

2022年12月05日  
首开股份(600376.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

住宅物业开发

## 首开股份：土储与销售双优，顺势而为可致远

**公司总览。**首开股份是北京市属国有房企，控股股东为首开集团。截至2022Q3，大股东首开集团控股52.65%，股权结构稳定，君康人寿、横琴人寿、百年人寿三家险资持股也彰显公司价值。公司房地产业务起步于北京，向京外核心城市扩张的同时持续巩固大本营优势。

**土地储备量足质优，立足北京，布局核心一二线。**截至2022年6月末，公司存量土储建面2299.7万方，对应土储倍数约为6.1倍，在上市房企中领先。公司重点布局高能级城市，存量土储39.6%布局在北京，83.7%位于一二线，京外重点布局苏州、福州、成都、厦门等核心城市。2021年以来，随着房地产市场下行，公司审慎扩张土储，拿地强度回落，但拿地进一步集中于北京等核心城市，2021年以来一二线拿地金额占比保持在90%以上，2021年、2022年1-10月北京拿地金额占比分别达到72%、93%。

**销售韧性强，已售未结资源充足。**依托优质且充裕的土储，市场下行期公司销售表现出较强韧性，2022年1-10月全口径销售金额排名自2021年38位提升至第22位，9月以来销售改善更明显，10月销售金额当月同比已由负转正；此外，今年1-10月销售金额权益比上升至67.7%，较2021年上行了9.5pct。2022年公司新开工积极，上半年新开工面积同比增长27.5%，是11家披露数据的样本上市房企中唯一正增长的公司，后续销售增长有保障。2022H1公司合同负债639亿元，相比2021年末增长14.5%，为下半年结算提供保障。

**顺势而为，偿债能力持续优化，融资渠道畅通。**(1)行业下行期公司更加注重财务安全性，2021年以来降负债成效显著，2021H1净负债率、剔除预资产负债率相比2020年末各降低33.4pct、2.6pct，现金短债比2021年以来持续保持在1以上。

(2)在行业融资环境不断收紧的背景下，公司作为头部地方国企，背靠北京国资委，融资渠道顺畅。2022年以来公司积极发行债券进行融资，截至11月30日累计发债209亿元，净融资149亿元，发债久期拉长、成本维持低位。此外，政策支持优质房企融资下公司融资渠道也不断丰富。

**投资建议：(1)房地产业务板块。**根据公司已披露的新开工、竣工情况，结合龙头房企享受供给端收缩带来的集中度上升，假设公司2022-2024年销售金额增速为-20%/10%/10%，预测公司2022-2024年房地产开发板块营业收入增速为-37%/25%/16%；

(2)其他业务板块。结合过往收入增速和毛利率，预测2022-2024年公司酒店物业经营等营业收入增速为5%，毛利率维持40%左右。综合来看，预测公司2022-2024年营业收入分别为

投资评级 **增持-A**  
**首次评级**

6个月目标价 **8.50元**  
股价(2022-12-02) **6.27元**

### 交易数据

总市值(百万元)	16,173.87
流通市值(百万元)	16,173.87
总股本(百万股)	2,579.57
流通股本(百万股)	2,579.57
12个月价格区间	4.19/7.42元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.5	45.6	49.3
绝对收益	21.7	41.9	29.0

池光胜 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003

chigs@essence.com.cn

### 相关报告

427/532/616 亿元，归母净利润分别为 4.2/12.3/19.3 亿元，EPS 为 0.16/0.48/0.75 元，每股净资产为 12.90/13.70/15.02 元。首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 8.50 元/股。

目 风险提示：房地产政策推进不及预期、统计口径偏差、房地产销售下行超预期、结算面积弱于预期等。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	44,226	67,802	42,726	53,233	61,591
净利润	4,184	2,096	768	2,234	3,222
归母净利润	3,140	692	423	1,229	1,933
每股收益(元)	1.22	0.27	0.16	0.48	0.75
每股净资产(元)	12.25	12.05	12.90	13.70	15.02

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	5.15	23.36	38.27	13.16	8.37
市净率(倍)	0.51	0.52	0.49	0.46	0.42
净资产收益率	9.94%	2.23%	1.27%	3.48%	4.99%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 公司总览	5
1.1. 历史沿革：立足北京，布局全国	5
1.2. 股权结构：大股东首开集团，险资长期持有彰显价值	5
1.3. 业务概览	7
1.3.1. 房地产业务	8
1.3.2. 酒店物业业务	8
1.3.3. 旧改业务	9
1.3.4. 房地产金融业务	10
1.4. 管理层：团队长期稳定	10
2. 土储量足质优，立足北京，布局核心一二线	11
2.1. 土储：重仓北京，优质项目储备充足	11
2.2. 拿地：审慎扩张，进一步聚焦核心城市	13
3. 销售韧性强，已售未结资源充足	17
3.1. 销售排名提升，权益比改善	17
3.2. 新开工积极，后续销售有支撑	20
3.3. 已售未结资源充足，业绩释放有保障	20
4. 顺势而为，偿债能力持续优化，融资渠道畅通	21
4.1. 偿债能力：长短期偿债能力持续改善	21
4.2. 融资能力：国企信用优势明显，融资渠道不断丰富	22
5. 盈利预测	23
6. 风险提示	24

## 目 录

图 1. 公司发展历程	5
图 2. 公司股权结构（截至 2022Q3）	6
图 3. 首开集团业务板块	6
图 4. 公司主营业务收入及增速（亿元，%）	7
图 5. 公司净利润及增速（亿元、%）	7
图 6. 公司分业务营业收入占比（%）	7
图 7. 公司分业务毛利润占比（%）	7
图 8. 公司主营业务毛利率变动（%）	8
图 9. 公司毛利润及同比增速（亿元，%）	8
图 10. 房地产业务收入与同比增速（亿元，%）	8
图 11. 房地产业务毛利与同比增速（亿元，%）	8
图 12. 酒店物业经营业务收入与同比增速（亿元，%）	9
图 13. 酒店物业经营业务毛利与同比增速（亿元，%）	9
图 14. 公司土储主要集中在北京、苏州、福州等核心一二线城市（万方，%）	11
图 15. 公司重点布局北京、长三角区域（万方，%）	11
图 16. 公司土储主要分布于一二线城市（%）	12
图 17. 公司深耕北京，北京存量土储占比达 39.6%（%）	12
图 18. 样本上市房企土储倍数，首开股份处于领先地位	12
图 19. 公司历年拿地金额和拿地强度（亿元，%）	13
图 20. 公司分城市能级拿地金额占比（%）	14

图 21. 公司分区域拿地金额占比 (%)	14
图 22. 公司在北京的土储倍数达 6.6 (倍)	14
图 23. 公司在北京房地产市场的市占率较高 (%)	14
图 24. 北京土拍政策的放松主要集中于保利润和降门槛	15
图 25. 公司 2021 年以来北京新拿地项目的平均开盘时间持续缩短 (月)	17
图 26. 公司销售金额及增速变动 (亿元, %)	18
图 27. 公司销售面积及增速变动 (万平, %)	18
图 28. 2021 年以来公司销售增速在可比公司中处于中上游水平, 且明显高于 TOP50 房企平均增速 (%)	18
图 29. 公司 2021 年以来月度销售金额及同比增速 (亿元, %)	19
图 30. 2022 年 1-10 月首开股份销售排名上升至 22 名	19
图 31. 公司历年销售权益占比 (%)	20
图 32. 公司新开工面积和增速 (万方, %)	20
图 33. 公司新开工面积增速在样本房企中名列前茅 (%)	20
图 34. 公司竣工面积及增速 (万方, %)	21
图 35. 公司预收账款与营收保障倍数 (亿元, 倍)	21
图 36. 2018 年以来公司现金短债比持续回升, 短期有息负债占比持续回落 (%)	21
图 37. 经营活动净现金流近五年均为正 (亿元)	21
图 38. 近年来公司剔除预资产负债率持续降低 (%)	22
图 39. 近年来公司净负债率持续降低 (%)	22
图 40. 公司债券融资发行成本变化 (%)	23
图 41. 公司债券发行期限变化 (年)	23
表 1: 公司棚户区改造及土地一级开发项目情况	9
表 2: 2022 年三季度首开股份主要董事会成员及高管	10
表 3: A 股上市房企项目周转指标	12
表 4: 2022 年公司拿地明细	14
表 5: 2021 年以来公司北京拿地明细	15
表 6: 北京市商品房预售政策变化	16
表 7: 2021 年以来首发股份公开市场融资	22

## 1. 公司总览

### 1.1. 历史沿革：立足北京，布局全国

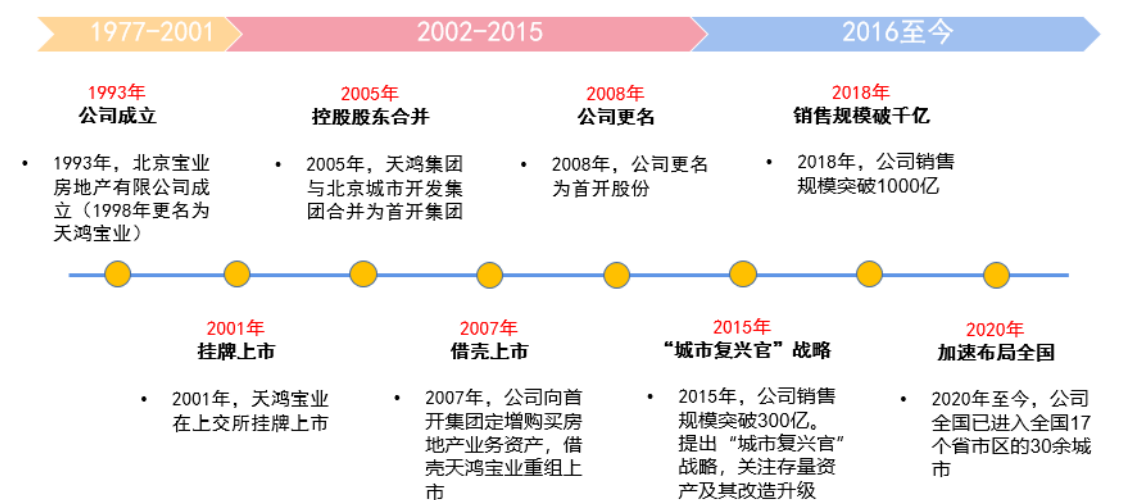
首开股份 2001 年 3 月在上海证交所挂牌上市，是拥有 30 多年开发经验的大型国有房地产上市企业。公司长期从事房产销售、土地开发、酒店物业经营等业务，从早期的深耕北京，到近年放眼全国，首开股份目前已布局全国十七个省市区的三十余城市。截至 2021 年，公司年度销售规模已连续四年超千亿，2022 年 1-10 月全口径销售排名进一步升至行业前 25 名。公司发展历程可分为三个阶段：

**(1) 1977-2001 年，初始创立阶段：**首开股份承接其母公司北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”），主营房地产开发经营业务。首开集团前身主要由北京城市开发集团有限责任公司和北京天鸿集团公司两部分组成。北京城市开发集团有限责任公司最早可以追溯至 1977 年成立的北京市建委统建办公室，而北京天鸿集团公司则可以追溯至 1980 年成立的北京市房地产管理局住宅建设办公室。2001 年，天鸿集团子公司“天鸿宝业”于上交所挂牌上市，证券代码 600376.SH。

**(2) 2002-2015 年，深耕北京阶段：**2005 年，天鸿集团与北京城市开发集团有限公司合并重组为首开集团。2007 年，天鸿宝业发布公告称向控股股东首开集团定向增发 5.5 亿股，募资 59 亿元购买其房地产业务资产，2008 年 1 月定增完成后上市公司主体成为首开集团旗下房地产业务的主要发展平台。同年公司正式更名为北京首都开发股份有限公司，证券简称变更为“首开股份”。这一时期，公司实行深耕北京战略，2003 年开发建设北京奥运村，2005 年开发建设国家体育馆；2015 年，公司提出“城市复兴官”的发展战略，关注存量资产及其改造升级。

**(3) 2016 年至今，立足北京、布局全国阶段：**2016 年，公司开启了“根植北京，扩张全国”的布局，向长三角、珠三角、成渝地区等京外地区发展。2019 年，首开集团与北京房地集团有限公司重组合并，重组完成后，房地集团的国有资产无偿划转给首开集团，公司市场竞争力进一步提升。近年来，公司全国扩张发力显著，截至目前已进入全国 17 个省的 30 余城市，形成了北京区域、北方片区和南方片区三大区域，基本实现全国化布局。截至 2021 年，公司年度销售规模已连续四年超千亿，2022 年前 10 月全口径销售排名进一步升至行业前 25 名。

图1. 公司发展历程



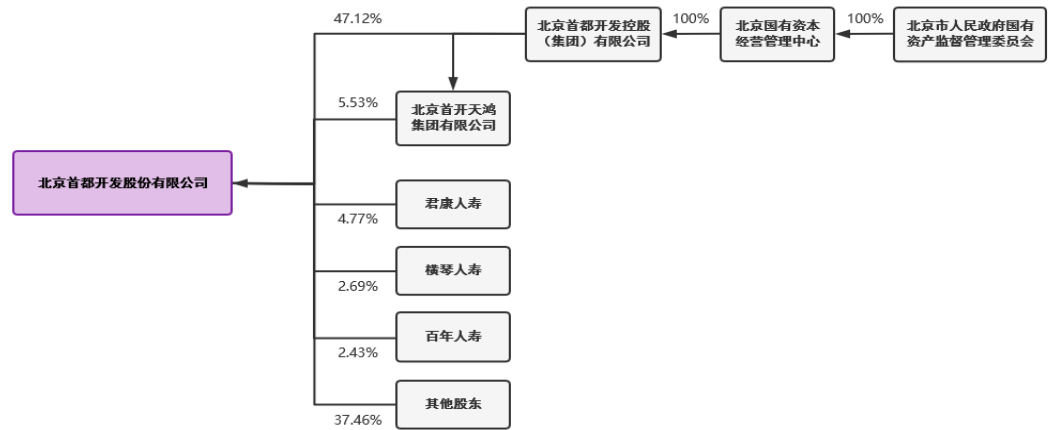
资料来源：公司财报，Wind，安信证券研究中心

### 1.2. 股权结构：大股东首开集团，险资长期持有彰显价值

公司的实际实控人为北京国资委，截止 2022 年三季度末，北京首都开发控股集团有限公司

直接持股 47.12%，通过北京首开天鸿集团间接持股 5.53%，合计持股比例为 52.65%。公司第二、三、四大股东是君康人寿、横琴人寿和百年人寿三家险资，截止 22 年三季度末持股比例分别为 4.77%、2.69%和 2.43%。

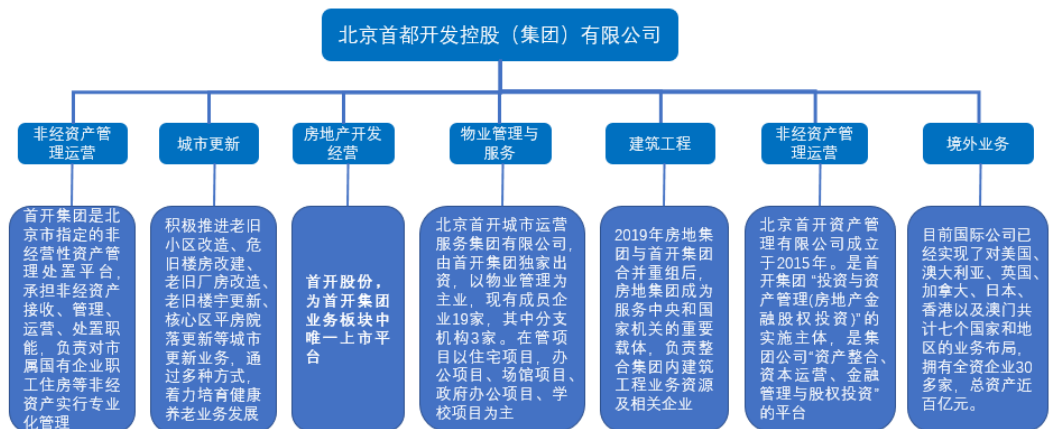
图2. 公司股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：公司财报，Wind，安信证券研究中心

公司第一大股东首开集团，前身为天鸿集团与北京城开集团合并重组而成，由北京市国资委全资控股。集团业务范围主要包括房地产开发经营、物业管理、土地一级开发、投资与资产管理（房地产金融股权投资）。业务区域以北京为中心，向全国十几个省市辐射延伸。首开集团依据房地产开发、物业经营、物业管理、土地一级开发、投资与资产管理等主要业务，采用母子公司型组织结构，其中房地产开发业务主要由首开股份承接，首开集团长期保持大股东地位，股权结构稳定。2022 年 9 月，集团以 2021 年 772 亿营业收入位列 2022 中国企业 500 强第 307 位。

图3. 首开集团业务板块



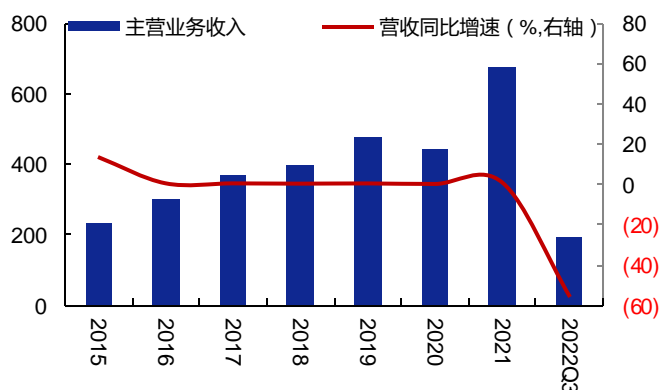
资料来源：公司官网，Wind，安信证券研究中心

公司价值获险资认可。其中，君康人寿于 2016 年成为公司前十名股东，持股比例 3.28%与目前持平；横琴人寿与百年人寿于 2020 年成为公司前十名股东，截至 2022Q3，横琴人寿持股比例由 2.95%小幅降至 2.69%，百年人寿持股比例保持 2.43%不变。三家险资的入股偏向于长期投资，有利于保持公司股权结构稳定。

### 1.3. 业务概览

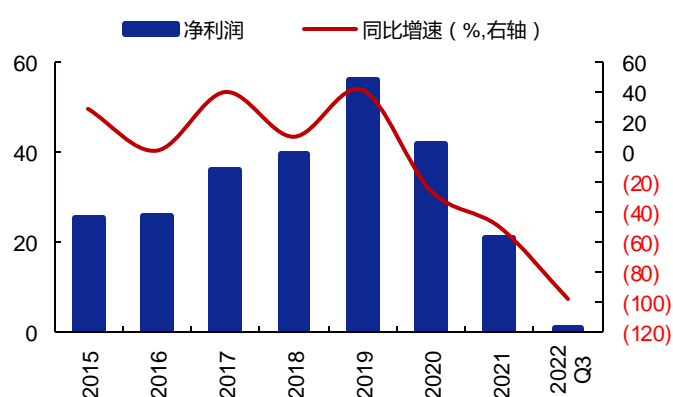
首开股份主要业务包括：房地产开发、物业经营与物业服务、旧城区更新改造业务、房地产金融业务等，其中公司主营房地产开发经营业务。公司 2015-2021 年营业收入复合增速高达 19.2%，其中 2021 年实现营业收入 678 亿元，同比增长 53.3%，为近年来的最高增速。今年以来，受房地产行业低迷的影响，2022 年前三季度公司实现营收 194 亿元，同比下降 56%，净利润也下降至 0.88 亿元。

图4. 公司主营业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

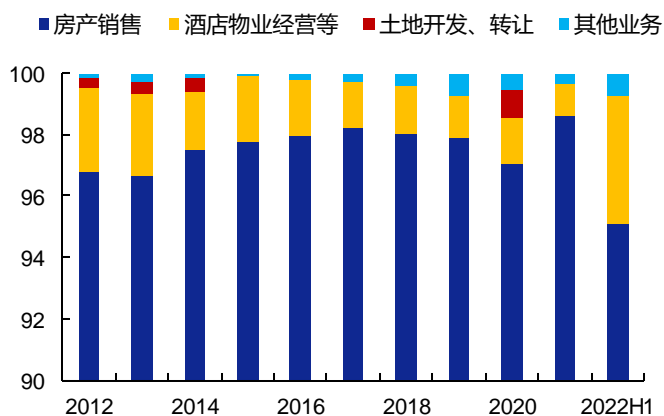
图5. 公司净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

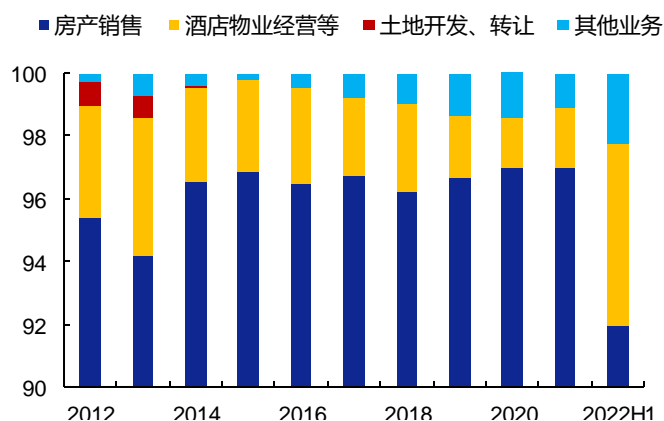
营收和利润结构上房地产业务占主导地位。2012-2022H1 公司房地产销售业务占营收平均比例为 97.4%，同期占毛利润平均比例为 95.9%；酒店物业经营等业务占营收平均比例为 2.0%，同期占毛利润平均比例为 3.1%。

图6. 公司分业务营业收入占比（%）



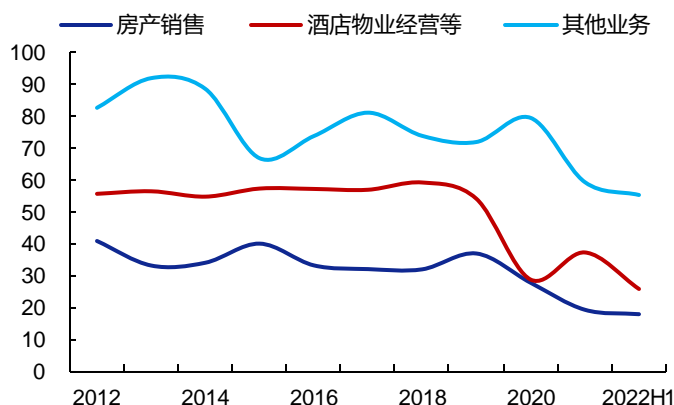
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图7. 公司分业务毛利润占比（%）



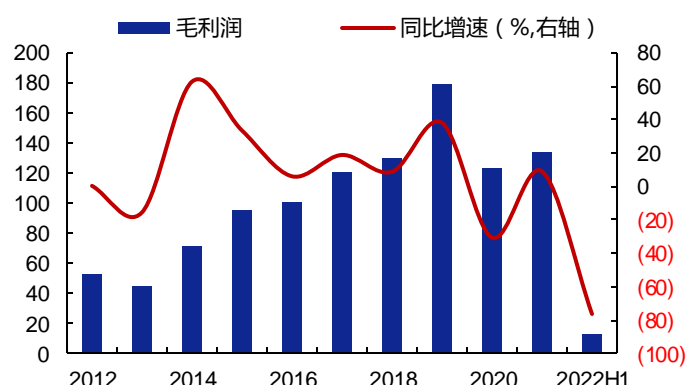
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图8. 公司主营业务毛利率变动 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图9. 公司毛利润及同比增速 (亿元, %)

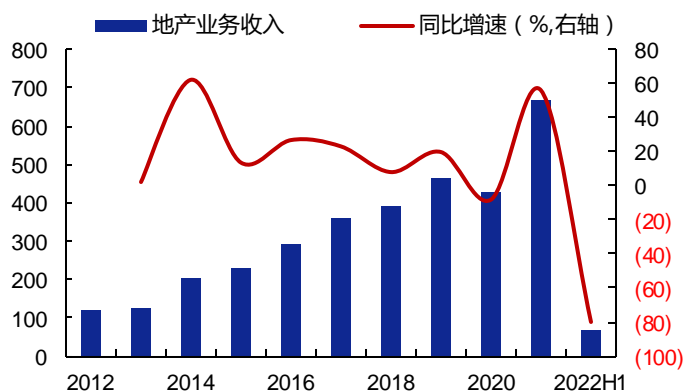


资料来源: Wind、安信证券研究中心

### 1.3.1. 房地产业务

房地产业务为公司主要业务板块,也是最主要的利润来源。从区域布局看,已经形成了北京区域、北方片区和南方片区三大区域。其中,北京区域目前主要项目 79 个,总规模近 1800 万平方米;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 76 个,总建筑面积超 2160 万平方米。2022 年上半年公司房地产业务实现收入 68 亿元,成本 55 亿元,毛利为 12 亿元。

图10. 房地产业务收入与同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图11. 房地产业务毛利与同比增速 (亿元, %)



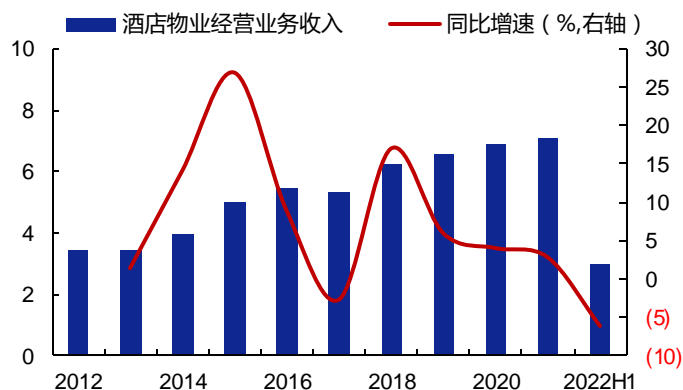
资料来源: Wind、安信证券研究中心

### 1.3.2. 酒店物业业务

公司重要的业务板块之一,也是利润来源的重要组成部分。公司在长租公寓、写字楼等业务积极探索新的运营和推广模式。近年推进了“首开乐尚”品牌落地,公司第一个集体土地租赁住房项目——首开乐尚优晟店开业,一期推出 184 套房源;杭州首开乐尚公寓签约 88 套。保利首开乐尚 N+公寓一期、门头沟欢乐大都汇 N+公寓、成都首开龙湖冠寓项目出租率均达 98%。2022 年上半年,公司酒店物业经营等实现收入 2.96 亿元、成本 2.20 亿元,毛利为 0.77 亿元。

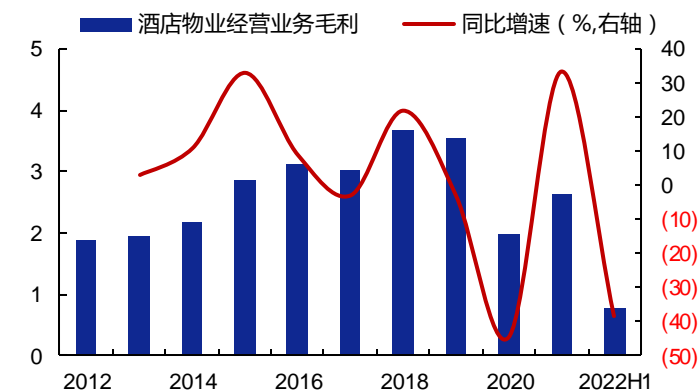


图12. 酒店物业经营业务收入与同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图13. 酒店物业经营业务毛利与同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

### 1.3.3. 旧改业务

除了住宅和商业之外，旧改业务也是公司的特色业务，十四五以来，公司在北京的多个棚改和集体租赁住房项目稳步推进，数个棚改项目的征收工作已经收尾，诸多回迁房及配套正在开工建设中，部分已实现交用，对北京市城市功能提升和群众居住条件改善起到了重要意义。2016年公司披露的各项棚户区改造及土地一级开发项目共3个，而截至2022Q3，已披露项目数增加至13个，其中实施中项目8个，合计总用地面积达978.91万平方米，预计项目总规划投资超460亿元；后续项目5个，用地面积614.7万平方米。

表1: 公司棚户区改造及土地一级开发项目情况

项目分类	序号	项目名称	项目位置	总用地 (万平方米)	计划总投资 (亿元)
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
	8	北京市朝阳区崔各庄奶西村棚户区改造土地开发项目29-319、320地块R2二类居住用地、A334托幼用地	北京市朝阳区	4.46	-
		小计		978.91	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				1,593.58	463.13

资料来源: 首开股份公司公告、安信证券研究中心

公司棚改项目主要集中于北京，区域优势明显，未来盈利空间较大。2022年公司实施的8个棚改项目中7个项目位于北京，分别位于丰台区、顺义区、怀柔区、顺义区、密云区、延庆区和朝阳区，面积总计481.2万平方米，其余一个项目位于河北省廊坊市。其中，北京丰台区的万泉寺村棚户区改造项目总用地面积为101.7万平方米，总投资额131.5亿元，顺义区的幸福西街棚户区改造项目面积为6.31万平方米，总投资额22.77亿元，两项目于2017年动工，2020年左右已完成全部剩余户签约及地上建筑物拆除工作，目前公司正在积极推动地块入市，项目进展顺利；公司2022年5月40亿拍得朝阳区崔各庄奶西村棚户区改造土地开发项目，随后金茂集团又以21.6亿加盟操盘，目前项目已更名“望京樾”，于9月正式开盘热销，10月单月成交金额达14亿左右。除此之外，公司后续5个待开发棚改项目均位于

北京，其中还有两个项目分别位于东城、西城，区域位置优势突出，未来盈利空间较大。

此外，根据公司 2022 年半年报披露，公司上半年继续利用相关政策，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，置换了公司原有资金或金融借款，棚改相关业务资金通道对接顺畅。

#### 1.3.4. 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，几年来，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，都有了良好的经验和积累，也基本形成了比较稳定的业务模式。截至目前，首开盈信在北京、上海等城市先后实践十余个项目的投资。

#### 1.4. 管理层：团队长期稳定

首开股份董事会成员及高管多具有其母公司国开集团或北京市政府部门工作经历，且任职年份较久。董事长李岩曾任北京市西城区副区长，于 2016 年加入集团，总经理赵龙节自毕业即加入集团工作，历任首开集团人力资源部经历、首开股份副总经理、总经理、党委副书记。公司现任高管包括总工程师、总会计师、总经济师、总法律顾问也多从 2008 年天鸿集团与北京城开集团合并初期便在公司任职，三家险资在公司也有各自提名的董事。

表2：2022 年三季度首开股份主要董事会成员及高管

姓名	年龄	职位	履历经历
李岩	53	董事长	2010 年 8 月至 2016 年 8 月，任北京市西城区人民政府副区长，2016 年 8 月起，任首开集团董事、总经理。2016 年 12 月起，任首开股份副董事长。2019 年 8 月起，任首开股份董事长。
赵龙节	52	董事、总经理	2008 年 2 月至 2021 年 5 月，任首开股份副总经理。2021 年 5 月起，任首开股份总经理。2021 年 6 月起，任首开股份党委副书记。2021 年 8 月起，任首开股份董事。
阮庆革	53	董事	2011 年 9 月-2016 年 6 月，任首开集团总经济师，2016 年 6 月起，任首开集团副总经理。2015 年月起，任首开集团总法律顾问。2012 年 11 月起，任首开股份董事。
潘文	59	董事	2011 年 9 月起，任首开集团副总经理。2012 年 11 月至 2016 年 11 月，任首开股份董事。2016 年 12 月起，任首开股份监事。2019 年 8 月起，任首开股份董事。
王立川	41	董事	2016 年 8 月起，历任横琴人寿保险有限公司办公室总经理、行政总监和投资总监、风控总监等职，现任横琴人寿保险有限公司职工监事、投资总监、资产管理事业部总经理。2020 年 3 月起，任首开股份董事。
蒋翔宇	36	董事	2014 年 6 月至 2016 年 9 月，任百年人寿保险股份有限公司资产管理中心高级投资经理。2017 年 1 月起，任百年保险资产管理有限责任公司权益投资部副总经理。2020 年 12 月起，任首开股份董事。
李灏	40	董事	2016 年 3 月加入君康人寿保险股份有限公司，先后担任资产管理中心另类投资部副总经理、总经理，现任君康人寿保险股份有限公司资产管理中心副总经理。2021 年 8 月起，任首开股份董事。
胡瑞深	57	总工程师	曾任天鸿集团总工程师，首开集团总工程师，2008 年 2 月起首开股份总工程师。
容宇	54	总会计师	曾任首开集团财务部副经理，首开股份财务部部长。2019 年 8 月起任首开股份总会计师，现兼任首开股份财务管理部部长。
王宏伟	56	总经济师	曾任城开集团副总经理、总建筑师，首开集团总规划师，2008 年 2 月起首开股份总经济师。
高士尧	40	总法律顾问	2013 年 2 月至 2018 年 10 月，任首开股份法务审计部副部长；2018 年 10 月至 2021 年 12 月，任首开股份审计部部长。2021 年 5 月起，任首开股份总法律顾问。2021 年 12 月起，兼任首开股份法律合规部部长。

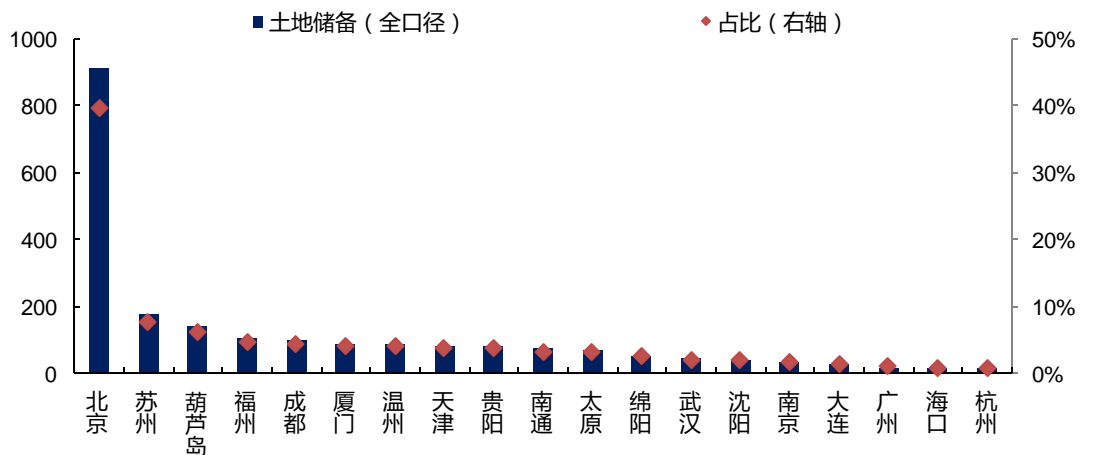
资料来源：首开股份公司公告、安信证券研究中心

## 2. 土地储备量足质优，立足北京，布局核心一二线

### 2.1. 土储：重仓北京，优质项目储备充足

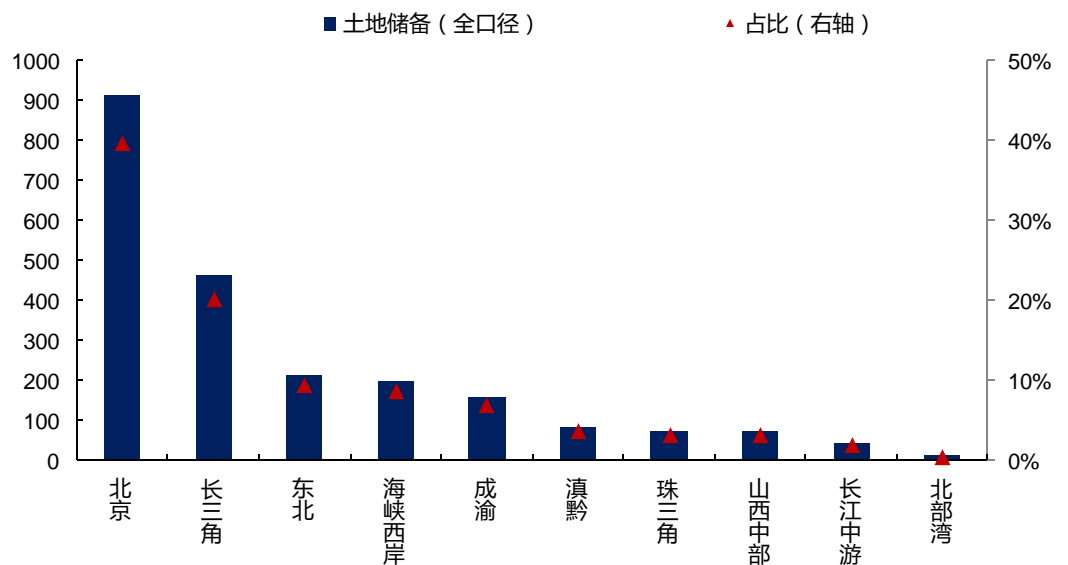
我们将待开发土地规划计容建面加上房地产开发投资项目总建面扣除已竣工部分面积作为估计基础，截至 2022 年 6 月（下同），公司存量土储建面为 2299.7 万方，其中京内土储面积约为 910 万方。分城市能级来看，公司重点布局高能级城市，存量土储一线占比达 40.4%，其中北京单一城市土储占比即达到 39.6%，存量土储二线占比为 43.2%，一二线合计占比 83.7%，三线城市存量土储占比仅为 16.3%；分城市区域来看，除北京以外，公司还重点布局海峡西岸、长三角和成渝等基本面向好的地区，占比分别为 20.0%、8.6%和 6.8%。具体来看，北京、苏州、福州、成都、厦门占比较高，分别为 39.6%、7.7%、4.6%、4.5%、4.0%，此外，非核心城市葫芦岛存量土储占比为 6.1%，主因 2011 年葫芦岛国风海岸项目面积较大，不过拿地成本较低，且近年来已无新增土储。

图14. 公司土储主要集中在北京、苏州、福州等核心一二线城市（万方，%）



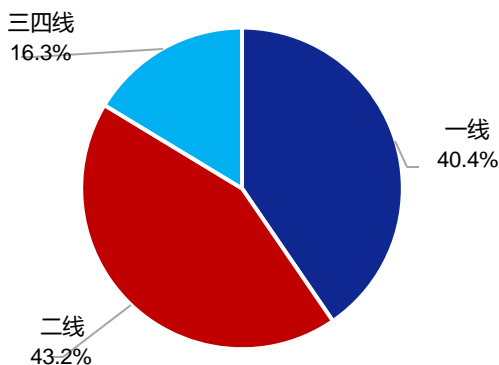
资料来源: Wind、安信证券研究中心  
备注: 统计截至 2022 年 6 月

图15. 公司重点布局北京、长三角区域（万方，%）



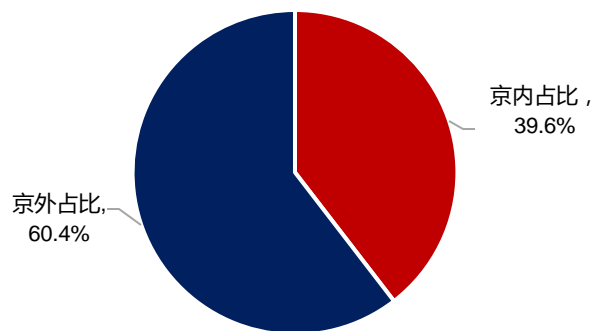
资料来源: Wind、安信证券研究中心  
备注: 统计截至 2022 年 6 月

图16. 公司土储主要分布于一二线城市 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心  
备注: 统计截至 2022 年 6 月

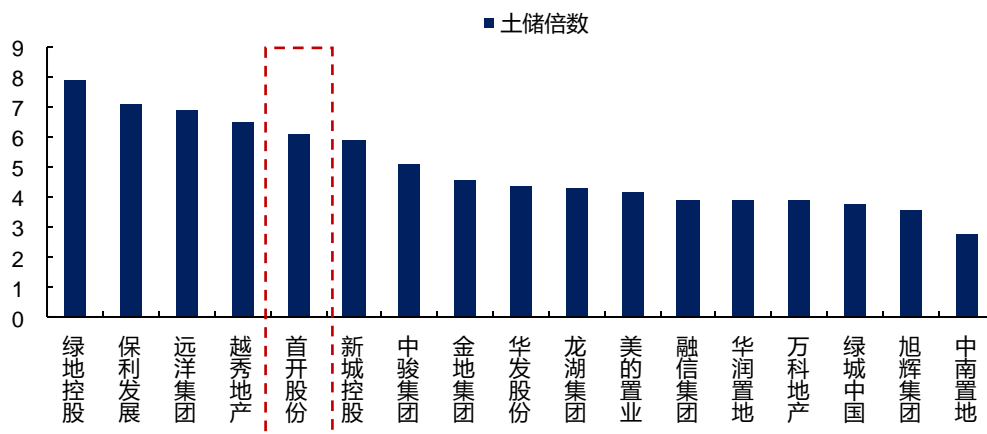
图17. 公司深耕北京, 北京存量土储占比达 39.6%(%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心  
备注: 统计截至 2022 年 6 月

公司土储倍数处于样本公司靠前位置。从土储倍数来看, 尽管 2021 年以来公司拿地强度较此前有所下降, 但当前公司土储倍数约为 6.1, 在样本房企中处于靠前位置, 较为充裕且优质的土地储备能够支持公司暂时放缓拿地节奏, 优中选优, 提高项目利润率, 实现持续稳健发展。

图18. 样本上市房企土储倍数, 首开股份处于领先位置



资料来源: Wind、亿翰智库、安信证券研究中心  
备注: 土储倍数=2022H1 土储面积/2021 销售面积

项目周转方面, 公司单项目体量较和开发周期均略低于样本房企中位。根据公司 2022H1 在建项目进行分析, 开工到预计首批竣工时间平均约为 3.1 年, 略低于样本房企中位数 3.2 年; 公司项目体量平均为 22.2 万方, 略低于样本房企中位数 23.9 万方。

表3: A 股上市房企项目周转指标

房企	平均项目周期 (年)	口径	平均项目体量 (万方)
新潮中宝	10.6	开工时间到预计竣工时间	41.6
绿地控股	4.8	开工日期到预计竣工日期	18.3
保利地产	4.2	开工时间到预计竣工时间	27.8

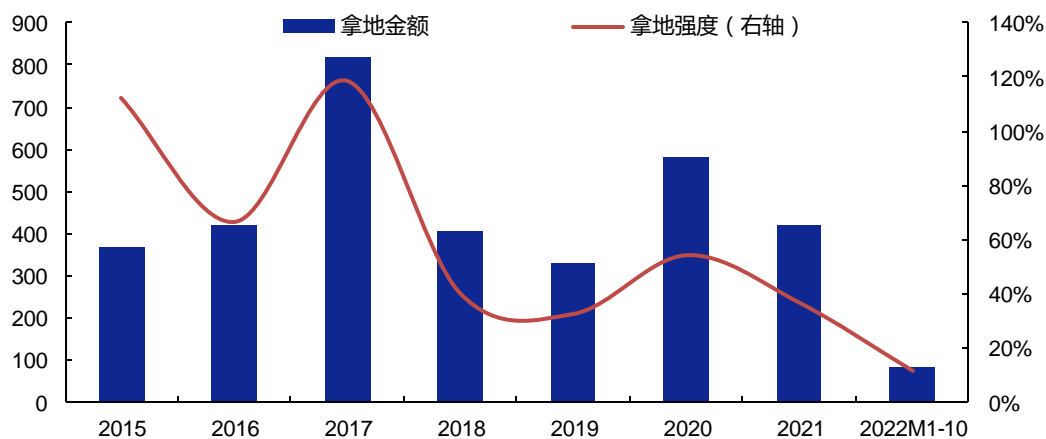
建发股份	2.2	开工时间到预计竣工时间	9.3
华发股份	3.7	开工时间到预计竣工时间	17.8
中南建设	3.7	开工时间到预计竣工时间	18.6
荣盛发展	4.1	最近一期开工时间到预计最近一期竣工时间	24.4
招商蛇口	3.2	开工时间到预计下批竣工时间	23.6
滨江集团	2.5	开工时间到预计竣工时间	10.1
泰禾集团	2.3	开工时间到预计竣工时间	24.7
阳光城	3.2	最近一次开工时间/预计开工时间到下批次竣工时间	24.3
华夏幸福	2.5	(计划) 开工时间到预计首批竣工时间	44.3
新城控股	2.5	开工时间到预计首批竣工时间	24.2
金地集团	2.8	开工时间到预计下批竣工时间	19.3
万科 A	2.1	最近一期开工时间到预计下批竣工时间	25.3
<b>首开股份</b>	<b>3.1</b>	<b>开工时间到预计竣工时间</b>	<b>22.2</b>
中位数	3.2	-	23.9

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2.2. 拿地：审慎扩张，进一步聚焦核心城市

2021 年以来公司审慎扩张土储，拿地强度有所下降。2021 年下半年以来，随着房地产和土拍市场热度的下降，公司也逐渐控制拿地节奏，审慎扩充土储，拿地强度有所下降。具体来看，2021 年公司拿地金额约为 420 亿元，拿地强度降至 37%，2021 年以来公司进一步放缓拿地节奏，1-10 月累计新增三块土地储备，其中两块通过土拍市场获取，一块通过向融侨集团收购取得，共计拿地金额约为 84 亿元，1-10 月拿地强度进一步降至 11%。

图19. 公司历年拿地金额和拿地强度（亿元，%）



资料来源：中指研究院、安信证券研究中心

拿地择优而取，进一步集中于北京等核心城市。从城市能级看，2019 年以来公司始终坚持以一二线城市为布局重点，并不断提高一线城市的拿地占比。拿地金额方面，2019 年以来一二线城市的拿地金额占比均维持在 90% 以上，2022 年首开股份的三宗新增土储项目也全部集中在一二线城市，两块在北京，一块在福州；且 2019 年以来一线城市的拿地金额占比也不断提升，自 2019 年的 41% 不断上升至 2022 年 1-10 月的 93%。此外，公司继续坚持深耕北京的战略布局，2019 年以来加大京内的投资比例，京内拿地金额占比自 2019 年的 41% 上升至 73%，2022 年 1-10 月更是达到 93%，投资进一步聚焦于优质京内土储。

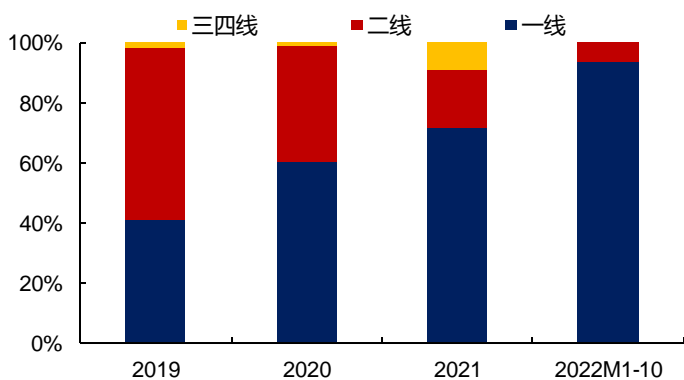
表4: 2022年公司拿地明细

时间	地块	地区	拿地方式	合作企业	拿地金额 (亿)	土地面积 (平方米)	规划建面 (平方米)
2022年6月	崔各庄乡奶西棚该土地开发项目	北京市朝阳区	土地市场	金茂	40.0	44618	93514
2022年9月	造甲村土地一级开发项目	北京市丰台区	土地市场	-	38.3	23125	55000
2022年9月	2021-41号地块	福州市	收购	-	5.7	14165	-

资料来源: 住建部、安信证券研究中心

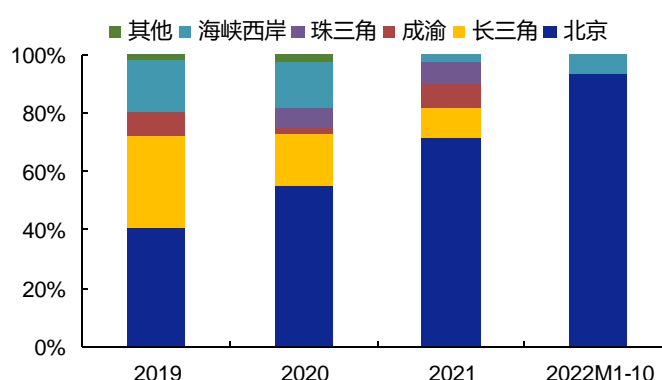
除了以上三个地块, 今年6月, 中海以54.7亿元竞得北京顺义区19街区19-85地块、19-86地块(已更名“湖光玖里”), 后首开加盟了地块开发。

图20. 公司分城市能级拿地金额占比 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

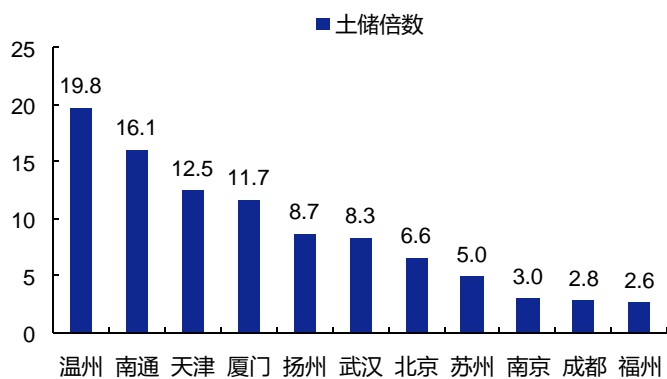
图21. 公司分区域拿地金额占比 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

公司在北京具有明显优势。2015年-2021年, 公司全口径销售规模连续7年位列北京市场第一名, 市占率由2015年的6.3%持续提升, 2021年公司京内销售规模约为756亿元, 市占率达到14.3%的新高。2022年1-10月, 公司北京销售规模约为339亿元, 排名下滑至第二, 仅次于中海地产, 且销售金额也只相差不到10亿, 市占率虽略有下滑, 但也依然维持10%左右的高位。从土储情况来看, 公司北京土地储备达到910万方, 对应土储倍数6.6, 京内土地资源较为丰富。

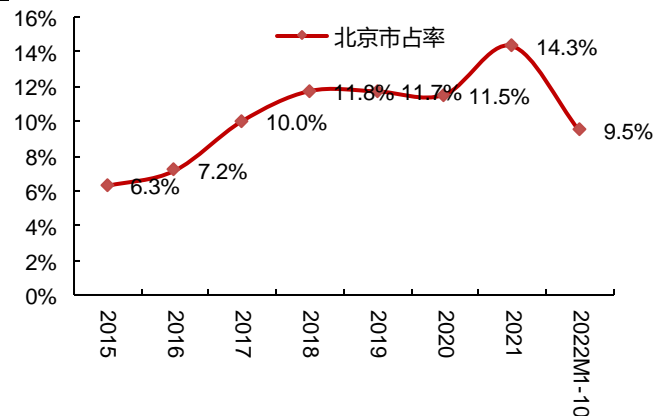
图22. 公司在北京的土储倍数达6.6 (倍)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

备注: 土储倍数=土储面积/2021销售面积

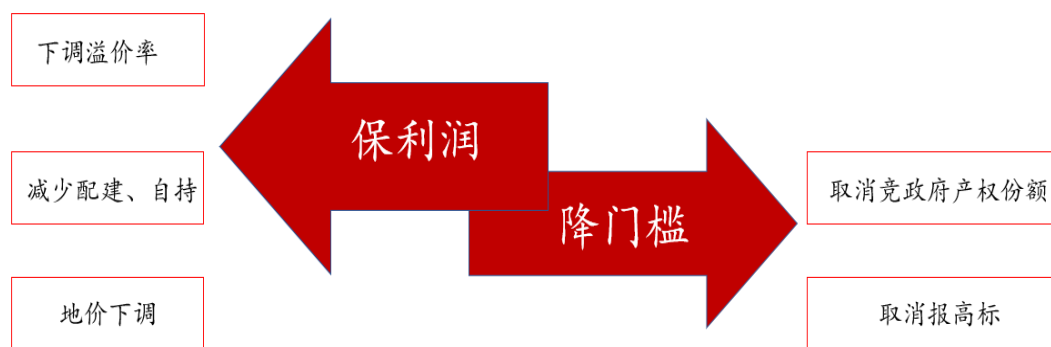
图23. 公司在北京房地产市场的市占率较高 (%)



资料来源: 克尔瑞、安信证券研究中心

受益于北京土拍政策优化，公司项目利润空间提高。根据北京市规划和自然资源局，2021年二批次集中供地以来，土拍规则呈现出放松的趋势，降低门槛并提高了项目利润空间。具体来看，政策放松一是集中于降低成本：1) 取消“竞自持”并下调溢价率：2021年10月，北京二批次两集中调整出让规则，取消绝大多数地块出让要求中“竞自持”规则，同时将地块达限溢价率由25%下调至15%，释放一部分土地利润空间。2) 配建面积减少：2022年以来出让地块配建面积减少，首轮土拍18宗地块中仅有3宗地块含有少量保障房配建要求，二轮土拍17宗地块中仅2宗含有配建要求，三轮土拍的18宗地块均不含有配建要求，而配建面积的减少有利于降低房企拿地的隐性成本。3) 地价下调：对于此前流拍/撤销地块，北京通过下调起拍楼面价的方式重新出让。比如2022年北京二轮土拍中昌平区马池口镇地块起拍楼面价大幅下调12.4%至12968元/方，朝阳区孙河乡地块起拍楼面价大幅下调29%至43801.6元/方；朝阳区685、694两宗地合并为一宗，合并后地块起拍楼面价较此前下调18%。另一方面则是降低门槛，2022年北京第三轮土拍调整土地获取规则，取消竞政府产权份额、报高标环节，进一步降低竞拍门槛。

图24. 北京土拍政策的放松主要集中于保利润和降门槛



资料来源：住建部、安信证券研究中心

公司深耕北京四十年，近年来拿地也越来越聚焦于京内项目，北京的土拍政策变化对公司利润率的影响较大。从拿地明细来看，今年以来公司所获两个项目均无配建要求，利润空间提升，后续公司或将继续受益于北京土拍政策的优化，在集中供地中获取利润率相对更优的土地。

表5: 2021年以来公司北京拿地明细

		拿地时间	规划建面(万平方米)	拿地金额(亿)	楼面价(元)	溢价率(%)	销售均价(元)	配建要求	开盘时间
2021年首轮	北京大兴区旧宫镇项目	2021/5/10	8.26	16.30	46000	15%	70000	配建建筑规模1.28万方公共租赁住房	2021/11/16
2021年首轮	北京房山区长阳镇项目	2021/5/10	9.27	7.50	8093	0%	-	配建的2.58万方公共租赁住房	2022/4/10
2021年首轮	北京密云区檀营乡项目	2021/5/10	11.67	17.38	14893	15%	26887	-	2021/11/20
2021年首轮	北京大兴区榆垓镇项目	2021/5/10	9.68	14.58	15060	0%	34000	-	202/10/19

2021年首轮	北京丰台区长辛店镇项目	2021/5/10	17.11	62.00	34483	5%	68000	-	2021/12/4
2021年二轮	北京市海淀区西北旺镇项目	2021/10/12	8.34	44.95	53800	6%	83000	-	2022/3/25
2021年二轮	北京市昌平区北七家镇项目	2021/10/12	17.84	36.60	33000	2%	54000	配建4.75万方保障性租赁住房	2022/9/25
2021年二轮	北京市丰台区卢沟桥乡项目	2021/10/12	10.16	41.80	41141	7%	11200	配建2.57万方保障性租赁住房	2022/6/29
2021年三轮	北京市密云区水源路南侧项目	2021/12/24	20.02	20.70	10339	0.0%	31000	-	2022/6/30
2022年二轮	北京市朝阳区崔各庄乡项目	2022/5/31	9.35	40.00	44000	1.5%	85000	-	2022/9/1
2022年三轮	北京市丰台区地铁九号线花乡站项目	2022/9/22	5.55	38.30	69000	15%	106000	-	-

资料来源：住建部、房天下、安信证券研究中心

北京预售条件放宽也有利于加快公司北京项目的周转速度。北京商品房的预售条件为：普通商品房投资额超过 25%，商办等非住宅及套均建面 140 平以上住宅施工进度二分之一以上即可预售，且近年来，北京市商品房预售政策开始逐渐放松，20 年 4 月北京已对商品房预售许可办理事项进行一次优化，从过去的一个施工证对应一张预售证，调整为一个施工许可证批准范围内的可售住宅部分，可办理两次预售许可。今年 7 月开始，北京对于装配式建筑项目可暂时不做形象进度要求，8 月市住建委发布《关于进一步优化商品住房销售管理的通知》，提出商品房项目可按栋申请办理预售许可，对商品房预售许可申请进一步给予适度“松绑”，公司北京项目的开盘节奏料将也有所加快。

表6：北京市商品房预售政策变化

时间	文件	主要内容
2004年7月	《城市商品房预售管理办法》	按提供预售的商品房计算，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25% 以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期
2013年8月	《关于进一步加强本市商品房预售许可管理有关问题》	对商业、办公等非住宅楼栋，以及套均建筑面积大于 140 平方米的住宅楼栋，申请预售许可时，施工进度应达到以下条件：地上规划层数 7 层(含)以下的，施工进度应达到主体结构封顶；8 层(含)以上的，施工进度应达到地上规划层数 1/2 以上(且不低于 7 层)。
2020年4月	《关于优化商品住房预售许可办理事项的通知（征求意见稿）》	允许一个施工许可证批准范围内的可售住宅部分可办理两次预售许可
2022年7月	《关于优化采用装配式建筑的商品房开发项目预售许可要求的通知》	采用装配式建筑的商品房开发项目办理预售许可时暂不作建设形象进度要求
2022年8月	《关于进一步优化商品住房销售管理的通知》	商品住房项目（含共有产权住房）可按栋申请办理预售许可，最低规模不得小于栋

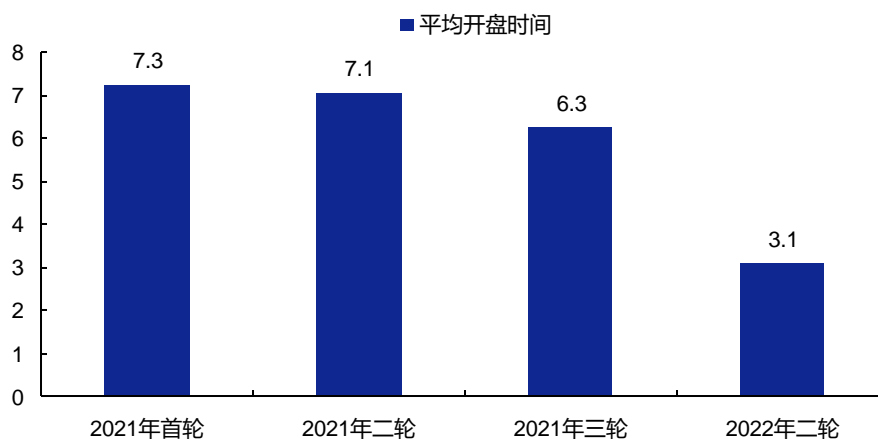
资料来源：住建部、安信证券研究中心整理

具体来看，公司 2021 年以来主要参与了四轮土拍，其中 2021 年首轮、二轮和三轮土拍所



拿项目的平均开盘时间分别为 7.3、7.1、6.3 个月，周转效率有所提升，2022 年以来，随着北京地区预售政策的进一步优化，新项目开盘速度加快，6 月公司在二轮土拍上拍得的北京市朝阳区崔各庄乡项目（现已更名“望京樾”）在 9 月即开盘，此外 6 月拿地的湖光玖里项目也于 8 月底获得预售许可证，两个项目拿地-开盘的平均时间间隔降至 3 个月左右，预计后续深耕北京的首开公司或将受益于北京预售政策放松的优势，通过加快开盘速度来提高资金周转率，降低资金成本。

图25. 公司 2021 年以来北京新拿地项目的平均开盘时间持续缩短（月）



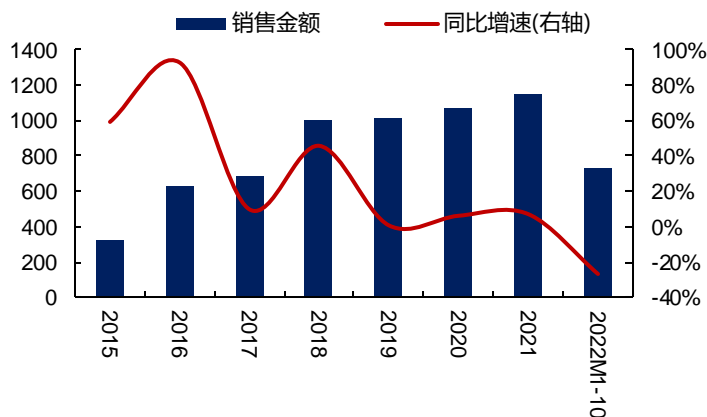
资料来源: Wind、安信证券研究中心

### 3. 销售韧性强，新开工积极

#### 3.1. 销售排名提升，权益比改善

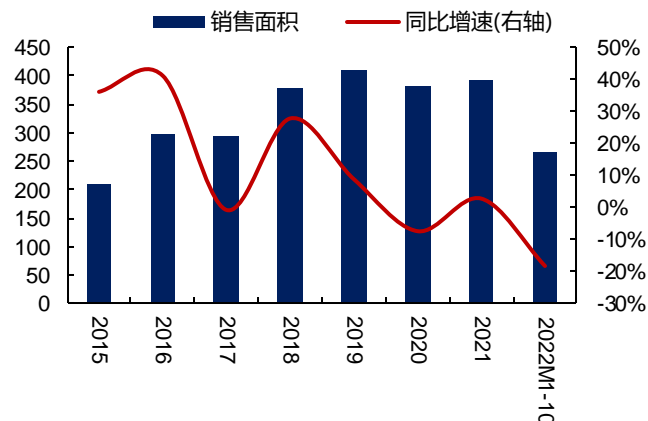
公司销售有韧性。2010 年之前，首开股份布局主要集中于北京地区，规模不足百亿，该年公司制定了“5 年发展战略”，并在 2015 年实现了 300 亿的销售目标规模。2016 年随着“根植北京，扩张全国”战略布局的不断推进，公司业绩规模也迎来了快速增长，2018 年销售额首次突破千亿，2019-2021 年公司销售规模继续稳步增长，2021 年度销售金额升至 1149 亿元，同比增长 6.9%，增速表现位居中上游，明显高于同期 TOP50 房企的平均增速-4.8%。21 年下半年以来房地产市场景气度加速下行，2022 年以来多家房企销售收入大幅下滑，而首开凭借自身的优质资源土地和国企背景优势继续维持强势。具体来看，公司 2022 年 1-10 月累计销售规模约为 734 亿元，同比增速虽也有 26.9% 的下降，但远低于同期 TOP30、Top50 房企的 54%、49% 的降幅。

图26. 公司销售金额及增速变动 (亿元, %)



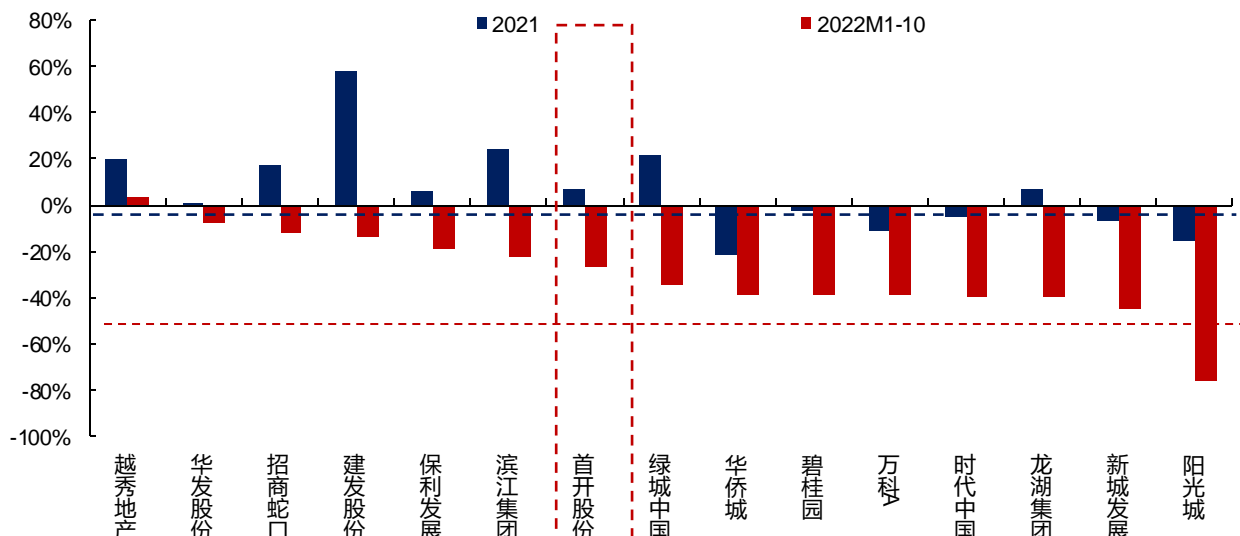
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图27. 公司销售面积及增速变动 (万平, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

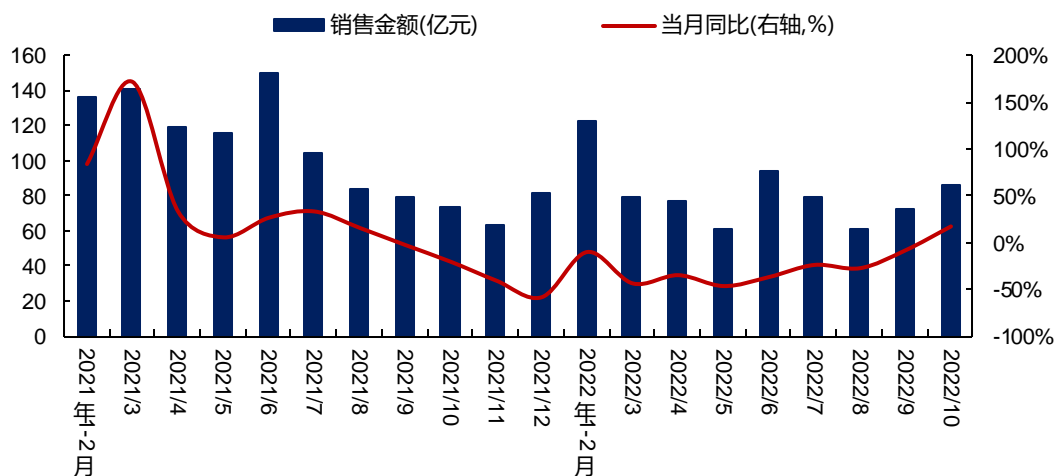
图28. 2021年以来公司销售增速在可比公司中处于中上游水平, 且明显高于 TOP50 房企平均增速 (%)



资料来源: 克尔瑞、安信证券研究中心  
备注: 虚线为同期 TOP50 房企销售增速

9月以来公司销售明显改善, 10月同比增速由负转正。具体来看, 2021年房地产市场整体呈现下行趋势, 尤其是下半年市场景气度加速下行, 公司销售增速快速回落至负区间, 2021年M12销售增速当月同比降至年内低点-59%。今年上半年, 公司完成销售金额435亿, 同比下降-34%, 但公司在2022年9月份以来销售已呈现改善趋势, 9月销售环比增加20.1%, 当月同比降幅也自前值27.6%大幅收窄8.7%, 10月销售环比继续改善, 同比增速也由负转正, 回升至17.3%, 2022年M1-10累计销售同比增速也回升至-26.9%。后续在优质项目不断去化叠加政策宽松的背景下, 未来销售趋势或持续有所改善。

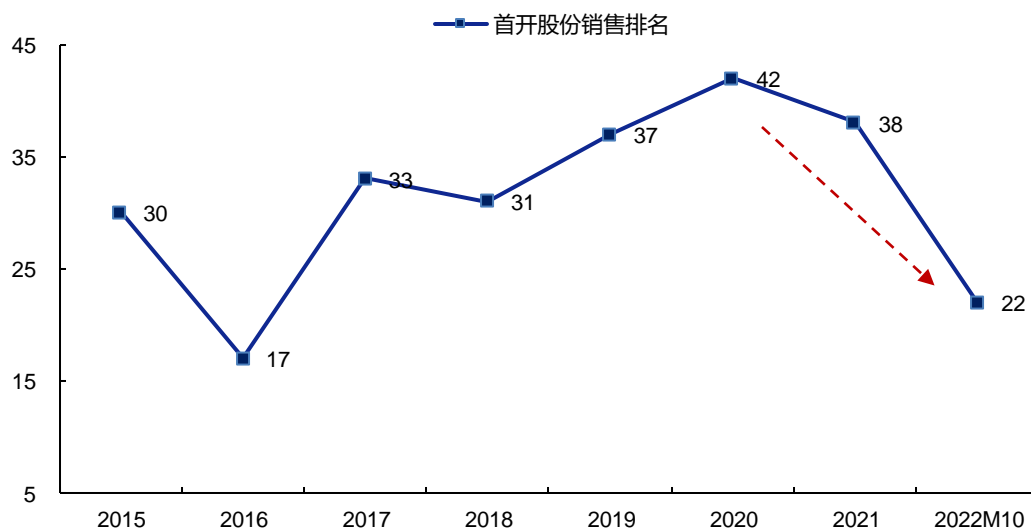
图29. 公司 2021 年以来月度销售金额及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2022 年以来公司销售排名迎来大幅提升。自 2020 年起公司销售排名处于持续上行趋势，2021 年销售金额排名由 2020 年的 42 名小幅提升至第 38 名，2022 年 1-10 月公司销售排名进一步上行，出现近年来最大幅度的提升，由 21 年第 38 名提升至第 22 名。在房企资金压力大幅提升的困境下，公司作为优质国企有望享受行业集中度提升带来的红利，再结合公司今年以来新开工较为积极，后续销售排名有望持续提升。

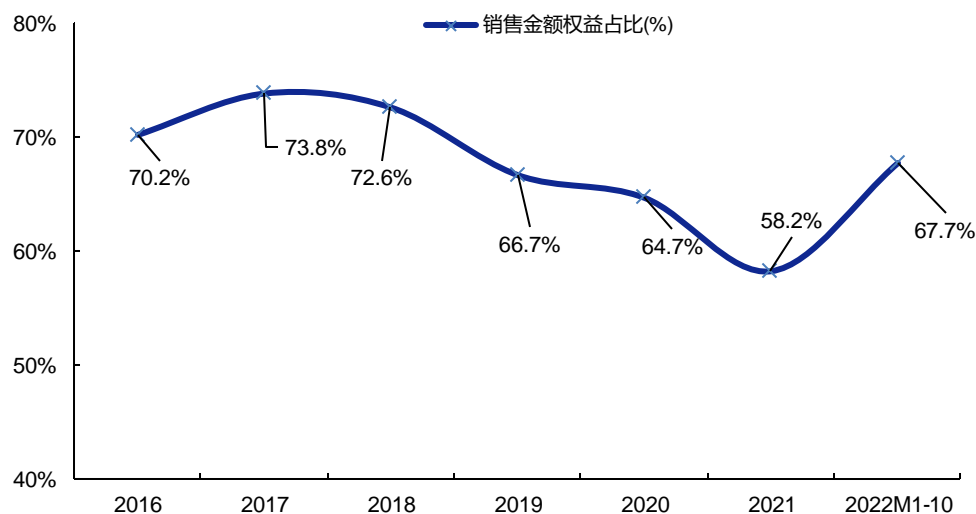
图30. 2022 年 1-10 月首开股份销售排名上升至 22 名



资料来源: 克尔瑞、安信证券研究中心

2022 年公司销售权益比回升。合作拿地是首开股份分摊压力，降低营运风险的有效手段，2017 年以来公司延续了合作拿地的开发模式，销售规模的提升伴随着销售权益比的下降，销售金额权益比于 2021 年下降至最低点 58%。首开股份近年拿地主要集中在北京和其他核心一二线城市，土地价格较高，采用合作拿地和开发可以降低高地价项目的开发风险，同时也有助于优质房企之间的资源聚合，增大拿地优势。2022 年以来公司权益比例明显有所提升，2022 年 1-10 月权益销售比例为 67.7%，较 2021 年上行了 9.5pct。

图31. 公司历年销售权益占比 (%)

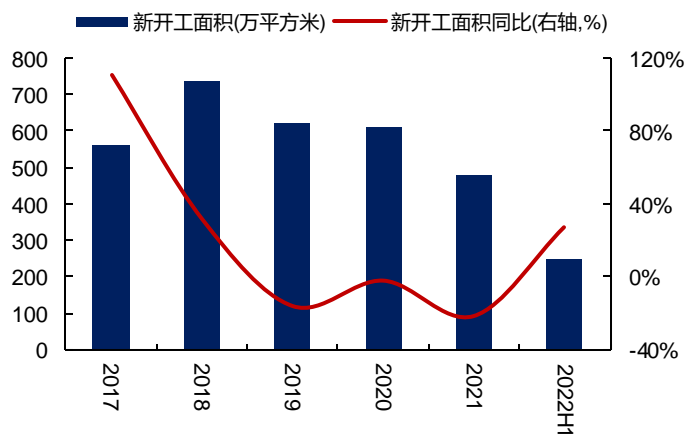


资料来源：中指研究院、安信证券研究中心

### 3.2. 新开工积极，后续销售有支撑

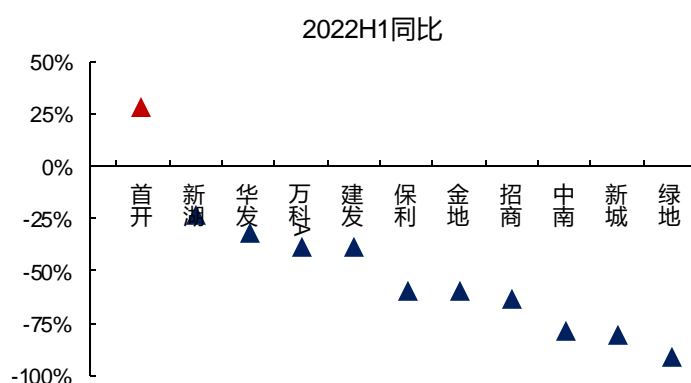
此外，公司维持较高的开工积极性。2022年上半年新开工面积 246 万平方米，同比增长 27.5%，是 11 家样本公司中唯一新开工面积正增长的公司，截至 2022 年三季度，公司新开工面积 310 万平方米，同比增长 9.5%，增速虽较年中所回落，但也远高于全国房地产行业新开工面积-3%的增速降幅，积极的开工节奏也为公司后续销售规模的提升提供了保障。

图32. 公司新开工面积和增速 (万方, %)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图33. 公司新开工面积增速在样本房企中名列前茅 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

### 3.3. 已售未结资源充足，业绩释放有保障

从已售未结算资源来看，截止 2022H1，公司合同负债 639 亿元，相比 2021 年末增长 14.5%，为下半年结算提供保障。

图34. 公司竣工面积及增速 (万方, %)

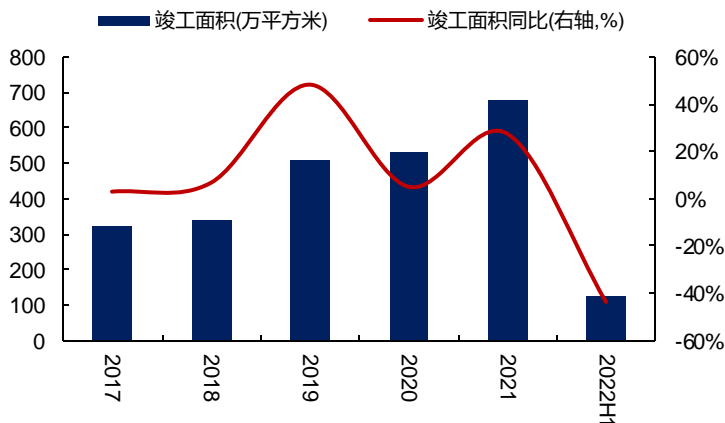


图35. 公司预收账款与营收保障倍数 (亿元, 倍)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

资料来源: Wind、安信证券研究中心

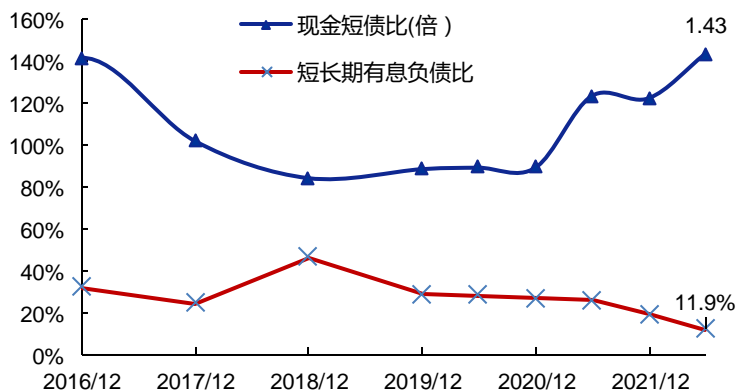
## 4. 顺势而为，偿债能力持续优化，融资渠道畅通

### 4.1. 偿债能力：长短期偿债能力持续改善

近年来公司降杠杆初见成效，有息负债稳步降低。2019年公司曾在公告中表示“改善资产负债结构将是公司未来重点关注和需要切实解决的问题”，近年来公司压降负债初见成效，有息负债稳步降低：2021年全年累计新增融资约414.3亿元，累计归还到期有息负债约523.9亿元，减少带息负债规模109.6亿元；2022H1公司继续压降负债，上半年有息负债净减少66.5亿元。

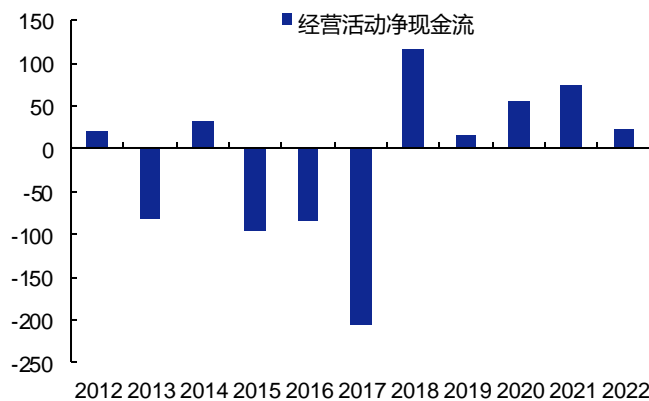
偿债能力指标持续改善。从短期偿债能力上来看，2018年以来公司现金短债比持续回升，从2018年的0.84倍提升至2022H1的1.43倍；短长期有息负债比也稳步降低，2022H1降低至11.9%，短期偿债能力无忧。此外，公司凭借稳健经营，近五年经营现金流均保持为正。从长期偿债能力看，2018年起公司净负债率指标不断优化，由2017年的232.2%下降至2022H1的145.2%；剔除预资产负债率也连续五年下降，2022H1降至72.2%。2022年以来，在房地产行业下行的背景下，公司各项指标仍保持稳定，2022H1现金短债比、净负债率、剔除预资产负债率分别为1.43倍、145.2%、72.2%。

图36. 2018年以来公司现金短债比持续回升，短期有息负债占比持续回落 (%)



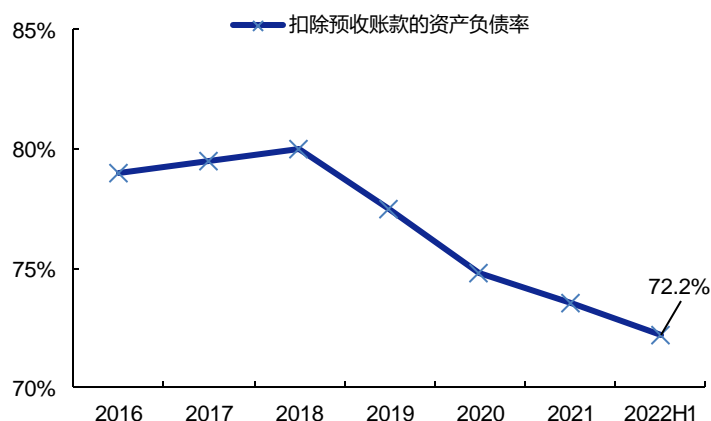
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图37. 经营活动净现金流近五年均为正 (亿元)



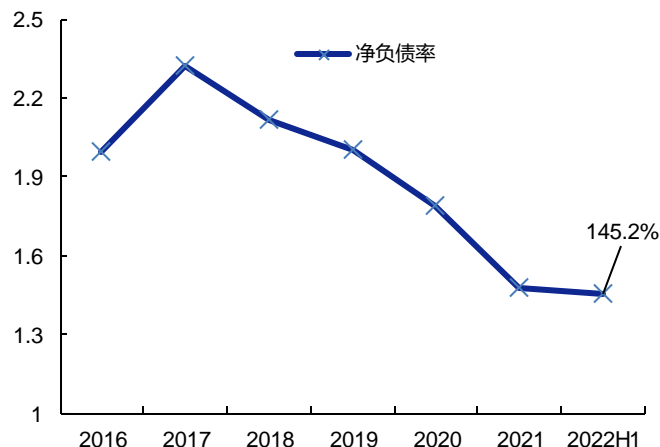
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图38. 近年来公司剔除预收账款的资产负债率持续降低 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图39. 近年来公司净负债率持续降低 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

#### 4.2. 融资能力：国企信用优势明显，融资渠道不断丰富

##### (1) 国企信用优势明显，融资渠道保持通畅

在行业融资环境不断收紧的背景下，公司作为头部地方国企，背靠北京国资委，融资渠道较为顺畅。2022年以来公司积极发行债券进行融资，2022年1-10月累计发债208.9亿元，2021年为218.8亿元，今年发行新债的金额已经基本接近去年全年。具体来看，2022年1-10月新发债券中公司债、中期票据、定向债务融资工具规模分别为90.0亿、101.4亿、17.5亿。2022年在地产债整体发行难度较大的背景下，公司债券融资仍保持相对通畅。

表7：2021年以来首发股份公开市场融资

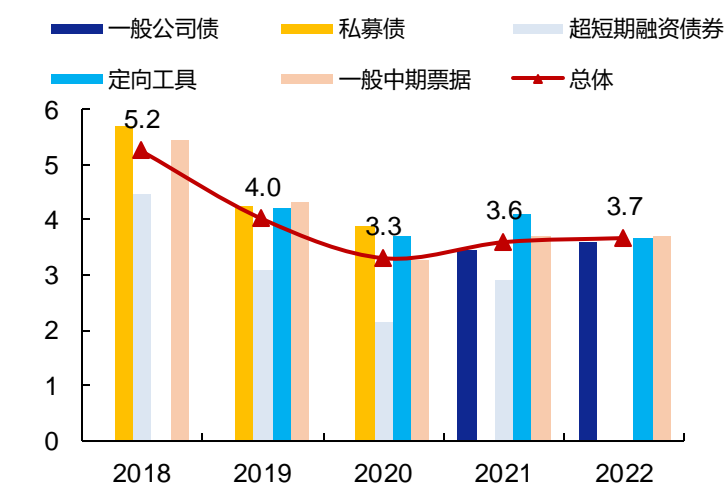
债券简称	债券类型	发行时间	发行期限 (年)	发行金额 (亿元)	票面利率 (%)
22首股05	一般公司债	31/10/2022	5	8	3.9
22首开MTN006	一般中期票据	20/10/2022	3	20.9	3.88
22首开MTN005	一般中期票据	20/9/2022	5	12.8	3.76
22首股04	一般公司债	2/9/2022	5	22	3.7
22首开PPN002	定向工具	5/7/2022	5	10	3.63
22首股03	一般公司债	13/6/2022	5	16.8	3.4
22首开PPN001	定向工具	6/6/2022	5	7.5	3.68
22首股02	一般公司债	11/5/2022	5	20	3.46
22首股01	一般公司债	19/4/2022	5	23.2	3.59
22首开MTN004	一般中期票据	23/3/2022	5	17.2	3.85
22首开MTN003	一般中期票据	14/3/2022	5	15	3.78
22首开MTN002	一般中期票据	2/3/2022	5	25.5	3.56
22首开MTN001	一般中期票据	14/2/2022	5	10	3.39
21首开MTN005	一般中期票据	23/11/2021	5	27	3.65
21首开MTN004	一般中期票据	23/9/2021	5	11.5	3.64
21首股01	一般公司债	16/8/2021	5	34.2	3.45
21首开MTN003	一般中期票据	9/8/2021	5	16.8	3.44
21首开SCP003	超短期融资债券	22/7/2021	0.08	0	2.5
21首开PPN003	定向工具	16/6/2021	5	32	4.15
21首开MTN002	一般中期票据	22/4/2021	5	5.4	3.78
21首开PPN002	定向工具	7/4/2021	5	10	3.98
21首开MTN001	一般中期票据	11/3/2021	5	22.6	3.98

21 首开 SCP002	超短期融资债券	1/2/2021	0.48	0	3.2
21 首开 PPN001	定向工具	26/1/2021	5	13	4.18
21 首开 SCP001	超短期融资债券	14/1/2021	0.74	0	3.08

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

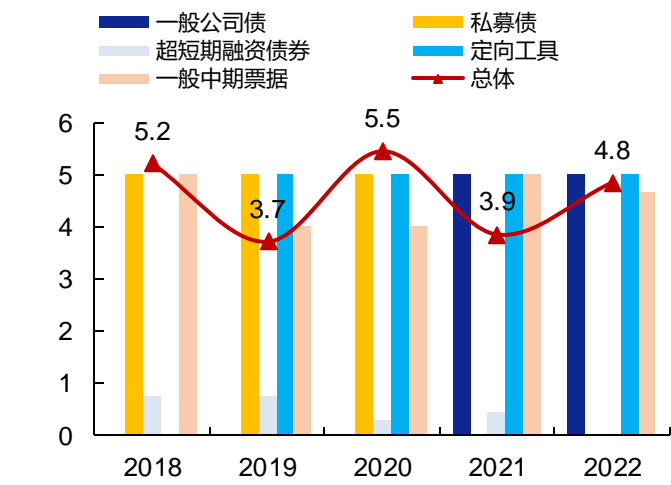
2022 年以来公司发债久期拉长, 发债成本维持较低水平。2022 年, 公司平均发债成本为 3.7%, 基本持平 2021 年, 融资成本连续三年保持低位; 平均发债期限为 4.8 年, 较 2021 年拉长 0.9 年, 说明公司获取中长期融资方面大有改善, 债务结构或将进一步优化, 在行业逆周期环境下公司资金端优势较为明显。

图40. 公司债券融资发行成本变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图41. 公司债券发行期限变化 (年)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## (2) 政策支持下融资环境改善, 公司有望拓展融资新渠道

①合作参与建信住房租赁基金, 开辟 Reits 等融资新渠道。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, 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。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。11 月 17 日, 首开股份公告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, 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。此次公司与建信住房租赁基金进行合作, 有助于盘活各类历史存量资产, 且投资项目后续或可逐渐通过 REITs 发行或国家政策许可的市场化转让方式退出, 为公司开辟融资新渠道。

②受益融资环境改善, 公司作为优质房企频获资金支持。10 月 29 日, 公司公告称, 拟与安联保险资产管理有限公司(以下简称“安联资管”)合作, 申请由安联资管发起设立的“安联资管-首开股份债权投资计划(一期)/(二期)”(以下简称“债权投资计划”)对公司进行债权投资, 债权投资计划的总规模为不超过 40 亿元人民币, 募集资金主要用于本公司项目建设及存量债务置换。

公司在银行信贷端也迎来利好, 据上证报报道, 11 月 24 日, 公司与建设银行签署合作协议, 未来或将获得建设银行的意向性授信额度。

## 5. 盈利预测

(1) 房地产业务板块。根据公司已披露的新开工、竣工情况, 结合龙头房企享受供给端收

缩带来的集中度上升，假设公司 2022-2024 年销售金额增速为-20%/10%/10%，预测公司 2022-2024 年房地产开发板块营业收入增速为-37%/25%/16%；**(2) 其他业务板块。**结合过往收入增速和毛利率，预测 2022-2024 年公司酒店物业经营等营业收入增速为 5%，毛利率维持 40%左右。

综合来看，预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 427/532/616 亿元，归母净利润分别为 4.2/12.3/19.3 亿元，EPS 为 0.16/0.48/0.75，每股净资产为 12.90/13.70/15.02。首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 8.5 元/股。

## 6. 风险提示

**房地产政策推进不及预期：**当前多项地产支持政策密集发布，但若政策执行效果不及预期，可能影响公司全年经营情况。

**统计口径偏差：**本报告选取公司定期报告中披露的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土储面积的基础，若统计口径不同，公司存量土储的估计面积可能会有偏差。

**房地产销售下行超预期：**当前地产政策支持越来越多，且政策越来越为楼市销售创造条件，但短期内“销售仍在磨底”的现状难以改变，若地产销售进一步下行可能会导致公司营业收入增速进一步下滑。

**结算面积弱于预期：**今年以来公司竣工面积增速有所下滑，后续若施工交付节奏无明显改善，可能使得年内结算规模下降。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	44,226	67,802	42,726	53,233	61,591	成长性					
减:营业成本	31,860	54,368	34,216	42,651	49,374	营业收入增长率	-7.2%	53.3%	-37.0%	24.6%	15.7%
营业税费	2,301	3,013	1,923	2,236	2,587	营业利润增长率	-20.2%	-38.9%	-72.1%	191.3%	44.5%
期间费用	4960	5682	4572	4365	4496	净利润增长率	-25.8%	-49.9%	-63.3%	190.8%	44.2%
利润总额	6,409	4,091	1,147	3,334	4,809	利润率					
减:所得税	2,225	1,995	378	1,100	1,587	毛利率	28.0%	19.8%	19.9%	19.9%	19.8%
净利润	4,184	2,096	768	2,234	3,222	营业利润率	15.1%	6.0%	2.7%	6.2%	7.8%
归母净利润	3,140	692	423	1,229	1,933	净利润率	9.5%	3.1%	1.8%	4.2%	5.2%
						EBITDA/营业收入	17.9%	11.6%	11.4%	12.5%	12.6%
						投资回报率					
						ROE	9.9%	2.2%	1.3%	3.5%	5.0%
						ROA	1.0%	0.2%	0.1%	0.4%	0.6%
						费用率					
						销售费用率	3.1%	2.6%	3.0%	2.0%	2.0%
						管理费用率	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%
						财务费用率	5.8%	4.1%	6.0%	4.5%	3.8%
						偿债能力					
						资产负债率	80.4%	78.7%	76.6%	76.8%	75.9%
						剔预资产负债率	75.4%	74.1%	71.0%	71.9%	70.6%
						净负债率	174.6%	162.3%	146.4%	149.5%	132.5%
						现金短债比	1.3	1.4	1.2	1.4	1.5
						分红指标					
						分红比率	33%	37%	30%	30%	30%
						股息收益率	6.4%	1.6%	0.8%	2.3%	3.6%

## 资产负债表

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	35,553	31,400	27,772	29,278	30,796
存货	190,760	170,521	173,000	176,000	180,000
其他应收款	44,011	47,590	54,323	52,000	53,000
流动资产合计	281,769	263,723	260,275	265,915	273,640
长期股权投资	26,037	31,129	32,044	32,472	32,643
投资性房地产	11,419	8,395	8,814	9,255	10,181
固定资产	1,830	1,774	1,709	2,129	2,217
非流动资产合计	46,074	50,595	49,038	51,913	54,360
资产总额	327,843	314,318	309,314	317,828	328,001
短期债务	25,954	21,418	22,171	20,213	20,247
合同负债	67,344	55,865	59,878	55,447	59,249
其他应付款	24,567	23,880	22,241	23,885	24,687
流动负债合计	147,866	128,047	128,652	128,633	137,363
长期债务	107,935	105,669	99,227	106,628	103,686
非流动负债合计	115,801	119,243	108,294	115,585	111,586
负债总额	263,667	247,291	236,946	244,217	248,949
少数股东权益	32,582	35,943	39,078	38,278	40,316
股东权益	64,176	67,027	72,368	73,611	79,052

## 业绩和估值指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS(元)	1.22	0.27	0.16	0.48	0.75
PE(X)	5.15	23.36	38.27	13.16	8.37
PB(X)	0.51	0.52	0.49	0.46	0.42

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明 ■■■

接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034