

立足京津、聚焦核心城市，打造城市综合运营商

首创置业 (02868.HK)

销售：稳健持续增长，京外核心城市份额提升。2013年至2018年间，公司销售额由不足200亿元到突破700亿元，增长近3倍；销售均价由2014年每平不足万元提升至2.3万元。公司在最新克而瑞全口径销售榜单排名第43位，今年前十月同梯队Top 40-50房企销售金额增速为13.8%，而公司为26.4%，处于同梯队平均水平之上。公司2019年全年销售目标800亿元，在规模扩张的同时着力推进高质量的签约增长。

拿地：土储日益丰厚，聚焦环渤海、长三角与粤港澳大湾区。自2016年以来，公司拿地金额占销售金额比重基本维持在40%-60%的区间，整体力度适中偏强。截至上半年末，公司土储规模约为1309万平，货值达3102亿元，可满足公司未来3年左右的发展需要。区域结构来看，三大核心城市圈货值超2450亿元，京津冀地区以土储建面占比53%，位列公司三大核心地区首位，长三角（19%）和粤港澳大湾区（7%）其次；能级结构看，聚焦一线城市及热点二线城市，其中一线城市货值占比49.2%。公司差异化低成本拿地能力突出，采取一二级联动、并购、产业协同及合作开发等多元方式获取了大量低溢价优质项目，其中一二级联动已成为公司拿地模式的重要发力点。

其他核心及创新业务：奥莱与一级开发亮眼，创新领域未来可期。截至2019年12月，首创奥特莱斯成功布局17个城市，已开业运营项目达12个，布局及开业数量行业排名双第一。布局提速之下，上半年奥特莱斯业务实现营业收入36.4亿元，客流量1864万人次，双双大幅增长。公司土地一级开发项目集中在北京-天津-河北区域，现有9个在建和15个锁定，总建筑面积约2800万平，价值超千亿。公司将实现60%以上的一二级联动比率，预计为二级开发业务提供超1600万平的优质土地资源。未来公司还将继续借助房地产金融实现轻资产模式运营。此外，公司在城市核心综合体开发方面也具备丰富的经验。

投资评级与风险提示：预计公司2019-2020年EPS分别为0.75元、0.96元，首次覆盖给予“买入”评级。应考虑房地产行业调控政策延续以及结算不及预期的风险。

预测和比率

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	23257	27113	33583	41918
归母净利润（百万元）	1923	2269	2899	3621
归母净利润增长率	-9.0%	18.0%	27.7%	24.9%
EPS	0.64	0.75	0.96	1.20
PE	3.8	3.2	2.5	2.0

首次评级

买入

万炜

wanwei@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440514080001

香港牌照：ASH820

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

研究助理：尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

发布日期：2019年12月16日

当前股价：2.42 港元

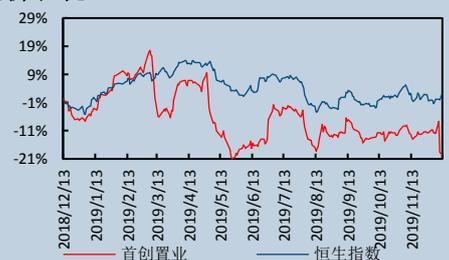
目标价格6个月：3.20 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-7.98/-7.72	-12.64/-12.29	-6.33/-9.18
12月最高/最低价（港元）			3.68/2.36
总股本（万股）			302,796.0
流通H股（万股）			102,075.6
总市值（亿港元）			73.28
流通市值（亿港元）			24.7
近3月日均成交量（万）			288.66
主要股东			
首创集团			54.47%

股价表现



目录

发展历程：砥砺前行十七载，万里新程扬鞭时	1
发展历程：京津冀龙头的全国扩张之旅	1
股权结构：北京地方国企背景，首创集团绝对控股	2
资本运作	3
销售：稳健持续增长，京外核心城市份额提升	4
销售规模：战略先行，加速周转，规模持续稳健增长	4
销售结构：聚焦三大核心城市圈及强二线城市	4
产品定位：中高端住宅为引领，重点服务改善型客户	5
拿地：土储日益丰厚，聚焦京津冀、长三角与大湾区	7
拿地规模：持续补货，把握机会适时出击	7
拿地结构：聚焦三大核心都市圈	7
拿地方式：一二级联动和大股东资源支持，差异化低成本拿地能力突出	9
其他核心及创新型业务：奥莱与一级开发亮眼，创新领域未来可期	10
财务分析	12
盈利能力：波动性上升，持续改善	12
费用管控能力：整体有所提升	13
周转效率：保持稳定	13
杠杆和融资：杠杆水平较高，融资成本具备优势	14
市场化机制：长期激励基金计划+项目跟投并行	15

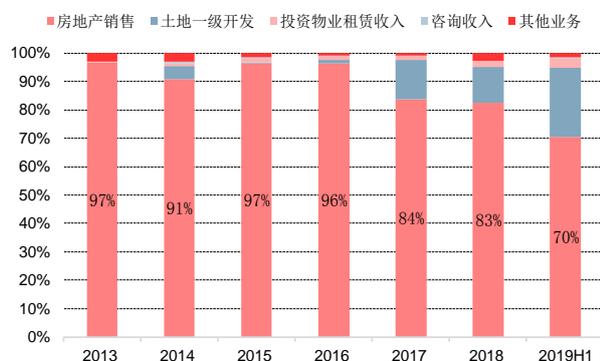
图表目录

图表 1： 公司 2013-2019H1 营业收入结构图	1
图表 2： 公司四大核心业务情况	1
图表 3： 公司最新区域及省级布局情况	2
图表 4： 截止 2019 年 6 月底首创置业股权结构	3
图表 5： 资本化路径	3
图表 6： 销售金额（亿元）、销售面积（万平）及增速	4
图表 7： 2013-2019 年 10 月销售均价（元/平）	4
图表 8： 2018 年部分核心城市销售情况	5
图表 9： 2018 年部分核心城市市占率	5
图表 10： 2017-2019H1 部分核心城市销售额（亿元）	5
图表 11： 首创天禧	6
图表 12： 首创天阅	6
图表 13： 首创禧瑞	6
图表 14： 首创禧悦	6
图表 15： 公司近年拿地面积情况	7
图表 16： 公司近年拿地金额情况	7

图表 17: 土地储备面积及增速 (权益口径)	8
图表 18: 新增土地储备楼面地价	8
图表 19: 首创置业上市来新进主要城市情况	8
图表 20: 截至 2019H1 区域土地储备结构.....	9
图表 21: 截至 2019H1 能级土地储备结构.....	9
图表 22: 首创集团丰富的土地开发资源	9
图表 23: 首创奥特莱斯项目开业情况和开业计划	10
图表 24: 截止 2019 年 6 月已获得的一级开发项目.....	11
图表 25: 中关村 IC-Park 实景图.....	12
图表 26: 天津双港和寓实景图	12
图表 27: 公司综合毛利率	12
图表 28: 公司净利率	12
图表 29: 公司经调整 ROE	13
图表 30: 公司经调整 ROIC.....	13
图表 31: 销售管理费用率 (销售金额口径)	13
图表 32: 存货周转率	14
图表 33: 总资产周转率	14
图表 34: 短债压力	14
图表 35: 净负债率	14
图表 36: 公司综合融资成本	15
图表 37: 债务期限结构	15

发展历程：砥砺前行十七载，万里新程扬鞭时

首创置业于 2002 年由首创集团、阳光综合、首创阳光、首创科技、首创航宇、中国物产、亿华国际共计七家公司发起设立，总部位于北京，其业务涵盖住宅开发、奥特莱斯综合体、城市核心综合体及土地一级开发等。自 2003 年 6 月在香港联交所主板上市以来，首创置业目前已构建起住宅开发、奥特莱斯商业项目运营建设、城市核心综合体、土地一级开发四大核心业务线以及高科技产业地产、文创产业、长租业务三大创新板块。公司业务覆盖全国 30 余个大中型城市，并于近年布局覆盖澳大利亚、法国等海外市场，2019 年前十一月公司累计销售金额达 688.3 亿元，同比增长 21%。

图表1：公司 2013-2019H1 营业收入结构图

图表2：公司四大核心业务情况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

发展历程：京津冀龙头的全国扩张之旅

背靠大股东，京城起家（2002-2005）：2002 年首创置业于北京成立。公司依托母公司首创集团在北京基建中的主力地位，低成本、高质量地取得了可观的土地储备。在此期间，公司的房地产开发经验得到了初步积累，2003 年 6 月公司成功在香港联交所上市，资本得到大幅扩充，并与新加坡政府投资公司 GIC 达成战略合作伙伴关系。

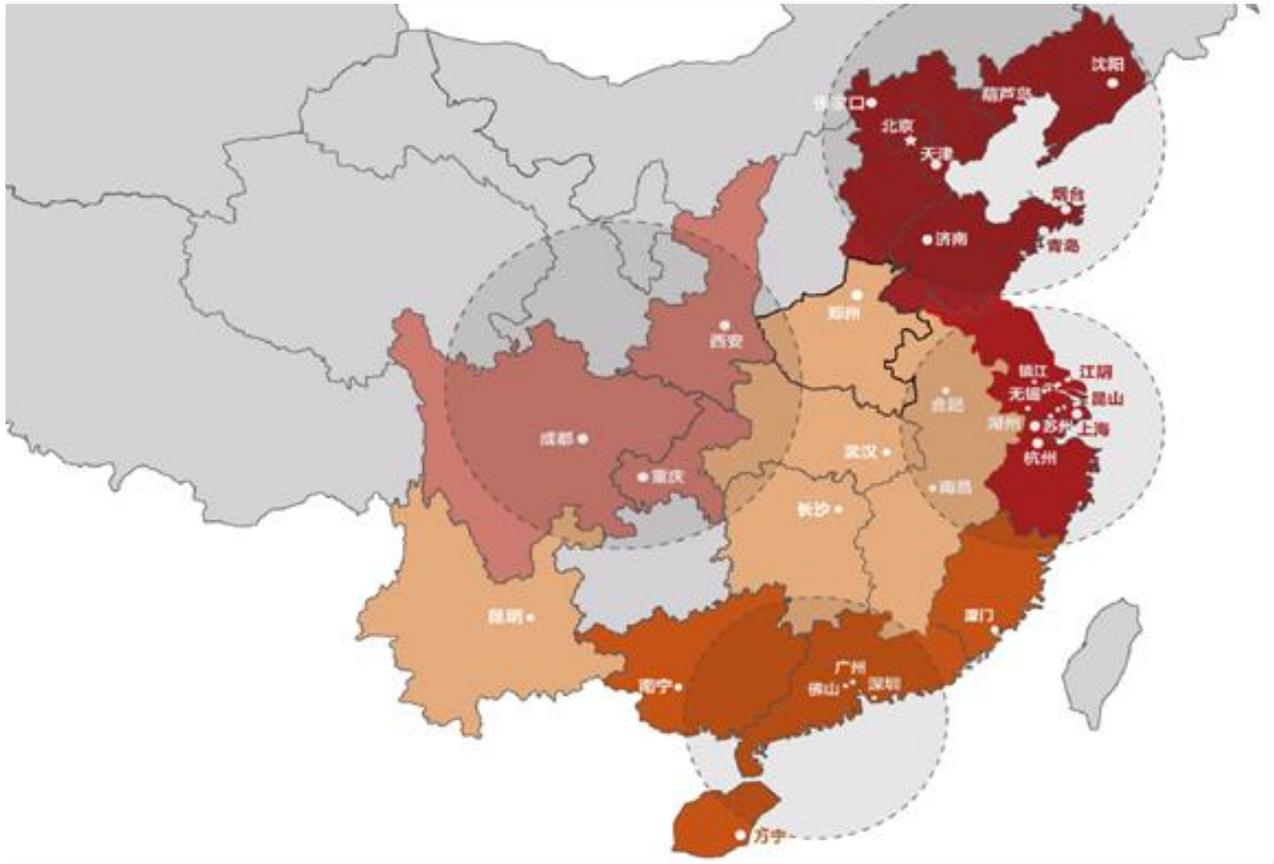
全国化初步布局（2006-2012）：2006 年开始先后进入无锡、成都、西安和重庆等市场。公司发展开始聚焦环渤海、中西南和长三角战略区域，并逐步形成了“低密度人文社区”、“多元化复合社区”及“国际化高档社区”等产品线。2008 年 11 月，公司获批发行不超过 18 亿元人民币的公司债，成为第一家获得批准发行公司债的单一 H 股地产公司，有效地补充了公司运营资金，有助于公司进一步的业务扩张。

聚焦核心区域（2013-2016）：2013 年首次进入上海市场，长三角区域实现重大突破，并拟定新的战略目标，推行“聚焦核心区域、核心业务”的土地储备策略，区域聚焦北京、天津、上海、成都、重庆五大核心城市，进一步巩固在环渤海地区的土地储备。

发力核心城市圈，起航千亿战略新时代（2017-至今）：公司布局版图进一步扩张，区域聚焦京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大核心城市圈及潜力型强二线单核城市。2017 年 6 月公司获得深圳市龙华区项目，首次进入深圳市场，标志公司成功进入粤港澳大湾区核心城市；2018 年成功进入广州和佛山市场，2019 年新进入苏州、东莞和厦门的住宅开发业务，公司战略版图进一步扩大；2018 年 9 月长租公寓品牌旗下首个项目正式开业，标志

首创置业创新业务取得了阶段性进展；2018年6月公司发布“首创制造2020战略”，旨在以有品质的产品和有品质的生活提升企业核心竞争力。在全新战略的指引下，公司正力争在本年度实现800亿元的年度签约目标，同时通过多渠道打造千亿规模的战略生态圈。

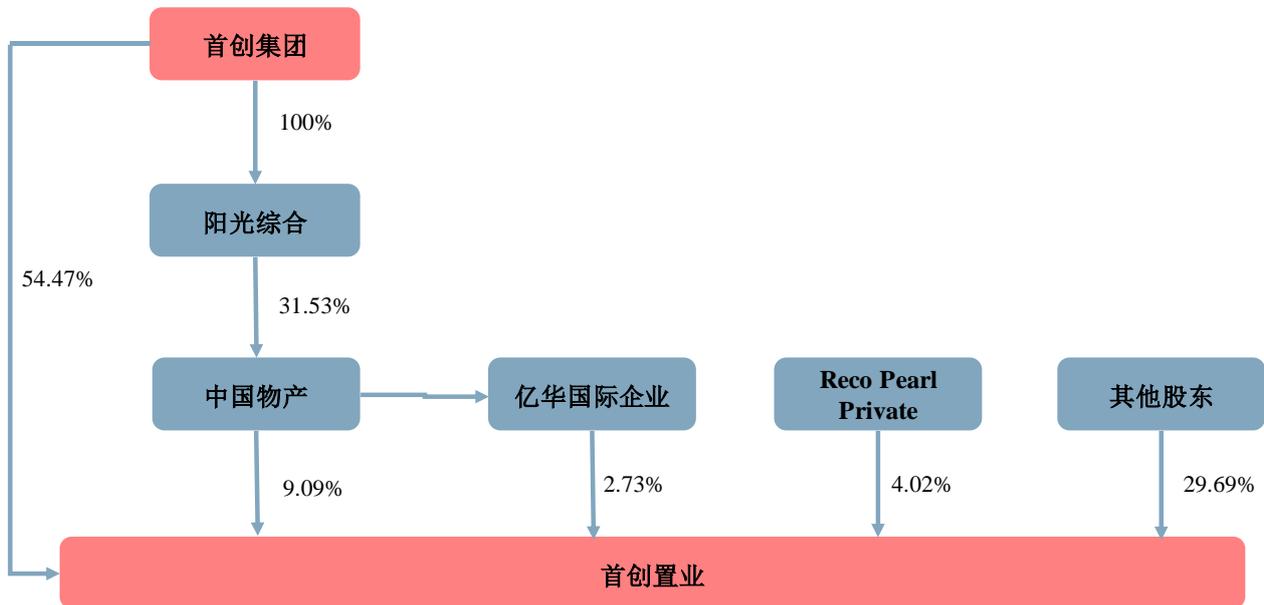
图表3：公司最新区域及省级布局情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

股权结构：北京地方国企背景，首创集团绝对控股

公司控股股东为北京首都创业集团有限公司，首创集团直接持有公司54.47%的股份；中国物产为首创集团间接参股31.53%的子公司，而中国物产分别直接和间接持有公司9.09%、2.73%的股权，因此首创集团还间接享有公司3.73%的权益，合计享有股份权益达58.2%。首创集团为北京国资委旗下的国有独资公司，资产规模及盈利能力居北京市国企前列，故公司具备强大的北京地方国企背景，首创集团已将首创置业定位为集团旗下地产业务旗舰企业。公司自上市以来股权结构稳定，公司控股股东深厚的国企背景与良好的政府关系能为公司在业务协同、项目扩张及融资信用背书方面带来巨大的优势。

图表4： 截止 2019 年 6 月底首创置业股权结构


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资本运作

首创置业 2003 年在香港联交所上市时总股本为 16.13 亿股，至 2019 年 8 月末已增加至 30.28 亿股。公司上市以来完成过 2 次 H 股增发以及 10 亿股内资股定增项目，其中 2005 年公司以每股 2.16 港元发行 1.13 亿 H 股，募资约 2.4 亿港元；2006 年以每股 2.8 港元再次发行 3.12 亿 H 股，募资逾 9.6 亿港元；2015 年以每股 3.08 元人民币的价格向公司控股股东首创集团定增 10 亿内资股，此次募资逾 30 亿元。

图表5： 资本化路径

单位：万股	2003	2005	2006	2015	2019Q3
当年 1 月 1 日		161,330	171,596	202,796	302,796
资本化发行股份	104,867				
首次公开发行股份	56,463				
增发新股		10,266	31,200	100,000	
购回股份注销					
当年 12 月 31 日	161,330	171,596	202,796	302,796	302,796

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

销售：稳健持续增长，京外核心城市份额提升

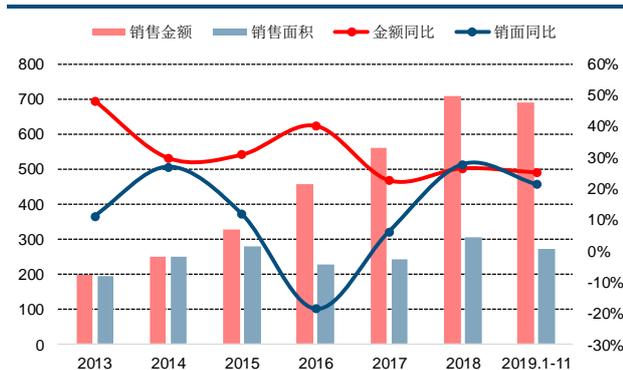
销售规模：战略先行，加速周转，规模持续稳健增长

首创置业在 2002 年成立后依托于首创集团，深耕北京房地产市场，并在本地积累了大量的业务经验与资源。2004-2007 年间公司以标准化复制的策略在天津及成都、重庆、西安等省会城市或直辖市拓展住宅项目。在此基础上，公司逐步重视将环渤海、中西南以及长三角作为三大重点发展区域。

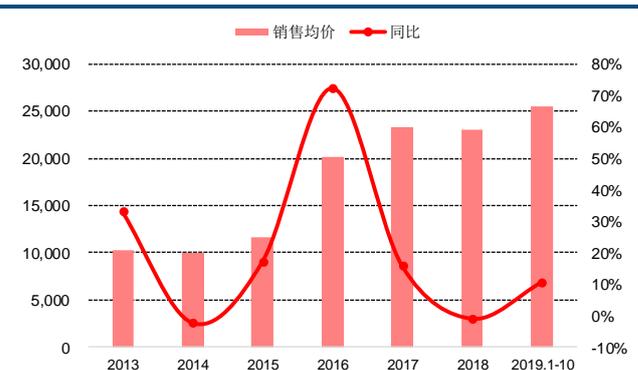
经过初期的业务和项目积累，公司在 2013 年将北京、天津、上海、成都、重庆作为五大核心城市重点发展。同年项目成功进入上海及法国；2014 年公司与澳洲伙伴合作开发高档住宅，新进澳洲市场。

从 2017 年起，公司确立了“强投资、快周转、冲销量”的核心发展策略。在此战略的指引下，公司全面推行“369”新工期标准（3 个月取得方案批复，6 个月取得施工许可证，9 个月取得预售证）加快供货速度，加速签约回款并持续在销售上冲量以实现企业盈利的快速增长。2018-2019 上半年，公司在广州、佛山、苏州、东莞、厦门等热点城市新拓住宅项目，同时进一步推动完成旗下商业地产平台奥特莱斯业务在二十座城市开业的目标，正奋力寻求更多发展机遇。

从销售规模来看，2013 年至 2018 年，公司合同销售额由不足 200 亿元成功突破 700 亿元，合同销售额增长近 3 倍；销售均价也由 2014 年每平不足万元提升至 2.3 万元。首创置业 2019 年前 11 月累计签约 688.3 亿，同比增长 21%，累计签约均价 2.55 万元/平，同比增长 10.5%，在克而瑞发布的 2019 年 1-11 月全口径销售额榜单排名第 43 位，签约额增速处于同梯队平均水平之上。此外，公司已制定本年度 800 亿元的销售目标，在规模扩张的同时着力推进高质量的签约增长。

图表6： 销售金额（亿元）、销售面积（万平）及增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7： 2013-2019 年 10 月销售均价（元/平）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

销售结构：聚焦三大核心城市圈及强二线城市

针对产品的性质与定位，公司将业务聚焦在京津冀、长三角、粤港澳大湾区核心城市及强二线城市，业务区域辐射全国 30 余个大中型城市，并成功拓展至澳大利亚、法国等海外市场，目前战略布局已初见成效。

近年来公司聚焦三大核心城市圈的效果显著，2019 上半年三大核心城市圈实现签约金额人民币 360.0 亿，同比增长 23.9%，占比近 90%。从各城市来看，北京为公司贡献了近一半的销售额，但权重逐渐降低；天津及

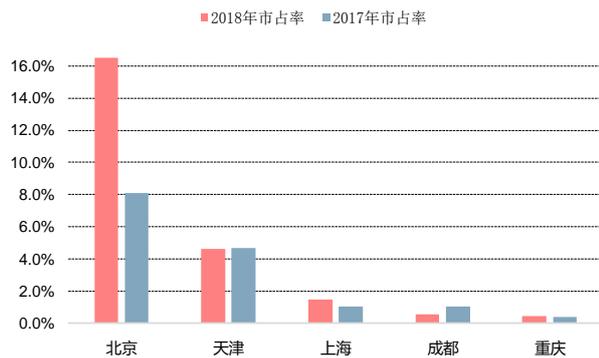
上海的业务份额正逐步扩大,两座城市 19 年上半年销售金额分别同比提升 74.4%、53.3%,份额同比增加 5.5pct、3.4pct,达 15.4%、12.6%。2019 年上半年公司在西南地区业务份额较低,重庆、成都合计占比仅占 4%。

从城市的市占率情况看,2018 年末公司在多数城市的市占率出现显著提升。其中,北京、上海和重庆的市占率同比提升 8.4pct、0.5pct 和 0.1pct,达 16.5%,1.5%和 0.5%;仅有天津和成都两城市占率同比略有下降。

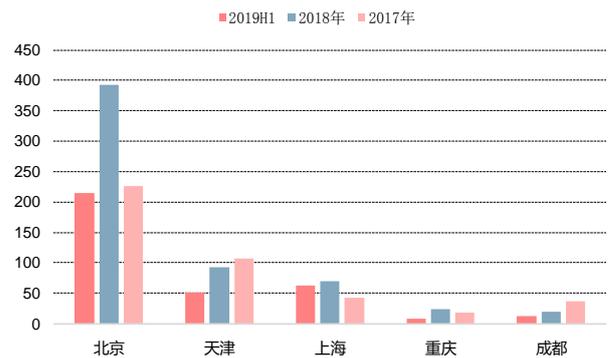
图表8: 2018 年部分核心城市销售情况

城市	销售额 (亿)	占销售额比重 (%)	该城市商品房销售额 (亿)	占该城商品房销售额比重
北京	392	55.5%	2,377	16.5%
上海	69	9.8%	4,752	1.5%
天津	92	13.1%	2,007	4.6%
重庆	24	3.4%	5,273	0.5%
成都	19	2.8%	3,633	0.5%

资料来源:公司公告,wind,中信建投证券研究发展部

图表9: 2018 年部分核心城市市占率


资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表10: 2017-2019H1 部分核心城市销售额 (亿元)


资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

产品定位: 中高端住宅为引领, 重点服务改善型客户

公司所开发的住宅产品线主要定位于改善型及首置型客户,旨在以中高端产品为引领,给客户以高品质的居住体验。近年来公司在深入调研市场的基础上,正大力推广“天禧”、“天阅”、“禧瑞”和“禧悦”四大产品线,通过差异化的产品、同样高品质的服务以满足不同客户群体的多样化需求,从而全方位提高公司产品的议价能力。

首创天禧——城市孤品。天禧系列聘请了全球顶尖的设计师李宝章、凯莉·赫本来操刀,以求将建筑和内饰呈现出符合当代城市审美的主流现代美学。住宅设计的匠心独运能传达出对“西式生活、东方礼序”的和谐追求。对于超高净值客户群体而言,他们对住宅产品的空间设计和整体品味有更高的标准和要求。而首创天禧作为公司高级改善型系列的巅峰之作,项目于 2004 年拿地,对标定位为世界级大都市地标豪宅,是满足该部分客户需求的杰出作品。

首创天阅——天赋匠心、阅见未来。天阅系同样作为公司高级改善型住宅产品的典范品牌,于公司在 2016 年 9

月发布。天阅系列项目坐落于城市核心区、致力于打造以高科技智能化配套和定制化服务体系为客户带来极值的人居体验，装修与住宅配套均对标国际一流水准，严格按照公司“首创造造 2020”战略标准来践行，旨在树立业界一流标杆。

图表11： 首创天禧



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表12： 首创天阅



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

首创禧瑞——禧瑞天成。禧瑞系列作为首创在城市成熟地带开发的精致别墅产品，在 2017 年 8 月发布。禧瑞系能在充满都市魅力和诗意人居生活中实现巧妙的平衡。该系列也是公司绿色人居理念的代表作，其设计和建筑理念透露出对绿色人居、对城市 and 自然肌理的透彻理解以及对土地资源的仰望尊重。

首创禧悦——极致人居、悦享天伦。禧悦系产品对标精致舒享的城市醇熟区，在历经品牌升级后于 2019 年推出。该品线以都市轻奢为理念追求，目标是打造有温度的住宅社区。该系列聚焦成长型置业族群对生活的多样化需求，同时寻求让项目所在区域一并成为具有高度发展潜力的成长板块，为客户带来城市居住价值的最大化提升。

图表13： 首创禧瑞



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表14： 首创禧悦



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

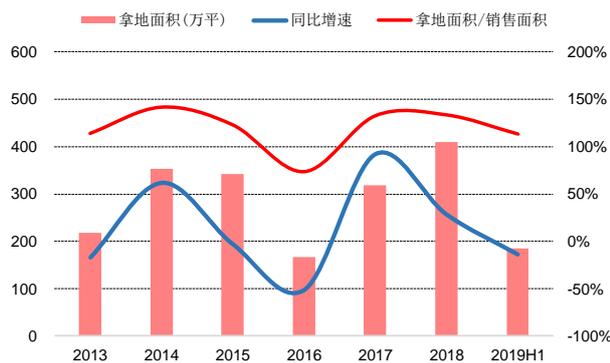
拿地：土储日益丰厚，聚焦京津冀、长三角与大湾区

拿地规模：持续补货，把握机会适时出击

2013至2019上半年，公司在抓住市场窗口期，全面加快存量资产盘活的同时保持了较为积极的拿地态度。2018年公司新获取27个优质项目，新增土地储备409.3万平，创2013年以来新高。2019上半年新增土储184.3万方，同比增幅有所回落，但拿地仍超过上半年销售面积，近年公司一直持续补充货源，将为未来顺利度过本轮周期打下坚实基础。

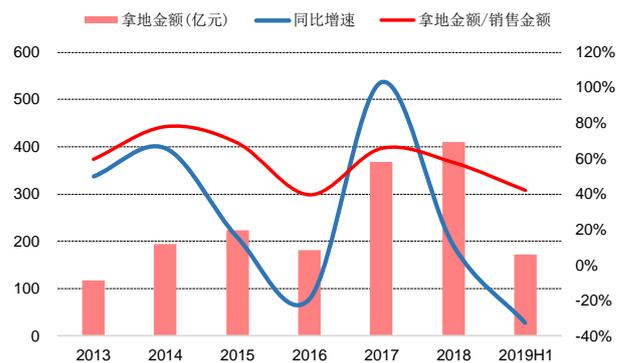
拿地金额方面，公司在2016-2018年不断加大资金用于获取优质项目，拿地资金在2017年同比增幅高达103%，2018年拿地金额409亿元，同比增长11%，再创新高。2019年上半年拿地投入171亿元，拿地建面184.3万平，金额与面积较去年同期有明显回落，主要由于上半年重点城市土地市场拿地竞争激烈，公司为避免拿高价地进行了回避。公司近年通过对行业市场环境的仔细研判，结合自身需求重点把握机会适时出击，自2016年以来，拿地金额销售占比基本维持在40%-60%的区间，整体力度适中偏强。

图表15：公司近年拿地面积情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表16：公司近年拿地金额情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

拿地结构：聚焦三大核心都市圈

在拿地区域布局方面，首创置业自上市以来顺应行业发展和宏观经济的变化，不断调整策略，迄今已明确聚焦京津冀、长三角及粤港澳大湾区核心都市圈及强二线城市的发展战略。

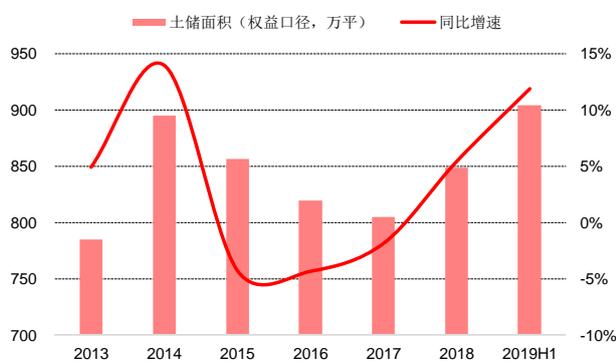
在上市初期，公司在大股东首创集团的支持下奠定了以中高档住宅项目为主的发展方针，深耕北京房地产市场，赢得了良好的口碑。随后公司把握市场机遇，在2004-2007年间以产品标准化的复制策略将多个优质和规划完善的住宅业务先后推广至天津及成都、重庆、西安等省会城市或直辖市。在此基础之上，公司逐步重视在环渤海、中西南以及长三角为三大重点发展区域，并进一步在沈阳、无锡等城市拓展市场。

从2013年起，首创置业订立了新的战略目标，以北京、天津、上海、成都、重庆作为五大核心城市重点发展。2013年公司新进入上海市场，标志公司在长三角区域取得重大突破，同年与法国夏斗湖城乡共同体签约合作中法经济贸易合作区项目；2014年公司与澳洲伙伴合作开发高档住宅，成功打入澳洲市场，2016年业务又进

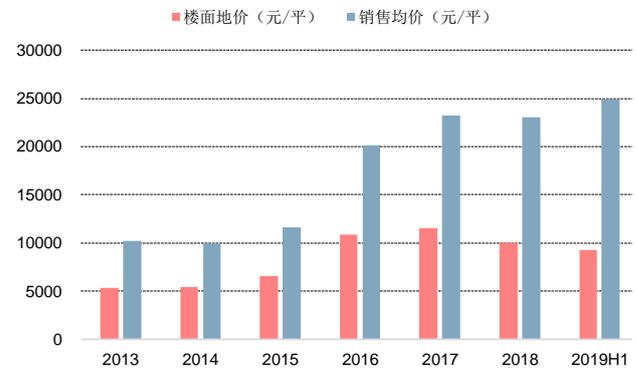
一步开展到澳洲第三大城市布里斯班，业务布局开始持续向海外有序扩张。

2017 年公司新获深圳龙华和杭州余杭项目，成功进入大湾区和长三角核心城市，同时标志公司在核心城市的布局初步完成。2018 年新进广州和佛山市场，公司在大湾区形成深圳、广州、佛山三核驱动的发展模式；2019 年上半年公司积极在发展活力和潜力较强的苏州、东莞、厦门等二三线城市新拓住宅项目，同时进一步推动完成旗下商业地产平台奥特莱斯业务在二十座城市开业的目标，进一步寻求更多的市场机遇。

在过去较长一段时间内公司的业务收入较大份额来源于京津冀地区，而由于房地产行业自身性质，依赖单一区域对公司经营而言蕴含较大的风险。当前，公司正推行三大核心城市圈战略，积极在相关区域目标城市积极拿地，有助于进一步帮助公司未来分散市场及政策风险，减少单一区域调控造成的不利影响。

图表17： 土地储备面积及增速（权益口径）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表18： 新增土地储备楼面地价


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

拿地方面，2019 年上半年公司新获取项目 13 个，总建面 184.3 万平，同比下降 14%；位于公司战略规划三大核心圈的项目占比 81.3%，继续维持在高位水平，符合公司的地区聚焦战略。土储方面，自 2015 年起公司权益土储面积增速逐年扩大，截至 2019 年上半年权益土储增速达 12%，创 2015 年来新高，权益面积稳定上升。

从区域结构来看，京津冀地区以土储占比 53% 位列公司三大核心地区首位，长三角和粤港澳大湾区其次，占比分别为 19% 和 7%；从能级结构看，公司大部分土储位于一二线城市，其中一线城市占比 49.2% 接近一半。截止上半年末，公司土储规模约为 1309 万平，权益土储 904.4 亿元，货值达 3102 亿元，当前土储规模可满足公司未来近 3 年的发展需要，未来发展所需货源充足，其中三大核心地区货值超 2450 亿元。

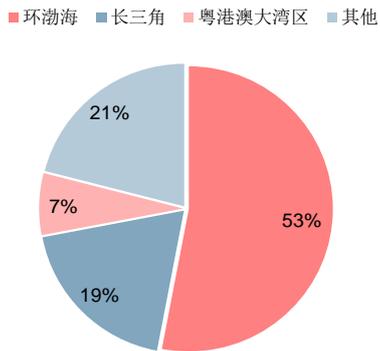
图表19： 首创置业上市来新进主要城市情况

时间	新进主要城市
2004	公司项目落地天津市场，布局环渤海湾区
2006-2007	新增成都、重庆和西安 3 个城市布点，京外复制的首个项目 A-Z 受到热捧
2013	新进入上海市场，标志公司在长三角区域取得重大突破；同年与法国夏斗湖城乡共同体签约合作中法经济贸易合作区项目，业务正式布局海外
2014	公司与澳洲伙伴合作开发高档住宅进入澳洲市场，为海外业务提供全新发展机遇
2016	海外业务新进入澳洲第三大城市布里斯班
2017	分别新增深圳龙华和杭州余杭项目，有效落地大湾区和长三角核心城市，标志公司核心城市布局初步完成

时间	新进主要城市
2018	通过新获和股权收购方式进入广州及佛山市场，进一步聚焦三大核心城市圈战略
2019H1	新增苏州、东莞、厦门等强二三线城市

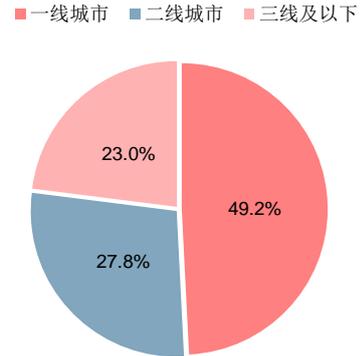
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表20：截至 2019H1 区域土地储备结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表21：截至 2019H1 能级土地储备结构



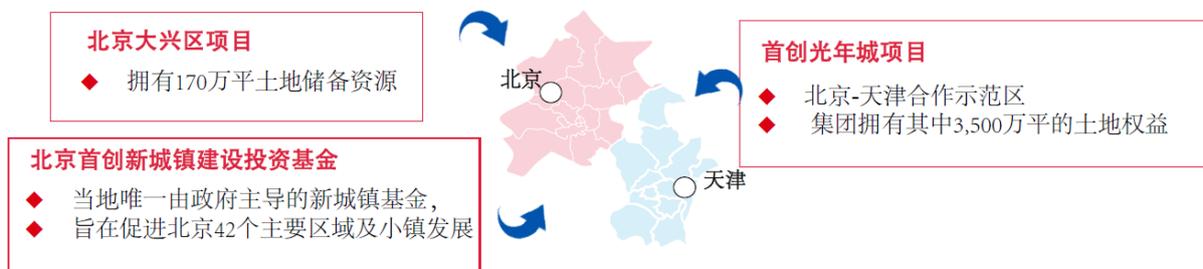
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

拿地方式：一二级联动和大股东资源支持，差异化低成本拿地能力突出

近年来首创置业抢抓土地市场窗口，主要采取一二级联动、并购、产业协同、合作开发等多元方式获取了大量低溢价优质项目，其中一二级联动已成为公司拿地模式的重要发力点。公司依托国企背景及大股东首创集团的协同优势，在京津冀成功打造了聚焦京津冀地区的一级开发平台，迄今已获得北京 CBD 呼家楼棚户区改造、北石槽棚户区改造、天津武清一级开发等标志性项目。2019 上半年公司又在北京地区以底价新增 3 个一二级联动项目，合计投资 67.4 亿元，总建筑面积达 53.5 万平方米，目前共计拥有一级项目 9 个在建和 15 个锁定，总建筑面积约 2800 万平米，价值超千亿。截至目前，公司一级开发项目二级土地转化率 80% 左右，计划未来在一级开发项目中实现二级土地转化率 60% 以上，预计为公司二级开发业务提供超 1600 万平的优质土地资源。

图表22：首创集团丰富的土地开发资源

首创集团在北京-天津-河北区域拥有大批高质量的土地储备资源



资料来源：公司推介材料

此外，北京地区国有企业和行政单位目前还拥有大量自有用地和“三老”物业，在非首都功能外迁的过程中，首创置业作为地方国企在一二级联动业务上还存有诸多合作和开发改造机会；公司大股东首创集团依托其

在基础设施建设及城市运营方面的业务布局，对首创置业获取天津武清土地一级开发、丽泽金融商务区、海淀永丰产业基地等多个核心优质项目起到了强大的助力和协同作用；此外首创集团在京津地区拥有大批优质土地储备，在条件适合的情况下可考虑注入首创置业，同时借助经中实业、新城镇基金的资源和政策优势，通过在京津地区非竞争性资源的获取来对公司业务形成有力的资源支持。

其他核心及创新型业务：奥莱与一级开发亮眼，创新领域未来可期

首创置业经多年稳健的发展，除传统的房地产住宅业务外，正大力开拓奥特莱斯综合体、土地一级开发、城市核心综合体三项核心业务以及高科技产业地产、文创产业、长租业务三大创新板块。

奥特莱斯业务：布局提速+精益运营

首创置业自 2009 年进入商业地产领域以来，其控股子公司首创钜大（股票代码 HK.1329）为发展奥特莱斯商用物业项目的经营主体。首创置业依靠该主体通过自建、并购等多种方式，在全国核心城市迅速布局，已成为当下开业规模多、布局最广的奥特莱斯运营平台。公司奥特莱斯项目的典范作品有北京房山奥特莱斯、海南万宁奥特莱斯、湖北武汉奥特莱斯以及山东济南奥特莱斯等。

截至 2019 年 12 月，首创奥特莱斯成功布局 17 个城市，已开业运营项目达 12 个。2013-2016 公司奥莱项目处于起步阶段，平均以一年 1 家的速度精益化运营。2017 年起奥莱业务迎来飞速发展时代，以每年 3-4 家的速度迅速扩张，奥莱业务“五年二十城”的目标基本实现，且已开业奥莱项目的经营能力得到不断优化。2019 上半年奥特莱斯业务累计实现营业收入 36.4 亿元，同比增长 54%；客流量大幅增至 1864 万人次，同比大幅增长 81%。

未来两年内公司还将新增开业多个奥莱项目。随着奥莱业务在战略核心城市的推进，公司计划未来结合多元化的金融工具，形成独具优势的“投一融一管一退”管理体系，同时推进建立奥莱基金，促进公司向轻资产模式转型，并推动公司从开发和运营商转变为深入参与商业运营和资产管理的企业，以期使公司奥莱业态布局和渠道更为完善。

图表23： 首创奥特莱斯项目开业情况和开业计划

年份	开业项目数	项目新开业情况
2013	2	北京房山、浙江湖州首创奥特莱斯开业
2014	1	海南万宁奥莱项目正式营业
2015	1	江苏昆山奥莱项目开业
2017	4	浙江杭州、江西南昌奥莱开业；海南万宁、江苏昆山奥莱二期开业
2018	3	湖北武汉、安徽合肥、河南郑州奥莱开业
2019 至目前	4	山东济南奥莱；北京房山奥莱二期；陕西西安、重庆奥莱项目开业
年份	计划开业数	未来开业计划
2020	1	云南昆明奥莱项目
2021	3	山东青岛、广西南宁、福建厦门奥莱项目

资料来源：公司官网

土地一级开发业务

凭借国有企业的地位优势及大股东首创集团的产业资源支持，土地一级开发已成为首创置业的另一项核心

业务。借助区域成片开发，有利于公司未来通过一二级业务联动以较低成本储备优质的土地资源，同时带动土地价值提升，为企业打造差异化的竞争力。

公司的土地一级开发业务主要集中在北京-天津-河北区域，去年还新增在河北张家口和北京怀柔驸马庄的一级开发和棚改项目。公司当前共有一级项目 9 个在建和 15 个锁定，占地面积超 3000 万平，总建筑面积约 2800 万平，价值超千亿。公司计划未来在一级开发项目中实现 60% 以上的一二级联动比率，预计将为二级开发业务提供超 1600 万平的优质土地资源。

今年上半年，首创置业以底价在北京地区新获 3 个一二级联动项目，总建筑面积逾 53.3 万平，合计拿地金额 67.4 亿元，其中石景山西黄村项目位于城市核心区域，周边拥有优质的教育资源、成熟商圈及较好的生态环境。公司在土地一级开发领域的联动优势业已显现。

图表24： 截止 2019 年 6 月已获得的一级开发项目

项目名称	总建筑面积（万平）
河北张家口一级开发项目	104.3
北京怀柔驸马庄棚改项目	21.9
北京顺义北石槽棚改项目	43.3
北京昌平东小口镇棚改项目	50.6
北京呼家楼项目大二期	56
北京平谷白各庄项目	25.3
北京石景山棚改项目	64.1
北京平谷金海湖项目	42.7
天津武清一期项目	300

资料来源：公司公告及推介材料，中信建投证券研究发展部

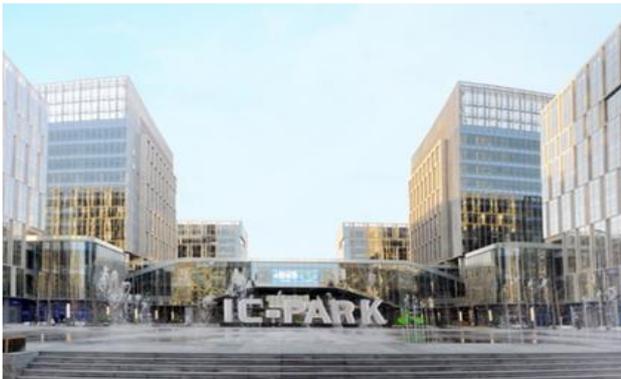
其他核心及创新型业务

除上述业务外，公司还聚焦北上广深等一线核心城市地铁上盖高端商业综合体项目，旨在通过与优质的合作伙伴联手整合项目主体土地、金融、品牌、营运在内的各项资源，为企业和投资者创造可观的增值收益和证券化核心资产。

同时，公司运用自身优势，利用市场存量集体用地，正在大力发展长租公寓业务，其中北京房山和园和天津双港和寓已于 2018 年先后开业，目前已达到满租状态。公司在文创业务方面，公司已打造“首创·郎园”和“首创·詠园”两大文创品牌，由砖墙厂房改造的郎园创业园，其入驻企业年产值已经实现 106 亿元；二环核心区的詠园，定位非遗创新发展平台示范园也已顺利开业。此外，高科技产业园方面，公司旗下位于中关村的 IC-Park 项目于去年 11 月开园，目前已有超 30 家高新技术企业入驻，产业园年产值预计超过 270 亿元，也是公司在高科技产业地产领域发力的一大体现。

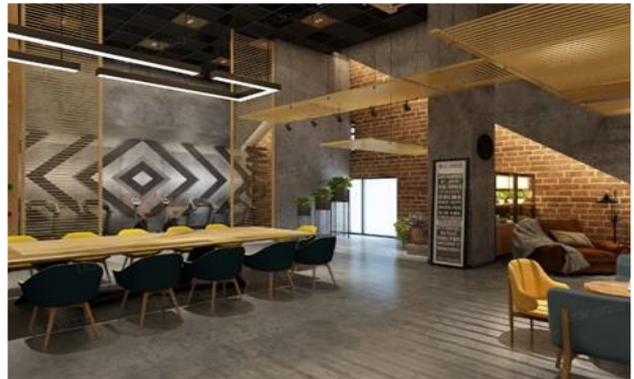
此外，公司在“首创制造 2020”战略的指导下，近期已成立全资物业管理公司——首置物业。首置物业旨在延续“首创制造 2020”的“4 精”品质，以多生态物业服务、多类型增值服务等为服务内容，采用服务自身项目+外拓项目相结合的方式，计划覆盖住宅、奥特莱斯综合体、产业园区、存量资产运营等多类型业态。新公司未来计划管理规模达 1500 万平方米以上，并择机考虑物业板块的分拆上市，从而有效服务首创置业双千亿生态链战略目标的达成，进一步提升品牌知名度和企业影响力。

图表25： 中关村 IC-Park 实景图



资料来源：公司官网

图表26： 天津双港和寓实景图



资料来源：公司官网

财务分析

盈利能力：波动性上升，持续改善

公司在 2012-2014 年间综合毛利率基本维持在 25% 左右，但受业务区域布局影响，2015-2016 年的毛利率降至 12% 附近，随后 15-16 年核心城市房价上涨带动公司 17 年毛利率回升至 25%。19 年上半年综合毛利率进一步提升至 33%，边际有效改善。

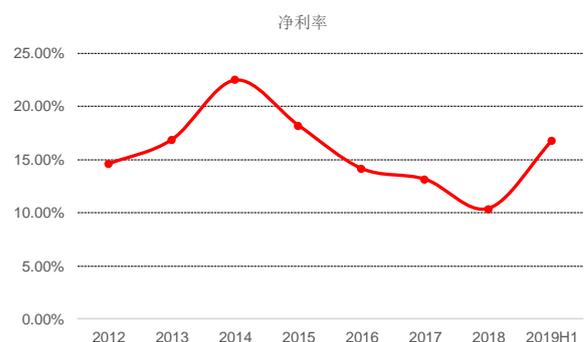
净利率方面，2012-2014 年公司净利率不断提升，随后几年转呈下行趋势，净利率在 2018 年末触及 10.4% 的谷底后于今年出现明显改善，上半年净利率较年初大幅回升至 17% 附近。截至今年上半年末，净利率已较年初回升 6.4pct，呈现修复和增长态势。

图表27： 公司综合毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表28： 公司净利率

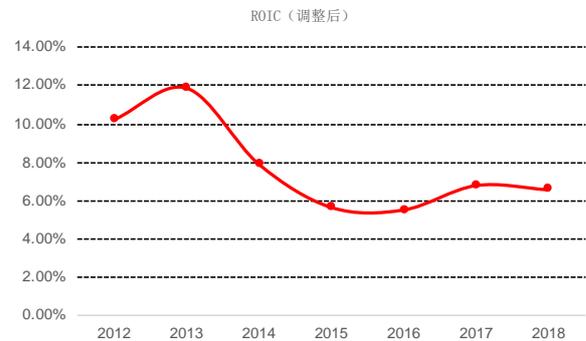


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从 ROE 来看，采用剔除投资物业公允价值变动损益和汇兑损益影响的净利润除以平均净资产得到的调整后的 ROE 显示，首创置业在 2013 年-2015 年间 ROE 出现阶段性下滑，但自 2016 年起 ROE 又呈恢复性增长态势，并在近两年回归至 6% 水平附近。从资本投入产出比即 ROIC 的角度来看，2013 年-2015 年间该比值也呈阶段性下降趋势，但随着 2016 年 ROIC 的企稳，公司 ROIC 在 2017、2018 年有所修复，目前已回升至 6.6% 以上水平。

图表29： 公司经调整 ROE

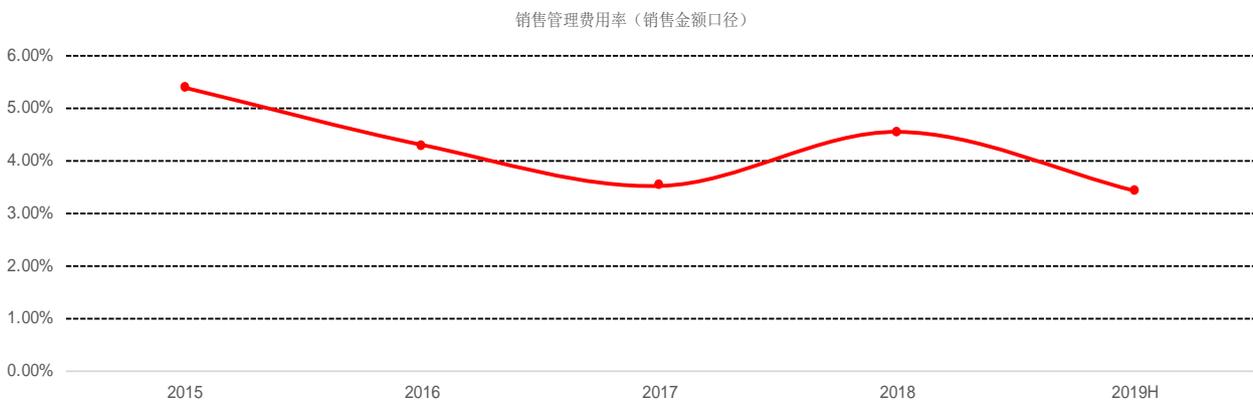

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表30： 公司经调整 ROIC


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

费用管控能力：整体有所提升

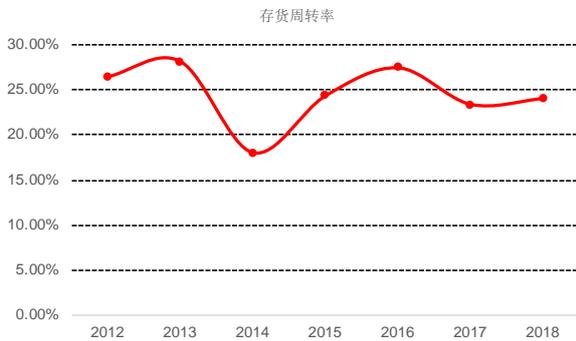
此处采用销售金额口径的销售管理费用率来衡量公司费用管控效率。销售金额口径的销售管理费用率自2015年呈现稳步下降态势，从3.3%降至2017年的2.3%，费用管控效率有所提升；但2018年在市场下行压力之下，销售管理费用率略微回升至2.4%，19年上半年度核心城市市场略有回暖后费用占比开始呈下探趋势。

图表31： 销售管理费用率（销售金额口径）


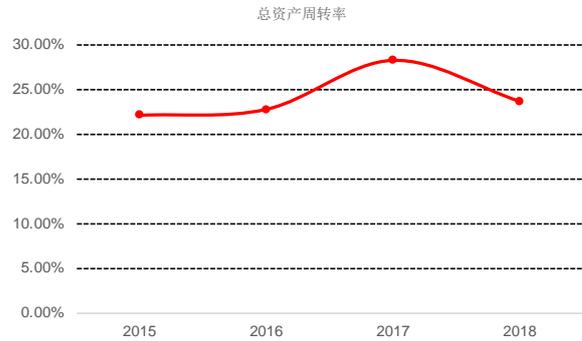
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

周转效率：保持稳定

周转效率来看，存货周转率在2012年为0.27，处于行业中等水平，此后除2014年因市场下行有所下降外，周转率基本保持在0.23-0.28区间的稳定水平。从销售金额口径的总资产周转率来看，近年来周转率维持在20%-30%区间，总体来看稳中有升。

图表32： 存货周转率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表33： 总资产周转率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

杠杆和融资：杠杆水平较高，融资成本具备优势

公司短债压力从 2017 年起突破 100%，2017、2018 及 2019 年上半年分别为 121.8%，104%，68%，2017-2018 两年间短债压力处于较高水平，但 2019 年上半年由于货币现金的增加使得短债压力较 2018 年末大幅降低 39.6pct 至 68.1%，时隔三年后再次回到现金覆盖短债的状态，偿债能力有所好转。

公司净负债率在过去几年呈上升态势，2019 年上半年净负债率为 156%，较年初有所改善，但仍高于行业平均水平。对此，公司已计划开展多方面空负债举措，包括全面严抓销售回款、盘活存量沉淀资产、坚持稳健安全的投资策略，以经营回款量定土地投资规模等措施，争取将负债率控制在相对合理的水平。

图表34： 短债压力


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表35： 净负债率

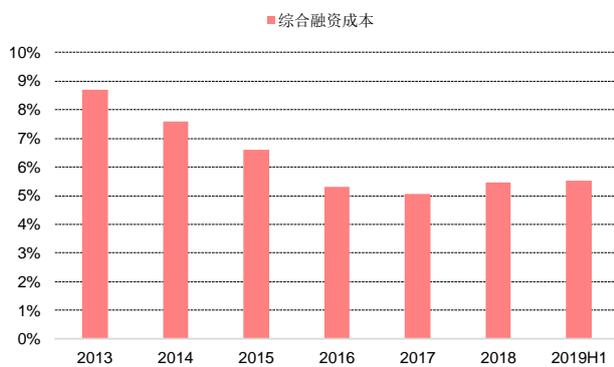

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

融资方面，从 2013 年来，公司根据行业形势的变化，凭借稳健的业务表现和深厚的国企背景，保持了多元畅通的融资渠道。公司综合采用了债券、险资、资产证券化、供应链金融、建立自营金融平台、供股计划等融资方式，融资渠道不断拓宽，且综合融资成本也得到持续优化，综合融资成本自 2013 年起已连续四年下降，由 8.7% 降为 2017 年的 5.07%。由于 2018 年国家房地产行业调控持续加码，地产融资不断收紧，公司综合融资成本有所回升。截至 2019 年上半年，公司的综合融资成本为 5.53%，融资成本仍处于行业较低水平。

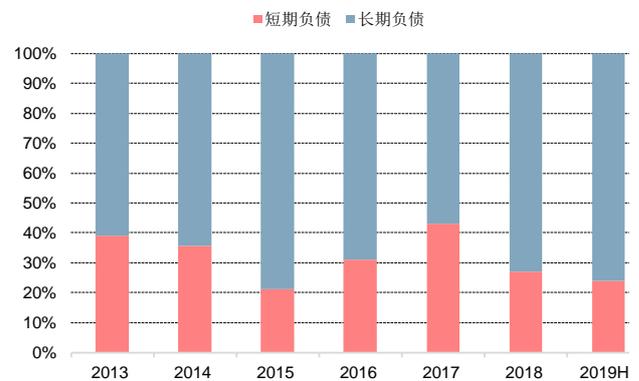
公司近年在海内外资本市场发债表现优异，尤其在公司债、美元债等品种上具有明显的成本优势。2018 年发行票面利率为 3.875% 的 5 亿美元债，创当年最低美元债发行利率；同年发行的二期公司债，创年内同期限房

企公司债券利率新低；公司同年还完成首单供应链融资，利率低至 3.88%；2019 年上半年成功发行利率最低为 4.16% 的 80.9 亿公司债，创同期业内公司发行利率新低。此外，公司近期还设立了 30 亿美元中票及永续证券计划，并在今年 11 月成功发行 5 亿美元的永续证券用于置换未来一年内到期的中长期债务。

在债务结构方面，2015 年开始公司短债比率有所上升，但从 2018 年到今年上半年末，公司长债比例不断扩大，债务出现长期化趋势，债务期限结构持续优化；在当前地产融资收到较强政策约束的环境下，公司仍能通过多渠道以较低成本进行融资并进一步优化债务期限结构，进一步彰显了债权人对和股东对公司前景的充足信心。

图表36： 公司综合融资成本


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表37： 债务期限结构


资料来源：中信建投证券研究发展部

市场化机制：长期激励基金计划+项目跟投并行

首创置业于 2007 年 9 月实行长期激励基金计划，希望通过该计划提高运营绩效及对企业核心骨干的吸引力，实施效果良好。公司去年对该计划的部分内容进行了修订，变动内容涉及从净利润基准中扣除与持有物业评估增值相关的因素，调整了激励基金计提指标值等内容。此次修订后的激励计划更加适应公司所处行业发展形势与战略的变化，能更为有效的发挥激励计划在保留和激励核心业务骨干方面的长期作用，体现出企业对业务人才的高度重视，有助于推动公司战略目标的最终实现。

公司还在 2019 年 1 月 1 日起开始推行全新的项目跟投计划，其范围涵盖了公司所有的新投资项目，要求所有一级分公司的管理层和总部的中层领导必须参与，以促进项目的运营效率及员工和企业的共同发展。截至 2019 年上半年末已有 380 人参与了该计划，员工累计投资额达到 3600 万人民币，跟投计划积极效应已初步显现。

公司作为京津冀区域龙头，随着对京津冀、长三角、大湾区三大城市群核心城市的布局完成，过往单一区域经营风险已明显分散，公司经营和业绩稳定性有所增强。深耕和拓展核心城市的布局策略以及充沛的储备货值也将有力保障公司销售持续稳健增长。公司在一级土地开发、奥莱商业运营和城市综合体开发方面具备丰富资源和经验，一二级联动、集团潜在存量资源注入和综合体方式等非市场化拿地能力突出，后续将进一步改善公司利润率水平。此外，公司还建立起长期激励计划和项目跟投机制，将与公司薪酬制一起在长中短期激励管理层和员工与公司共同成长。预计 2019-2020 年公司 EPS 为 0.75 元、0.96 元，参考过去一年公司估值水平以及未来业绩情况，给予 2019 年业绩 4.2 倍 PE，目标价 3.20 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

财务报表预测
利润表

指标名称 (单位: 亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	232.57	271.13	335.83	419.18
营业成本	169.49	188.36	234.32	294.82
营业税金及附加	21.73	29.28	33.92	41.92
销售费用	6.09	7.10	8.79	10.98
管理费用	10.7	10.85	11.75	14.67
财务费用	28.69	27.66	31.23	36.47
资产/信用减值损失	1.41	1.64	2.04	2.54
公允价值变动收益	4.11	7.72	4.58	5.72
投资净收益	32.35	23.05	28.55	35.63
资产处置收益	0.06	0.00	0.00	0.00
净敞口到期收益	0.07	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.54	1.01	1.67	1.54
营业利润	31.6	38.03	48.58	60.68
营业外收入	0.16	0.19	0.23	0.29
营业外支出	0.16	0.19	0.23	0.29
利润总额	31.6	38.03	48.58	60.68
所得税	7.43	9.51	12.14	15.17
净利润	24.17	28.52	36.43	45.51
归母净利润	19.23	22.69	28.99	36.21
少数股东损益	4.94	5.83	7.45	9.30
EPS	0.64	0.75	0.96	1.20

资产负债表

指标名称 (单位: 亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	217	256	333	416
交易性金融资产	30	35	46	58
应收款项合计	276	326	423	529
存货	754	890	1157	1446
其他流动资产	98	116	150	188
固定资产净值	3	4	5	6
权益性投资	51	60	78	98
其他长期投资	243	287	373	466
其他非流动资产	25	29	38	48
总资产	1,697	2002	2603	3254

应付账款及票据	95	112	146	182
应交税金	31	37	48	59
短期借贷及长期借贷当期到期部分	234	276	359	449
其他流动负债	278	328	426	533
长期借贷	635	749	974	1218
其他非流动负债	42	50	64	81
总负债	1,315	1552	2017	2522
普通股股本	30	30	30	30
储备	256	307	409	518
其他综合性收益	5	6	8	10
少数股东权益	91	107	140	174
所有者权益	382	451	586	732
现金流量表				
指标名称（单位：亿元）	2018	2019E	2020E	2021E
归母净利润	19.23	22.69	28.99	36.21
运营资金调整		-208	-409	-443
其他调整		-80	-157	-170
经营活动产生的现金流量净额	-61	-265	-537	-577
投资活动产生的现金流量净额	-117	-59	-116	-125
债务净增加		156	308	333
其他筹资活动产生的现金流量净额		207	422	452
筹资活动产生的现金流量净额	215	363	730	786
现金流量净额	37	39	77	83

分析师介绍

万炜：能源交运首席分析师，华中科技大学经济学硕士，2014年加入中信建投证券研究所，2015年、2016年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员，2017年新财富电力公用事业入围，2018年金牛奖电力公用事业最佳行业分析师。

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015年加入中信建投房地产研究团队，曾获2015年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科 - yinhuanke@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859