

年报点评 14 | 首创置业：财务水平改善，盈利能力提升

克而瑞研究中心 沈晓玲、齐瑞琳

【全年业绩目标完成，布局更加均衡】首创置业全年实现全口径销售金额 808.1 亿元，同比增长 14.4%，合约销售均价上升至 25549 元/平方米，较去年上升 10.8%。销售业绩分布较去年更加均衡，北京仍贡献最大份额。鉴于今年形势，首创置业目标制定较为保守为 800 亿元，和 2019 年一致。

【一二级联动，低成本拿地优势显著】首创置业新获 22 个项目，总土地投资额为 355.5 亿元，首进苏州、宁波、东莞、厦门和郑州等城市。一二级联动优势进一步显现，2019 年全年首创置业通过一二级联动底价新获京津 5 个地块，总建面 80.3 万方。

【营业收入下降，盈利能力提升】2019 年首创置业实现营业收入 207.86 亿元，同比减少约 11%。毛利率同比上升了 6.9 个百分点至 32.66%；归母净利率为 10.21%，较去年同期上升 1.97 个百分点。存量借贷利率为 5.39%，居行业低位。首创置业持有现金 270.35 亿元，较去年同期上涨 20%，现金短债比 1.10，这是三年来首次现金能够覆盖短债。长短债务结构进一步优化，净负债率较 2018 年末下降 14.2 个百分点至 145.42%，但仍高于行业平均水平，需加强控制。

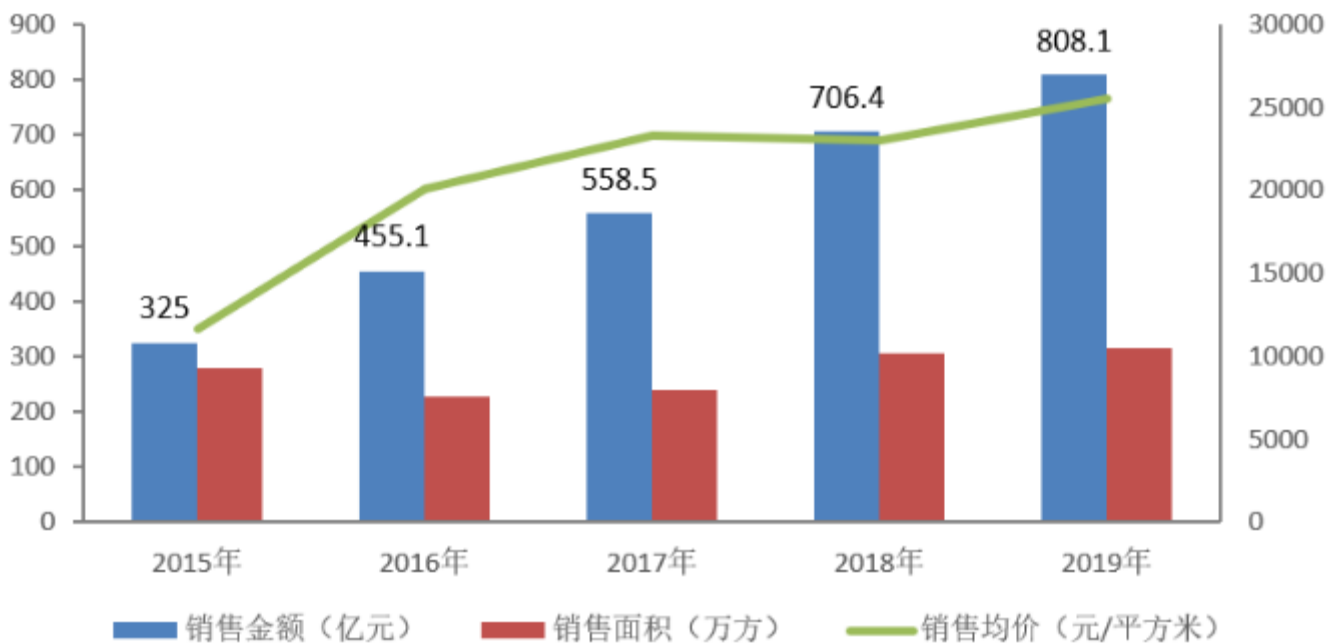
【奥特莱斯持续扩张，平均营收同比上升 27%】首创奥特莱斯 2019 年已有 12 家奥莱开业，还有 5 家仍在筹备中，布局及开业数量行业第一。全年收入为 18.65 亿元，较去年同期有较大的提升，同比增长 53.5%。单项目平均营收为 1.6 亿元，同比增长 27%。但净利润较年中下降，需要提高运营效率。

1 销售

超额完成全年目标
销售分布更加均衡

超额完成全年销售目标，均价提升。2019年首創置業實現全年銷售金額808.1億元，同比增長14.4%，超额完成全年制定目标，合約銷售面積316.3萬方，合約銷售均价上升至25549元/平方米，较去年上升10.8%。銷售均价提升主要是由於首創置業持續推進并升級“首創製造2020”產品戰略，完成“天閱”、“禧瑞”及“禧悅”等核心產品線升級，如上海的首創·天閱濱江開盤售罄。同時進一步完善主力產品布局，在三大核心城市圈效果顯著，帶動銷售業績增長。2020年，受疫情及全球經濟環境影響，首創置業2020年銷售目標與2019年持平，為800億元。回顧17年-19年的首創銷售目標增長率分別為10%，34%和13%，相比百強房企的平均增速，首創置業表現偏保守。

图：首創置業2015-2019年合約銷售情況

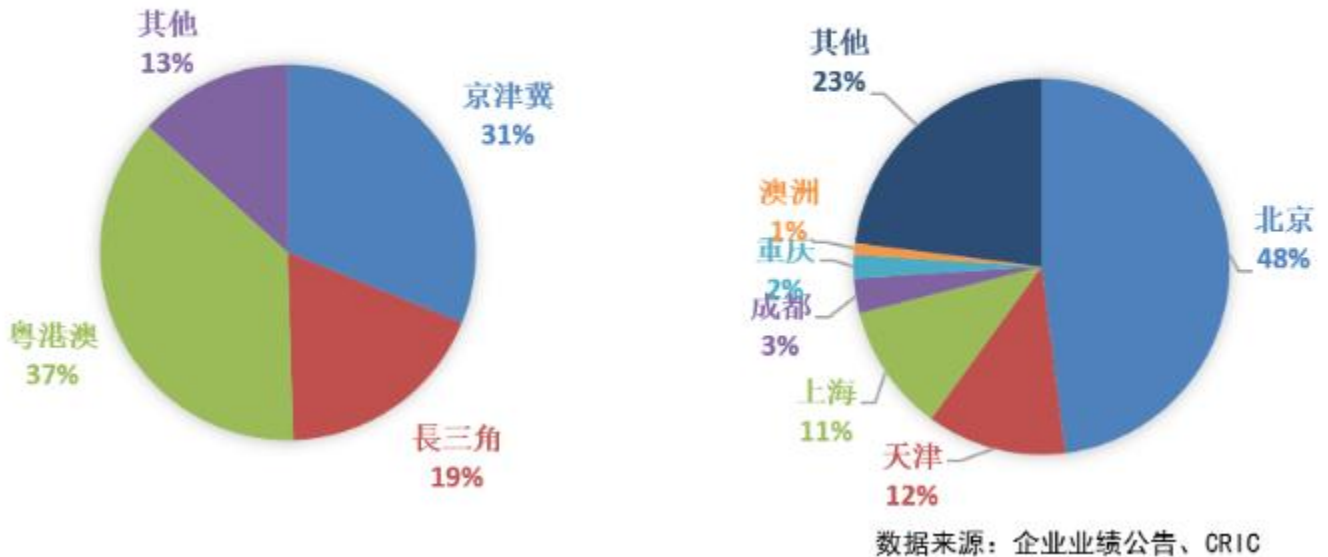


數據來源：企業業績公告、CRIC

銷售業績分布较去年更加均衡，三大核心城市圈為銷售主力。從區域來看，首創置業在京津冀、長三角和粵港澳三大核心城市圈保持銷售份額主力地位，2019年三大核心城市圈簽約金額約715.3億元，占比為87%。從城市來看，首創置業的主要五大核心城市，在2019年貢獻的銷售金額為77%，较去年下降8個百分點。其中北京仍保持首創置業大本營地位，銷售占比為48%，较去年下降5個百分點。除去五大核心區域的其他區域銷售業績占比上升較快，较去年提升11個百分點，可以看出首創置業的銷售區域分

布较去年更加均衡，这也是首创置业不断扩宽其区域版图的必然结果。

图：首创置业 2019 年销售金额分布情况



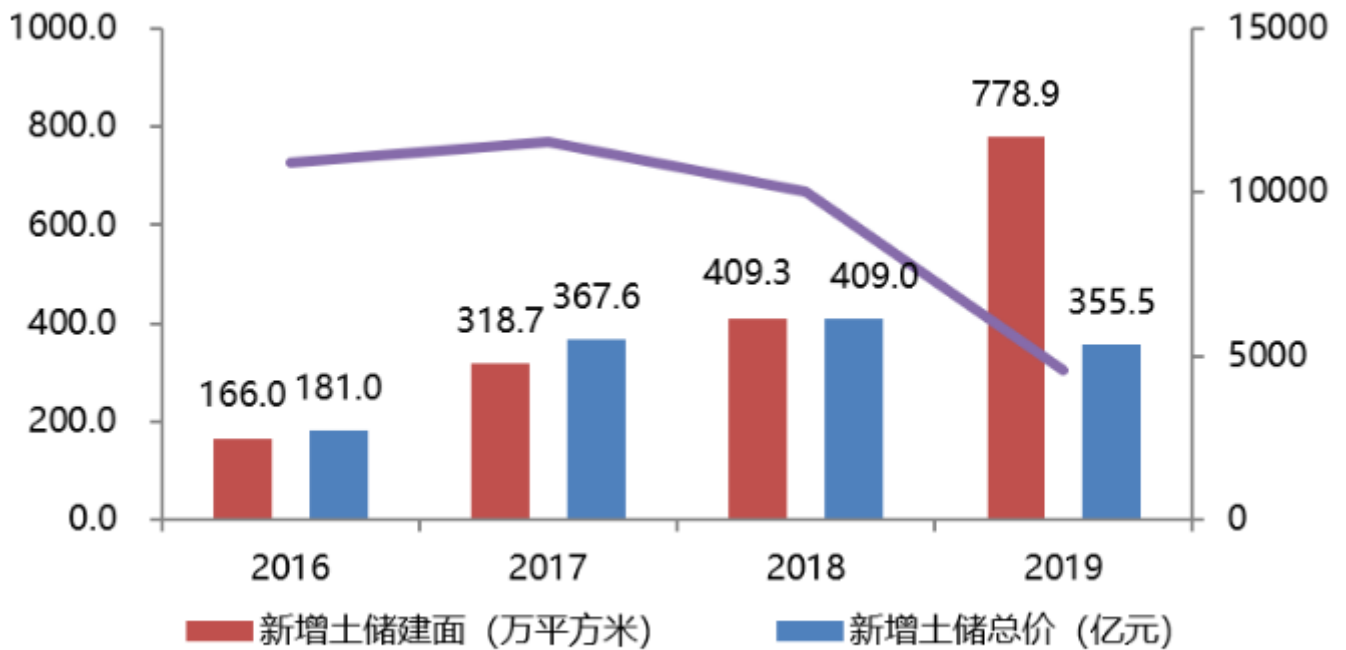
2 拿地

一二级联动低成本拿地优势凸显

2019 年，首创置业持续深化三大核心城市圈及潜力型强二线单核城市，住宅业务首进苏州、宁波、东莞、厦门和郑州等城市。全年新获 22 个项目，总土地投资额为 355.5 亿元，总建筑面积达 778.9 万平方米，按照地上建面 525.4 万平计算其平均楼板价为 6,766 元/平。2019 年首创置业住宅业务首进苏州、宁波、东莞、厦门和郑州等城市，在拓宽长三角、粤港澳大湾区城市版图的同时，持续深化单核城市布局。

一级开发资源充足，一二级联动效果持续凸显。2019 年全年首创置业通过一二级联动底价新获京津 5 个地块，总建面 80.3 万方。其已获及锁定的一级开发项目规划建面近 2800 万平方米，在企业力争 60% 以上二级土地转化率的情况下，企业未来可有超过 1600 万平米的土地转化。随着这些土地的转化完成，企业未来将持续保持土地的低成本优势。

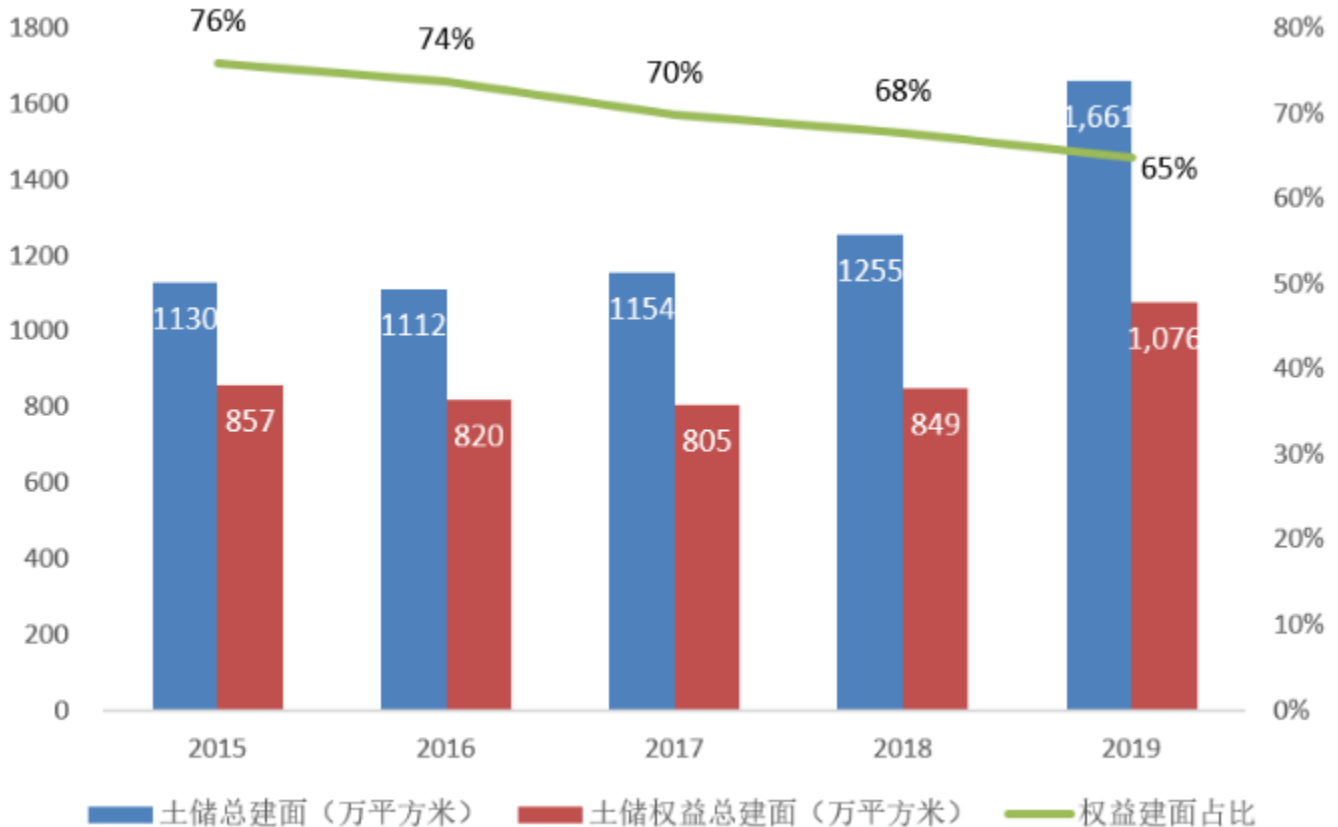
图：首创置业 2016-2019 年新增土地储备情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019 年末首创置业总土地储备建面积为 1661 万平方米，较 2018 年末上升 32.4%。总土储建面中，88% 为发展物业，12% 为投资性物业及其他。目前其平均楼板价约为 9900 元/平方米，和销售均价比值 0.38，可以看出首创置业有较高的利润空间。现有土地储备规模适中，且核心城市资源充足，可以支持本集团未来 3 年左右的规模突破及业绩提升。首创置业在拿地方面保持合作开放态度，权益略降至 65%。首创置业 2019 年权益建面积为 1,076 万平方米，占总土地建面约 65% 的比例，相较 2018 年年下降 3 个百分点。考虑到目前整体的市场环境、项目进展及首创的项目城市布局等因素，合作拿地在房企中较为普遍，该模式也在资源整合、分散风险和摊薄成本方面有较多的优势。

图：首創置業 2015-2019 年總土儲及權益情況



數據來源：企業業績公告、CRIC

3 財務

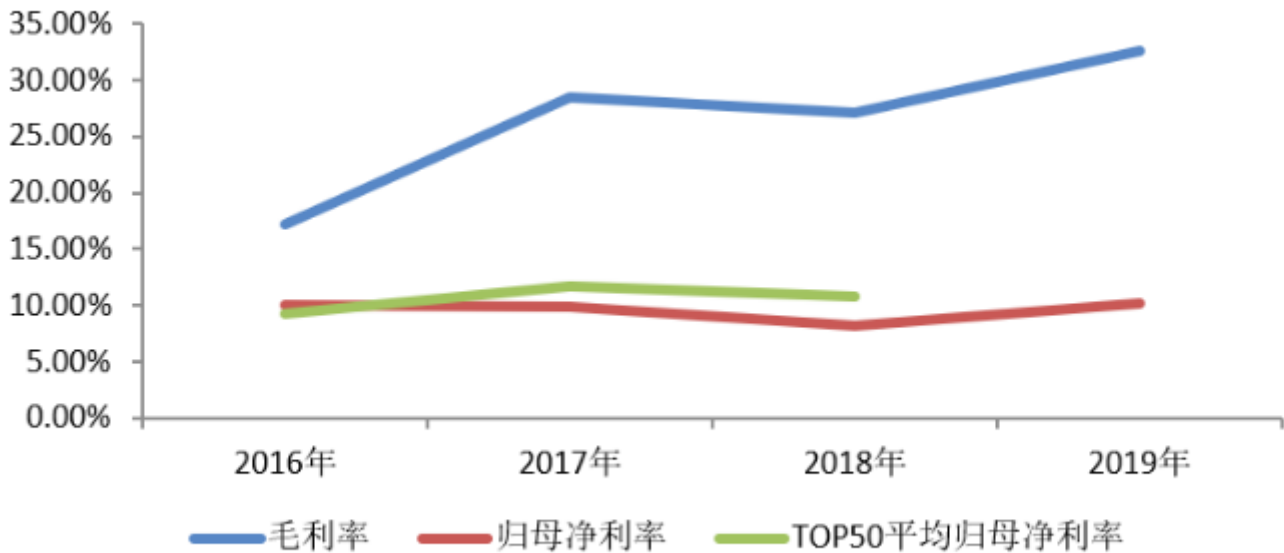
融資成本優勢持續
短期負債壓力不大

營收下降，企業需關注項目竣備節奏。首創置業 2019 年營業收入為 207.86 億元，同比下降 11 百分點，首創給出原因為 2019 年項目竣工節奏的影響。如果首創仍然保持目前的銷售增速，營收將會在較長時間內保持低位。雖然今年的經濟環境有一定的不確定性，但在現階段房企銷售業績集中度提高，競爭壓力加劇的情況下，首創置業要想進一步提升自身實力，銷售方面仍需要保持一定增速。

盈利還是保持在比較高水平。首創置業的毛利率依舊維持比較高的水平，毛利率同比上升了 6.9 個百分點至 32.66%。主要是通過其快周轉策略，提高產品力水平從而提高項目溢價水平，以及通過一二級聯動的

方式降低拿地成本，形成快速周转快速结利等方面来提升毛利率水平。归母净利润 21.23 亿元，同比增长 10%。归母净利率为 10.21%，较去年同期上升 1.97 个百分点，处在行业平均水平。

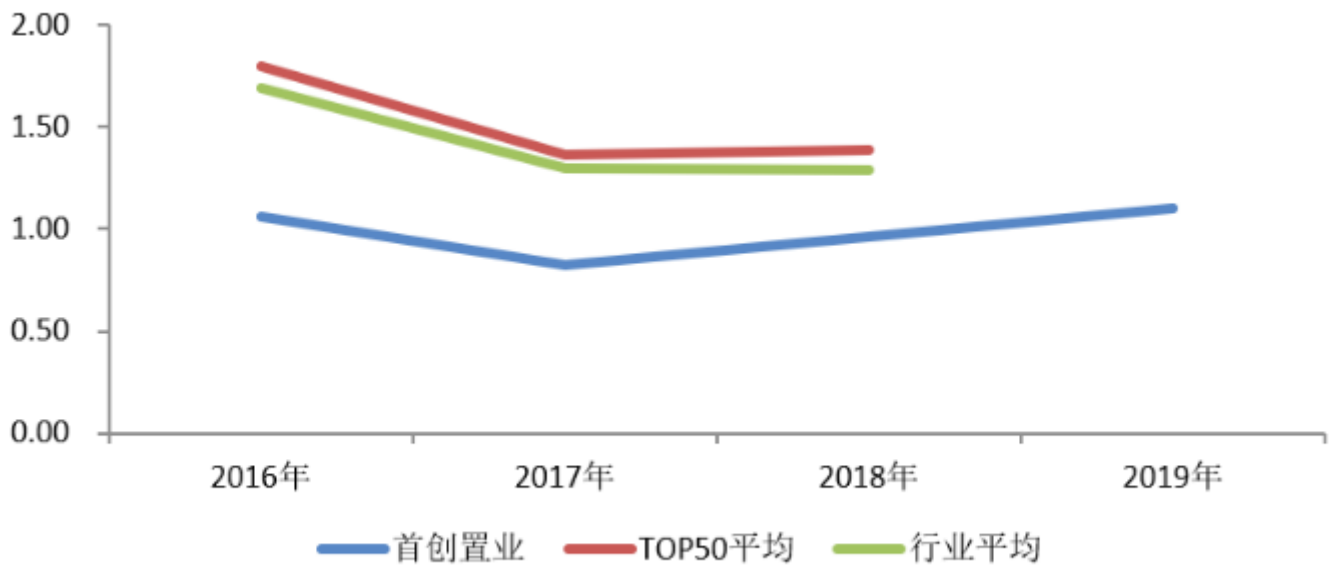
图：首创置业 2016-2019 年毛利率、归母净利率、TOP50 平均归母净利率



数据来源：企业业绩公告、CRIC

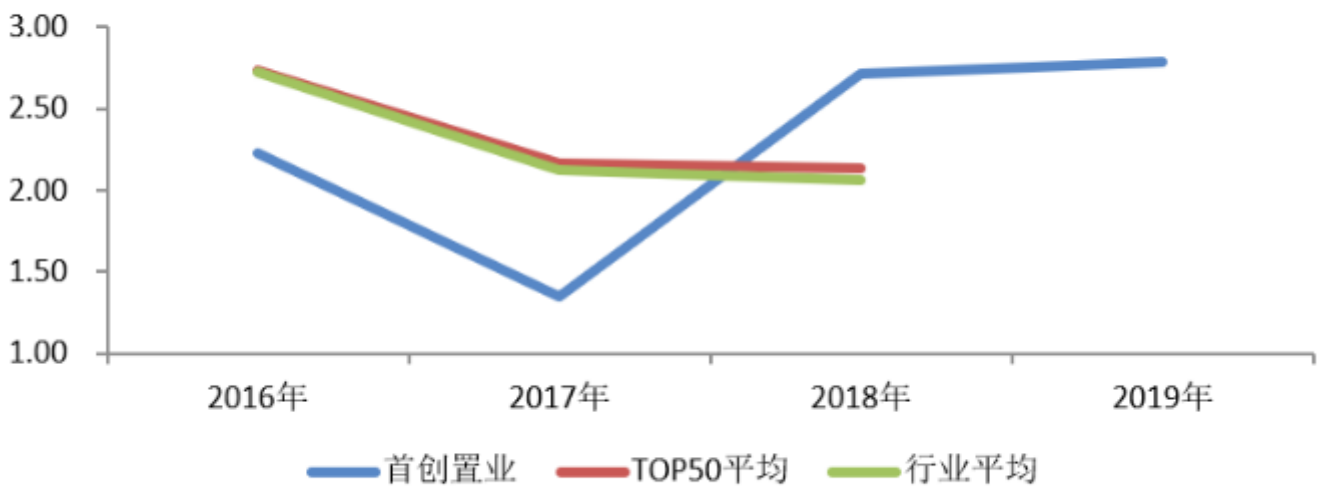
融资渠道多元，存量平均借贷利率仅为 5.39%，居行业低位。在近来融资成本普遍上升的情况下，首创的借贷利率依然保持稳定且有所下降，较 18 年下降 0.06 个百分点。这主要由于公司凭借国企背景多元化融资渠道畅通，通过境外美元债、境外永续债和境内私募公司债券多元渠道，进一步优化融资结构，2019 年年底抓住较好时间窗口，获取低成本资金支持。债务结构优化，短期资金压力不大。2019 年首创置业持有现金 270.35 亿元，较去年同期上涨 20%，短期负债为 245.37 亿，同比上升 4.77%。现金短债比 1.10，这是 2017 年以来首次现金能够覆盖短债，偿债能力较之前有所提升。主要的原因是首创置业通过提升项目去化率，确保回款工程节点等多项举措，加快了销售回款速度，签约销售和股权回款率约为 70%，销售回款大幅增长。2019 年长短债务比 2.78，较 2018 年末进一步优化。

图：首创置业及行业 2016-2019 年现金短债比



数据来源：企业业绩公告、CRIC

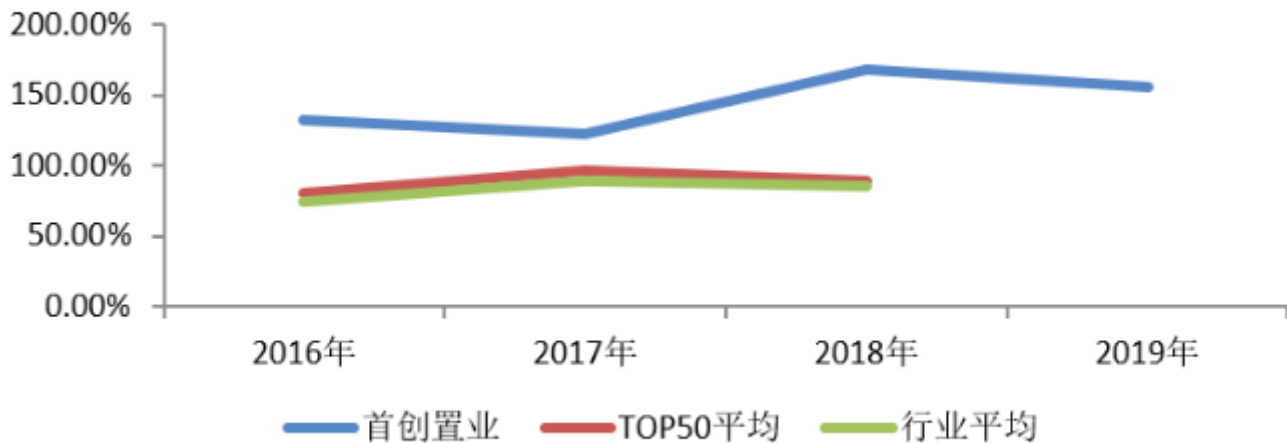
图：首创置业及行业 2016-2019 年长短债比



数据来源：企业业绩公告、CRIC

净负债率有所下降，低融资成本利好企业发展。首创置业 2019 年在财务方面较 2018 年末有所改善，净负债率为 154.42%，较 2018 年末下降 14.2 个百分点，仍高于行业平均水平。且若将永续债作为负债来看，首创置业的净负债率则更高。但最近几年首创积极拿地调整布局结构，一定程度的高负债是企业发展的必经之路。更值得一提的是，企业并不是高息举债，其存量债务平均融资成本仅为 5.39%，优势十分明显。

图：首创置业及行业 2016-2019 年净负债率



数据来源：企业业绩公告、CRIC

4 商业

奥特莱斯持续扩张
 单项目平均营收同比上升

首创钜大持续扩大奥特莱斯产业规模，目前已有 12 座开业。2015 年首创钜大从原有化工业务转变为在特选城市发展奥特莱斯综合体物业项目及商用物业项目。公司持续扩大奥特莱斯业务规模。2019 年上半年新开北京房山奥特莱斯二期和济南奥特莱斯，下半年西安和重庆奥特莱斯也相继开业。截至 2019 年全年累计布局 17 座城市，目前已经有 12 个已开业，扩张速度迅速，布局及开业数量行业第一。2019 年全年已开业奥莱实现营业收入 78.3 亿元，同比增长 53.5%，全年客流量 4129 万人次，同比增长 32%，经营业绩稳步提升。首创钜大 2019 年收入为 18.65 亿元，较去年同期有较大的提升，同比增长 52%，收入增加主要由于奥特莱斯商业持续增强的销售表现，使投资物业租金收入增加；可售奥特莱斯商业交付结转收入，使物业销售收入增加。单项目平均营收为 1.6 亿元，同比上升 27%。19 年上半年净利润为 0.23 亿元，已经扭转盈亏，但全年净利润仍亏损 2.23 亿元，主要为新开业项目及开业初期项目的持续投入，

管理费用及销售费用增加较多所致。首创需要提升奥莱运营效率，进行成本管控，使其成为一个稳定的盈利增长点。[1]

表：首创置业奥特莱斯项目情况

状态	数量	项目名称	状态	数量	项目名称
已开业	12 家	昆山奥特莱斯	在建	5 家	长沙奥特莱斯
		湖州奥特莱斯			昆明奥特莱斯
		万宁奥特莱斯			青岛奥特莱斯
		房山奥特莱斯			南宁奥特莱斯
		杭州奥特莱斯			厦门奥特莱斯
		南昌奥特莱斯			
		合肥奥特莱斯			
		郑州奥特莱斯			
		武汉奥特莱斯			
		济南奥特莱斯			
		西安奥特莱斯			
		重庆奥特莱斯			
总计			17 家		

数据来源：企业业绩公告、CRIC

[1] 财务数据来源：首创钜大2019年全年业绩公告

5 资本市场

逐渐受关注
有上涨空间

首创置业目前受到资本市场的关注度较低，2019年12月，中信建投首次覆盖首创置业。从情况来看，机构给予了首创置业正面评价，对应每股价格为3.2元，预期有33%的涨幅空间。目前股价对券商预测的20年市盈率约为2.5倍。

表：2019年8月-2020年2月首创置业券商估值

券商名称	日期	形式	目标价
中信建投	2019年12月	首次覆盖	3.2

数据来源：公司通讯，CRIC整理

表：2016-2019年企业财务指标

指标分类	指标体系	2016	2017	2018	2019	同比变动
规模性指标	确认收入（亿元）	203.49	212.92	232.57	207.86	-11%
	物业销售收入（亿元）	195.99	178.51	192.20	199.47	4%
	归母净利润	20.32	21.13	19.23	21.23	10%
	核心净利润	11.14	27.06	24.17	24.91	19%
	总资产（亿元）	1192.11	1414.21	1697.17	1852.69	9%
盈利及运营指标	毛利率	17.13%	26.75%	25.80%	32.66%	6.86pts
	净利率	14.14%	13.14%	10.39%	12.36%	1.97pts
	归母净利率	9.98%	9.92%	8.27%	10.21%	1.94pts
	核心净利率	5.47%	12.71%	10.39%	11.98%	2.96pts
	每股基本盈利（分）	67	67	45	43	-4.44%
	期内股息（分）	20	21	22	17	-22.73%
	营销及管理费用率	2.38%	2.33%	2.38%	4.63%	2.25pts
现金及偿债能力指标	现金（亿元）	179.26	210.38	225.27	270.35	20.01%
	短期负债（亿元）	168.76	256.25	234.20	245.37	4.77%
	现金短债比	1.06	0.82	0.96	1.10	14.55%
	长短期债务比	2.22	1.35	2.71	2.78	2.50%
	净负债率	132.32%	122.48%	168.63%	154.42%	-14.21pts
	净负债率（永续债为负债）	159.61%	172.80%	315.04%	300.35%	-14.69pts
	平均借贷利率	5.25%	5.07%	5.45%	5.39%	-0.06pts
运营效率指标	ROA	2.41%	1.98%	1.42%	1.39%	-0.04pts
	ROE	10.45%	8.76%	6.33%	6.11%	-0.22pts
	资产杠杆率	7.15	6.76	5.83	5.81	-0.38%

备注：营销及管理费用率：按操盘销售金额计算

数据来源：企业业绩报、CRIC研究中心整理