

城建发展(600266)

报告日期: 2023年07月16日

聚焦北京优势突出, 资源整合可期待

——城建发展深度报告

投资要点

□ 聚焦深耕北京市场, 销售保持通畅

公司是一家专注于房地产开发和经营的大型品牌地产开发商, 以房地产开发为主要业务方向, 以北京为核心实施区域布局。2022年公司销售金额303.42亿元, 同比增长18.01%, 位于2022年度北京市销售排行榜第2名、中国房企销售额百强榜第69名, 创造公司成立以来销售业绩最好记录。根据中指研究院2023年1-6月销售榜单数据, 2023H1公司销售金额为183.08亿元, 同比增长36.96%, 销售排名稳居北京市TOP2, 全国房企销售额百强榜排名跃升至第40名, 行业地位及市场影响力再度提升。

□ 旧改能力突出, 保障公司可售货值充足

截至2022年底, 公司共持有11个土地一级开发项目, 其中包括7个尚未开发项目及3个在建项目。公司目前处于在建及前期状态的项目计容建面约772万平方米, 总投资额约1052亿元。在城市分化的大背景下, 房地产企业的投资策略更加趋同, 核心城市拿地竞争较为激烈。公司具备丰富的旧改储备, 且均位于北京的热点板块, 从短期来看, 在竞争日益加剧的环境下, 公司的旧改土储能够为公司提供丰富的可售货值, 巩固市场地位; 从长期来看, 公司的旧改能力及旧改储备能够为公司进驻存量开发市场做好准备。

□ 投资收益有望扭亏为盈, 2023年业绩预期改善

2022年公司实现营业收入245.62亿元, 同比上升1.56%; 归母净利润为-9.26亿元, 同比减少244.4%。2023Q1公司扭亏为盈, 实现归母净利润0.63亿元, 同比增加106.18%; 毛利率及净利率企稳回升, 2023Q1分别达到29.22%、2.39%, 较2022年底增长15.49pct及5.99pct。2022年公司整体业绩承压主要是因为非房地产业务利润大幅度下降, 我们认为, 公司的房地产开发主业始终保持良好的经营状态, 随着2022年影响市场的不利因素逐渐减少, 我们认为2023年公司投资收益拖累公司业绩概率较低, 公司整体业绩预期改善。

□ 受益集团资源整合, 管理规模有望扩大

公司目前与控股股东城建集团的两家全资子公司“开发公司”及“住总集团”存在房地产业务的同业竞争。城建集团承诺待开发公司满足注入条件后尽快解决同业竞争问题, 同时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以解决同业竞争问题。我们认为, 公司控股股东的资源整合, 有利于公司管理规模扩大、资源利用效率提高及品牌优势增强。

□ 盈利预测与估值

综合考虑公司的财务安全性、土储质量、品牌力, 我们认为公司应当享有估值溢价。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别10.24、12.92和15.47亿元, 2023年EPS为0.45元/股, BPS为11.09元/股。综合NAV及PB估值, 我们给予公司0.65倍PB估值, 目标价7.21元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示: 政策存在不确定性; 行业下行影响毛利率; 项目推进不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 杨凡

 执业证书号: S1230521120001
 yangfan02@stocke.com.cn

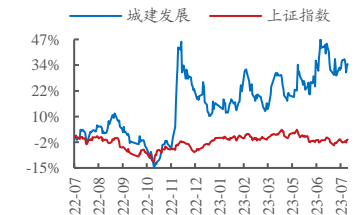
研究助理: 吴贵伦

wuguilun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥5.14
总市值(百万元)	11,598.60
总股本(百万股)	2,256.54

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,562	27,729	30,817	33,949
(+/-)(%)	1.56%	12.89%	11.14%	10.16%
归母净利润	-926	1,024	1,292	1,547
(+/-)(%)	-244.43%	210.58%	26.10%	19.82%
每股收益(元)	-0.41	0.45	0.57	0.69
P/E	—	11.32	8.98	7.50
每股净资产(元)	10.73	11.09	11.67	12.35
PB	0.48	0.46	0.44	0.42

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 背靠北京市建筑龙头，二十六载专注地产开发	6
1.1 聚焦北京，深耕区域房地产市场	6
1.2 控股股东实力雄厚，“同业竞争”问题加速推进	7
2 营业收入逆势增长，区域深耕效果显现	9
2.1 房地产业务：背靠北京区域市场，行业排名大幅提升	9
2.1.1 北京市场：北京市场供需健康，城市基本面优势明显	9
2.1.2 公司销售情况：销售金额再创佳绩，品牌品质赢得认可	10
2.2 土储及拓展：在手资源丰富，择机补充优质土储	12
2.2.1 土拍市场：房企拿地策略趋同，北京市场土拍火热	12
2.2.2 公司土储及拿地：在手土储丰富，聚焦深耕北京	13
2.3 旧改情况：旧改政策逐渐细化，公司旧改加速推进	15
2.3.1 旧改政策：有序推进城市更新，旧改文件逐渐细化	15
2.3.2 公司旧改：各项工作加速推进，资本结构持续改善	17
2.4 商业地产&文旅地产：经营规模持续提升，文旅地产转型加速	18
3 公司财务分析：营收再创新高，财务保持稳健	19
3.1 营收及成本分析：营收逆势上涨，毛利率企稳回升	19
3.2 资产负债表分析：债务结构均衡，偿债能力增强	20
4 盈利预测	21
5 估值分析与投资建议	22
5.1 NAV 估值	22
5.2 PE 及 PB 估值	23
5.3 投资建议	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 城建发展 2018-2022 年各项业务营业收入占比.....	6
图 3: 城建发展 2018-2022 年北京区域营业收入及占比.....	6
图 4: 城建发展股权架构 (截至 2023 年 3 月 30 日).....	7
图 5: 城建集团股权架构 (截至 2023 年 3 月 30 日).....	7
图 6: 住总集团 2020-2022 年新签合同金额.....	8
图 7: 住总集团 2022 年新签合同金额区域分布.....	8
图 8: 北京市 2022.1-2023.6 商品住宅量价关系.....	9
图 9: 北京市 2022.1-2023.6 商品住宅可售面积及环比.....	9
图 10: 北京市 2022.1-2023.6 住宅去化周期.....	10
图 11: 北京市 2022.1-2023.6 商品住宅销售/供应比.....	10
图 12: 典型城市住宅去化周期及住宅销售/供应比.....	10
图 13: 城建发展 2019-2023H1 销售金额及同比.....	11
图 14: 城建发展 2019-2023H1 销售面积及同比.....	11
图 15: 城建发展 2017-2023H1 北京市销售金额排名.....	11
图 16: 城建发展天坛府项目效果图.....	12
图 17: 城建发展国誉府项目实景图.....	12
图 18: 城建发展 2022 年持有待开发土地项目规划计容建面分布.....	13
图 19: 城建发展 2022 年在建项目规划计容建面分布.....	13
图 20: 北京市 2022 年房企拿地金额 TOP10.....	14
图 21: 城建发展 2023 年 1-6 月拿地金额地区分布.....	14
图 22: 城建发展 2022 年拿地金额地区分布.....	14
图 23: 中国城市更新发展历程.....	16
图 24: 北京城市更新发展历程.....	16
图 25: 城建发展 2021-2023Q1 商业地产持有面积.....	18
图 26: 城建发展 2021-2023Q1 商业地产经营额.....	18
图 27: 公司现有文旅地产项目.....	18
图 28: 城建发展 2018-2023Q1 营业收入及增速.....	19
图 29: 城建发展 2022 年各项业务营业收入占比.....	19
图 30: 城建发展 2018-2023Q1 归母净利润及增速.....	19
图 31: 城建发展 2018-2023Q1 毛利率与净利率.....	19
图 32: 城建发展 2018-2022 房地产开发业务营收.....	20
图 33: 城建发展 2018-2023 各项业务毛利率与净利率.....	20
图 34: 城建发展 2018-2023Q1 去除受限资金后的货币资金/即期债务比率.....	20
图 35: 城建发展 2022 年负债结构.....	20
图 36: 城建发展 2018-2023Q1 三道红线.....	21
图 37: 城建发展 2018-2023Q1 流动比率与速动比率.....	21
图 38: 城建发展 2018-2022 年融资余额及融资成本.....	23
图 39: 城建发展 2018-2023Q1 净利率.....	23
表 1: 住总集团 2022 年主要在建商品房项目情况.....	8
表 2: 住总集团在手土储.....	9

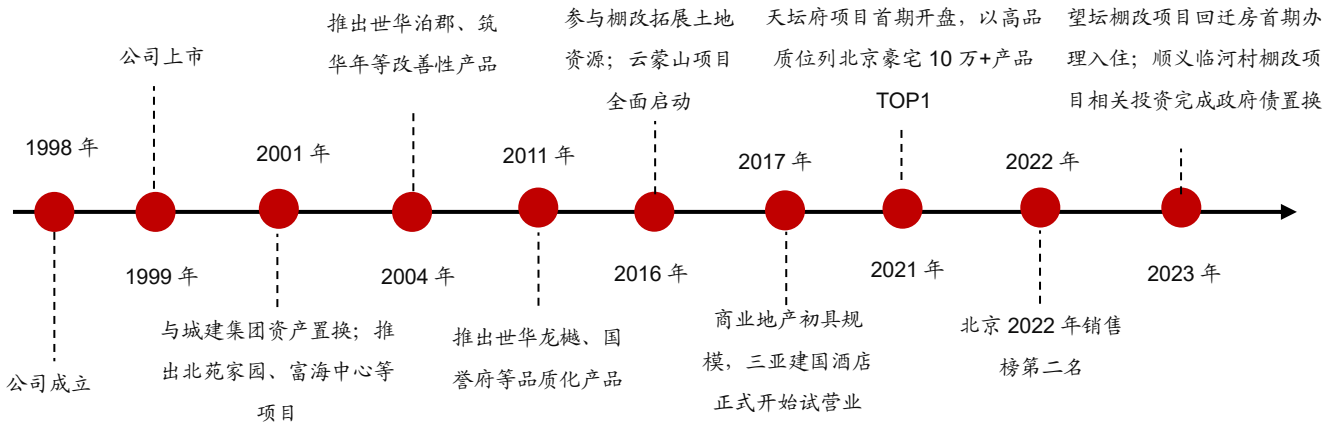
表 3: 2022 年及 2023 上半年北京市单项目销售排行榜	12
表 4: 2023 年 1-6 月全国城市土地成交金额 TOP10	13
表 5: 城建发展 2023 年 1-6 月新增土储	15
表 6: 城建发展 2022 年主要新增土储	15
表 7: 部分北京市城市相关政策	17
表 8: 2022 年公司主要旧改项目情况	17
表 9: 城建发展 2023-2025 年盈利预测	21
表 10: 城建发展 NAV 估值情况	22
表 11: 可比公司估值	23
表附录: 三大报表预测值	25

1 背靠北京市建筑龙头，二十六载专注地产开发

1.1 聚焦北京，深耕区域房地产市场

深耕北京二十六载，房地产开发为主要业务方向。北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“城建发展”）是一家专注于房地产开发和经营的大型品牌地产开发商。公司于1998年由北京城建集团独家发起，1999年2月3日在上海证券交易所上市。2001年，公司与控股股东北京城建集团进行资产置换，重新定位了产业发展和经营模式，逐步退出建筑行业，将房地产开发经营作为主营业务的重点发展方向，且积极开拓金融、高科技等领域的产业。目前，公司形成了房地产开发、对外股权投资、商业地产运营三大板块协同发展的格局。

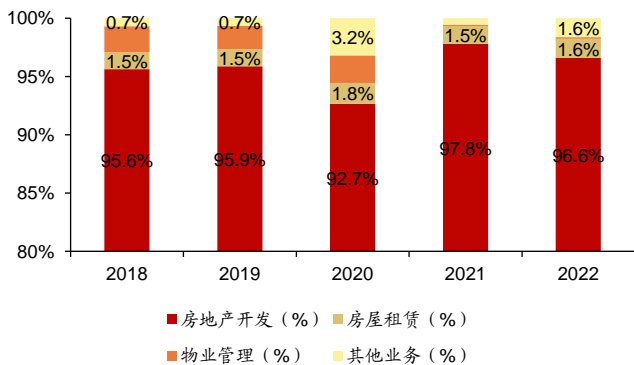
图1：公司发展历程



资料来源：城建集团公众号，公司年报，新浪北京地产，浙商证券研究所

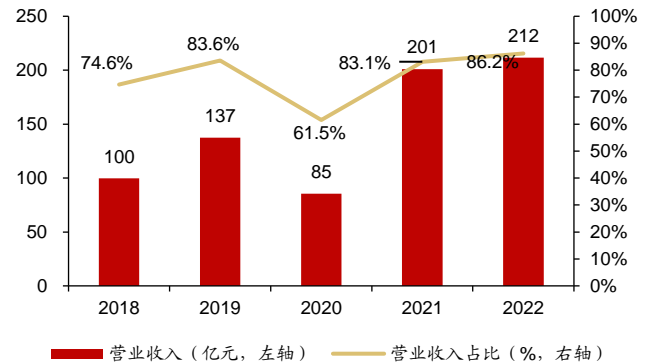
项目经验丰富，以北京为核心实施区域布局。房地产开发是公司主要的业务板块，2018-2022年房地产开发板块收入占比保持在90%以上。公司成立至今已在全国开发了70余个房地产项目，总面积超过1000万平方米，涉及住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态。公司以北京为核心，辐射周边和一二线城市及中心城市进行布局，覆盖北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚、黄山、保定共9大城市。2022年公司在北京区域营业收入为212亿元，占比达86.2%，北京区域为公司贡献主要营业收入。

图2：城建发展2018-2022年各项业务营业收入占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图3：城建发展2018-2022年北京区域营业收入及占比

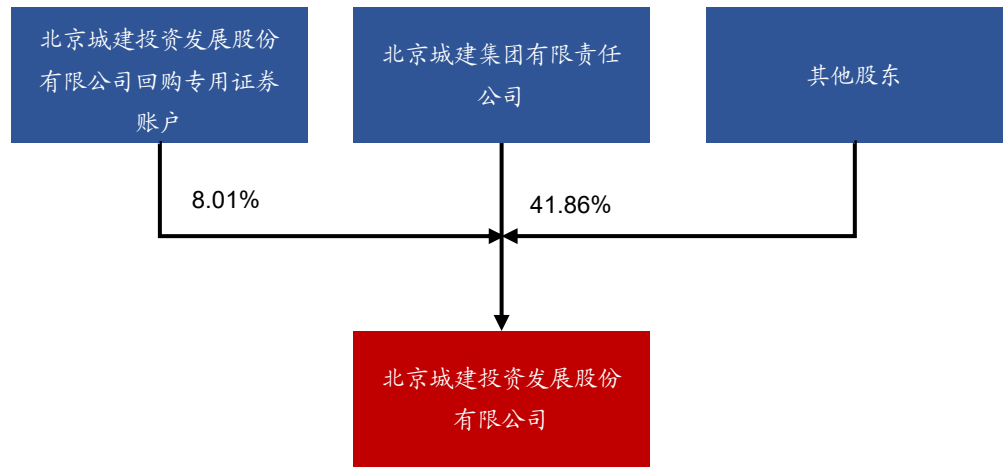


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2 控股股东实力雄厚，“同业竞争”问题加速推进

背靠北京市建筑业龙头，大股东综合实力雄厚。公司第一大股东为北京城建集团有限公司（以下简称“城建集团”），对城建发展的持股比例为 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。城建集团是北京市建筑业的龙头企业，具有房屋建筑工程、公路工程总承包特级资质，拥有自主完整产业链（房地产开发，工程总承包，建筑施工，设计咨询四大板块），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，业务涵盖从前期投资规划至后期服务运营一套上下游联动的完整产业链，是“中国企业 500 强”之一，“ENR 全球及国际工程大承包商”之一，综合实力雄厚。

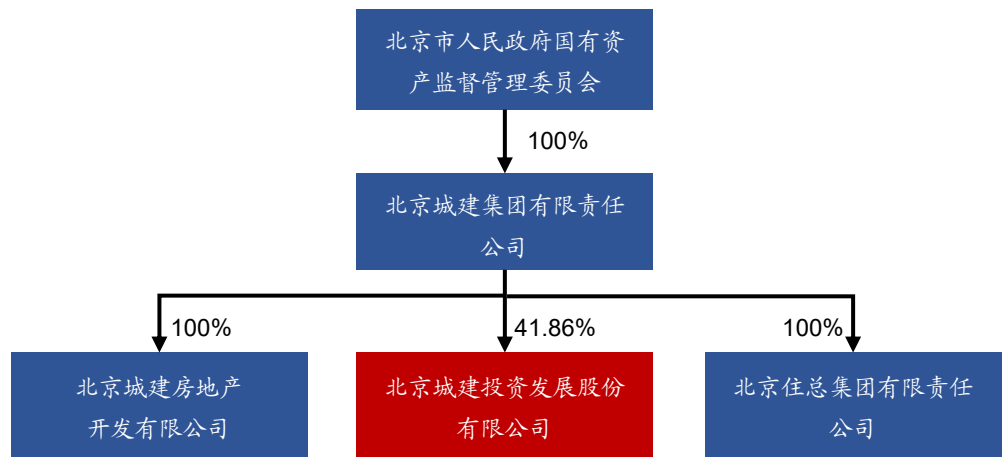
图4：城建发展股权架构（截至 2023 年 3 月 30 日）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

公司是城建集团旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台。北京城建集团的房地产开发业务主要由子公司城建发展、北京城建房地产开发有限公司（以下简称“开发公司”）、北京住总集团有限责任公司负责运营（以下简称“住总集团”）。大股东北京城建集团将公司作为其房地产业务和资产的唯一上市平台和资本运作平台，北京城建集团表示在拥有控制权的期间，将在房地产业务方面优先支持公司，协助公司做大做强主营业务。

图5：城建集团股权架构（截至 2023 年 3 月 30 日）

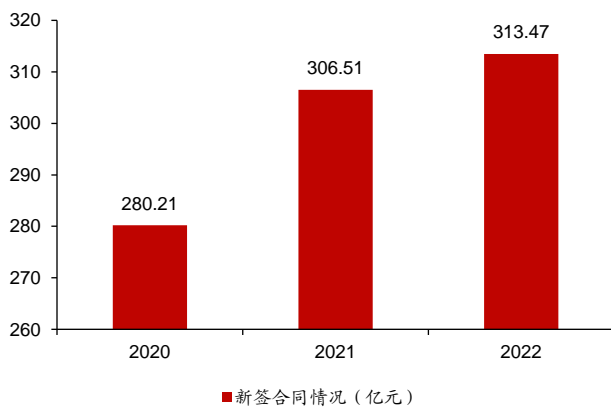


资料来源：ifind，浙商证券研究所

公司目前与开发公司和住总集团存在房地产业务的同业竞争，待开发公司、住总集团满足条件后将注入公司解决同业竞争问题。开发公司方面，公司一直采取托管方式对其进行管理，城建集团做出承诺，待开发公司满足注入条件后尽快解决同业竞争问题，承诺期限为2018年10月22日至2023年10月21日。住总集团方面，城建集团正积极梳理住总集团旗下房地产业务现状，待理顺相关关系，摸清资产状况后，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以解决同业竞争问题，目前正在协商托管的相关事宜。

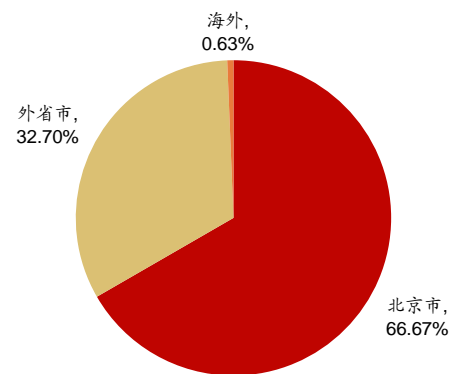
资源整合助力公司壮大房地产业务。住总集团是北京市重要的国有大型建筑施工企业，具有明显的区域资源优势。住总集团土地储备充足，主要位于北京市内区域，截至2022年底，住总集团土地储备面积合计20.92万平方米，分别位于北京市顺义区、怀柔区和密云区。2022年，住总集团主要在建商品房项目总可售面积为206.51万平方米，已完成投资额342.85亿元。我们认为，城建集团对房地产开发资源的整合有利于公司管理规模扩大、资源利用效率提高及品牌优势增强。

图6：住总集团2020-2022年新签合同金额



资料来源：住总集团跟踪评级报告，浙商证券研究所

图7：住总集团2022年新签合同金额区域分布



资料来源：住总集团跟踪评级报告，浙商证券研究所

表1：住总集团2022年主要在建商品房项目情况

项目名称	项目所在地	项目性质	总可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	已售金额 (亿元)
亦庄新城	北京大兴	限价房、自住房、商品房	14.1	12.3	37.4	35.0	38.0
门头沟新城	北京门头沟	限价房、自住房、商业	23.6	21.9	114.4	110.2	59.1
山澜阙府	北京延庆	商品房	3.9	2.1	8.5	5.3	5.8
熙悦云上	北京大兴	公租房、商品房	10.0	1.1	26.9	18.3	6.9
十八里店项目	北京朝阳	商品房	10.8	0.0	60.7	41.6	0.0
桂林润鸿水尚	广西桂林	商业及住宅	34.7	23.5	19.8	13.8	11.1
平谷禧瑞金海项目	北京平谷	商业及住宅	22.0	3.4	33.5	19.7	7.1
平谷国风金海项目	北京平谷	住宅	11.0	0.2	16.1	8.8	0.5
白俄天鹅小区	明斯克市	住宅	20.9	14.1	16.4	15.1	11.9
密云国祥府	北京密云	住宅	15.1	8.5	25.9	27.4	21.6
密云国祥云著	北京密云	住宅	15.5	1.4	31.6	23.6	4.0
密云国祥源境	北京密云	住宅	25.2	1.2	48.4	24.1	3.5
合计			206.5	89.7	439.4	342.9	169.4

资料来源：住总集团跟踪评级报告，浙商证券研究所

表2: 住总集团在手土储

土地名称	土地面积 (万平方米)	区域	获得时间	获得价格 (亿元)	公司持有比例	项目类别
顺义观承别墅	7.72	北京顺义	2013年	33	35%	旅游
怀柔16/17/21地块	7.64	北京怀柔	2011年	6.53	100%	文娱
十里堡王各庄棚户区改造项目	5.56	北京密云	2022年	15.2	40%	住宅
合计	20.92			54.73		

资料来源: 住总集团跟踪评级报告, 浙商证券研究所

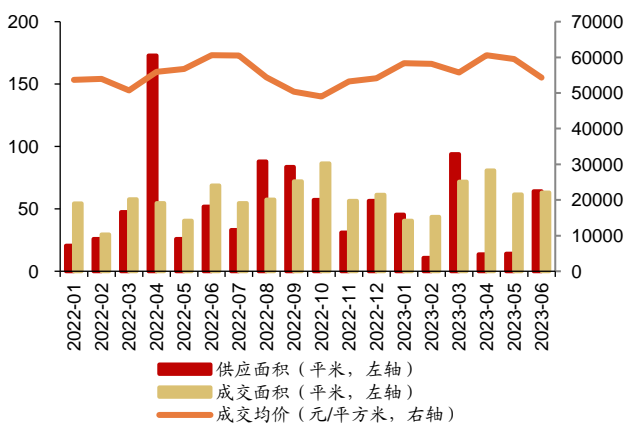
2 营业收入逆势增长, 区域深耕效果显现

2.1 房地产业务: 背靠北京区域市场, 行业排名大幅提升

2.1.1 北京市场: 北京市场供需健康, 城市基本面优势明显

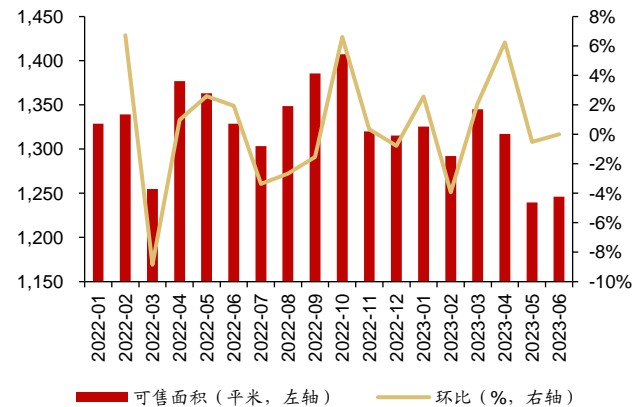
北京市场供需关系相对平衡, 去化周期逐渐走低。2023年销售市场仍然呈现分化趋势, 典型核心一二线城市的销售强于三四线城市。城建发展销售在行业下行期始终保持通畅, 既在于自身产品力较强, 同时也得益于北京市场整体相对健康。1) 量价关系方面, 2022年1月至2023年6月市场批准上市面积为936万平方米, 去化面积为1055万平方米, 整体供需保持健康。全市场商品房房价由2022年1月53707元/平方米上涨至2023年6月54310元/平方米, 商品住宅成交价格呈现波动上涨的趋势。2) 存量方面, 根据克而瑞数据, 2023年6月北京市区商品房可售存量面积为1246万平方米, 商品房出清周期18.2个月, 存量及去化周期均保持逐渐下降趋势。通过对比其他核心一二线城市, 北京市商品房出清周期及住宅销售/供应比处于相对低位。

图8: 北京市2022.1-2023.6商品住宅量价关系



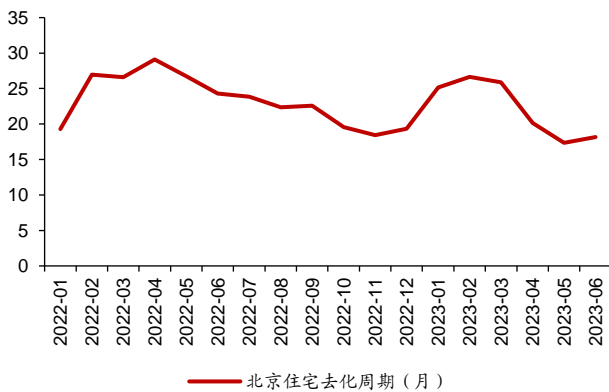
资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

图9: 北京市2022.1-2023.6商品住宅可售面积及环比



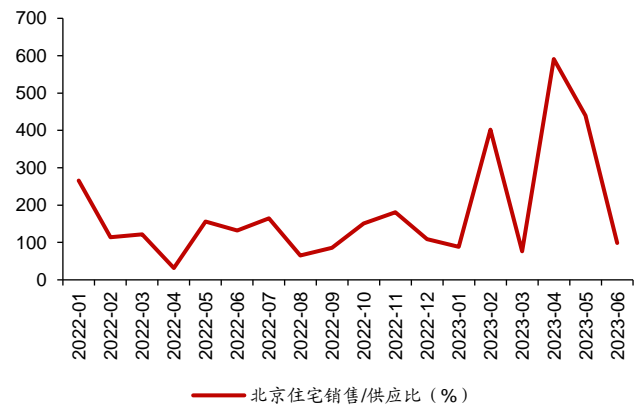
资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

图10: 北京市 2022.1-2023.6 住宅去化周期



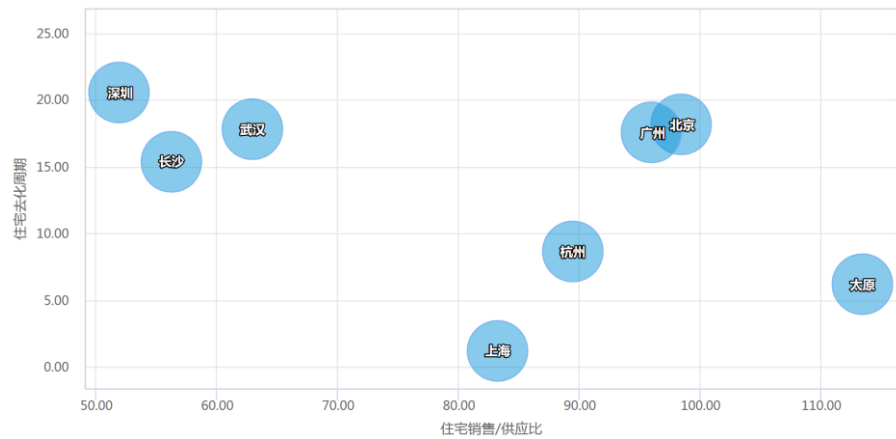
资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

图11: 北京市 2022.1-2023.6 商品住宅销售/供应比



资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

图12: 典型城市住宅去化周期及住宅销售/供应比



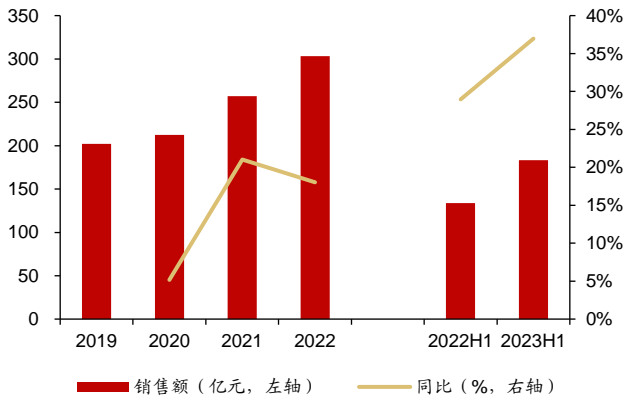
资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

注: 住宅去化周期截止至 2023 年 6 月, 住宅销售/供应比取 2022.6-2023.6 平均值。

2.1.2 公司销售情况: 销售金额再创佳绩, 品牌品质赢得认可

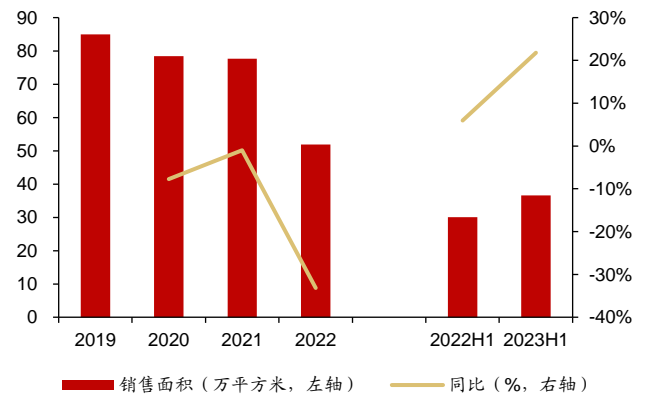
2022 年公司销售创最好记录, 2023 年销售业绩再上台阶。2022 年公司销售金额达 303.42 亿元, 同比增长 18.01%; 销售面积 51.9 万平方米, 同比减少 33.2%; 销售均价为 58474 元/平方米, 同比增长 76.55%。公司销售额位于 2022 年度北京市销售排行榜第 2 名、中国房企销售额百强榜第 69 名, 创造公司成立以来销售业绩最好记录。根据中指研究院 2023 年 1-6 月销售榜单数据, 2023H1 公司销售金额为 183.08 亿元, 同比增长 36.96%; 销售面积为 36.55 万平方米, 同比增长 21.79%; 销售均价 50090 元/平方米, 同比增长 12.46%。我们认为, 2023 年上半年公司充分发挥区域深耕优势, 抢占市场复苏先机, 保持销售规模同比增长, 销售排名稳居北京市 TOP2, 全国房企销售额百强榜排名跃升至第 40 名, 行业地位及市场影响力再度提升。

图13: 城建发展 2019-2023H1 销售金额及同比



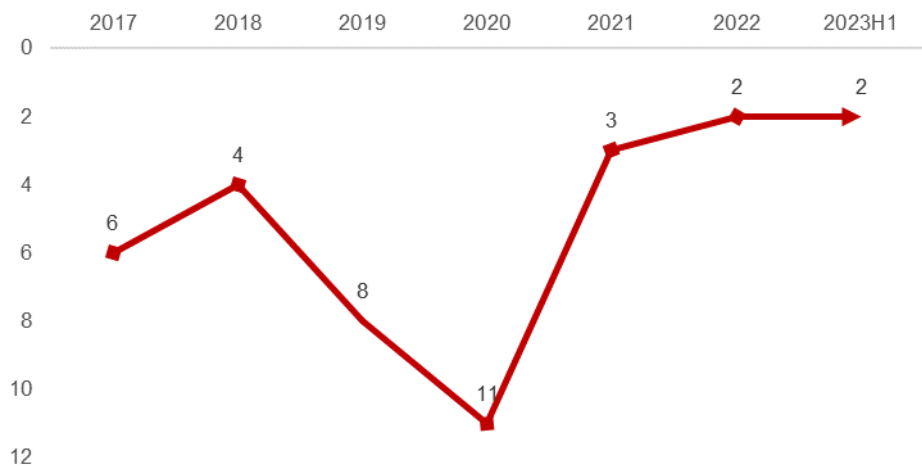
资料来源: 公司公告, 克而瑞, 浙商证券研究所

图14: 城建发展 2019-2023H1 销售面积及同比



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 浙商证券研究所

图15: 城建发展 2017-2023H1 北京市销售金额排名



资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

明星项目持续热销，保障公司销售业绩。公司 2022 年在北京推出的楼盘主要包括国誉燕园、龙樾天元、宸知筑及天坛府，全面覆盖刚需到改善的产品类型。其中天坛府凭借“优质地段”及“品质住宅”两大优势在高端豪宅市场销售表现优异，天坛府项目 2022 年累计网签金额超 120 亿元，为 2022 年北京商品住宅单项目销售金额排行榜第一名，该项目当年销售额占公司同期销售额比例为 39.6%。根据中指研究院数据，2023H1 天坛府项目网签金额为 68.2 亿元，位居单项目销售排行榜第二位，该项目 1-6 月销售额占公司同期销售额比例为 37.3%。我们认为，在整个行业仍面临诸多不确定的背景下，公司明星项目的畅销不仅保障了业绩的稳定，也显示出公司较强的经营韧性、品牌形象及产品力。

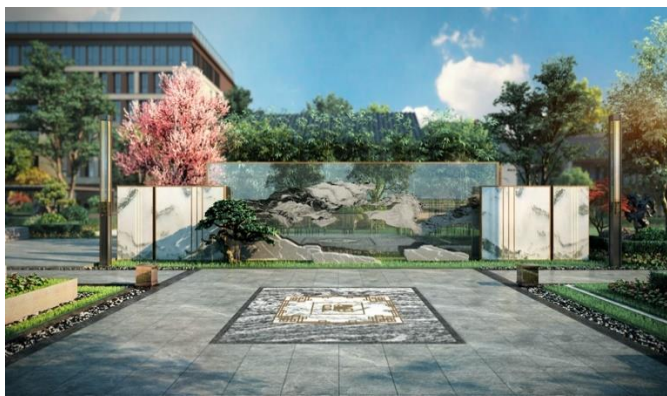
表3: 2022年及2023上半年北京市单项目销售排行榜

2022			2023上半年		
排名	项目名称	成交金额(亿元)	排名	项目名称	成交金额(亿元)
1	北京城建·天坛府	120.21	1	中信城四期	99.17
2	学府壹号院	116.8	2	北京城建·天坛府	68.16
3	中建壹品·学府公馆	112.25	3	中海·富华里	52.7
4	中建·玖合府	83.25	4	北京悦府	52.69
5	中海京叁号院	71.88	5	东外39号	51.57
6	幸福里润园	61.11	6	海开栖海·雲颂	34.93
7	中海汇德里	59.73	7	中海京叁号院	33.05
8	圆明天颂	57.73	8	大兴·星光城	32.08
9	绿城·沁园	47.01	9	首开金茂望京樾	31.43
10	海淀幸福里	45.37	10	建发城建文源府	30.34

资料来源: 克而瑞, 浙商证券研究所

文化豪宅品牌形象建立, 市场影响力持续提升。公司2001年提出“倡导现实生活主义、打造大众精品品牌”的品牌理念, 开发了以北苑家园为代表的一批居住型产品。2004年, 品牌理念升级为“为千百万人提供理想居所”, 开发了以世华泊郡、筑华年为代表的改善型产品。2011年, 公司提出了“品质·人生”的品牌理念, 推出了世华龙樾、国誉府等一品质型产品。2018年, 公司发布了“新时代中国生活方式的创领者”的品牌定位。经过多次产品迭代和理念升级, 公司形成了以龙樾和国誉府系列为主的高端品牌, 产品品质逐渐赢得业界和市场的认可, 已逐渐建立起文化豪宅品牌形象, 2022年品牌价值以307亿元再攀新高。

图16: 城建发展天坛府项目效果图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图17: 城建发展国誉府项目实景图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2.2 土储及拓展: 在手资源丰富, 择机补充优质土储

2.2.1 土拍市场: 房企拿地策略趋同, 北京市场土拍火热

全国土拍继续低迷, 成交规模降至新低。根据中指研究院数据, 2023年上半年, 全国300城住宅用地推出2228宗成交1622宗, 成交规划建面仅为13528.67万平方米, 全国300城住宅用地供求规模均降至近十年以来同期最低位, 同比分别下降33.8%、31.4%。

北京市领跑全国土地成交金额，土拍竞争激烈。从北京土拍市场来看，2023年上半年北京市成交土地37宗，土地成交金额1021亿元，溢价率7.27%，北京市土地成交金额领跑全国，土拍市场热度较高。从北京土拍参拍企业数量来看，第一轮土拍市场热度较高，23宗地块累计吸引300余家企业报名参与，共计100余家主体竞争，其中顺义新城第19街区地块、昌平朱辛庄地块均吸引超过40家或联合体报名参拍。从成交结果来看，23宗地块中16宗地块溢价成交，其中12宗地块触达地价上限后摇号或竞现房等方式竞得。在全国销售市场承压的大背景下，房企拿地策略逐渐趋同，核心一二线城市成为房企主要投资重点，北京市土拍竞争激烈。

表4：2023年1-6月全国城市土地成交金额TOP10

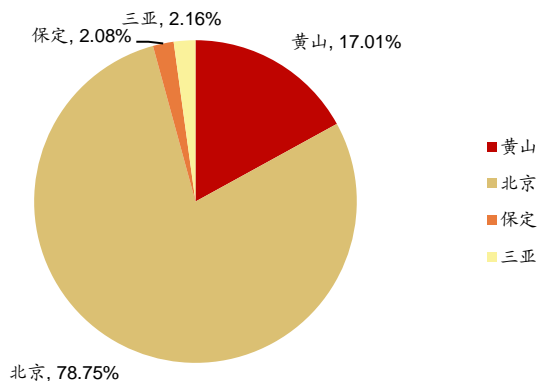
排名	城市	成交总价 (亿元)	成交楼板价 (元/平方米)	建筑面积 (平方米)	溢价率(%)	幅数
1	北京	1021.85	28789	354.94	7.27	37
2	杭州	1004.42	15950	629.75	8.86	97
3	上海	545.58	24944	218.73	6.94	36
4	广州	545.26	14792	368.62	7.29	33
5	西安	470.69	4959	949.25	2.05	84
6	成都	444.43	7810	569.06	9.75	77
7	苏州	367.24	14574	251.97	5.97	52
8	合肥	354.38	8490	417.42	11.5	45
9	南京	351.26	13987	251.13	8.02	31
10	天津	281.19	10578	265.82	2.78	37

资料来源：克而瑞，浙商证券研究所

2.2.2 公司土储及拿地：在手土储丰富，聚焦深耕北京

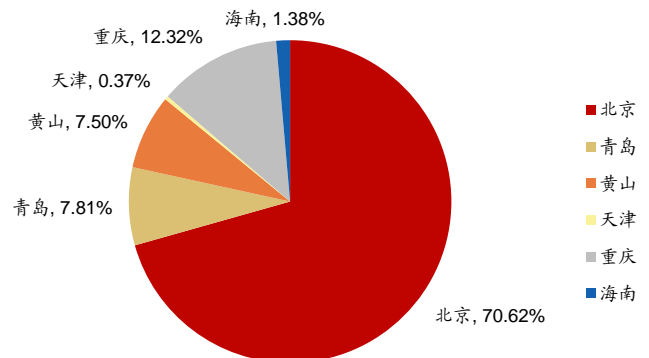
在手土储丰富，聚焦深耕北京。2022年，公司持有待开发项目31个，总规划计容建面482万平方米，集中分布于北京（78.75%），其余分布于黄山（17.01%）、三亚（2.16%）、保定（2.08%）。在建项目17个，总规划计容建面703万平方米，北京（70.62%）占比最高，其余为重庆（12.32%），青岛（7.81%），黄山（7.50%），海南（1.38%），天津（0.37%）。若按照公司2022年的销售面积52万平方米/年去化速度计算，公司持有待开发项目可供公司开发约9.2年。

图18：城建发展2022年持有待开发土地项目规划计容建面分布



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

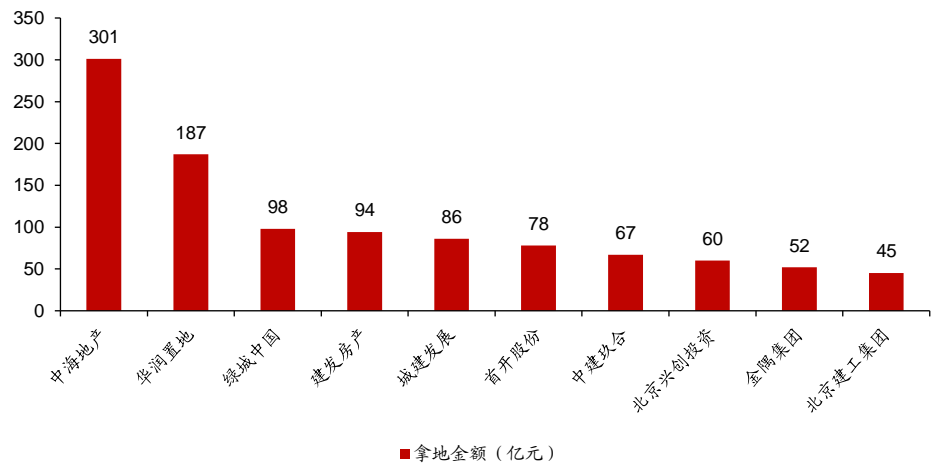
图19：城建发展2022年在建项目规划计容建面分布



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

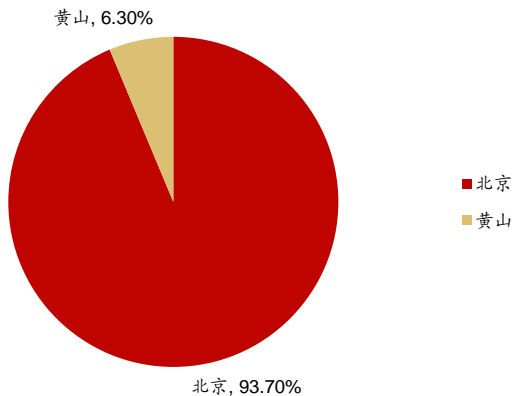
北京是公司拿地的核心城市，新增的北京土储项目价值较高。2023年1-6月，公司新增土地储备总建筑面积为25万平方米，新增土储项目4个，其中北京1个，黄山3个。拿地总价为36.8亿元，拿地强度20.1%。其中北京拿地金额占比93.7%，黄山占比6.3%。2022年公司逆势布局，全年新增土地储备总建筑面积102.66万平方米，同比增长21.1%。根据中指研究院数据，公司2022年拿地金额位列北京市房企拿地第五位。公司新增北京地区土储项目集中于北京中心城区和副中心城区，分别分布于朝阳区、丰台区、通州区、昌平区、顺义区，在当前城市分化及区域分化的大背景下，公司土储聚焦核心板块，助力公司销售保持通畅。

图20：北京市2022年房企拿地金额TOP10



资料来源：中指研究院，浙商证券研究所

图21：城建发展2023年1-6月拿地金额地区分布



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图22：城建发展2022年拿地金额地区分布



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

注：根据公司2022年及2023年1-6月公告的土储整理

表5: 城建发展 2023 年 1-6 月新增土储

日期	城市	区域	土地类型	占地面积 (平方米)	计容建面 (平方米)	土地价格 (亿元)
2023.6.16	北京	朝阳	综合	71284	105042	34.50
2023.6.21	黄山	黄山	商业	17067	25601	0.30
2023.6.21	黄山	黄山	住宅	76930	92315	1.50
2023.6.21	黄山	黄山	商业	21759	26111	0.40
2023.6.21	黄山	黄山	商业	4276	4276	0.08

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表6: 城建发展 2022 年主要新增土储

日期	城市	区域	土地类型	占地面积 (平方米)	计容建面 (平方米)	土地价格 (亿元)
2022.11.29	北京	通州	综合	24800	49700	16.69
2022.5.31	北京	昌平	住宅	96800	174300	22.60
2022.2.16	北京	丰台	综合	47200	119500	26.30
2022.9.22	北京	顺义	综合	89100	141900	16.00
2022.11.18	黄山	黄山	综合	178240	/	1.42
2022.10.19	保定	莲池	住宅	29800	90200	2.28
2022.7.5	黄山	黄山	综合	114646	/	0.90
2022.4.16	黄山	黄山	文化、商业	87861	47152	0.52

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

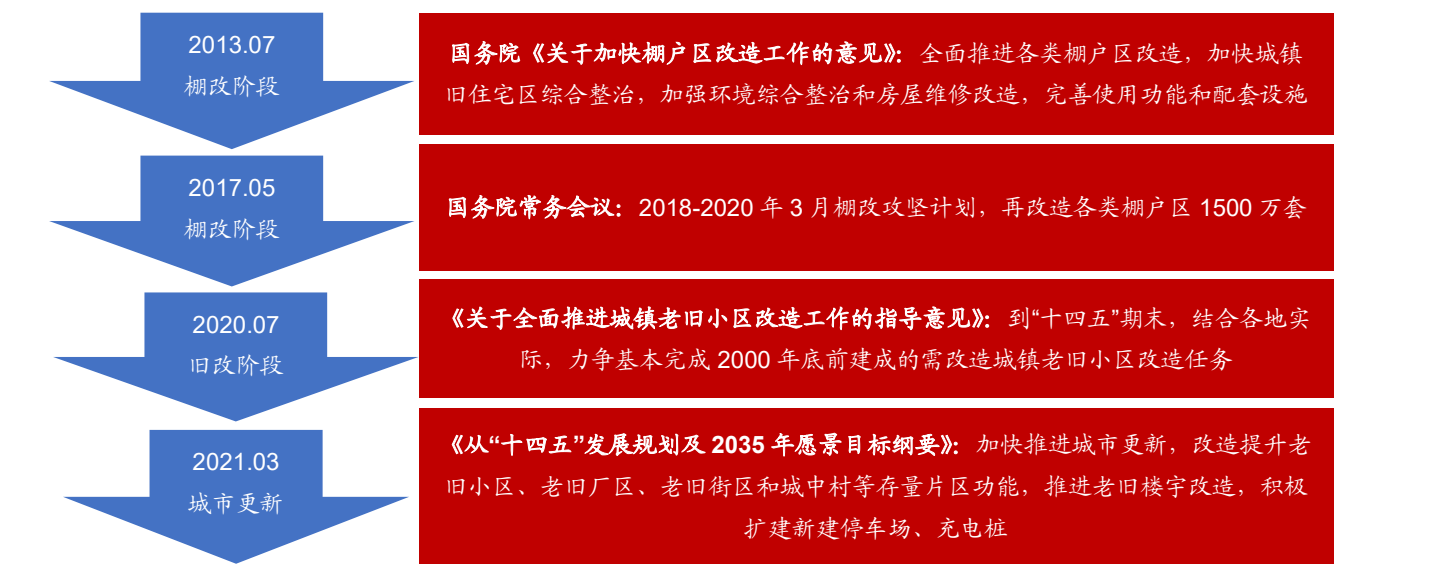
2.3 旧改情况: 旧改政策逐渐细化, 公司旧改加速推进

2.3.1 旧改政策: 有序推进城市更新, 旧改文件逐渐细化

棚改和旧改都是城市更新的方式。棚改是危房改造, 是对城镇建设用地上的危旧房屋进行修缮或拆除重建; 旧改是在棚改的基础上, 局部或整体地、有步骤地提升居民的物质生活环境而做的改造; 城市更新与旧改相比更注重城市功能、产业结构、人居环境的有机更新, 实现资源集约利用和可持续发展。

有序推进城市更新改造, 防止大拆大建。2022 年中央多次在高级别会议中提到要有序推进城市更新, 并将实施城市更新行动作为推动城市高质量发展的重大战略举措。2 月 24 日, 国务院新闻发布会提出, 下一阶段城市更新的建设将从 7 个方面推动, 包括健全城市体系、优化结构布局、完善城市功能、管控建设底线、提升居住品质、提高运行效能、转变发展方式等。会议中明确防止大拆大建, 为精细化城市更新发展进程奠定了基调。

图23: 中国城市更新发展历程



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

北京市城市更新政策经历了“棚改”、“旧改”至“城市更新”阶段。2021年, 北京市政府出台《北京市城市更新行动计划(2021-2025年)》, 明确实施城市更新行动, 聚焦城市建成区存量空间资源提质增效。2022年北京市政府发布了城市更新专项规划、通过了城市更新条例, 针对老旧厂房、老旧小区出台了专项的政策文件。2023年北京市住房和城乡建设委员会出台了危旧楼房改建、老旧小区改造的相关政策, 对不同地区的危旧楼房采取腾退置换或就地改建的方式, 提出2023年新开工301个、新完工143个老旧小区改造项目的目标。我们认为, 北京市政府对旧改关注度较高, 政策文件逐渐细化, 市政府对旧改支持力度增加, 助力城市高质量发展。

图24: 北京城市更新发展历程



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

表7: 部分北京市城市相关政策

时间	政策	主要内容
2022.5	《北京市城市更新专项规划(北京市“十四五”时期城市更新规划)》	规划范围为北京市行政区域,以首都功能核心区、中心城区、北京城市副中心、平原新城及地区,生态涵养区新城为主。规划期为2021年至2025年,远景展望到2035年。
2022.8	《关于促进本市老旧厂房更新利用的若干措施》	引导利用老旧厂房支持高精尖产业发展,积极鼓励发展先进制造业,鼓励在京企业在不改变工业用地性质的前提下利用工业腾退空间、老旧厂房开展先进制造业项目建设。
2022.11	《北京市老旧小区改造工作改革方案》	包括8个方面32条细则,并提出要全面开展老旧小区体检,力争在2022年底前将需改造老旧小区全部纳入改造项目储备库。
2022.11	《北京城市更新条例》	包括总则、城市更新规划、城市更新主题、城市更新实施、城市更新保障、监督管理以及附则等内容。
2023.4	《关于进一步做好危旧楼房改建有关工作的通知》	对不同地区的危旧楼房采取腾退置换或就地改建的方式,适度改善居民居住条件,控制套内增加面积,统筹使用建设指标,充分利用地上、地下空间增加建筑规模,加强危旧楼房改建方案会商机制。
2023.3	《关于开展2023年全市城镇老旧小区改造工程专项检查的通知》	旨在贯彻落实《北京市安全生产专项整治深化年行动实施方案》要求,加强老旧小区改造工程质量安全管理工作,确保老旧小区改造工程成为群众满意的民心工程、放心工程。
2023.3	《关于下达2023年全市老旧小区综合整治工作任务的通知》	2023年新开工301个、新完工143个老旧小区改造项目;抓紧推进项目申报,坚持自下而上的原则,将各类改造项目一并考虑,由市级相关部门联审联批;同步推进央产老旧小区改造,按照“双纳入”机制,主动支持配合央产单位。

资料来源:城市更新政策库,中指研究院,浙商证券研究所

2.3.2 公司旧改:各项工作加速推进,资本结构持续改善

旧改项目加速推进,助力资本结构改善。截至2022年底,公司合计参与旧改项目11个,其中处于前期状态的7个,在建3个,竣工1个。公司目前处于在建及前期状态的项目计容建面约772万平方米,总投资额约1052亿元。2022年公司旧改项目推进迅速,其中棚改项目经过攻坚克难实现里程碑式进展,望坛项目商品房首次实现开盘销售和回款,天坛府以高品质位列北京豪宅10万+产品TOP1,项目工程建设、税务筹划等工作稳步推进;临河项目紧盯政策红利抢抓有限资源,成本返还取得重大成果,保障房全面进入精装修阶段;动感花园项目和CBD管委会全部签约;怀柔新城03街区项目进入收尾阶段;平各庄B地块、马池口项目具备入市条件。2022年公司多个棚改项目陆续入市销售,2023年随着推进进度加快及政府债置换自由资金投资,公司有望继续实现资金快速回笼,资本结构持续优化。

表8: 2022年公司主要旧改项目情况

地区	项目	经营业态	2022年末项目状态	用地面积(万平方米)	计容建面(万平方米)	总建筑面积(万平方米)	总投资额(亿元)
北京密云	走马庄一级开发项目	一级开发	前期	32.6	16.4	16.4	4.2
北京顺义	平各庄村B地块一级开发项目	一级开发	前期	27.2	14.1	14.1	13.7
北京昌平	马池口一级开发项目	一级开发	前期	103.6	69.8	69.8	61.2
北京怀柔	怀柔大中富乐、小中富乐棚改项目	棚改	前期	150.8	131.0	131.0	144.1
北京延庆	延庆康庄一二三街棚改项目	棚改	在建	52.3	51.4	51.4	34.0
北京延庆	延庆新农农村建设棚改项目	棚改	竣工	10.6	18.9	18.9	13.5
河北保定	保定市棚改	棚改	前期	3.0	9.0	9.0	23.7
北京东城	望坛棚改	棚改	在建	46.4	130.9	117.5	395.0
北京顺义	临河村棚改	棚改	在建	181.4	207.8	149.1	234.5
北京大兴	海子角棚改	棚改	前期	115.0	90.0	90.0	112.1
北京密云	密云棚改	棚改	前期	47.5	51.1	51.1	29.8
合计				770.4	790.5	718.3	1065.7

资料来源:公司年报,浙商证券研究所

旧改项目价值潜力可观，助力公司锁定优质土储。2022 年以来城市及城市内区域内销售分化严重，核心区域和外围区域热度形成鲜明对比，核心城市的核心区域仍然保持较高的热度，我们认为市场长期仍会保持分化趋势。旧改项目往往具有位于城市核心地段、配套齐全的特点，在行业下行期能够保持销售热度，价值潜力可观。旧改项目的建设及运作具备一定的门槛，具备旧改能力的企业能够通过旧改模式锁定优质土储，避免日益激烈的市场竞争，帮助公司以较低的代价和较高的确定性占据核心地段开发主动权。公司具备丰富的旧改储备，且均位于北京的热点板块，从短期来看，在竞争日益加剧的环境下，公司的旧改土储能够为公司提供丰富的可售货值，巩固市场地位；从长期来看，公司的旧改能力及旧改储备能够为公司进驻存量开发市场做好准备。

2.4 商业地产&文旅地产：经营规模持续提升，文旅地产转型加速

商业地产经营规模持续提升。公司商业地产主营写字楼和商业街商场，2022 年公司在手商业租赁面积 38 万平方米，同比增长 22.82%，经营额 5.3 亿元，同比增长 42.86%。2023Q1 公司商业地产板块保持增长，持有面积 32.51 万平方米，同比增长 16.89%，经营额 1.46 亿元，同比增长 22.69%。

图25： 城建发展 2021-2023Q1 商业地产持有面积

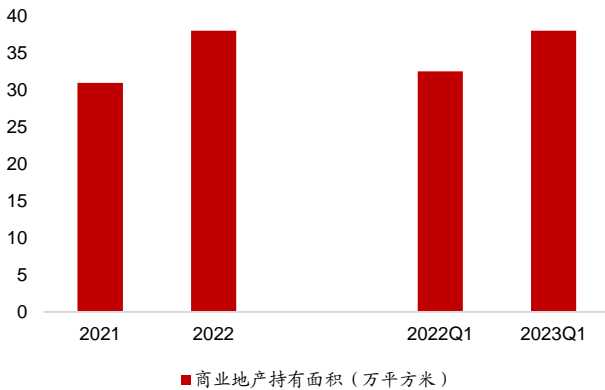
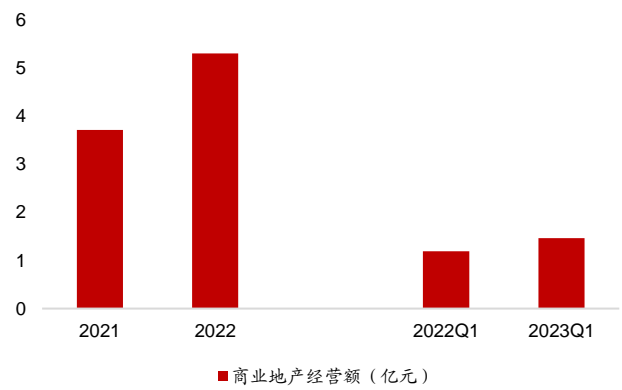


图26： 城建发展 2021-2023Q1 商业地产经营额



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

文旅地产转型加速，打造以云蒙山和黄山为核心的项目布局。公司现有文旅地产项目 4 个，2022 年初步形成以云蒙山和黄山为代表的文旅地产布局，云蒙山景区品牌影响力持续提升，全年接待游客 35 万人次。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，目前正在推进酒店方案设计等工作。

图27： 公司现有文旅地产项目



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

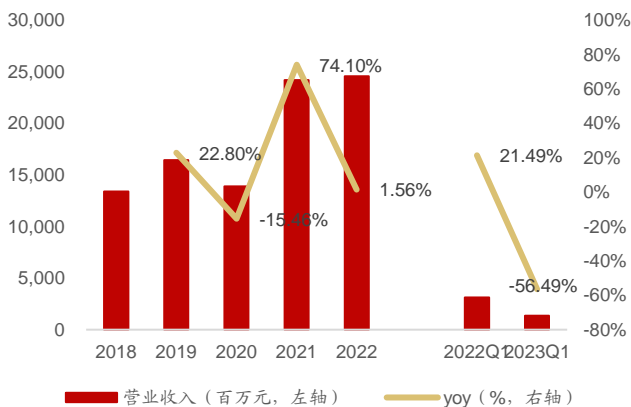
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3 公司财务分析：营收再创新高，财务保持稳健

3.1 营收及成本分析：营收逆势上涨，毛利率企稳回升

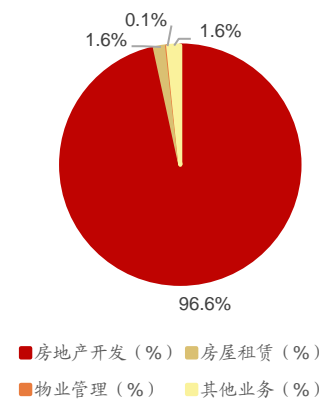
营收再创新高，房地产开发业务占比保持高位。2022 年公司实现营业收入 245.62 亿元，同比上升 1.56%。2020 年公司受到主营房地产行业结转收入减少影响，营业收入有所下降，2021 年公司营业收入大幅增长，同比增长 74%，2022 年公司营业收入保持小幅增长。公司主营业务为房地产开发、房屋租赁、物业管理及其他业务，2022 年各项业务收入比重分别为 96.59%、1.64%、0.15%、1.63%，房地产开发业务是公司的主要收入来源。

图28： 城建发展 2018-2023Q1 营业收入及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

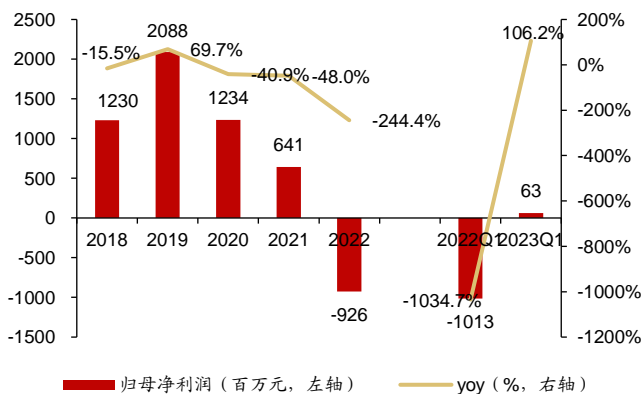
图29： 城建发展 2022 年各项业务营业收入占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

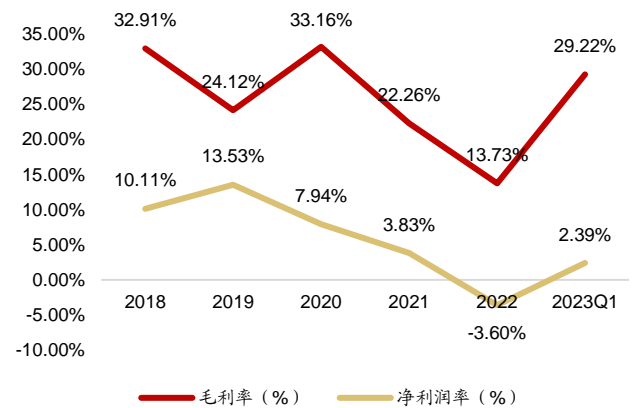
2023Q1 扭亏为盈，毛利率及净利率企稳回升。受到行业下行及公司投资收益减少的影响，2020-2022 年归母净利润、毛利率及净利率有所下滑。2021 年公司所持有的国信证券、锦州银行股票分别亏损 7 亿元、0.59 亿元。2022 年国信证券、锦州银行股票共亏损 7.58 亿元，加上公司参股子公司中科招商所持有的南微医学股价下跌，导致公司权益法核算的该公司收益为-7.67 亿元。2022 年公司归母净利润为-9.26 亿元，同比减少 244.4%。2023Q1 公司扭亏为盈，实现归母净利润 0.63 亿元，同比增加 106.18%；毛利率及净利率企稳回升，2023Q1 分别达到 29.22%、2.39%，同比增长 15.49pct 及 5.99pct。

图30： 城建发展 2018-2023Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

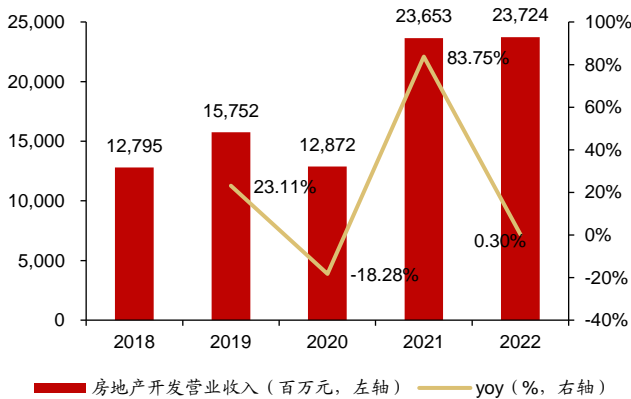
图31： 城建发展 2018-2023Q1 毛利率与净利率



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

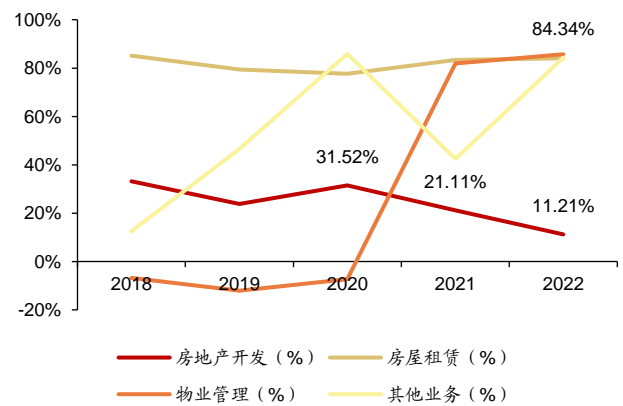
地产开发业务收入逆势上涨，行业下行致使毛利率走低。分项业务来看，2022年房地产业务营业收入23.7亿元，同比增长0.3%；在行业下行周期，公司房地产业务营收逆势增长，彰显了公司的经营韧性。房地产业务受行业下行影响，毛利率逐渐走低，2021-2022年毛利率分别为21.11%和11.21%；公司其它业务毛利率均保持高位，房屋租赁、物业管理、其他业务毛利率分别为84.09%、85.72%、84.34%。

图32: 城建发展 2018-2022 房地产开发业务营收



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图33: 城建发展 2018-2023 各项业务毛利率与净利率

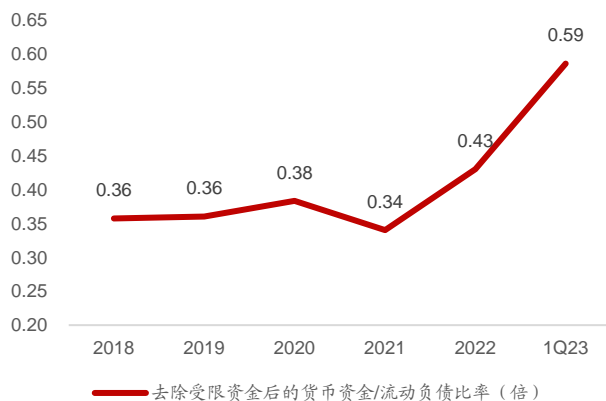


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.2 资产负债表分析: 债务结构均衡, 偿债能力增强

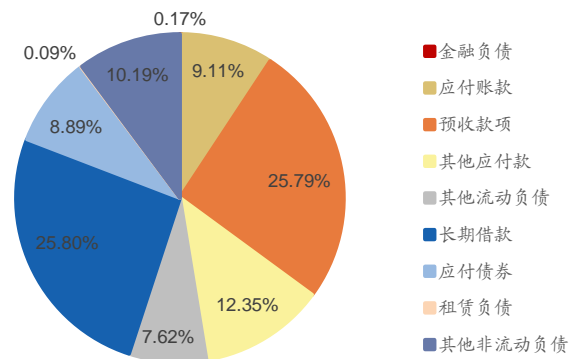
债务结构均衡, 偿债能力不断增强。2021年以来, 公司去除受限资金后的货币资金/即期债务比率连续三年提升, 公司偿还短期负债的能力不断增强, 于2023年Q1达到0.59。从负债结构上来看, 公司流动负债、非流动负债占比分别为55.03%、44.97%, 其中, 流动负债中以预收款项(包括预收租金和预售资金)为主, 占比25.79%; 非流动负债中以长期借款为主, 占比25.80%, 债务结构相对均衡。从三道红线角度来看, 2023Q1剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为60.5%、101.2%、3.16。2021年以来公司持续优化三道红线, 资产负债率、现金短债比均连续五年维持绿档水平, 净负债率于2023Q1接近绿档水平。

图34: 城建发展 2018-2023Q1 去除受限资金后的货币资金/即期债务比率



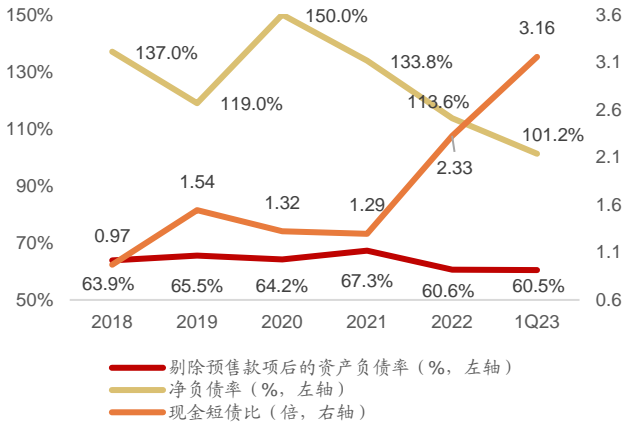
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 即期债务=流动负债-预收款项-合同负债。

图35: 城建发展 2022 年负债结构



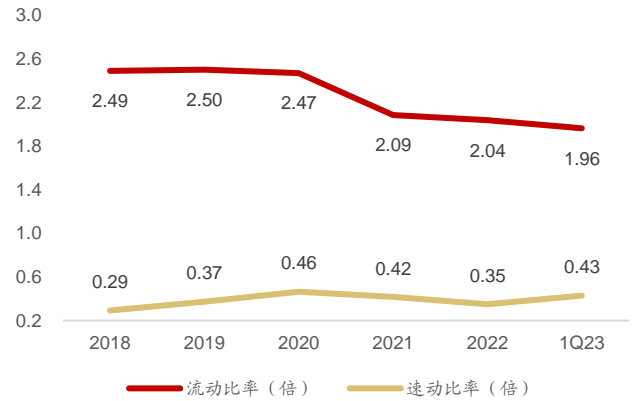
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 此处预收款项将预收租金和预售资金合并。

图36: 城建发展 2018-2023Q1 三道红线



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所; 注: 净负债率=(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+应付票据-货币资金)/净资产; 现金短债比=货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债);

图37: 城建发展 2018-2023Q1 流动比率与速动比率



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

4 盈利预测

根据公司房地产项目储备情况及房地产项目的开发投资情况, 结合我们对公司所在城市房地产市场情况的分析, 我们对公司的经营情况进行预测:

1) 房地产业务: 房地产业务是公司的主要收入来源, 2022 年公司房地产业务收入占比达 96.6%。①2019-2022 年公司销售额同比快速增长, 根据公司的开发投资情况, 经过对公司现有项目的拆分, 我们反算得到公司 2023-2025 年房地产业务收入同比增速分别为 13.05%、11.27%、10.25%。②2022 年公司房地产业务毛利率为 11.21%, 连续 2 年快速下跌, 较 2020 年跌幅超 20pct, 考虑到北京房地产市场供需相对健康, 且公司待结转项目及新获取项目毛利率改善, 2023Q1 公司整体毛利率已出现企稳回升的势头, 我们假设 2023-2025 年公司房地产开发业务毛利率逐渐回升, 分别为 11.5%、12.0%、12.5%。

2) 其他业务: 房屋租赁、物业管理、其他业务 2022 年毛利率分别为 84.09%、85.72%、84.34%, 我们假设 2023-2025 年这三项业务毛利率基本保持与 2022 年毛利率相同的水平, 分别假设为 85%、86%、85%。

表9: 城建发展 2023-2025 年盈利预测

业务类型	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
房地产开发	营业收入 (百万元)	23712	26821	29844	32903
	同比增速 (%)	0.25%	13.05%	11.27%	10.25%
	毛利率 (%)	11.21%	11.50%	12.00%	12.50%
房屋租赁	营业收入 (百万元)	403	443	487	536
	同比增速 (%)	8.58%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	84.09%	85.00%	85.00%	85.00%
物业管理	营业收入 (百万元)	36	45	57	71
	同比增速 (%)	26.25%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率 (%)	85.72%	86.00%	87.00%	88.00%
合计	营业收入 (百万元)	24562	27729	30817	33949
	同比增速 (%)	1.56%	12.89%	11.14%	10.16%
	毛利率 (%)	13.73%	13.91%	14.31%	14.74%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 估值分析与投资建议

5.1 NAV 估值

房地产开发业务估值核心假设:

- 截至 2022 年末公司未结算面积 314.5 万平, 其中未售面积 115.7 万平, 公司 2022 年平均售价 58476 元/平方米, 2022 年末公司未售货值约 676 亿元;
- 2023 年 1-6 月公司新增全口径货值约为 74 亿元, 项目开发至结转节奏按照 3.5 年考虑;
- 贝塔值通过分析近一年公司股价走势与沪深 300 指数走势相关性, 取值 0.8; 无风险利率取 10 年期国债到期收益率 2.8%; 市场的预期收益率参考 2019-2022 年沪深 300 平均增长率 9.11%, 取值 9.0%; 通过计算得到股权资本成本为 7.76%; 债务成本取 2018-2022 年公司平均融资成本 5.07%;
- 根据债务成本及股权成本计算, WACC 取值 4.66%;
- 2018-2022 年净利率区间在-3.77%-12.71%, 2023Q1 公司净利率企稳回升至 4.62%, 考虑到 2023 年及以后行业整体净利率维持稳定, 我们保守假设公司 2023 年及以后净利率维持在 6%。

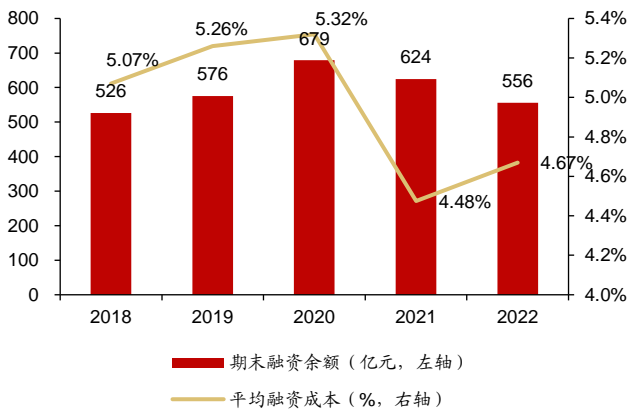
表10: 城建发展 NAV 估值情况

WACC	4.66%
房地产开发业务净资产增加值 (亿元)	100
2022 年末净资产账面价值 (亿元)	242
NAV (亿元)	343
股本 (亿股)	23
每股 RNAV: 人民币元	15.18
当前股价	5.14
相对 RNAV 折价	66.1%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

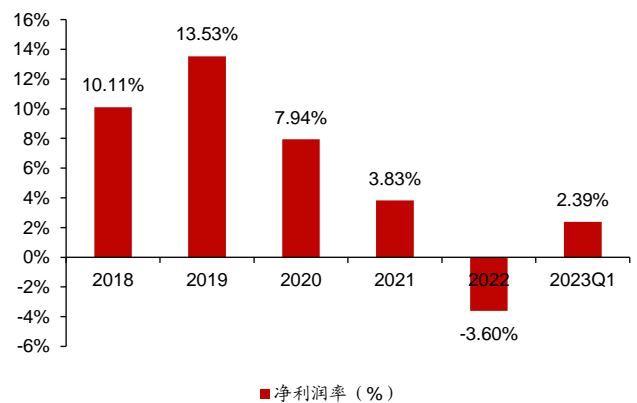
综合以上假设, 我们测算公司房地产开发业务的净增加值约为 100 亿元, 叠加 2022 年末归母净资产账面价值 242 亿元, 合计 NAV 为 343 亿元, 即 15.18 元每股。公司 7 月 14 日收盘价为 5.14 元, 相比每股 NAV 折让 66.1%。

图38: 城建发展 2018-2022 年融资余额及融资成本



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图39: 城建发展 2018-2023Q1 净利率



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

5.2 PE 及 PB 估值

关于可比公司, 我们选择采取同样发展策略的区域型深耕房企, 包括滨首开股份、越秀地产及天健集团。按照 7 月 14 日收盘价计算, 城建发展的可比公司 2023 年平均 PE 均值为 10.98 倍, 可比公司的平均 PB 估值为 0.65 倍。

表11: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍) MRQ
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600376.SH	首开股份	3.73	-0.26	0.17	0.28	0.41	—	21.79	13.16	9.12	0.41
0123.HK	越秀地产	8.71	0.00	1.09	1.24	1.40	—	6.48	5.69	6.22	0.68
000090.SZ	天健集团	5.10	0.97	1.09	1.15	1.21	5.25	4.67	4.43	4.20	0.88
	均值						5.25	10.98	7.76	6.51	0.65
600266.SH	城建发展	8.55	-0.41	0.45	0.57	0.69	—	11.32	8.98	7.50	0.46

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 收盘价截止至 2023 年 7 月 15 日, 除城建发展为浙商证券预测外, 其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。

5.3 投资建议

我们认为, 城建发展具备优质房企特质, 有望穿越周期、实现中长期高质量发展。总结全文来看, 我们认为城建发展的投资亮点为:

1) 聚焦深耕北京市场, 销售保持通畅。公司销售额位于 2022 年度北京市销售排行榜第 2 名、中国房企销售额百强榜第 69 名, 创造公司成立以来销售业绩最好记录。2023 年上半年销售排名稳居北京市 TOP2, 全国房企销售额百强榜排名跃升至第 40 名, 行业地位及市场影响力再度提升。2022 年公司持有待开发项目 31 个, 总规划计容建面 482 万平方米, 其中北京占比 78.8%。我们认为, 本轮需求复苏进程预计将长于历史的宽松周期, 且不同城市间的分化预计也将明显加剧, 核心城市销售基本面具备优势。公司深耕北京, 城市基本面优势显著, 房地产市场供需关系相对健康。公司土储的区位优势能够为公司较强的销售弹性, 助力公司销售保持通畅。

2) 旧改能力突出，保障公司可售货值充足。截至 2022 年底，公司共持有 11 个土地一级开发项目，其中包括 7 个尚未开发项目及 3 个在建项目。公司目前处于在建及前期状态的项目计容建面约 772 万平方米，总投资额约 1052 亿元。在城市分化的大背景下，房地产企业的投资策略更加趋同，核心城市拿地竞争较为激烈。公司具备丰富的旧改储备，且均位于北京的热点板块，从短期来看，在竞争日益加剧的环境下，公司的旧改土储能够为公司提供丰富的可售货值，巩固市场地位；从长期来看，公司的旧改能力及旧改储备能够为公司进驻存量开发市场做好准备。

3) 投资收益有望扭亏为盈，2023 年业绩预期改善。2022 年公司非房地产业务利润大幅度下降，主要因为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-7.58 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-7.67 亿元。我们认为，公司的房地产开发主业经营良好，随着 2022 年影响市场的不利因素逐渐减少，2023 年宏观经济有望逐渐向好，公司非房业务收益有望恢复至 2020-2021 年水准进而实现投资收益扭亏为盈，我们认为投资收益拖累公司业绩概率较低，2023 年公司整体业绩预期改善。

4) 受益集团资源整合，管理规模有望扩大。公司目前与控股股东城建集团的两家全资子公司“开发公司”及“住总集团”存在房地产业务的同业竞争。公司一直采取托管方式对开发公司进行管理，控股股东城建集团也就此做出承诺，待开发公司满足注入条件后尽快解决同业竞争问题，承诺期限为 2018 年 10 月 22 日至 2023 年 10 月 21 日。针对住总集团与公司的同业竞争问题，目前正在协商托管的相关事宜，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以解决同业竞争问题。我们认为，公司控股股东的资源整合，有利于公司管理规模扩大、资源利用效率提高及品牌优势增强。

综合考虑公司的财务安全性、土储质量、品牌力，我们认为公司应当享有估值溢价。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 10.24、12.92 和 15.47 亿元，2023 年 EPS 为 0.45 元/股，BPS 为 11.09 元/股。综合 NAV 及 PB 估值，我们给予公司 0.65 倍 PB 估值，目标价 7.21 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

1) 政策不确定性：2023 年房地产业保持房住不炒的原则并稳步向新的发展方向转型，行业面临变革和创新，政策存在不确定性。

2) 行业下行影响毛利率：经济下行使毛利率逐渐走低，若行业复苏迹象缓慢，毛利率下滑的压力仍然存在。

3) 项目推进不及预期：公司棚改项目和一级开发项目较多，开发周期较长，不确定因素较多，存在项目推进不及预期的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	121,064	133,605	137,330	148,389
现金	13,928	16,145	23,788	9,069
交易性金融资产	2,509	2,909	3,109	3,309
应收账款	207	61	243	101
其它应收款	4,108	9,430	4,902	11,280
预付账款	967	1,090	1,205	1,321
存货	95,838	100,449	100,548	119,761
其他	3,506	3,521	3,535	3,549
非流动资产	17,701	18,394	18,806	19,008
金融资产类	1,564	1,564	1,564	1,564
长期投资	2,481	2,449	2,243	1,881
固定资产	612	604	606	598
无形资产	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0
其他	13,045	13,778	14,393	14,965
资产总计	138,766	151,999	156,136	167,398
流动负债	59,398	68,763	69,545	78,182
短期借款	0	0	0	0
应付款项	12,123	13,405	14,835	16,118
预收账款	36	44	47	53
其他	47,238	55,315	54,664	62,011
非流动负债	51,889	54,889	56,889	57,889
长期借款	28,310	31,310	33,310	34,310
其他	23,579	23,579	23,579	23,579
负债合计	111,287	123,653	126,434	136,071
少数股东权益	3,260	3,310	3,374	3,451
归属母公司股东权益	24,219	25,036	26,327	27,875
负债和股东权益	138,766	151,999	156,136	167,398

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,337	822	6,780	-14,824
净利润	(884)	1,075	1,356	1,624
折旧摊销	99	44	51	36
财务费用	616	1,216	1,291	1,336
投资损失	640	(555)	(616)	(679)
营运资金变动	7,111	(558)	4,899	(16,941)
其它	756	(400)	(200)	(201)
投资活动现金流	106	(182)	155	441
资本支出	(143)	(66)	(94)	(46)
长期投资	848	(1,070)	(568)	(392)
其他	(599)	955	816	879
筹资活动现金流	(8,620)	1,576	709	(336)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(7,184)	3,000	2,000	1,000
其他	(1,436)	(1,424)	(1,291)	(1,336)
现金净增加额	(177)	2,216	7,643	(14,719)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,562	27,729	30,817	33,949
营业成本	21,189	23,873	26,408	28,946
营业税金及附加	524	1,111	946	1,201
营业费用	679	775	857	946
管理费用	510	571	637	701
研发费用	39	25	37	41
财务费用	433	937	968	860
资产减值损失	(543)	0	0	0
公允价值变动损益	(742)	400	200	200
投资净收益	(640)	555	616	679
其他经营收益	12	41	26	32
营业利润	(723)	1,433	1,807	2,166
营业外收支	(18)	0	0	0
利润总额	(741)	1,433	1,807	2,166
所得税	143	358	452	541
净利润	(884)	1,075	1,356	1,624
少数股东损益	42	51	64	77
归属母公司净利润	(926)	1,024	1,292	1,547
EBITDA	1,191	1,460	2,009	2,183
EPS (最新摊薄)	-0.41	0.45	0.57	0.69

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.56%	12.89%	11.14%	10.16%
营业利润	-151.81%	298.32%	26.10%	19.82%
归属母公司净利润	-244.43%	210.58%	26.10%	19.82%
获利能力				
毛利率	13.73%	13.91%	14.31%	14.74%
净利率	-3.77%	3.69%	4.19%	4.56%
ROE	-3.82%	4.09%	4.91%	5.55%
ROIC	1.80%	1.39%	1.84%	1.95%
偿债能力				
资产负债率	80.20%	81.35%	80.98%	81.29%
净负债比率	404.99%	436.22%	425.68%	434.37%
流动比率	2.04	1.94	1.97	1.90
速动比率	0.35	0.42	0.46	0.30
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.19	0.20	0.21
应收账款周转率	219.28	219.28	219.28	219.28
应付账款周转率	1.90	1.90	1.90	1.90
每股指标(元)				
每股收益	-0.41	0.45	0.57	0.69
每股经营现金	3.69	0.36	3.00	-6.57
每股净资产	10.73	11.09	11.67	12.35
估值比率				
P/E	—	11.32	8.98	7.50
P/B	0.48	0.46	0.44	0.42
EV/EBITDA	34.93	29.79	18.83	24.53

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>