

深耕北京资源充足，财务稳健逆势增长

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 背靠城建集团产业资源雄厚，公司资金充沛，现金短债比连续五年维持绿档。2) 快周转加速楼盘去化，1-5月销售金额同比增长86%，增速领跑行业。3) 核心城市逆势扩充土储，北京市货值2115亿元位于行业首位，未来集团内部地产资产有望注入。
- **业绩表现稳健，财务优势突出。** 2022年公司实现营业收入246亿，同比增长1.6%；归母净亏损9.3亿，主要来自非主业对外投资亏损。2022年公司平均融资成本4.67%，现金短债比1.3，连续5年维持绿档。公司在手现金充沛，2022年销售回款率达100%，经营性净现金流达到83.4亿元，同比增长170%。
- **快周转加速楼盘去化，核心城市逆势扩充土储。** 2022年公司合同销售额303亿元，同比增长18%，销售均价高达58474元/平米，同比增长76.6%。销售签约额位居北京2022年度销售排行榜第二名、中国房企销售额百强榜第69名。公司坚持“快周转、去库存”思路，新入市楼盘去化加速，推盘的国誉万和城项目2022年成交套数、成交金额连续10个月为丰台区销冠，整体去化率达到80%。可见公司深耕北京区域、打造高端豪宅战略卓有成效。2022年公司逆势投资，积极参与土地竞拍，共新增15个项目，多以底价获取，新增土储面积103万方，同比增长21.1%。2022年公司持有待开发土地和一级土地项目的总计容建面482万平中，北京占比达78.75%。城建集团拟将住总集团旗下房地产板块交由公司托管，待资产注入后公司综合实力及资源储备将进一步增强。
- **多元业务协同发展，战略布局纵深推进。** 1) **商业地产:** 截至2022年底，公司商业地产已租赁面积38万平方米，出租率为76%，商业经营额达5.3亿元，同比增长43.2%。2) **文旅地产:** 黄山项目成立首联平台公司，高站位高标准推进酒店方案设计等工作；云蒙山景区全年累计接待游客约35万人次，景区影响力逐步扩大。3) **对外投资:** 公司对外股权投资管理持续优化，未来随着非主营业务的影响的减弱，公司有望实现业绩好转。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2023-2025年归母净利润复合增速为41.2%。考虑到公司深耕核心城市，业务储备丰富且增速较高，给予2023年0.8倍PB，目标价7.16元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险、金融资产公允价值变动风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24561.88	27059.18	30037.56	33049.75
增长率	1.56%	10.17%	11.01%	10.03%
归属母公司净利润(百万元)	-926.18	1032.18	1308.30	1503.03
增长率	-244.43%	211.44%	26.75%	14.88%
每股收益EPS(元)	-0.41	0.46	0.58	0.67
净资产收益率ROE	-3.22%	3.81%	4.65%	4.99%
PE	-13.50	12.11	9.56	8.32
PB	0.45	0.43	0.42	0.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.57
流通A股(亿股)	22.57
52周内股价区间(元)	3.32-5.7
总市值(亿元)	125.01
总资产(亿元)	1371.12
每股净资产(元)	9.11

相关研究

目 录

1 背靠城建集团资源雄厚，业绩平稳资金充足	1
1.1 集团实力雄厚，人才储备提质增效.....	1
1.2 经营业绩稳健，财务优势突出.....	2
2 开发业务：销售额稳健增长，逆势扩充土储	4
2.1 销售额逆势增长，楼盘去化加速.....	4
2.2 逆势扩充土储，棚改项目逐渐释放.....	7
3 多元业务：商业地产持续发力，文旅项目纵深推进	9
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 北京城建集团具有丰富的城市建设经验.....	2
图 4: 北京城建集团具有完整的产业链.....	2
图 5: 公司员工数量及本科及以上学历职工占比.....	2
图 6: 公司人均创收明显提升.....	2
图 7: 2022 年实现营收 246 亿元 (+1.6%).....	3
图 8: 2022 年实现归母净利润-9.3 亿元 (-244%).....	3
图 9: 2022 年公司综合毛利率下滑至 13.7%.....	3
图 10: 2022 年公司净利率下滑至-3.6%.....	3
图 11: 2018 年-2022 年公司三费率降低明显.....	4
图 12: 2022 年公司经营性净现金流 83.4 亿元.....	4
图 13: 2022 年现金短债比维持绿档.....	4
图 14: 2022 年期末融资总额 556 亿元, 平均融资成本 4.7%.....	4
图 15: 5 月百强房企商品房销售金额同比+5%.....	5
图 16: 5 月百强房企商品房销售面积同比-23%.....	5
图 17: 2022 年公司合同销售额 303 亿元 (+18%).....	5
图 18: 2022 年公司销售面积 51.9 万方 (-33.2%).....	5
图 19: 2023 年 1-5 月北京房地产企业销售金额 TOP5.....	6
图 20: 公司可售项目分布.....	6
图 21: 2022 年北京区域收入占比近 88%.....	6
图 22: 2022 年公司销售均价高达 58474 元/平米.....	6
图 23: 国誉燕园项目开盘热销.....	7
图 24: 国誉万和城项目.....	7
图 25: 2022 年公司存货周转天数下降至 1590 天.....	7
图 26: 2022 年公司应收账款周转率 219 次.....	7
图 27: 2022 年公司新增土储面积 103 万方 (+21.1%).....	8
图 28: 公司拿地数量.....	8
图 29: 待开发 (不含一级) 土储规划计容建筑面积.....	8
图 30: 土地一级开发及棚改项目规划计容建筑面积.....	8
图 31: 规划计容建筑面积城市分布.....	9
图 32: 北京市货值排行榜.....	9
图 33: 商业地产持有面积持续提高.....	9
图 34: 商业地产经营额持续提高.....	9
图 35: 商业地产业态占比.....	10
图 36: 商业地产平均出租率.....	10
图 37: 云蒙山风景区.....	10
图 38: 东黄山国际度假小镇.....	10
图 39: 公司公允价值变动损益.....	11
图 40: 公司投资净收益.....	11

表 目 录

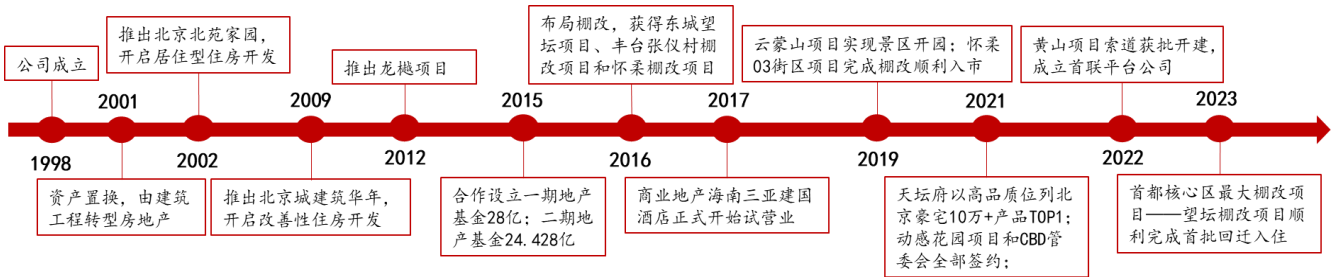
表 1: 分业务收入及毛利率	11
表 2: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 背靠城建集团资源雄厚，业绩平稳资金充足

1.1 集团实力雄厚，人才储备提质增效

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“城建发展”）成立于1998年，是一家以房地产开发经营为主业的大型专业品牌地产商。开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼、文旅等多种业态，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚、黄山等城市，逐步形成了以龙樾和国誉府系列的高端品牌。近年来，公司行业地位和“北京城建地产”品牌影响力持续上升，综合实力、财富创造能力、财务稳健性三项指标多次进入“中国房地产上市公司TOP10”，连续多年获得中国房地产开发企业500强，中国房地产上市公司综合实力100强，中国房地产开发企业品牌价值50强，中国房地产公司品牌价值TOP10（国企）等荣誉。

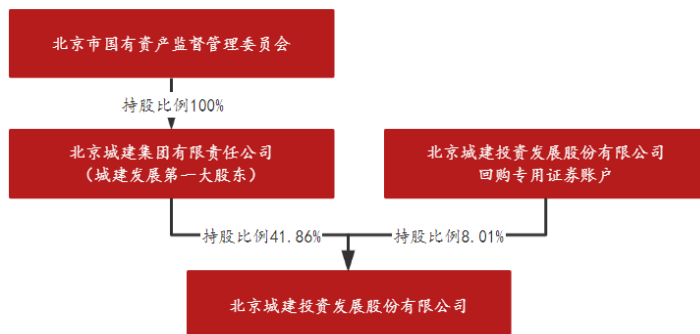
图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

背靠千亿国匠品牌，发挥集团产业链优势。公司第一大股东为北京城建集团有限公司（以下简称“北京城建”），持股比例41.86%，由北京市人民政府国有资产监督管理委员会全资设立。北京城建2022年实现营业收入1481亿元，拥有城建工程、城建地产、城建设计、城建园林、城建置业、城建资本、城建文旅、城建国际、城建服务等九大产业，完整覆盖从前期投资规划到后期服务运营，参与国家大剧院、大兴国际机场、世园会中国馆、故宫博物馆、鸟巢、双奥工程建造等40余座国家地标工程，是“ENR全球及国际工程大承包商”之一，荣获“中国最具影响力企业”荣誉称号。现有总资产超过3500亿元，全资、控股子公司28家，包括A股上市公司1家，H股上市公司2家。

图2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

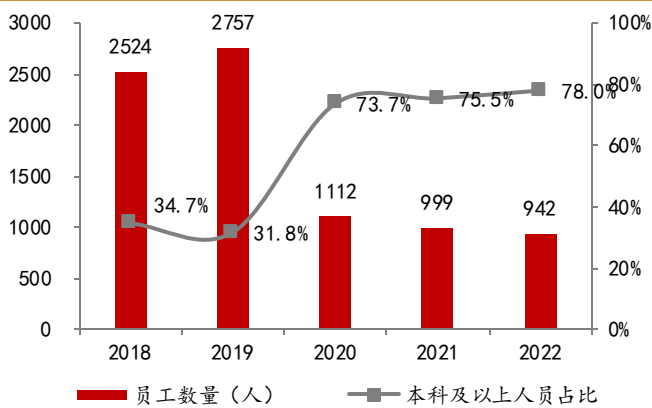
图 3：北京城建集团具有丰富的城市建设经验


数据来源：公司官网，西南证券整理

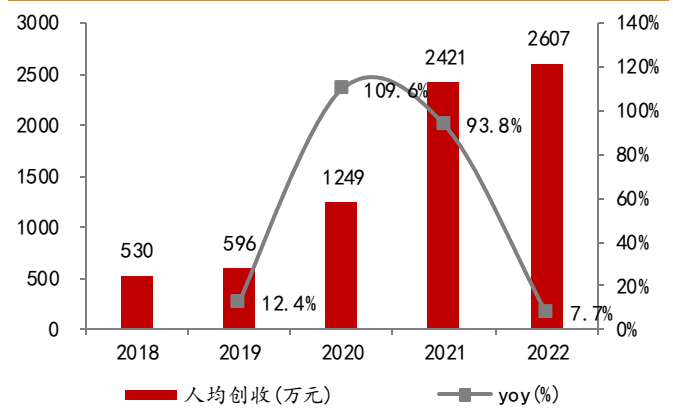
图 4：北京城建集团具有完整的产业链


数据来源：公司官网，西南证券整理

高质量的人才储备提高整体效能。公司超半数高管曾就读国内外知名高校获得硕博学历，整体员工质量也在不断提升，2019-2022 年公司员工数量由 2524 名精简至 942 名，本硕博占比由 34.7% 持续攀升至 78.0%。2022 年人均创收再度创新高，达 2607 万元，同比增长 7.7%，2019-2022 年 CAGR 达到 44.6%。

图 5：公司员工数量及本科及以上学历职工占比


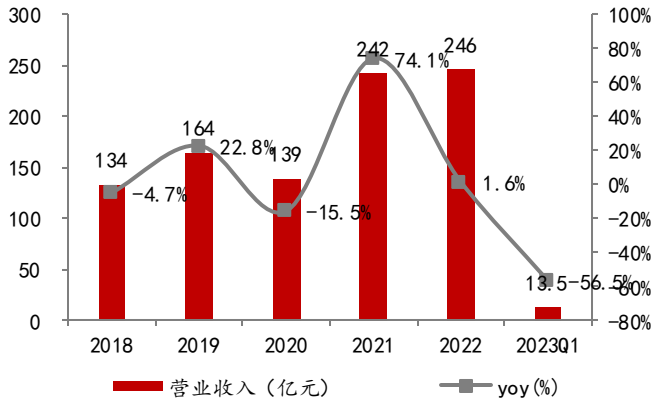
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司人均创收明显提升


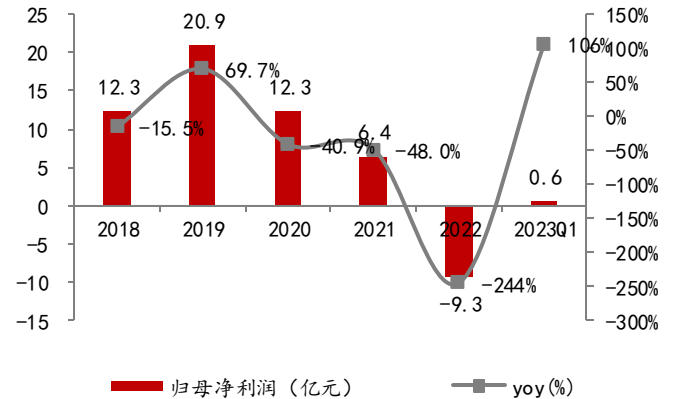
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 经营业绩稳健，财务优势突出

业绩表现稳健，一季度业绩扭亏为盈。2022 年公司实现营业收入 246 亿，同比增长 1.6%，5 年 CAGR 达到 16.4%。公司营收增长源于地产结算规模的大幅提升，在经济下行、行业筑底、多数规模房企深陷负增长的形势下，保持收入稳健增长。归母净亏损 9.3 亿，主要来源于非房地产业务：1) 公司所持有的国信证券、锦州银行等金融资产股价下跌，导致公司公允价值变动损益为 -7.6 亿元。2) 公司参股子公司中科招商所持有的南微医学等金融资产股价下跌，导致公司权益法核算的该公司投资收益为 -7.7 亿元。2023 年 Q1，公司实现营收 13.5 亿元，同比减少 56.5%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增加 106%，扭亏为盈。

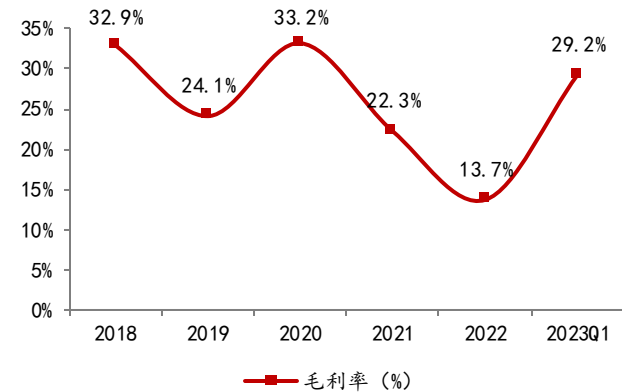
图 7：2022 年实现营收 246 亿元 (+1.6%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

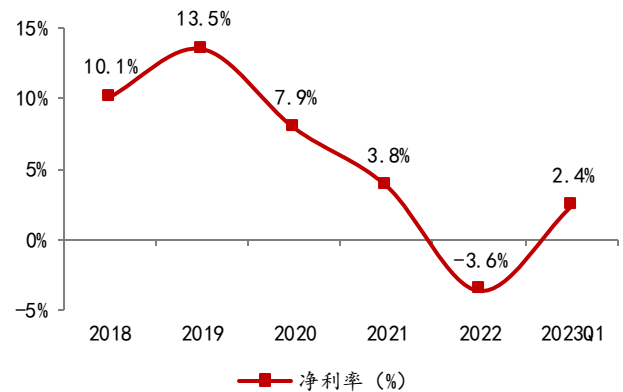
图 8：2022 年实现归母净利润-9.3 亿元 (-244%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

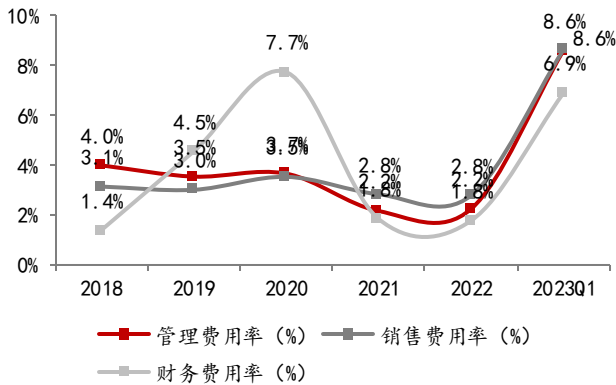
毛利率有所下滑，费用管控成效显著。2022 年公司毛利率为 13.7%，同比下降 8.6pp，但盈利质量不断提高，随着棚改项目陆续入市、销售，公司资金快速回笼，销售回款增加，2021 年经营性净现金流转正，2022 年达到 83.4 亿元，同比增长 52.5 亿元，创历史新高。受益于债务及员工结构优化和运营效率提高，公司 2022 年三费率保持较低水平，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.8%、2.2%、1.8%，三项费用率合计为 6.8%，三费率下降有效对冲毛利率下行。

图 9：2022 年公司综合毛利率下滑至 13.7%


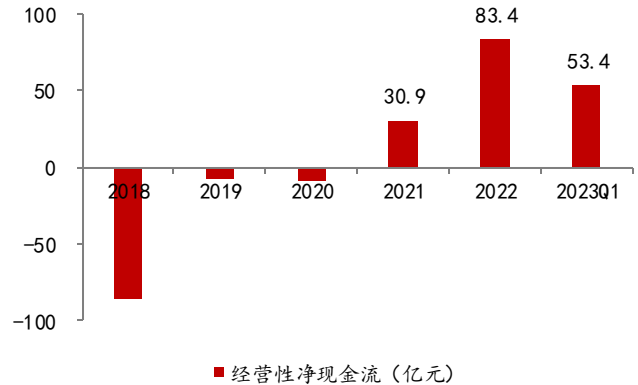
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2022 年公司净利率下滑至-3.6%


数据来源：公司公告，西南证券整理

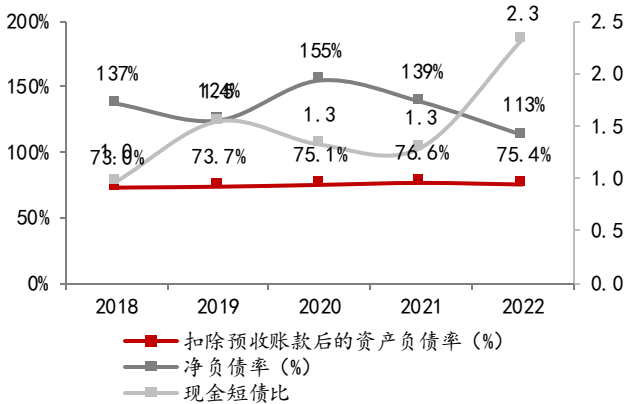
图 11：2018 年-2022 年公司三费率降低明显


数据来源：公司公告，西南证券整理

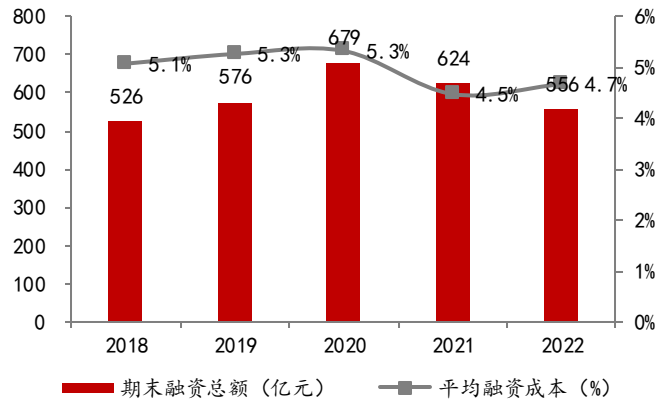
图 12：2022 公司经营净现金流 83.4 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

融资成本明显降低，三条红线持续优化。公司在行业下行期间融资规模保持平稳，2022 年期末融资总额 556 亿元，平均融资成本 4.67%。2022 年公司公开发行两期公司债券，利率分别为 3.25%、3.22%，较 2020 年 3.5% 显著降低；发行六期定向债务融资工具，利率 3.28%-3.77%，较 21 年 3.55%-4.1% 明显下降。付息能力强，在手现金充沛，2022 年现金短债比为 1.3，连续 5 年维持绿档。2022 年剔除预收后的资产负债率、净负债率分别为 75.4%、113%，偿债能力持续优化。

图 13：2022 年现金短债比维持绿档


数据来源：公司公告，西南证券整理

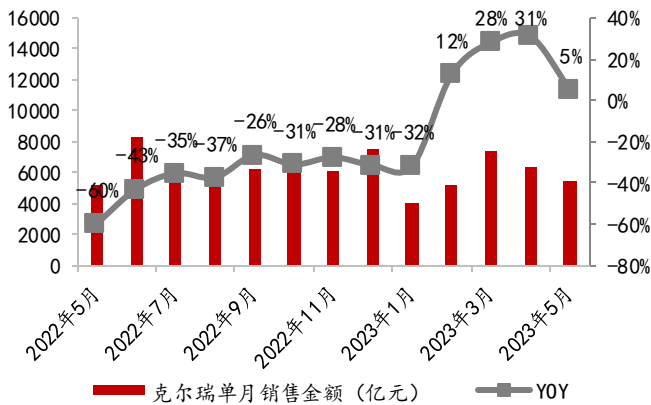
图 14：2022 年期末融资总额 556 亿元，平均融资成本 4.7%


数据来源：公司公告，西南证券整理

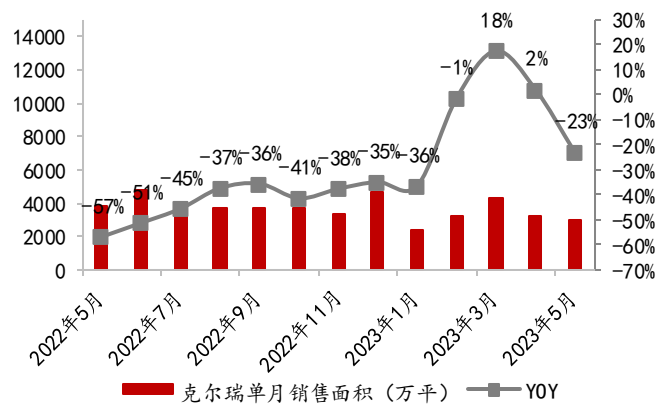
2 开发业务：销售额稳健增长，逆势扩充土储

2.1 销售额逆势增长，楼盘去化加速

地产销售复苏动能仍较为疲弱。根据克而瑞数据监测，2023 年 5 月百强房企全口径销售金额 5492 亿元，同比+5.3%，环比-14.5%，全口径面积 2952 万方，同比-23.0%，环比-9.4%。累计来看，1-5 月累计销售金额 28548 亿元，同比+8.2%，累计销售面积 16084 万方，同比-9.0%。5 月重点 30 城住宅成交面积环比-8%，同比+22%，4 月以来重点城市新房市场热度普遍出现下滑，5 月仍延续环比回落态势，销售复苏动能依然疲弱。

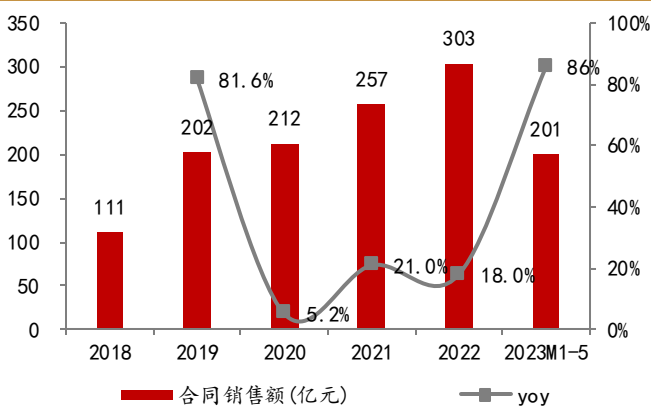
图 15: 5 月百强房企商品房销售金额同比+5%


数据来源: 克尔瑞, 西南证券整理

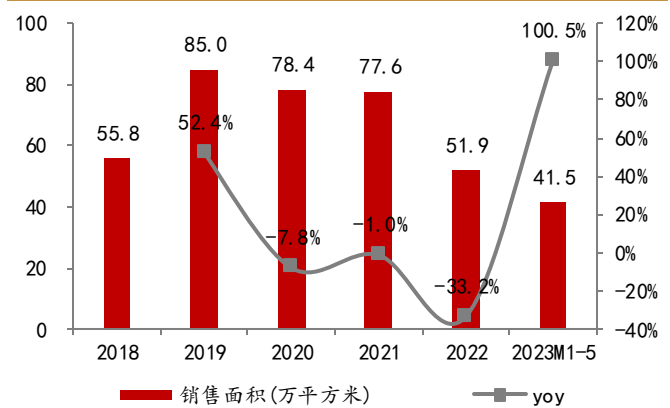
图 16: 5 月百强房企商品房销售面积同比-23%


数据来源: 克尔瑞, 西南证券整理

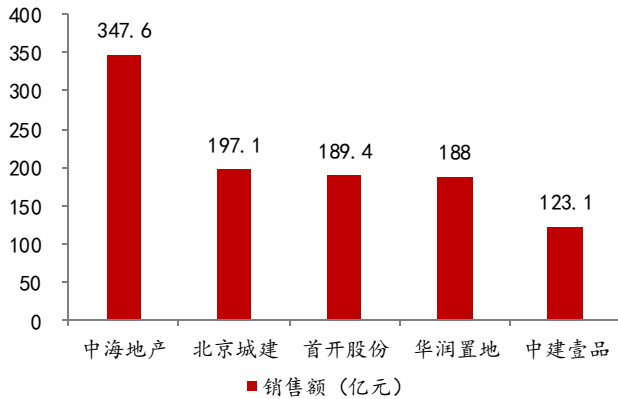
聚焦国都北京，销售额逆势增长。在整体市场趋于下行背景下，公司坚定去化目标，灵活销售策略，坚持线上、线下多渠道立体营销，2022 年销售签约额、销售回款额再上新台阶，位居北京 2022 年度销售排行榜第二名、中国房企销售额百强榜第 69 名。2022 年合同销售额 303 亿元，同比增长 18%，销售面积 51.9 万平方米，同比减少 33.2%。根据中指院的数据，公司 1-5 月实现销售金额 201 亿元，同比增长 86%，销售面积 41.5 万方，同比增长 100%，增速领跑行业。公司深耕北京市场，1-5 月销售金额和面积分别处于北京市第二和第三位。截至 2022 年底，公司并表口径剩余可售面积合计 115.65 万平方米，平均去化率为 85.27%，可售项目主要位于北京（占 64.57%）、重庆（占 11.27%）、成都（占 8.66%）和天津（占 8.45%）等地区，以一二线城市为主。

图 17: 2022 年公司合同销售额 303 亿元 (+18%)


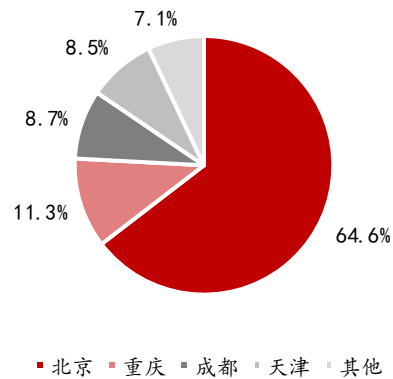
数据来源: 公司公告, 中指院, 西南证券整理

图 18: 2022 年公司销售面积 51.9 万方 (-33.2%)


数据来源: 公司公告, 中指院, 西南证券整理

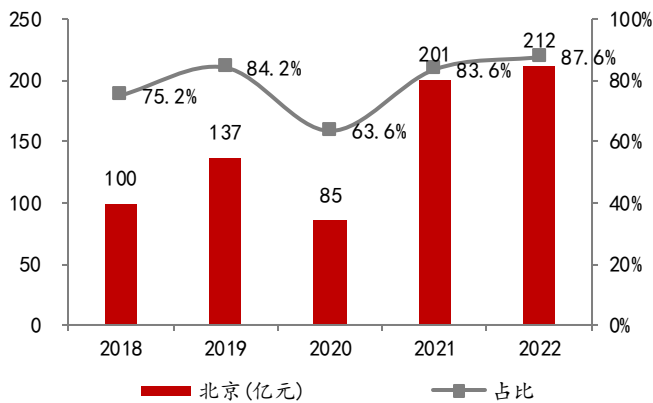
图 19: 2023 年 1-5 月北京房地产企业销售金额 TOP5


数据来源: 中指院, 西南证券整理

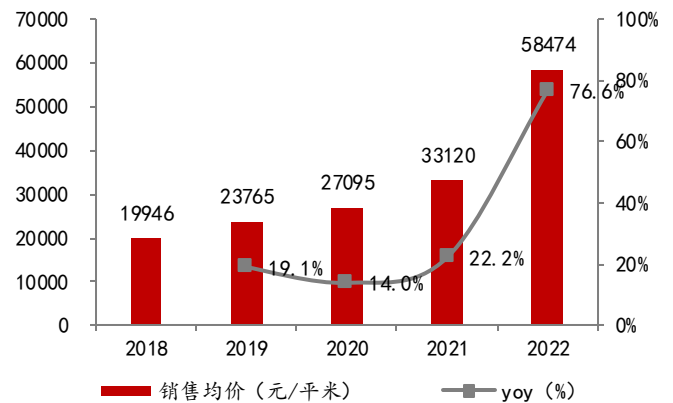
图 20: 公司可售项目分布


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

定位高端品牌, 销售均价节节攀升。22 年北京区域实现营业收入 212 亿元, 占比高达 87.6%, 且自 2018 年来北京地区收入占总营收比例均超 60%。新推盘“北京城建·国誉燕园”项目借助毗邻海淀、北大昌平校区的地域优势, 推出了均价 3 万+, 建面约 58-127 平方米的一至四居精装洋房, 11 月首开后 482 套房源全部售罄。国誉万和城项目是北京城建与远洋公司联合打造的高品高端大宅, 2022 年成交套数、成交金额连续 10 个月为丰台区冠军, 整体去化率达到 80%, 最难去化的车库完成销售 65%。2022 年公司销售均价高达 58474 元/平方米, 同比增长 76.6%。可见公司深耕北京区域、打造高端豪宅战略卓有成效。

图 21: 2022 年北京区域收入占比近 88%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 2022 年公司销售均价高达 58474 元/平方米


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

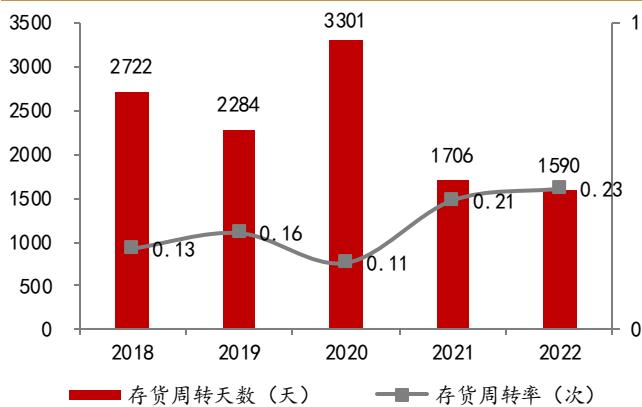
图 23: 国誉燕园项目开盘热销


数据来源: 北京城建公众号, 西南证券整理

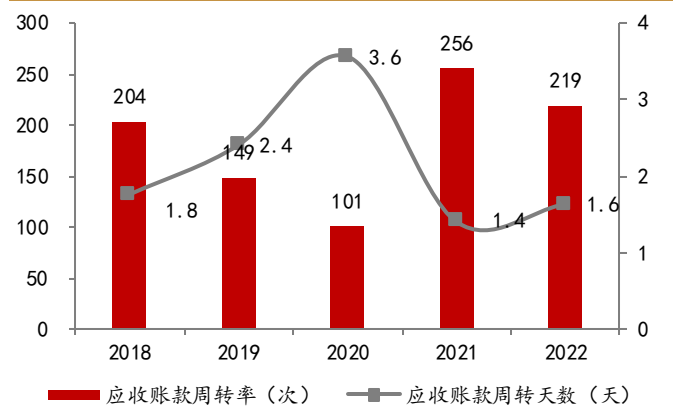
图 24: 国誉万和城项目


数据来源: 北京城建公众号, 西南证券整理

坚持“快周转、去库存”思路，新入市楼盘去化加速。22 年公司各项目营销节点业绩突破，去化速度加快，新项目最快实现 90 天开盘销售。存货周转周期由 2021 年 1706 天大幅下降至 1590 天，回款速度减慢，应收账款周转率降低至 219 次，周转周期为 1.6 天，2021 年分别为 256 次和 1.4 天。

图 25: 2022 年公司存货周转天数下降至 1590 天


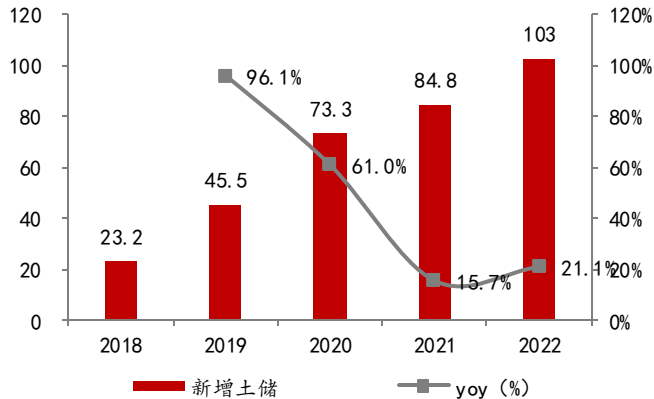
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 2022 年公司应收账款周转率 219 次


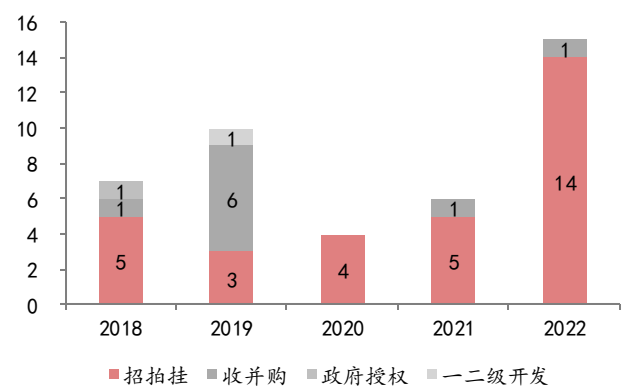
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 逆势扩充土储，棚改项目逐渐释放

拓宽拿地渠道，逆势补充低价优质土储。2022 年房地产市场下行压力较大，公司逆势投资，积极参与土地竞拍并持续布局已进入的外埠地区，2022 年共新增 15 个项目，多以底价获取，保证未来利润空间。2022 年公司新增土储面积 103 万方，同比增长 21.1%。

图 27: 2022 年公司新增土储面积 103 万方 (+21.1%)


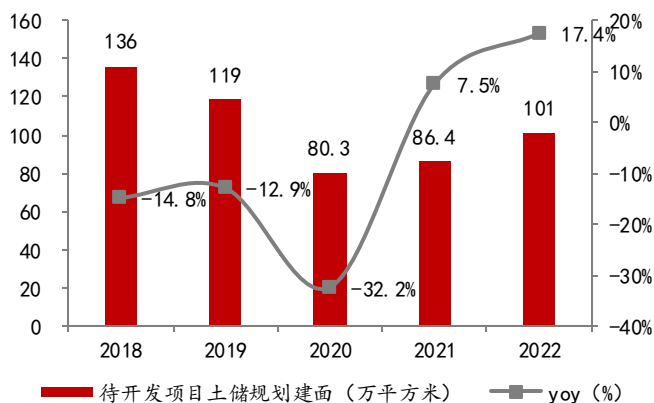
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 公司拿地数量


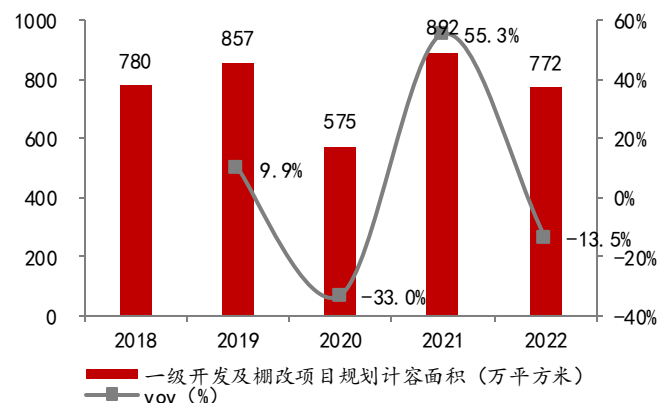
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

土储资源充足, 聚焦核心城市。截至 2022 年底公司持有待开发土地和一级土地项目的总计容建面 482 万平中, 北京占比最高 (78.75%), 其次是黄山 (17.01%) 和三亚 (2.16%) 和保定 (2.08%), 其中非一级开发及棚改项目的待开发土地储备规划计容建筑面积为 101.4 万平方米。根据中指院数据, 截至 2023 年 5 月公司北京市总货值为 2115 亿元, 位于行业首位。

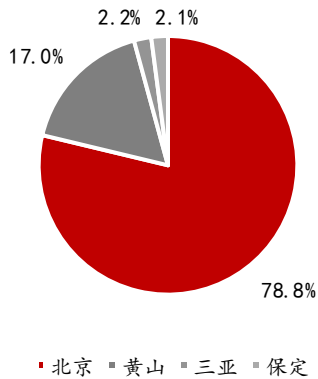
政府专项债投资模式优化现金流。土地一级开发收入同比大幅增长 95%, 主要由于临河棚改项目结转收入所致。截至 2022 年底, 公司处于前期及在建状态的土地一级开发及棚改项目共 10 个, 规划计容建筑面积 771.5 万平方米, 主要位于北京地区, 总投资预计约为 1052 亿元。除北京昌平马池口一级开发项目、北京延庆康庄棚改项目和保定棚改项目尚需公司自主投资外 (截至 2022 年底尚需投资金额 43.8 亿元), 公司剩余项目已实现政府专项债投资, 未来通过收取适当管理费的模式进行运营, 现金流有望持续改善。

图 29: 待开发 (不含一级) 土储规划计容建筑面积


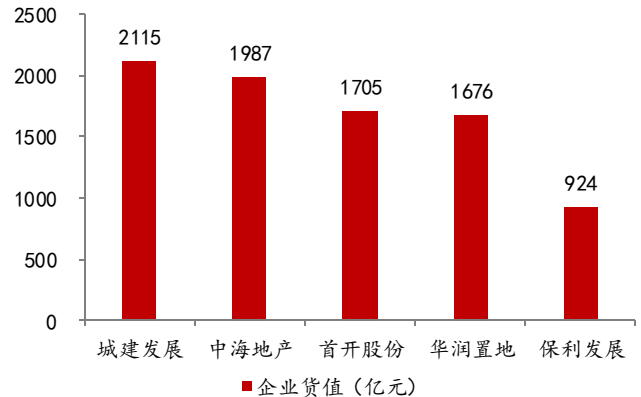
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 30: 土地一级开发及棚改项目规划计容建筑面积


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 31: 规划计容建筑面积城市分布


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

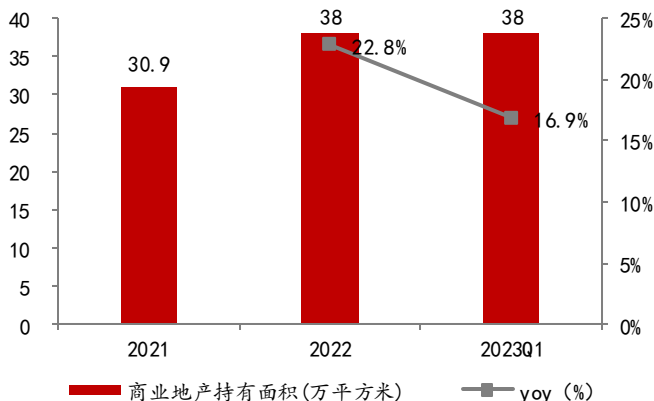
图 32: 北京市货值排行榜


数据来源: 中指院, 西南证券整理

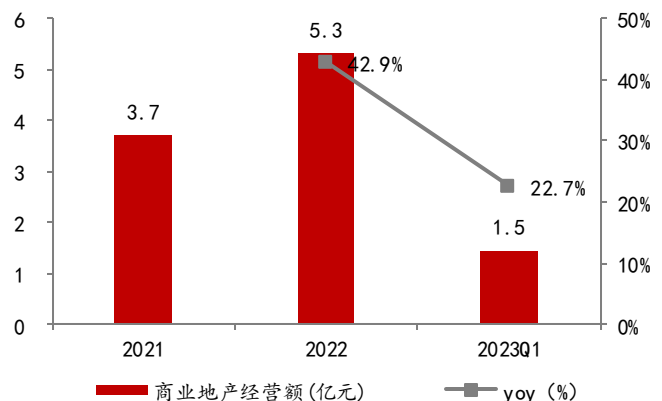
集团优质资产有望逐步实现注入。除公司外, 控股股东城建集团的两家全资子公司开发公司和住总集团也从事房地产开发业务, 存在同业竞争。目前公司采取托管方式对开发公司进行管理, 待满足条件后将实现资产注入。同时城建集团也在积极梳理住总集团旗下房地产业务现状, 理顺外部投资关系, 就所持资产和权益与相关方积极沟通落实权属和相关权利义务安排。待理顺相关关系, 拟先将住总集团旗下房地产板块交由公司托管, 待其具备条件后注入公司。住总集团 2022 年实现收入 455.3 亿元, 归母净利润 5.7 亿元, 待资产注入后公司综合实力及资源储备将进一步增强。

3 多元业务: 商业地产持续发力, 文旅项目纵深推进

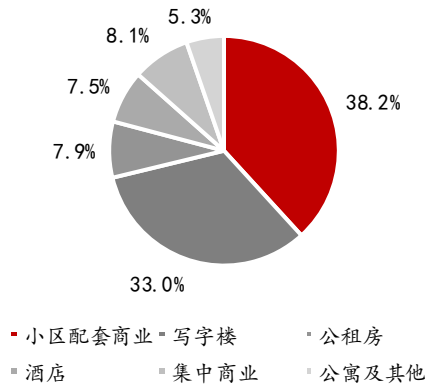
商业地产持续发力, 品牌收益“双丰收”。公司商业地产主要分布于北京市, 2022 年, 公司新增顺义世纪仁和工业项目, 新增可租赁面积 3.27 万平方米。截至 2022 年底, 公司商业地产已租赁面积 38 万平方米, 其中小区配套商业占 38.2%、写字楼占 33.0%、公租房占 7.9%、酒店占 7.5%、集中商业占 8.1%、公寓及其他占 5.3%。公司经营状况良好, 平均出租率为 76%, 商业经营额达 5.3 亿元, 同比增长 43.2%; 2023 年一季度商业地产经营额 1.46 亿元, 同比增长 22.7%。2022 年公司旗下城奥大厦荣获国家优质工程奖, 出租率超 90%; 望坛项目公建多楼栋实现整售、出租; 成都漫悦里、青岛漫悦里等出租收益持续向好。

图 33: 商业地产持有面积持续提高


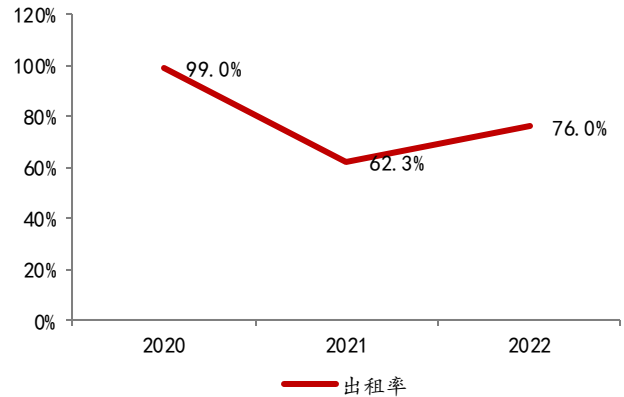
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 商业地产经营额持续提高


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

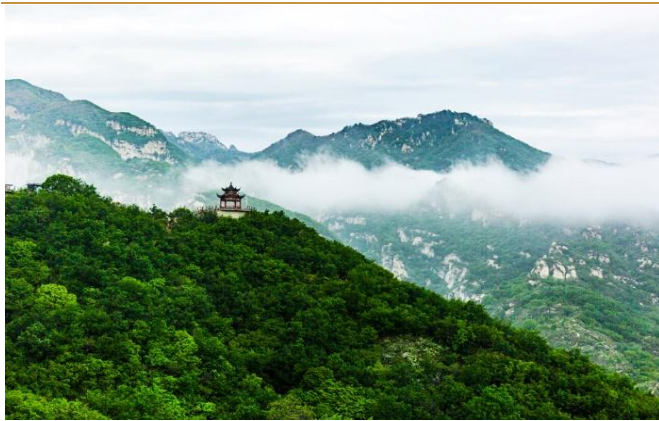
图 35: 商业地产业态占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 商业地产平均出租率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

文旅地产项目布局初成, 加强项目战略纵深推进。公司在手文旅地产主要包括云蒙山风景区、黑龙潭风景区、东黄山国际度假小镇、三亚红塘湾建国度假酒店等 4 个项目。以云蒙山旅游度假和黄山文旅小镇为代表, 文旅项目战略纵深推进。黄山项目以索道获批开建为契机加快推进战略协作落地, 成立首联平台公司, 高站位、高标准推进酒店方案设计等工作, 展示中心对外开放; 规划设计的东黄山市域旅游铁路 T1 线被纳入国家长三角一体化发展规划, 有效输出了首都品牌、首都服务。云蒙山景区全年累计接待游客约 35 万人次, 景区影响力逐步扩大, 四季业态产品丰富, 连续获评“北京市体育旅游十佳精品景区”。

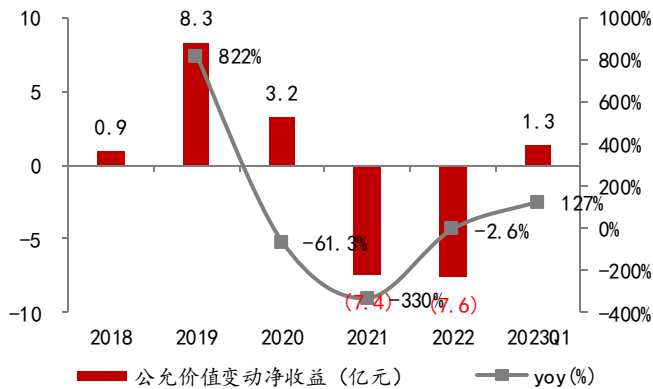
图 37: 云蒙山风景区


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

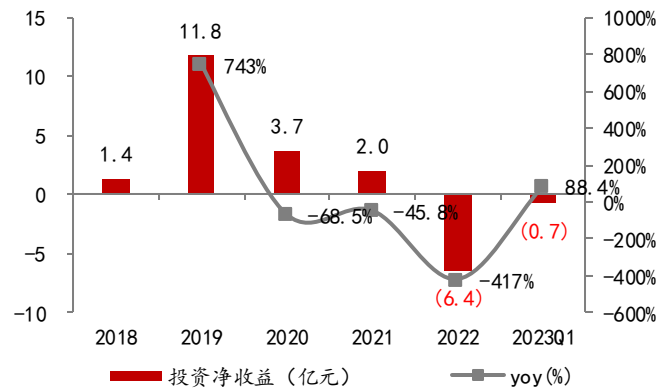
图 38: 东黄山国际度假小镇


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

对外股权投资流动性强, 资产处置较为灵活。公司对外股权投资管理持续优化, 目前已形成横跨银行、证券、金控、基金、房地产、卫星、云计算等多个领域的复合型投资结构。2022 年公司资产处置收益 45 万元, 获参股企业现金分红 2.4 亿元, 增强对参股公司股权管控能力, 助推已投企业尽快实现 IPO, 为投资板块蓄力。2022 年, 公司所持有的国信证券、锦州银行等金融资产股价下跌, 且参股子公司中科招商所持有的南微医学等金融资产股价下跌, 造成公司公允价值变动损益为 -7.58 亿元, 对公司营业利润产生影响。未来随着非主营业务的影响的减弱, 公司有望实现业绩好转。

图 39：公司公允价值变动损益


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司投资净收益


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司销售金额呈现逆势增长，可结算资源充足，预计 2023-2025 年公司房地产开发结算金额增速分别为 12%/11%/10%。

假设 2：随着公司项目竣工交付，物业管理规模随之增长，预计 2023-2025 年公司物业管理规模增速分别为 25%/25%/25%。

假设 3：随着公司商业物业可租赁规模的增长，预计 2023-2025 年公司可租赁面积增速分别为 10%/10%/10%，整体出租率及平均租金保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
房地产开发	收入	23724.00	26570.9	29493.7	32443.0
	增速	0.3%	12.0%	11.0%	10.0%
	毛利率	11.2%	11.5%	11.5%	12.0%
物业管理	收入	36.00	45.0	56.3	70.3
	增速	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	86.1%	83.0%	83.0%	83.0%
租赁收入	收入	403.00	443.3	487.6	536.4
	增速	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	84.1%	84.0%	84.0%	84.0%
合计	收入	24561.9	27059.2	30037.6	33049.7
	增速	1.6%	10.2%	11.0%	10.0%
	毛利率	13.7%	12.8%	12.8%	13.3%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

选取首开股份、华发股份、越秀地产、滨江集团四家公司作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 11.7 倍，平均 PB 为 0.9 倍。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 41.2%，给予 2023 年 0.8 倍 PB，目标价 7.16 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
600376.SH	首开股份	4.28	-0.18	0.17	0.28	0.41	-	25.2	15.3	10.4	0.5
600325.SH	华发股份	10.48	1.22	1.39	1.57	1.77	7.4	7.5	6.7	5.9	1.3
0123.HK	越秀地产	8.40	1.28	1.09	1.23	1.38	6.61	7.7	6.8	6.1	0.7
002244.SZ	滨江集团	9.00	1.2	1.45	1.73	2.02	7.34	6.2	5.2	4.5	1.2
平均值							7.4	11.7	8.5	6.7	0.9

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险、金融资产公允价值变动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24561.88	27059.18	30037.56	33049.75	净利润	-884.03	1097.05	1399.40	1572.72
营业成本	21188.67	23593.81	26189.49	28647.65	折旧与摊销	66.84	48.08	49.68	51.28
营业税金及附加	523.70	568.24	630.79	694.04	财务费用	433.23	476.56	451.18	453.66
销售费用	679.32	753.38	834.46	918.81	资产减值损失	-542.99	4.00	3.00	200.00
管理费用	509.89	558.83	621.42	683.34	经营营运资本变动	3292.98	-1221.29	-609.14	-2418.71
财务费用	433.23	476.56	451.18	453.66	其他	5970.98	-108.56	-292.64	-543.20
资产减值损失	-542.99	4.00	3.00	200.00	经营活动现金流净额	8337.01	295.83	1001.46	-684.26
投资收益	-639.62	20.00	250.00	320.00	资本支出	13.73	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-741.88	250.00	200.00	200.00	其他	91.91	-2082.63	-1344.62	-1700.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	105.64	-2122.63	-1384.62	-1740.16
营业利润	-722.69	1374.36	1757.23	1972.24	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-17.84	-3.06	-7.98	-6.34	长期借款	-7184.37	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	-740.53	1371.31	1749.25	1965.90	股权融资	-16.64	0.00	0.00	0.00
所得税	143.50	274.26	349.85	393.18	支付股利	-207.57	138.93	-154.83	-196.24
净利润	-884.03	1097.05	1399.40	1572.72	其他	-1211.48	-227.75	437.64	1073.08
少数股东损益	42.15	64.87	91.10	69.69	筹资活动现金流净额	-8620.07	911.17	1282.81	1876.84
归属母公司股东净利润	-926.18	1032.18	1308.30	1503.03	现金流量净额	-177.42	-915.63	899.65	-547.59
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13928.50	13012.87	13912.53	13364.94	成长能力				
应收和预付款项	5080.73	6557.58	6912.70	7738.34	销售收入增长率	1.56%	10.17%	11.01%	10.03%
存货	95838.12	91235.63	96223.48	102534.92	营业利润增长率	-151.81%	290.17%	27.86%	12.24%
其他流动资产	6217.13	8525.12	8942.28	9533.27	净利润增长率	-195.32%	224.10%	27.56%	12.39%
长期股权投资	2480.64	2480.64	2480.64	2480.64	EBITDA 增长率	-111.64%	953.03%	18.91%	9.70%
投资性房地产	9989.22	11487.61	13210.75	15192.36	获利能力				
固定资产和在建工程	611.85	618.95	624.44	628.34	毛利率	13.73%	12.81%	12.81%	13.32%
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	三费率	6.61%	6.61%	6.35%	6.22%
其他非流动资产	4619.73	4854.56	5089.39	5324.22	净利率	-3.60%	4.05%	4.66%	4.76%
资产总计	138765.93	138772.97	147396.21	156797.04	ROE	-3.22%	3.81%	4.65%	4.99%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.64%	0.79%	0.95%	1.00%
应付和预收款项	31220.61	34416.70	38089.58	41866.47	ROIC	-0.77%	3.47%	3.97%	4.17%
长期借款	28310.00	29310.00	30310.00	31310.00	EBITDA/销售收入	-0.91%	7.02%	7.52%	7.50%
其他负债	51756.31	46280.01	48934.00	52129.14	营运能力				
负债合计	111286.93	110006.70	117333.58	125305.61	总资产周转率	0.18	0.19	0.21	0.22
股本	2256.54	2256.54	2256.54	2256.54	固定资产周转率	39.70	43.97	48.32	52.76
资本公积	3312.42	3312.42	3312.42	3312.42	应收账款周转率	180.92	143.21	156.61	155.38
留存收益	14523.78	15694.88	16848.35	18155.14	存货周转率	0.22	0.24	0.27	0.28
归属母公司股东权益	24219.27	25441.66	26646.93	28006.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	126.73%	—	—	—
少数股东权益	3259.73	3324.60	3415.70	3485.39	资本结构				
股东权益合计	27479.00	28766.26	30062.63	31491.42	资产负债率	80.20%	79.27%	79.60%	79.92%
负债和股东权益合计	138765.93	138772.97	147396.21	156797.04	带息债务/总负债	35.00%	36.31%	34.90%	33.48%
					流动比率	2.04	2.05	1.94	1.84
					速动比率	0.42	0.48	0.46	0.42
					股利支付率	-22.41%	-13.46%	11.83%	13.06%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	-222.62	1899.00	2258.08	2477.17	每股收益	-0.41	0.46	0.58	0.67
PE	-13.50	12.11	9.56	8.32	每股净资产	12.18	12.75	13.32	13.96
PB	0.45	0.43	0.42	0.40	每股经营现金	3.69	0.13	0.44	-0.30
PS	0.51	0.46	0.42	0.38	每股股利	0.09	-0.06	0.07	0.09
EV/EBITDA	-29.48	2.28	0.28	-0.92					
股息率	1.66%	—	1.24%	1.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn