

房企年报系列点评（一）

首开股份：债务结构有待调整，需关注财务风险

文 / 克而瑞研究中心 沈晓玲、汪维文

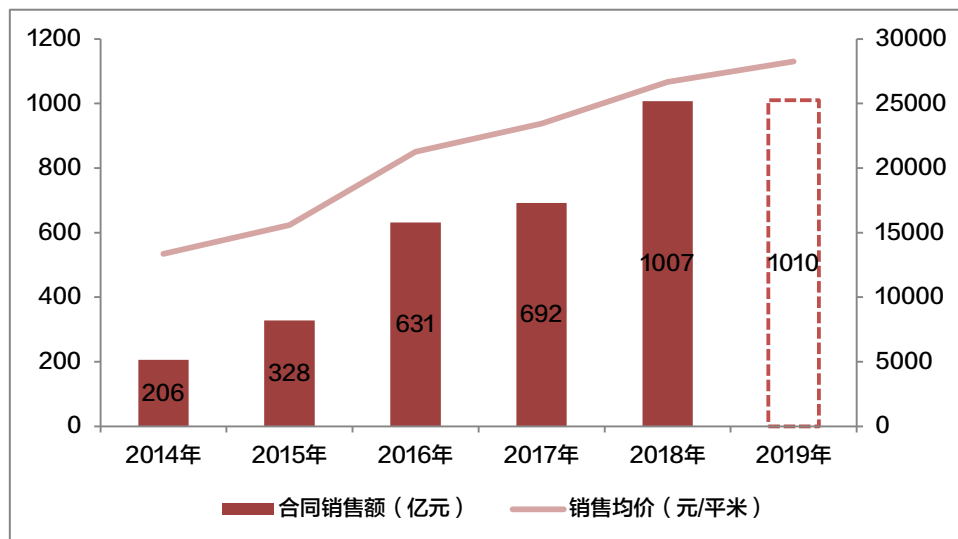
导读：年末加速冲刺顺利完成全年千亿的销售目标，债务结构有待改善

2018 年全年，首开股份实现合约销售 1007.3 亿元，同比上升 45.6%，顺利完成千亿销售目标。拿地规模收缩，以企业销售良好的一二线区域为主。企业营收小幅上涨，毛利率与净利率变化不大。企业债务压力较大，永续债问题有待改善。

业绩：年末冲刺，完成千亿目标

2018 年全年，首开股份实现合约销售金额 1007.3 亿元，同比上升 45.6%，凭借着最后三个月的加速去化，首开最终顺利完成全年 1000 亿元的销售目标。全年实现合约销售面积 377.6 万方，同比上升 28.0%，销售均价稳步上升，达到 26678 元/平米。可能考虑到 2018 年完成目标存在一定压力，以及预期 2019 年房地产市场仍需要时间调整，首开股份将 2019 年的销售金额目标定在了 1010.2 亿元，同比 2018 年销售额仅上升 0.3%，目标制定十分保守，销售面积方面企业 2019 年目标为 357.4 万平方米，同比 2018 年下滑 5.3%。

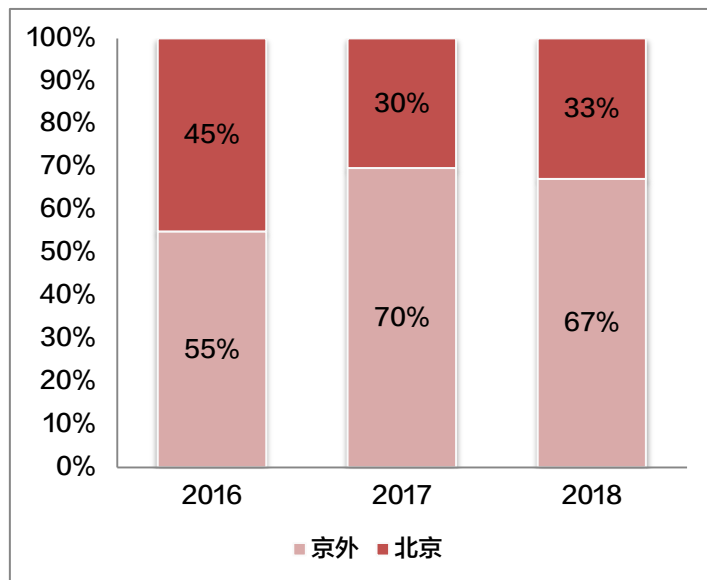
图：首开股份 2014-2019 年销售额情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

京内仍是首开销售的重要贡献区域。从销售区域分布来看，2018 年全年首开股份在京销售面积 123.6 万方，占企业销售总面积的 33%，相比于 2017 年的 30%有所回升。从近三年首开的区域销售分布比例来看，企业明显加大了全国化力度，但是其立足北京的市场战略仍未改变。一方面是北京区域销售面积占比稳定在 3 成以上，另一方面企业也通过参与冬奥会场馆建设、通州副中心建设等一系列项目扩大在京影响力。

图：首开股份 2016-2018 年区域签约面积占比

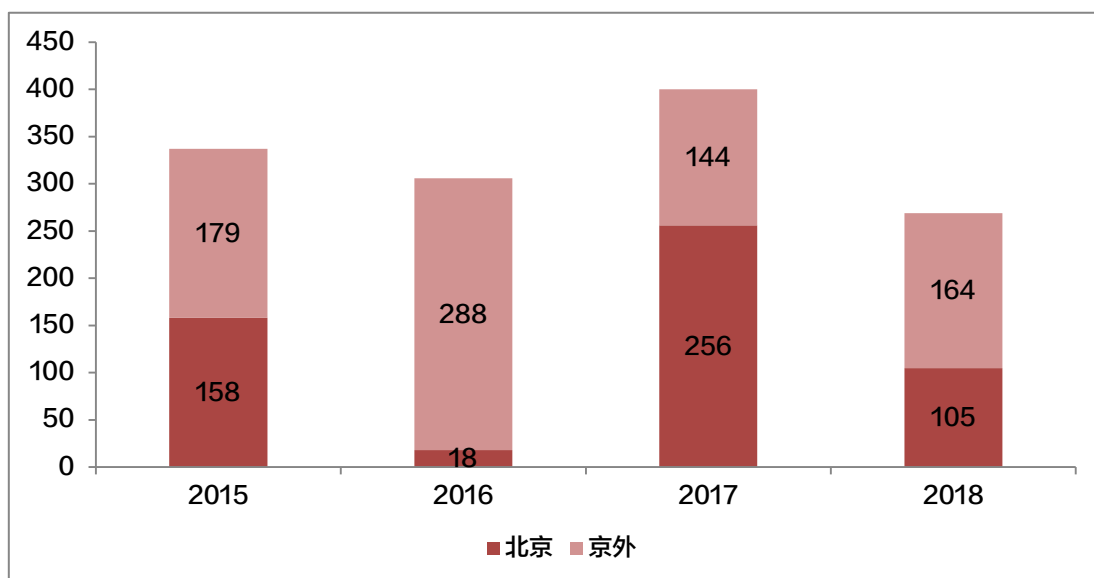


数据来源：公司公告、CRIC

投资：拿地保守，偏重热销一二线城市

拿地态度相对保守，新增土储建面为近年最低。2018 年首开股份新增项目 23 个，新增土储建面 269 万平方米为最近四年最低，其中北京地区新增项目 10 个，新增土储建面 105 万方，占新增土储建面 39%，尽管新增土储总量有所下降，但是区域比例方面首开仍然维持了京内为主的拿地策略。

图：2015-2018 年首开股份新增土地储备情况（单位：万平方米）

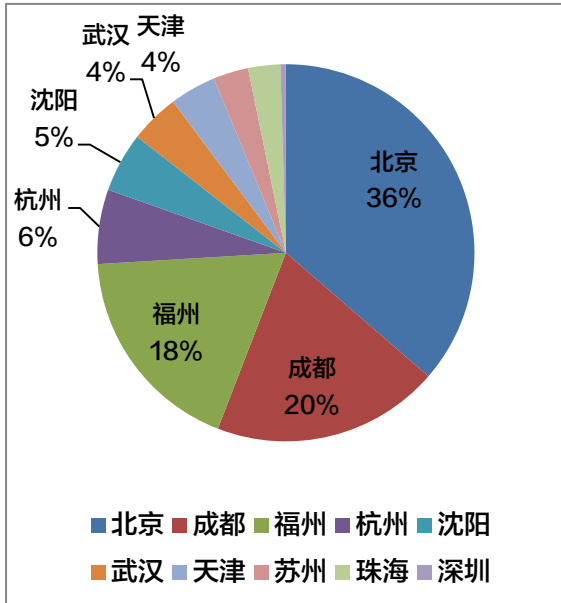


数据来源：企业业绩公告、CRIC

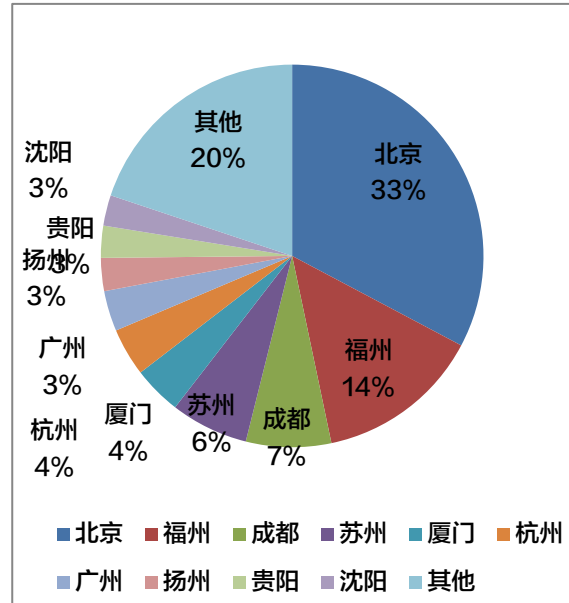
拿地针对性强，积极补充热销二线城市区域土储。从企业 2018 年新增土储分布和销售区域分布两看，两者关联性很强，在企业销售贡献最高的北京、成都、福州等地，首开股份的拿地力度也

最大。另外从新增土储的城市能级来看，首开仍然坚持了自己立足一二线的布局策略，2018 年土储占比较高的区域例如北京、成都、福州、杭州等等城市均为一二线城市。

图：首开股份 2018 新增土储区域占比



图：首开股份 2018 年区域销售占比



备注：18 年新增土储区域分布根据企业月度简报统计

数据来源：企业月度简报、年度报告、CRIC

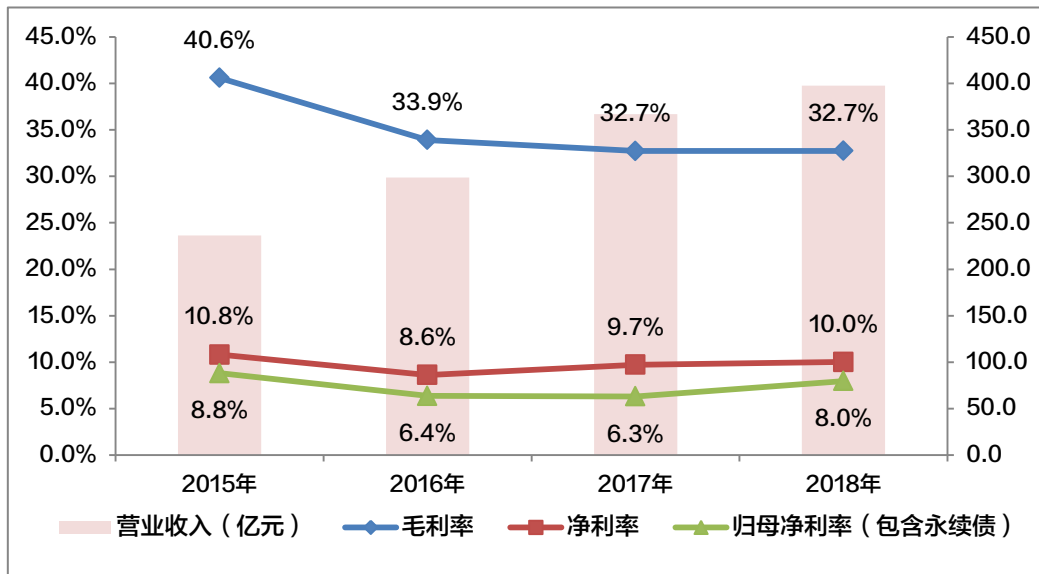
土储总量充足，大量京内一级土地竞争力十足。截止至 2018 年末，首开股份拥有未开工土储计容建面 380.0 万平方米；另外在开发中项目总计容建面 2879.6 万方；按照目前企业的开发力度估算，目前的土地储备可满足企业 3-4 年需求，土地储备充足。值得一提的是，2018 年内首开股份在一级土地市场也有所斩获，目前首开股份在北京拥有约 1589.1 万平方米的一级土地项目，包含 974.4 万平方米实施项目以及 614.7 万方改造项目。

盈利：毛利率企稳，净利率略有上升

营业收入小幅上涨。2018 年首开股份实现营业收入 395.6 亿元，同比增长 8.2%，其中房地产销售收入 389.4 亿元，同比上升 8.1%，酒店物业经营等实现收入 6.22 亿元，同比上升 17.0%。全年实现净利润 39.8 亿元，同比增长约 11.7%，归母净利润 13.8 亿元，同比增长 36.8%。

毛利率持平，归母净利率上升，高额永续债侵蚀利润。2018 年首开股份经营毛利率为 32.7%，与 2017 年持平，净利率方面同比略升 0.3 个百分点，毛利率近两年出现下行主要与北京持续性的限价政策有关。归母净利率方面，尽管 2018 年首开股份归母净利率同比大幅度上升了 1.7 个百分点，但是需要注意的是企业有高达 80 亿元的永续债，而永续债作为权益工具会侵蚀归母净利润，剔除永续债占用利润部分后，2018 年企业的归母净利率仅为 6.9%，而 2017 年这个数字仅为 5.1%，处于行业较低水平。

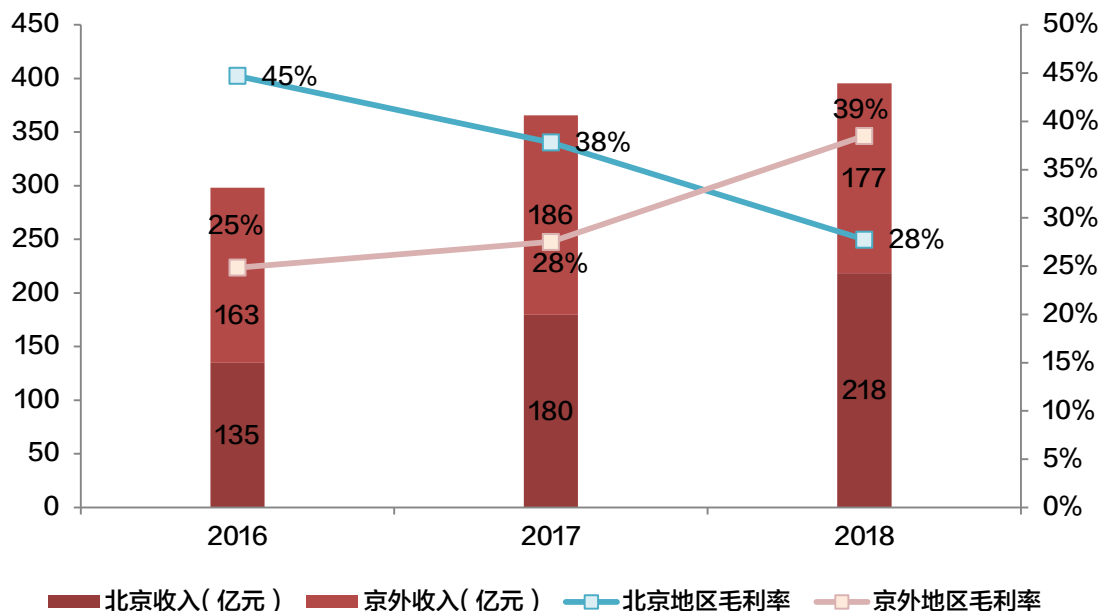
图：2015-2018年首开股份盈利情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

京外收入毛利率首次超过北京地区。根据企业公告数据，2018年首开股份北京地区营收218.4亿元，占收入总额的55.2%，京外区域营收177.2亿元，占收入总额的44.8%，京内收入反超京外成为企业收入第一来源。但是在区域毛利率方面，北京地区毛利率大幅度下滑至28%，与此同时京外地区毛利率出现大幅上涨来到39%。

图：2016-2018年首开股份区域收入对比



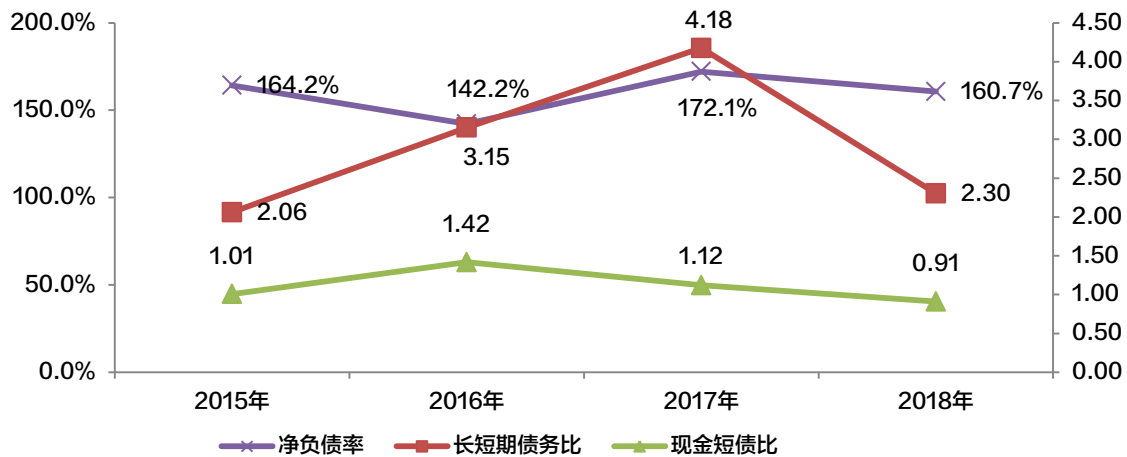
数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务：净负债率高，短期偿债压力较大

企业债务压力较大，现金不足以覆盖短债。首开股份2018年累计新增融资417亿元，累计还

款 241 亿元，净增融资规模 176 亿元，根据公告数据计算，2018 年首开股份净负债率同比下滑 11.4 个百分点达到 160.7%，债务压力较大，同时由于存在近 80 亿元的永续债，如若将永续债计入有息债务，企业净负债率将更高。而已从企业的负债结构来看，2018 年末企业现金短债比为 0.91，持有现金总量不足以覆盖短期债务，偿债压力较大，且长短债务比方面也出现了大幅下滑，2018 年长短债务比例仅为 2.30。

图：首开股份2015-2018年负债情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

总体来看，首开股份 2018 年在销售方面成功突破了千亿目标，但是从 2019 年目标制定来看，企业对 2019 年业绩增长持保守态度。拿地力度有所收缩，但是区域布局以补充企业热销区域为主，北京地区占比接近 4 成，符合企业立足北京，拓展全国的战略规划。财务方面净负债率有所下降但压力仍大，现金短债比和长短债比也都出现了不同程度的下滑，永续债数额较大，未来有待优化。