%、12.6%、12.5%、11.4%、10.5%、7.7%、4.5%、4.2%、4.0%、3.3%、1.6%。

公司物业形态丰富, 开发投资项目类型包括住宅、商业、住宅+商业等, 也包括多种业态融合的综合开发项目。在具体的物业类型分布上, 截至 2022 年 1H 底, 公司住宅、住宅+商业、住宅+商业+办公+酒店、住宅+商业+酒店、住宅+教育、住宅等、住宅+商业+办公、住宅+商业+办公+教育、商业+办公、商业+办公+酒店等业态的开发投资项目未结算面积占比分别为 40.0%、15.4%、11.1%、9.6%、4.8%、3.7%、3.3%、3.2%、2.6%、2.5%。

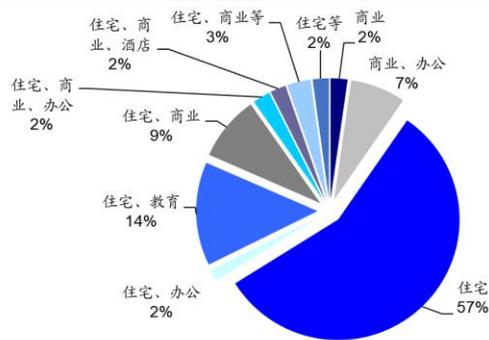
截至 2022 年 1H 底, 京内公司住宅、住宅+教育、住宅+商业、商业+办公、住宅+商业等、住宅+商业+办公、商业、住宅等、住宅+商业+酒店、住宅+办公等业态的未结算面积占京内开发投资项目未结算面积的比重分别为 56.5%、13.9%、8.7%、7.4%、3.1%、2.3%、2.3%、2.2%、2.1%、1.6%。

图12 截至 2022 年 1H 底公司未结算土储面积按物业分布



资料来源: 公司 2022 年半年报, 海通证券研究所

图13 截至 2022 年 1H 底公司京内未结算土储面积按物业分布



资料来源: 公司 2022 年半年报, 海通证券研究所

2.3 拿地质量优中选优, 开工销售加快进度

2022 年 1-9 月, 公司共计新增三块土地储备, 其中两块通过公开市场获取, 一块通过收购取得, 共计拿地金额 78.295 亿元。

首开股份志信公司和北京金茂联袂打造的望京樾项目 (崔各庄乡奶西村地块) 于 2022 年 8 月 20 日正式开放售楼处, 于 2022 年 9 月 3 日正式开工。顺义新城第 19 街区 19-85 地块、19-86 地块由中海竞得, 后首开加盟了地块开发; 首开股份亿信公司所属湖光玖里项目 (顺义新城第 19 街区) 于 2022 年 8 月 27 日取得商品房预售许可证。

表 1 2022 年 1-9 月公司拿地情况

时间	地块名称	地区	拿地方式	合作企业	拿地金额 (亿元)	土地面积 (平方米)	规划建面 (平方米)	容积率
2022 年 6 月	崔各庄乡奶西村棚改土地开发项目	北京市 朝阳区	公开市场	金茂	40	44618.19	93514	
2022 年 9 月	2021-41 号地块	福州市	收购	-		14165		1.00 以上、2.8 以下
	造甲村土地一级开发项目	北京市 丰台区	公开市场	-	38.295	23125	55500	

资料来源: 公司 2022 年各月销售简报, 海通证券研究所

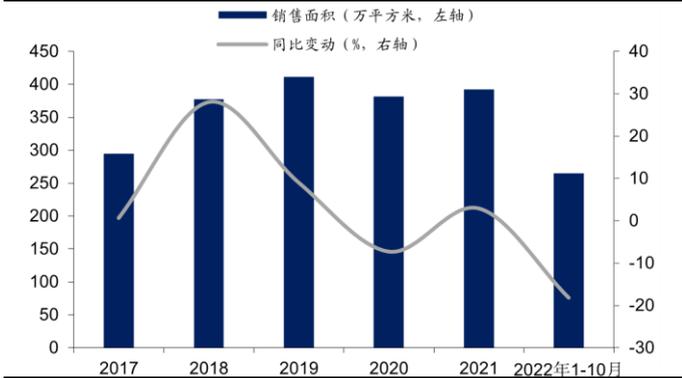
截至 2022 年 9 月底, 我们认为公司继续保持审慎的拿地策略, 拿地主要集中在北京高能级地区。公司新拿土地快速进入预售阶段, 开工销售速度大幅提升。

2.4 行业波动影响当前结利，未来增长潜力依旧

2022年10月份，公司共实现签约面积31.00万平方米，签约金额86.67亿元。其中：公司及控股子公司共实现签约面积14.89万平方米（含地下车库等），签约金额40.06亿元。公司合作项目共实现签约面积16.11万平方米（含地下车库等），签约金额46.61亿元。

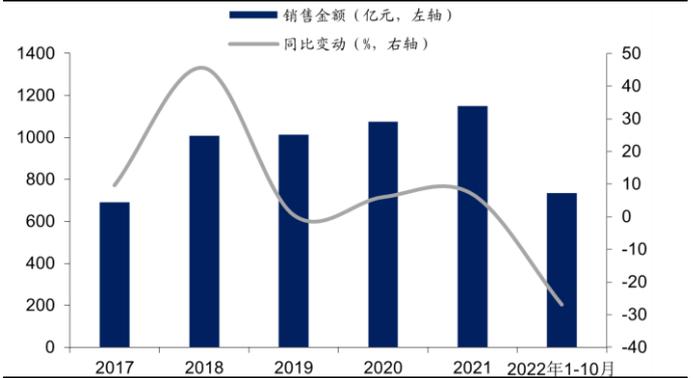
2022年1-10月份，公司共实现签约面积264.64万平方米，同比降低18.16%，完成全年销售目标的69.6%；签约金额733.98亿元，同比降低26.89%，完成全年销售目标的68.0%。我们预计伴随明年公司重点项目推盘，未来销售趋势会有改善。

图14 公司销售面积及同比变动



资料来源：公司各月销售简报，海通证券研究所

图15 公司销售金额及同比变动

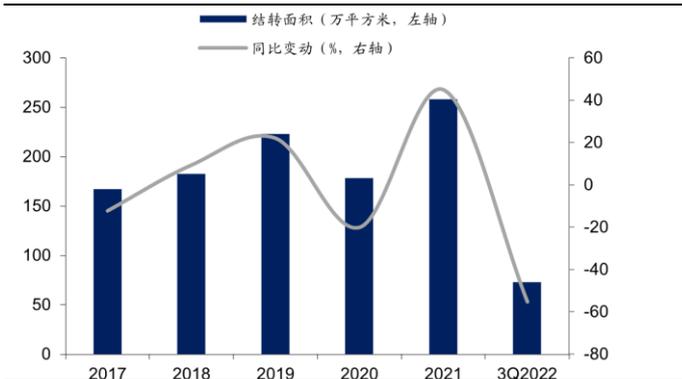


资料来源：公司各月销售简报，海通证券研究所

截至2022年3Q底，公司共实现结转面积73.09万平方米，较2021年同期下降55.27%，其中结转面积京内占比为48.64%。

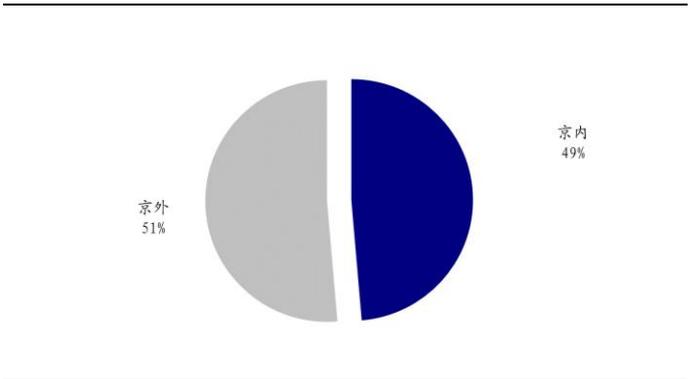
近两年受到行业调控因素影响，公司存在结算下滑和增收不增利的负面情况。我们认为公司2022年财报将对以上行业利润率和销售波动问题进行充分反映。从2023年开始，考虑企业京内资源和政策本身逐步调整，企业各项经营数据有望触底。

图16 公司结转面积及同比变动



资料来源：公司2017-2021年年报、2022年三季度报，海通证券研究所

图17 截至2022年3Q公司结转面积分地区占比



资料来源：公司2022年三季度报，海通证券研究所

3. 旧改和一级开发业务：一部首开史，半座北京城

“十四五”规划纲要中，明确提出“实施城市更新”重大决策部署。以上指导意见为大都市大量低效低质空间如何焕发活力，给出政策指引。

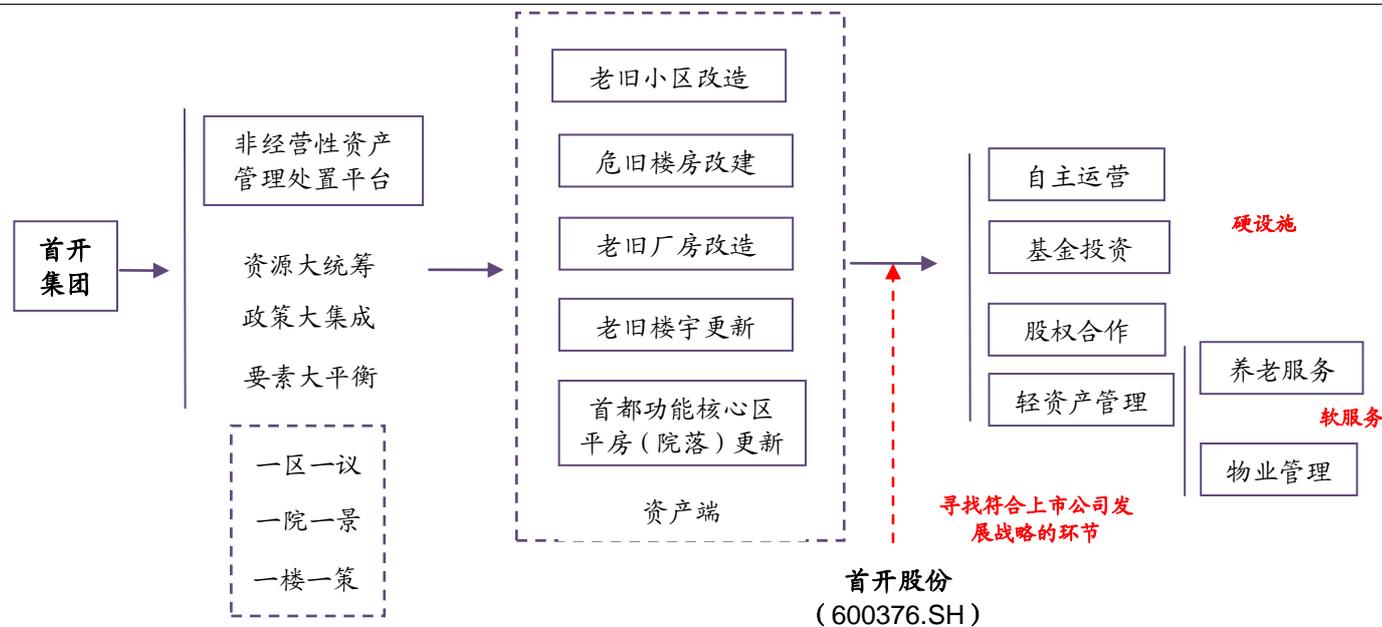
基于以上指导要求，北京市对市内城市更新业务，均做出比较重要指示和要求。尤其2021年，北京印发《关于实施城市更新行动的指导意见》，提出对城市建成区（规划基本实现地区）城市空间形态和城市功能的持续完善和优化调整，小规模、渐进式、可持续的更新。

首开股份 2015 年提出“做城市复兴官”发展思路，开启“城市更新”业务探索。目前企业和大股东首开集团，共同参与北京城市更新各项业务，有序探索城市更新发展思路，需求业务发展新蓝海。

3.1 “首开经验”：写入北京“十四五”规划建议

2020 年 12 月 7 日，《中共北京市委关于“十四五规划”和 2035 年远景目标的建议》全文发布，为北京未来发展提供指导思想和行动路线。

图18 城市更新业务中“首开经验”



资料来源：首开集团官网，央广网、北京日报企鹅号等，海通证券研究所

在规划建议第七条《深入落实城市总体规划，切实提高首都城市治理水平》中，明确提出“实施城市更新行动”，持续推进老旧小区、危旧楼房、棚户区改造，推广“劲松模式”“首开经验”，引入社会资本参与。

“首开经验”是国有企业参与老旧小区改造的典型模式。所谓“首开经验”主要指公司大股东首开集团通过打造全国领先的非经营性资产管理处置平台，统筹小区和首开集团周边资源，实现资源大统筹、政策大集成和要素大平衡，为老旧小区改造、物业服务升级和人居环境的高质量发展提供可复制、可推广的成功经验。同时，完善物业管理，实行“先尝后买”和“持续更新”，根据居民提出新的合理化建议持续开展微改造。注重物业服务前置，着眼建立长效机制，在小区更新与管理中遵循“一区一议”、“一院一景”、“一楼一策”原则，将“硬设施”与“软服务”有机结合。

3.2 依托股东优势，布局蓝海业务

基于大股东在城市更新业务上的前期布局，截至公司在该方向最近一次披露数据（2021 年年报信息），公司各项棚户区改造及土地一级开发项目合计总用地面积接近 1589.12 万平方米。以上项目中实施项目总用地面积 974.45 万平方米，后续储备项目总用地面积 614.67 万平方米。从投资规划角度看，实施项目合计总计划投资规模大致 463.13 亿。

表 2 公司各项棚户区改造及土地一级开发项目 (单位: 万平方米、亿元)

项目分类	序号	项目名称	项目位置	总用地	总投资计划
实施项目	1	万泉寺村棚户区改造和环境整治项目	北京市丰台区	101.7	131.48
	2	幸福西街棚户区改造项目	北京市顺义区	6.31	22.77
	3	南关村、南房村、小周各庄村棚户区改造项目	北京市怀柔区	224.2	174.4
	4	马坡镇西丰乐村棚户区改造土地开发项目	北京市顺义区	59.72	48.52
	5	长安新村和南菜园新村旧城改建棚户区改造项目	北京市密云区	11.83	21.9
	6	大榆树镇下屯村棚户区改造和环境整治项目	北京市延庆区	73.02	35.54
	7	固安县大韩寨村旧城改造项目	河北省廊坊市	497.67	28.52
		小计		974.45	463.13
后续项目	1	顺义区李桥镇头二营、三四营及英各庄村棚改项目	北京市顺义区	158.84	
	2	昌平区东小口镇小辛庄组团棚户区改造项目	北京市昌平区	265.4	
	3	东城区建内二期棚改项目	北京市东城区	14.36	
	4	西城区复内项目	北京市西城区	34.9	
	5	顺义新城仁和镇庄头、太平村、南彩镇棚户区改造项目	北京市顺义区	141.17	
		小计		614.67	
		合计		1589.12	463.13

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

除正常业务开发外, 目前公司相关业务资金通道对接顺畅。2022 年上半年, 公司继续利用政策红利, 通过政府债、棚改专项债等置换方式, 实现丰台万泉寺 (31.662 亿)、顺义西丰乐 (9.33 亿)、幸福西街 (4.5 亿)、牛栏山维尼纶厂 (4.6 亿) 等项目共计约 50 亿元已投棚改资金的返还, 置换公司原有资金或金融借款。

除以上住宅类业务更新改造外, 公司成立首开盈信公司, 并以其为平台, 定位于协同房地产主业。首开盈信自 2015 年成立以来, 聚焦一线城市的城市商业及写字楼更新改造项目, 通过“买入-修复-退出”的业务模式, 创造良好价值回报。截至 2021 年年报, 首开盈信在北京、上海等城市先后实践十余个项目的投资。

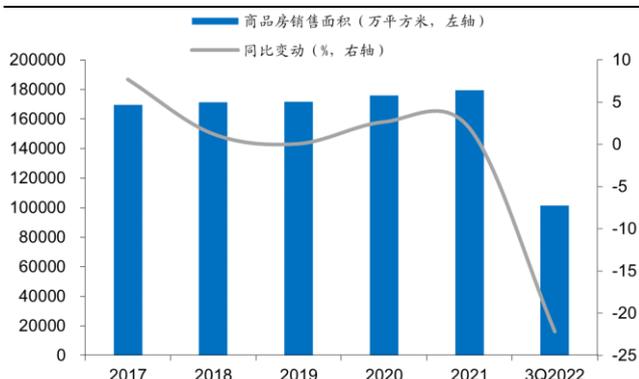
公司城市更新改造业务已全面铺开, 累计投资超 30 亿元, 在项目获取、人员储备、项目运作能力等各个方面, 都有良好的经验和积累, 也基本形成了比较稳定的业务模式。

4. 公司核心竞争力分析

4.1 立足北京市场, 发展空间明显

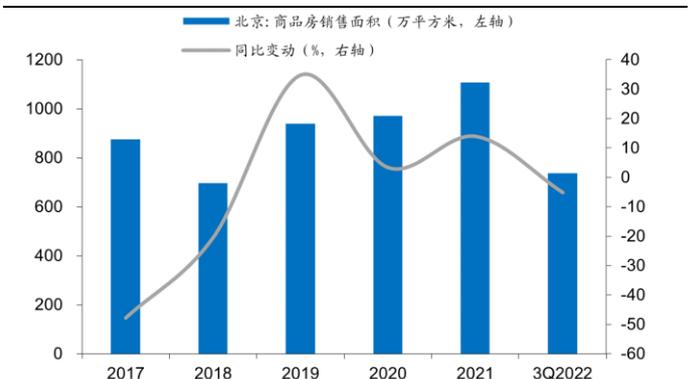
2022 年前三季度, 全国商品房销售面积 101422 万平方米, 同比下降 22.2%, 其中住宅销售面积下降 25.7%。

图 19 全国商品房销售面积及同比变动



资料来源: 国家统计局, wind, 海通证券研究所

图 20 北京商品房销售面积及同比变动

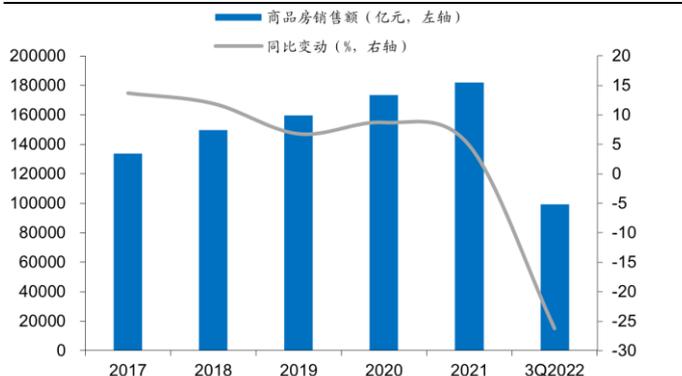


资料来源: 国家统计局, wind, 海通证券研究所

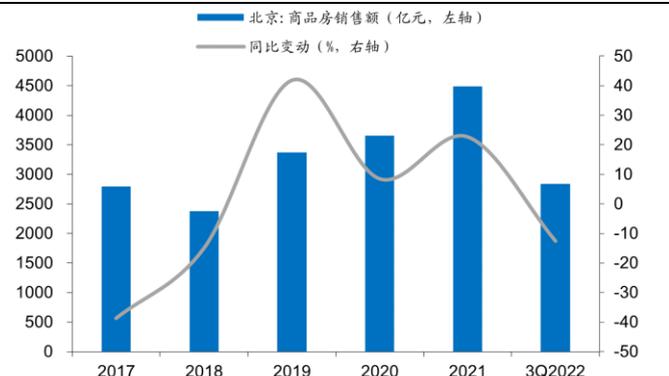
2022 年前三季度, 北京市商品房销售面积为 737.8 万平方米, 同比下降 5.1%。其

中,住宅销售面积为540.1万平方米,下降15.5%;办公楼为45.5万平方米,增长38%;商业营业用房为42.1万平方米,增长1.4倍。

2022年前三季度,全国商品房销售额99380亿元,同比下降26.3%,其中住宅销售额下降28.6%。2022年前三季度,北京市商品房销售额为2842.4亿元,同比下降12.6%,其中住宅销售额下降14.9%。

图21 全国商品房销售额及同比变动


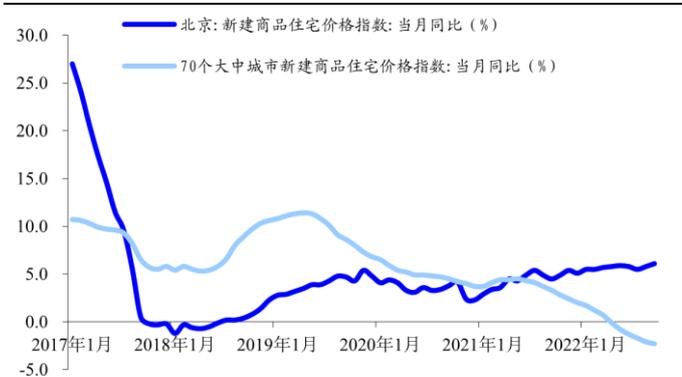
资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

图22 北京商品房销售额及同比变动


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

2022年9月,全国商品住宅销售价格环比总体呈降势,70个大中城市新建商品住宅价格指数环比下降0.3%,同比下降2.3%。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比一降一平,二三线城市环比下降。具体来看,70个大中城市中商品住宅销售价格下降城市个数增加,新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有54个和61个,比2022年8月分别增加4个和5个。

2022年9月,北京新建商品住宅价格指数环比上升0.2%,同比上升6.1%,在全国整体销售价格下跌的背景下仍然保持增长。

图23 全国及北京新建商品住宅价格指数同比变动


资料来源: wind, 海通证券研究所

图24 全国及北京新建商品住宅价格指数环比变动


资料来源: wind, 海通证券研究所

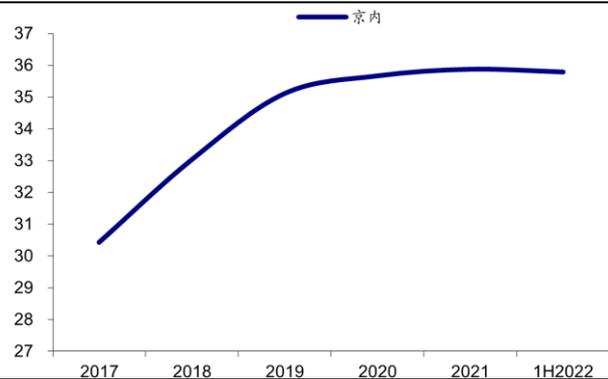
我们认为北京相对全国来看,房地产市场销售和价格韧性明显,未来依旧具备加强增长空间,属国内房地产商选择的理想区位。

政策方面,北京市住建委、经开区管委会、通州区政府2022年11月8日发布通知,经市政府批准,即日起,划归北京经济技术开发区管理的通州区台湖、马驹桥地区商品住房,包括新建商品住房和二手住房都执行北京经济技术开发区商品住房政策有关规定。这意味着台湖、马驹桥地区将不再执行通州限购的“双限”政策,而是按照经开区的住房限购政策,和北京其他区的限购政策一致。

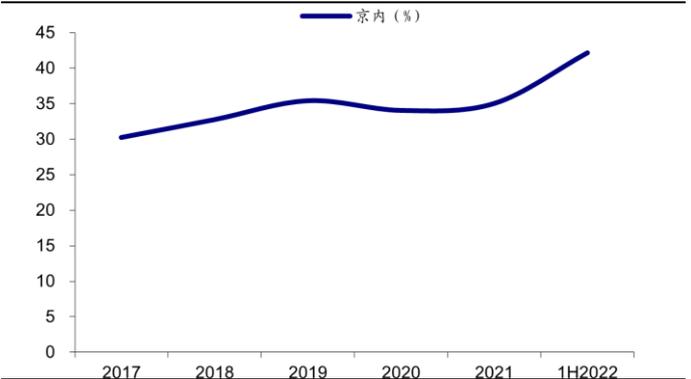
今后,这一区域的京籍家庭可拥有两套住房,非京籍家庭连续5年社保或纳税可拥有一套住房。不需要执行3年以上通州户籍或在通州缴纳社保或纳税的“限购”政策。我们认为这一政策发布进一步释放更多市场需求,对深耕北京的房地产商产生利好。

作为北京国有龙头房企，公司始终坚持立足北京、服务首都的主导思想，数十年来，已在北京形成业务、品牌、规模的领先优势，并持续保持北京市场销售领军地位；另一方面，经过多年业务发展，也积累下大量地段优良的经营性存量资产。凭借着在北京市场的历史和地位，京内项目一直是结算收入的重要组成部分。公司将贯彻深耕北京的战略，继续通过多种形式新增北京区域土地储备。

运营方面，我们依然将持有待开发土地规划计容建面加上房地产开发投资项目总建面扣除已竣工部分面积作为总土储面积的估计基础。公司估计总土储面积京内占比从2017年的30.4%增长至2021年的35.9%，增加5.5个百分点；截至2022年1H底，公司估计总土储面积京内占比为35.8%，较2021年同期下降1.0个百分点。公司销售面积京内占比从2017年的30.2%增长至2021年的35.0%，增加4.8个百分点；2022年1H，公司销售面积京内占比为42.1%，较2021年同期提升7.8个百分点。

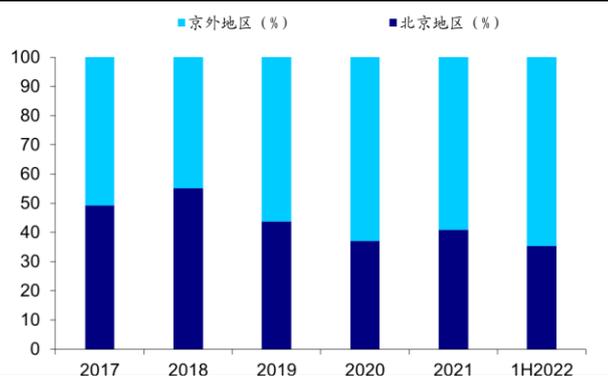
图25 公司估计总土储面积京内占比


资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

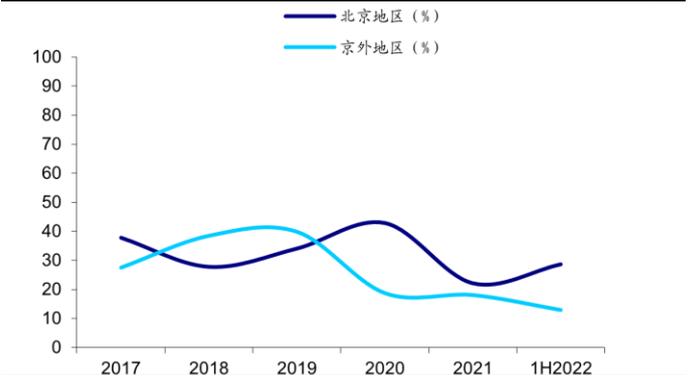
图26 公司销售面积京内占比


资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

收入方面，公司主营业收入京内占比从2017年的49.2%下降至2021年的40.9%，减少8.3个百分点；2022年1H，公司主营业收入京内占比为35.3%，较2021年同期增加7.2个百分点。公司京内主营业收入毛利率从2017年的37.8%下降至2021年的22.1%，减少15.7个百分点；2022年1H，公司京内主营业收入毛利率为28.6%，较2021年同期提升4.0个百分点。相较于京外地区，公司京内主营毛利率呈现出更强的韧劲。

图27 公司主营业收入按地区构成情况


资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

图28 公司主营毛利率按地区情况


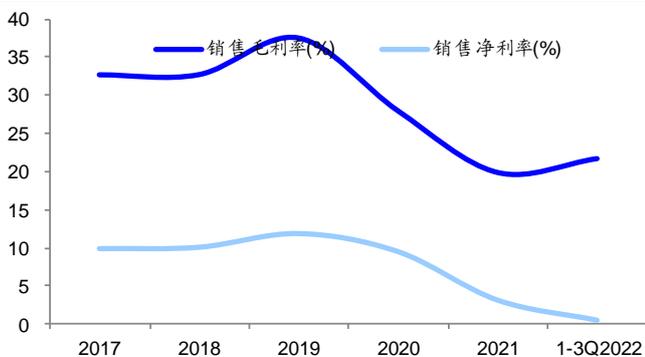
资料来源：公司 2017-2021 年年报、2022 年半年报，海通证券研究所

4.2 毛利率调整到位，未来改善预期提升

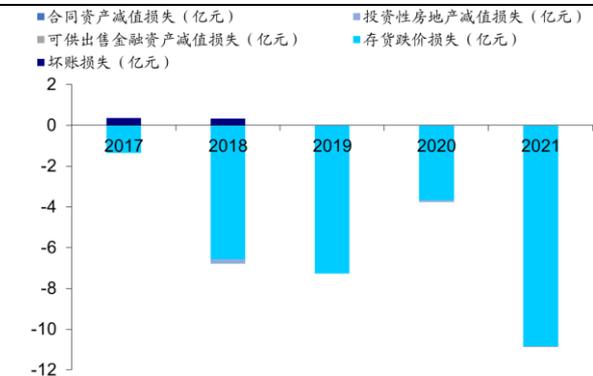
近几年公司受行业寒冬期影响，利润率端持续下行，2020年3Q毛利率端开始有企稳迹象。公司销售毛利率从2017年的32.7%下降至2021年的19.8%，下降了12.9个百分点。近期公司销售毛利率有企稳回升趋势，2022年1-3Q公司销售毛利率为21.6%，较2021年同期上升4.5个百分点。公司销售净利率从2017年的9.9%下降至2021年的3.1%，下降了6.8个百分点。近期公司销售净利率仍维持低迷，2022年1-3Q公司销售净利率为0.5%，较2021年同期下降3.7个百分点。

近年来公司大量计提减值。公司资产减值损失从 2017 年的-0.99 亿元下降至 2021 年的-10.84 亿元。公司资产减值损失主要组成部分为存货跌价损失，公司存货跌价损失从 2017 年的-1.36 亿元下降至 2021 年的-10.83 亿元。

我们认为公司在 2022 年预计充分计提资产减值准备。在行业不发生较大波动前提下，随着后续优质项目进入结算阶段，我们认为公司未来利润率端会有改善。

图29 近年来公司利润率端持续下行


资料来源: wind, 海通证券研究所

图30 近年来公司资产减值损失构成情况


资料来源: 公司 2017-2021 年年报, 海通证券研究所

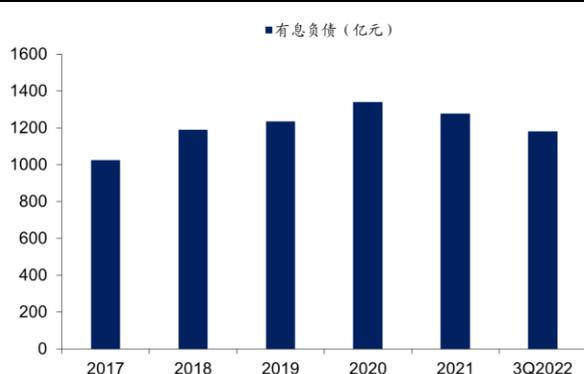
4.3 融资渠道顺畅，负债控制得当

凭借在市场上拥有良好信誉和多年来的顺利合作，公司与国内主要银行及多家金融机构建立了诚信、互利的长期合作伙伴关系，贷款利率稳定、额度充足，拥有良好的融资能力，并有效利用了多种渠道、多种类融资工具。

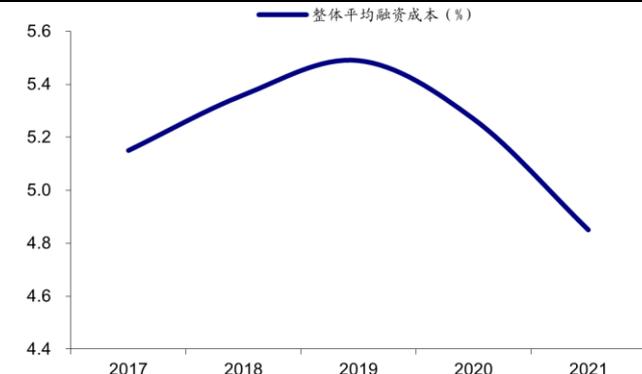
面对融资政策收紧带来的挑战和压力，公司坚持优化融资结构与控制有息负债并重。通过多措并举，公司融资结构得到优化，负债率指标稳步下降。公司 2021 年整体平均融资成本为 4.85%，较 2017 年下降 0.3 个百分点。

2022 年上半年公司累计新增融资约 265.7 亿元，其中开发贷 93.4 亿元，信托 29.5 亿元，保债计划 7.6 亿元，发债 135.2 亿元；累计归还融资约 332.23 亿元，有息负债净减少 66.53 亿元。

公司 2022 年半年报期内继续保持最高的 AAA 级企业主体评级，代表着公司经营业绩、管理模式、风险管控及未来发展规划获得的认可。

图31 公司有息负债近几年规模下降


资料来源: 公司 2017-2021 年年报、2022 三季度报, 海通证券研究所

图32 公司整体平均融资成本今年走低


资料来源: 公司 2017-2021 年年报, 海通证券研究所

4.4 专业能力享誉北京，树立品牌走向全国

凭借首开集团及其前身几十年来在北京地区积累的房地产开发经验，经过多年的努力，公司践行“责任地产”的企业理念和“首开地产”的品牌深入人心，赢得了社会的广

泛赞誉，具有较高的认知度和美誉度。

公司良好信誉的树立，使得公司在全国范围内成为各类合作伙伴的合作首选。尤其在土地获取方面，公司得到了各全国领先和区域龙头房地产企业的充分认可：顶层设计谋定“合作共赢”策略路径，巩固扩大“首开朋友圈”，通过双方、多方联合体拿地或股权收购方式，优势互补、科学研判、有效规避市场恶性竞争和项目投资风险，最大限度地发掘地块价值。

“首开地产”的品牌，目前已经走出北京，走向全国，品牌影响力日益增强。截至2022年中报，公司已进入全国十七个省市区的三十余城市，基本实现了全国化布局。公司优质品牌的建立，是消费者信心的保证，也是公司在激烈的竞争中稳步壮大的保证。

4.5 抢滩 REITS，开辟融资新通路：与建信住房租赁基金签订合同

在房住不炒的基调下，北京市政府在2022年5月11日发布加快发展保障性租赁住房的实施方案。方案提出，“十四五”期间，北京市争取建设筹集保障性租赁住房40万套（间），占新增住房供应总量的比例达到40%，新市民、青年人等群体住房困难问题得到有效缓解，促进实现全市人民住有所居。

2022年11月8日，中国建设银行在北京举行住房租赁基金成立发布暨合作签约仪式，宣布建信住房租赁基金（有限合伙）、建信住房租赁私募基金管理有限公司成立，并与北京、重庆、湖北、成都、南京、广州、佛山等地签署子基金意向协议。

2022年11月17日，首开股份官网信息公告，企业与建设银行发起设立的住房租赁基金——建信住房租赁基金正式签订合作意向协议。此次意向协议的签订，旨在双方就首开股份在手商办、自持类资产的盘活、提效，寻求多方面的合作。

建信住房租赁基金的设立是建设银行深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持租购并举，加快发展长租房市场，增加保障性租赁住房供给的重要举措。建设银行通过出资设立住房租赁基金，深入推进住房租赁战略，以市场化、法治化、专业化运作，投资房企存量资产，与有关方面加强协作，增加市场化的长租房和保障性租赁住房供给，助力探索房地产发展新模式。同时推动住房金融业务向覆盖租购两端、服务存量转型升级的模式发展，形成集股权投资、资产并购、信贷支持、租赁运营、REITs发行等为一体的全方位住房金融服务体系，持续提升建设银行在住房金融领域的服务优势。

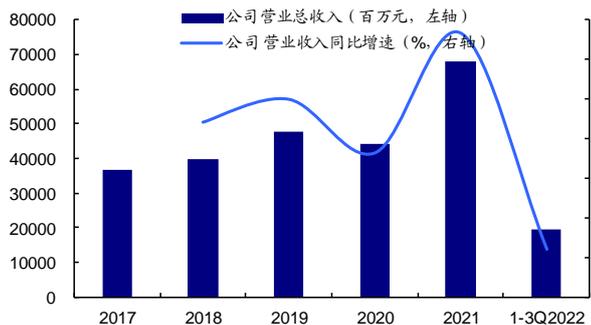
建信住房租赁基金募集规模为300亿元。其中，建设银行认缴299.99亿元，建信信托有限责任公司全资子公司认缴0.01亿元。截至目前，重点推进项目20余个，项目资产总规模超过100亿元。基金投资项目成熟稳定后，可通过REITs发行或国家政策许可的市场化转让方式退出。

我们认为首开股份深耕北京四十年，在北京有深厚的土地储备，当地优势得天独厚。此次合作后，首开股份可与建信住房租赁基金进行合作，盘活各类历史存量资产，并为后阶推动住房租赁基金Reits合作奠定基础，实现社会责任和企业收益的双赢。

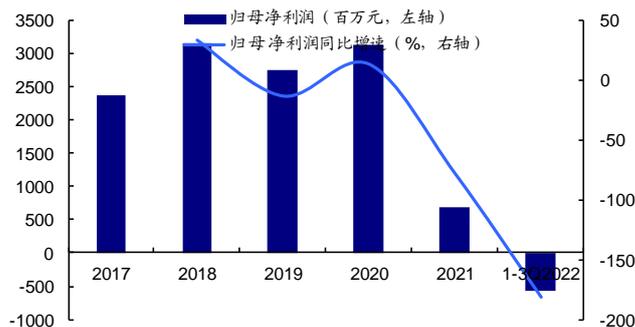
5. 公司财务特点分析

5.1 公司房屋销售收入占比高，毛利率回归常态

近年来，受行业低迷的影响，公司营业总收入和归母净利润有所下滑。2022年前三季度，公司实现营业总收入193.9亿元，同比下滑55.9%。2022年前三季度，公司实现归母净利润-5.70亿元，同比下滑181.5%。

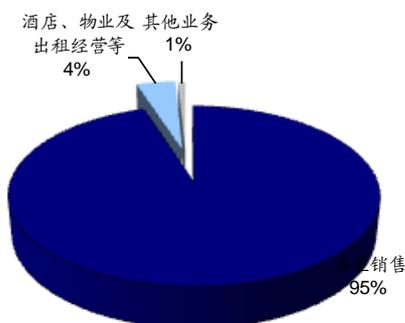
图33 近年来公司营业总收入情况


资料来源: wind, 海通证券研究所

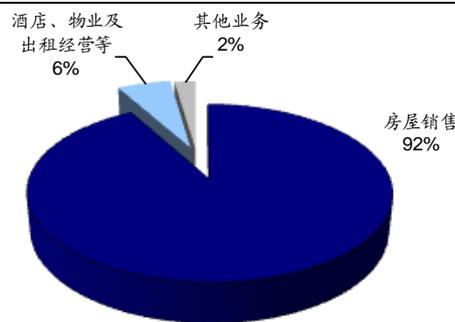
图34 近年来公司归母净利润情况


资料来源: wind, 海通证券研究所

目前, 公司主营业务包括房屋销售、酒店、物业及出租经营等、其他业务。2022年上半年, 公司分别实现上述分项主营业务收入为 67.5 亿元、2.96 亿元、5429 万元, 占比分别为 95%、4%、1%。2022 年上半年, 公司分别实现上述分项主营业务毛利润为 12.2 亿元、7667 万元、3000 万元, 占比分别为 92%、6%、2%。

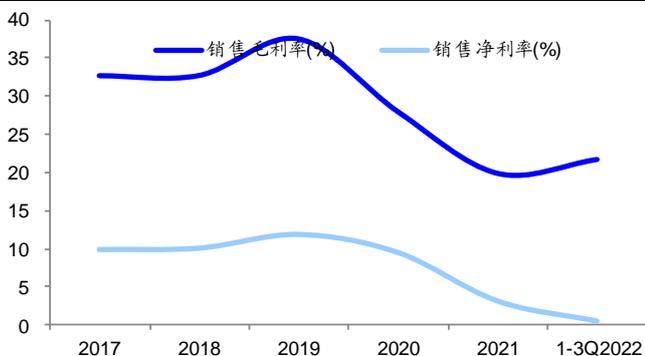
图35 2022 年上半年公司主营业务收入构成


资料来源: wind, 海通证券研究所

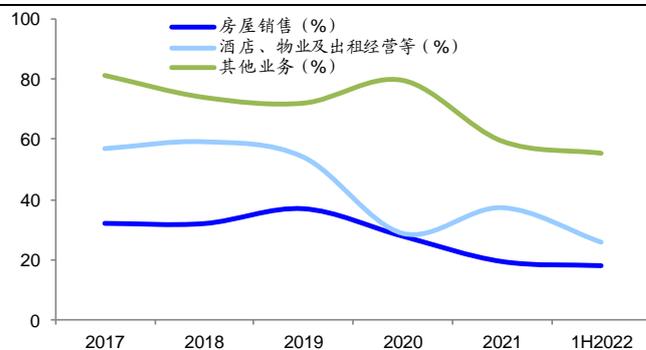
图36 2022 年上半年公司主营业务毛利润构成


资料来源: wind, 海通证券研究所

受制于行业低迷影响, 近年来公司主营业务毛利率和净利率总体震荡下行, 其中销售毛利率有企稳迹象。2022 年前三季度, 公司销售毛利率和销售净利率分别为 21.6% 和 0.45%。2022 年上半年, 公司房屋销售、酒店、物业及出租经营等、其他业务毛利率分别为 18.1%、25.9%、55.3%。

图37 近年来公司销售毛利率和销售净利率情况


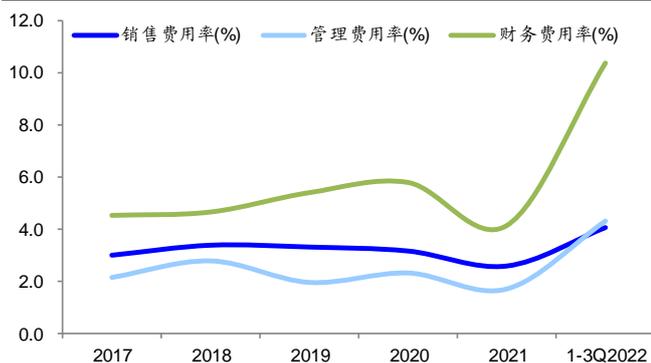
资料来源: wind, 海通证券研究所

图38 近年来公司分项业务毛利率情况


资料来源: wind, 海通证券研究所

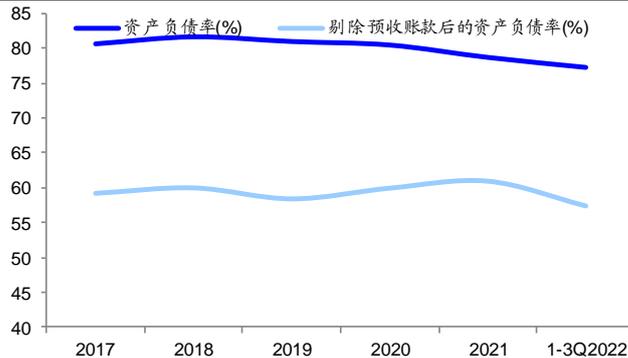
5.2 近年来公司负债率总体回落, 经营性现金流为正

图39 近年来公司三项费用率情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

图40 近年来公司资产负债率情况

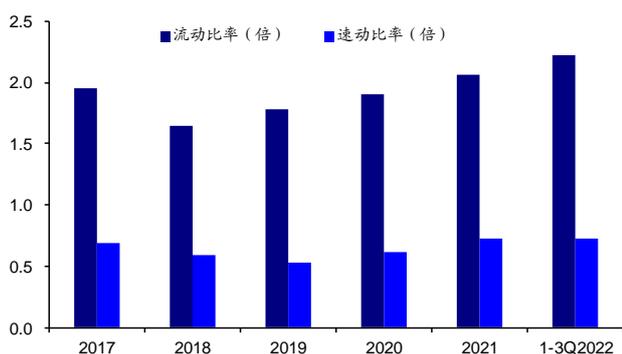


资料来源: wind, 海通证券研究所

近年来,公司三项费用率有所上升。2022年前三季度,公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.03%、4.3%、10.33%,三项费用率合计为18.66%。近年来,公司负债水平有所下降。2022年三季度末,公司资产负债率为77.3%,剔除预收款的资产负债率为57.3%。

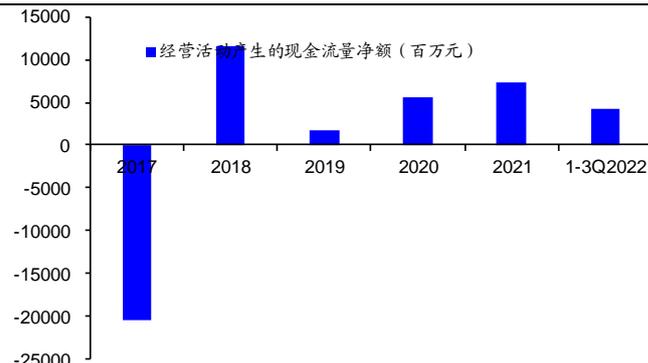
近年来,公司短期偿债能力有所回升。2022年三季度末,公司流动比率和速动比率分别为2.22倍和0.73倍。同期,公司经营活动产生的现金流量净额为42.43亿元,持续为正。

图41 近年来公司流动比率、速动比率情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

图42 近年来公司经营性现金流状况总体情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

6. 公司业绩预测和估值建议

6.1 公司业绩预测

根据公司房地产项目结转进度，假设 2022 年-2024 年公司房地产结算项目合计建面分别为 111.8 万平、154.9 万平、193.1 万平，对应房地产结算合计收入分别为 434.5 亿元、512.7 亿元、589.7 亿元。

表 3 2022-2024 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表

项目	2022 年结转面积 (万平)	2023 年结转面积 (万平)	2024 年结转面积 (万平)	2022 年结算收入 (百万元)	2023 年结算收入 (百万元)	2024 年结算收入 (百万元)
北京	54.15	56.90	60.73	32491.74	34142.38	36437.97
河北	1.07	3.55	3.55	127.94	426.45	426.45
辽宁	5.06	16.85	16.85	606.75	2022.52	2022.52
山西	2.81	4.13	9.37	281.12	413.02	937.07
江苏	14.29	28.59	42.66	2143.93	4287.87	6398.70
浙江	6.11	10.18	9.16	1099.10	1831.84	1648.65
福建	9.53	11.44	13.34	3335.60	4002.72	4669.84
湖北	2.50	3.33	8.33	574.78	766.37	1915.93
四川	6.21	7.45	8.69	745.03	894.03	1043.04
贵州	2.49	3.31	8.28	198.83	265.10	662.76
广东	2.66	3.19	3.72	797.95	957.54	1117.13
海南	0.60	0.74	1.84	102.32	125.43	313.58
天津	3.43	4.12	4.80	857.53	1029.03	1200.54
广西	0.91	1.11	1.72	90.71	110.62	171.99
合计值	111.81	154.89	193.07	43453.33	51274.93	58966.17

资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所预测

我们假设 2022 年-2024 年公司酒店物业经营等收入增速为 20%，其他收入增速为 10%。由此，公司预计 2022-2024 年公司合计营业收入分别为 445.7 亿元、525.9 亿元、605.1 亿元。

表 4 2022-2024 年公司各业务收入预测表（百万元）

	2022E	2023E	2024E
房产销售收入	43453.33	51274.93	58966.17
酒店物业经营收入	846.87	1016.25	1219.50
其他收入	269.78	296.75	326.43
合计	44569.98	52587.93	60512.10

资料来源：Wind，海通证券研究所预测

综上，公司预计 2022-2024 年公司将分别实现净利润（不含少数股东损益）2.24 亿元、11.78 亿元、15.75 亿元，则公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.09 元、0.46 元、0.61 元。

表 5 2022-2024 年公司盈利预测表 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	47645.40	44226.43	67802.26	44569.98	52587.93	60512.10
二、营业总成本	38884.02	39120.54	63069.40	42594.74	49286.83	56109.65
营业成本	29737.83	31860.09	54368.15	35209.33	41545.15	47791.31
营业税金及附加	4087.18	2300.74	3013.10	1871.94	2313.87	2662.53
销售费用	1568.30	1387.34	1741.00	846.83	1104.35	1270.75
管理费用	930.80	1027.01	1152.56	913.68	841.41	968.19
投资净收益	123.04	1425.36	73.89	44.57	52.59	60.51
资产减值损失	-726.39	-376.66	-1084.18	-355.25	-95.05	-95.05
三、营业利润	8354.04	6665.25	4075.29	1742.68	3292.18	4408.58
加: 营业外收入	91.54	70.84	36.78	41.20	45.32	49.85
减: 营业外支出	15.94	327.01	21.25	23.80	26.18	28.80
四、利润总额	8429.64	6409.07	4090.83	1760.08	3311.32	4429.64
减: 所得税	2793.47	2224.75	1994.98	862.44	1629.17	2179.38
五、净利润	5636.17	4184.32	2095.85	897.64	1682.15	2250.26
减: 少数股东损益	2878.22	1044.71	1403.55	673.23	504.64	675.08
归属母公司净利润	2757.95	3139.60	692.31	224.41	1177.50	1575.18
六、全面摊薄每股收益	0.94	1.13	0.19	0.09	0.46	0.61

注: 2019-2024 年全面摊薄每股收益按照公司最新总股本 25.80 亿股测算。
资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

6.2 公司估值

6.2.1 PB 估值

预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.09 元、0.46 元。目前 A 股行业龙头公司大致估值 2022 年在 9.53XPE 水平。PB 角度看, A 股行业龙头公司大致估值 2022 年在 0.82XPB 水平。

表 6 可比公司估值表 (均为人民币计价)

代码	简称	EPS (人民币/元)			PE (倍)			BPS	2022E	PEG (2021)
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	PB (倍)	2021PE/(2021-23 年净利润复合增速)
001979.SZ	招商蛇口	1.16	1.23	1.38	12.34	11.64	10.38	15.56	0.92	1.06
000002.SZ	万科 A	1.94	2.09	2.25	7.98	7.41	6.88	21.76	0.71	0.98
	均值				10.16	9.53	8.63		0.82	1.02

注: 收盘价为 2022 年 11 月 23 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。
资料来源: Wind, 海通证券研究所

6.2.2 RNAV 估值

目前公司 RNAV 大致在 12.76 元每股。

表 7 首开 RNAV 测算

项目区域	权益规划建筑面积	预计售价	权益净资产值	占权益净
	(万平)	(元/平)	(百万元)	资产值比例
北京	607.30	60000	38445.16	68.77%
河北	35.54	12000	250.55	0.45%
辽宁	168.54	12000	1238.33	2.21%
山西	93.71	10000	315.13	0.56%
江苏	285.86	15000	3405.17	6.09%
浙江	101.77	18000	1472.48	2.63%
福建	190.61	35000	5660.73	10.13%
湖北	83.30	23000	858.37	1.54%
四川	124.17	12000	971.16	1.74%
贵州	82.84	8000	361.56	0.65%
广东	53.20	30000	1237.84	2.21%
海南	18.45	17000	184.33	0.33%
天津	68.60	25000	1377.91	2.46%
广西	22.12	10000	127.82	0.23%
合计			55907	100.00%
WACC				8.50%
地产业务净权益增加值 (百万元)				55906.53
物业和其他业务权益附加值 (百万元)				8821.61
2021 年净资产账面价值 (百万元)				67027.23
NAV (百万元)				32925.71
股本 (百万股)				2579.57
RNAV (元)				12.76

资料来源：海通证券研究所；注：表内项目面积情况来自 2021 年公司年报

7. 公司投资建议

结合以上我们对首开国际的业务梳理、财务分析和盈利预测，我们认为公司有以下几个投资亮点：

品牌历史悠久，集团优势明显。公司大股东是首开集团，属北京市属国有独资企业。截至 2022 年 3 季报，集团直接持有上市公司 47.12% 股份，通过全资控股公司首开天鸿集团持有上市公司 5.53% 股份。以上两部分合计占比为 52.65%，属于公司第一大且控股股东。

区域龙头，深耕做强北京。公司在立足深耕做强北京，同时进入全国 17 个省市区的 30 余城市。从区域布局看已经形成北京区域（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。截至 2022 年 1H 底，公司总土储面积估计约为 2242.73 万平方米，其中估计总土储面积京内占比为 35.8%。我们认为北京相对全国来看，房地产市场销售和价格韧性明显，未来依旧具备加强增长空间，属国内房地产商选择的理想区位。我们预计伴随明年公司重点项目推盘，未来销售趋势会有持续改善。

历史遗留问题陆续出清，结算毛利率回归合理。近年来公司陆续通过资产减值反应历史存货跌价损失。以上问题造成公司增收不增利，利润率水平下降。2022 年 1-3Q 公司销售毛利率为 21.6%，销售净利率为 0.5%。根据目前市场变化和库存情况，在行业不发生较大波动前提下，随着后续优质项目进入结算阶段，我们认为公司未来利润率端会有改善。

积极布局蓝海业务：旧改和一级开发业务。截至 2021 年年报末，公司各项棚户区改造及土地一级开发项目合计总用地面积接近 1589.12 万平方米。以上项目中实施

项目总用地面积 974.45 万平方米，后续储备项目总用地面积 614.67 万平方米。从投资规划角度看，实施项目合计总计划投资规模大致 463.13 亿。

债务可控，融资有序。面对融资政策收紧带来的挑战和压力，公司坚持优化融资结构与控制有息负债并重。通过多措并举，公司融资结构得到优化，负债率指标稳步下降。公司 2021 年整体平均融资成本为 4.85%，较 2017 年下降 0.3 个百分点。

合理价值区间为 8.43-9.63 元，首次“优于大市”评级。预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.09 元、0.46 元。考虑企业 2022 年报表历史遗留问题陆续出清，2023 年开始京内重点项目陆续进入销售和结算，后阶段基本面改善趋势相对确定。预计公司 2022-2023 年每股净资产分别为 12.04 元、12.49 元，给予 2022 年 0.7-0.8 倍动态市净率，对应合理价值区间为每股 8.43-9.63 元。目前公司 RNAV 大致在 12.76 元每股，公司 2022 年 11 月 23 日收盘价较 RNAV 约折价 55%。首次给予“优于大市”评级。

8. 风险提示

房地产销售不及预期；公司权益比有待改善等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	67802	44570	52588	60512
每股收益	0.27	0.09	0.46	0.61	营业成本	54368	35209	41545	47791
每股净资产	12.05	12.04	12.49	13.10	毛利率%	19.8%	21.0%	21.0%	21.0%
每股经营现金流	2.87	7.03	1.28	18.63	营业税金及附加	3013	1872	2314	2663
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	4.4%	4.2%	4.4%	4.4%
价值评估 (倍)					营业费用	1741	847	1104	1271
P/E	21.39	65.98	12.57	9.40	营业费用率%	2.6%	1.9%	2.1%	2.1%
P/B	0.48	0.48	0.46	0.44	管理费用	1153	914	841	968
P/S	0.22	0.33	0.28	0.24	管理费用率%	1.7%	2.1%	1.6%	1.6%
EV/EBITDA	16.45	16.18	14.57	8.80	EBIT	6322	5806	6807	7845
股息率%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2788	3748	3477	3411
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.1%	8.4%	6.6%	5.6%
毛利率	19.8%	21.0%	21.0%	21.0%	资产减值损失	-1084	-355	-95	-95
净利润率	1.0%	0.5%	2.2%	2.6%	投资收益	74	45	53	61
净资产收益率	2.2%	0.7%	3.7%	4.7%	营业利润	4075	1743	3292	4409
资产回报率	0.2%	0.1%	0.4%	0.5%	营业外收支	16	17	19	21
投资回报率	1.7%	1.6%	1.9%	2.3%	利润总额	4091	1760	3311	4430
盈利增长 (%)					EBITDA	6738	6661	7808	8960
营业收入增长率	53.3%	-34.3%	18.0%	15.1%	所得税	1995	862	1629	2179
EBIT 增长率	-13.2%	-8.2%	17.2%	15.2%	有效所得税率%	48.8%	49.0%	49.2%	49.2%
净利润增长率	-77.9%	-67.6%	424.7%	33.8%	少数股东损益	1404	673	505	675
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	692	224	1178	1575
资产负债率	78.7%	78.1%	78.0%	79.0%	资产负债表 (百万元)				
流动比率	2.06	1.85	1.73	1.53	货币资金	31400	22236	10082	38794
速动比率	0.67	0.59	0.41	0.57	应收账款及应收票据	449	466	447	631
现金比率	0.25	0.17	0.07	0.22	存货	170521	161687	184133	160897
经营效率指标					其它流动资产	61353	64349	55691	67500
应收账款周转天数	2.68	3.78	3.21	3.23	流动资产合计	263723	248739	250352	267822
存货周转天数	1196	1700	1500	1300	长期股权投资	31129	36240	41652	46964
总资产周转率	0.21	0.14	0.17	0.18	固定资产	1767	1760	2020	2104
固定资产周转率	46.57	25.28	27.83	29.35	在建工程	7	262	308	335
					无形资产	20	70	119	169
					非流动资产合计	50595	59978	64249	72678
现金流量表 (百万元)					资产总计	314318	308717	314601	340500
净利润	692	224	1178	1575	短期借款	20	20	20	20
少数股东损益	1404	673	505	675	应付票据及应付账款	11334	13254	12481	15530
非现金支出	1638	1279	1109	1224	预收账款	68	76	79	121
非经营收益	3060	4338	3929	3545	其它流动负债	116626	120883	132071	158844
营运资金变动	610	11612	-3428	41029	流动负债合计	128047	134233	144651	174516
经营活动现金流	7403	18127	3293	48048	长期借款	59918	46444	34317	22191
资产	-558	-238	-428	-232	其它长期负债	59325	60374	66286	72198
投资	-3415	-9733	-4705	-9168	非流动负债合计	119243	106818	100603	94389
其他	-104	-101	-64	-56	负债总计	247291	241051	245254	268904
投资活动现金流	-4076	-10072	-5198	-9456	实收资本	2580	2580	2580	2580
债权募资	-2880	-12425	-6215	-6215	归属于母公司所有者权益	31084	31050	32226	33799
股权募资	3532	0	0	0	少数股东权益	35943	36616	37121	37796
其他	-8383	-4791	-4033	-3663	负债和所有者权益合计	314318	308717	314601	340500
融资活动现金流	-7731	-17217	-10247	-9878					
现金净流量	-4405	-9164	-12154	28713					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光大嘉宝, 华侨城 A, 中国国贸, 新湖中宝, 碧桂园, 华润置地, 保利物业, 碧桂园服务, 天健集团, 金科股份, 建发股份, 卓越商企服务, 融创服务, 万物云, 保利发展, 旭辉控股集团, 锦和商管, 华发股份, 金地集团, 龙湖集团, 中国海外发展, 招商蛇口, 东方雨虹, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 陆家嘴, 万科 A, 绿城中国, 中国金茂

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
联系人
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com
王宇晴 wyq14704@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
联系人
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
江涛(021)23219819 jt13892@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com
魏玮(021)23219645 ww14694@htsec.com
舒子宸 szc14816@htsec.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com
藏多(021)23212041 zd14683@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
刘颖 ly14721@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李妹醒 02163411361 lsx11330@htsec.com
联系人
纪尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张海榕(021)23219635 zhr14674@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
联系人
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com
肖治键(021)23219164 xzj14562@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
曹蕾娜 cln13796@htsec.com
联系人
张冰清 021-23154126 zbq14692@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com
张恒浩(021)23219383 zhh14696@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@htsec.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 吴锐鹏 wrp14515@htsec.com 马菁菁 mj14734@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com 李 博 lb14830@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com 徐 卓 xz14706@htsec.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxx12156@htsec.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@htsec.com 郭好格 13718567611 ghg14711@htsec.com	农林牧渔行业 巩 健 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@htsec.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com 张歆钰 zxy14733@htsec.com 周之斌 zzb14815@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com 姚 坦 yt14718@htsec.com
---	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com