

天生出众逆流上 风云际会腾空起

——城建发展 (600266.SH) 首次覆盖报告 房地产/房地产开发



投资摘要：

北京棚改第一股，一级开发经验丰富，把握时代机遇；深耕北京市场 30 年，在手土储质量高，市场下行期销售拿地双突破，储备业绩进入兑现期

公司禀赋：背靠北京国资委财务经营稳健

- 股东背景强劲：背靠母公司北京城建集团，穿透股东为北京市人民政府，为公司深耕北京，深耕商品房及一级土地开发提供充沛资源；
- 营收整体稳定增长，2016-2020 年 CGAR15.8%，2022 年及 2023Q1 受结算进度影响营收增速下滑，2022 年营收 246 亿元，同比+1.6%，2023Q1 营收同比-56.5%，2023 全年将回归正增长；
- 2022 年盈利能力受金融资产价格下跌冲击，导致亏损 8.84 亿元（公允价值变动及投资收益合计-15.25 亿元），2023 年一季度扭亏为盈，毛利率触底反弹至 29.2%；
- 业绩储备充足，2023Q1 合同负债对 2022 年营收覆盖倍数达历史新高，融资成本低，2022 年平均融资 4.67%，在手现金充足，现金短债比 3.16。

时代机遇：行业基本面、政策情绪面、市场博弈面迎共振

- 行业基本面进入新周期，分化市场下获得竞争优势：本轮商品房销售一二三线城市间分化显著，随着供需关系改变后，购房者将持续聚焦优质城市及优质项目，公司土储高度聚焦北京，预计销售表现将显著好于行业平均水平；
- 政策情绪面迎来高峰，旧城改造创造历史性机遇：近期房地产政策再度迎来宽松期+超大特大城市城中村改造的双重政策礼包，均将对公司经营产生积极影响；对于前者新一轮“因城施策”将更多刺激一二线城市销售；对于后者，公司作为北京本土且具备丰富一级开发及棚改经验的上市国企，有望在本轮城中村改造中，充分对接政府、资金、项目等多方，成为政策推动的主要参与者，并从中获益；
- 市场博弈尚不充分，中小市值房企仍有机会：我们回顾了 2021 年 11 月至 2023 年 6 月地产板块整体走势，发现相比大盘股，中小市值房企累计涨幅落后，考虑到存量市场下，规模大并不等同于公司质地好，中小市值房企同样有成长空间，并进行了中小房企横向盘点，城建发展在比选中脱颖而出。

经营表现：销售拿地双突破 储备业绩兑现中资源整合再提速

- 销售拿地逆势增长，彰显公司经营健康，信心充足：2023Q1 公司公告口径实现销售额 124 亿，同比+146.4%，2023H1 权益销售额同比+73.7%，2022 年权益拿地金额同比+22.1%，拿地强度 39%，2023H1 因摇号不中拿地金额同比减少，但拿地强度仍位居行业前列；
- 销售土储结构聚焦北京，充分受益于北京市场良好表现：根据中指研究院统计，2023H1 销售额中北京市场占比 93.1%，在建待建面积中北京占比达 75.5%，2023 年北京商品房月度供求比始终保持在 1 以下，市场成交较活跃，公司销售当前可充分受益于北京市场的良好表现；
- 储备业绩逐步兑现，营收盈利能力将迎提升：天坛府等多个优质项目将在 2024 年前后陆续结算，天坛府当前合同负债 136 亿元占比达 50.2%，此外一级开发项目也将陆续从投入期转入回款期，公司营收盈利能力将获提升；
- 母公司下属同业竞争公司注入再提速：北京城建集团全资涉地产开发子公司，将在条件满足后将地产业务注入城建发展，二者合计总资产约 1420 亿元，注入后将显著提升公司资产规模，2023 年 7 月 13 日，母公司北京城建集团董事长新任命，有望将加速资源整合进程。

投资建议：我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.7、15.7、21.5 亿元。给予公司 2023 年 0.95 倍 PB 估值，EPS 为 0.43 元/股，EBS 为 11.02 元/股，对应股价 10.47 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：商品房市场复苏不及预期，深耕区域市场销售下行，一级开发项目进度、盈利能力不及预期，盈利预测中假设偏离真实情况的风险。

评级

买入（首次）

2023 年 8 月 21 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

翟苏宁

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121100010

zhaisuning@shgsec.com

交易数据

时间 2023.8.21

总市值/流通市值 (亿元)	158/158
总股本 (万股)	225653.76
资产负债率 (%)	81.42
每股净资产 (元)	8.9492
收盘价 (元)	7
一年内最低价/最高价 (元)	3.23/8.22

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	24,184.27	24,561.88	26,966.57	30,962.62	35,842.76
增长率 (%)	74.10%	1.56%	9.79%	14.82%	15.76%
归母净利润 (百万元)	641.26	-926.18	971.90	1,566.84	2,153.18
增长率 (%)	-48.04%	-244.43%	204.94%	61.21%	37.42%
净资产收益率 (%)	2.50%	-3.82%	3.91%	6.04%	7.86%
每股收益(元)	0.17	-0.56	0.43	0.69	0.95
PE	43.47	-13.22	17.16	10.64	7.74
PB	0.65	0.69	0.67	0.64	0.61

资料来源: wind, 2021-2022 年公司年报, 申港证券研究所

内容目录

1. 公司概览：深耕北京资源充沛 财务稳健扭亏为盈	5
1.1 公司概览：深耕北京资源充沛 财务稳健扭亏为盈	5
1.2 财务分析：一季度扭亏转盈 业绩储备充分	5
2. 行业机遇：地产新时代 聚焦经营内核	8
2.1 销售端城市间分化延续	9
2.2 房企端聚焦货值结构	11
2.3 市场端关注被忽略的中小盘机遇	12
2.4 政策端关注城中村改造机遇	14
3. 经营表现：销售稳步上升 储备充分聚焦核心城市	15
3.1 销售规模逆势稳步上升 深耕北京市场实现持续生长	15
3.2 新拓土储充足聚焦北京 业务整合迎规模扩张契机	20
4. 项目观察：在售项目提升整体盈利 储备业绩陆续结算收获	24
4.1 二级开发项目——规模稳中有增 盈利能力提升	25
4.2 一级开发及棚改项目——进入收获期 一二级联动提高项目盈利	27
5. 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 估值与投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：城建发展股权结构	5
图 2：城建发展营业收入及同比增速	6
图 3：城建发展营业收入结构	6
图 4：城建发展毛利、利润规模及同比增速	6
图 5：城建发展毛利率及净利润率	6
图 6：2023年一季度部分上市房企净利润率及毛利率	6
图 7：城建发展三费费率	7
图 8：城建发展一季度销售金额及同比增速	7
图 9：城建发展合同负债规模及对营收覆盖倍数	7
图 10：城建发展三道红线	8
图 11：城建发展融资总额及融资成本	8
图 12：城建发展现金流表现	8
图 13：新旧周期下地产行业主要场景变化	9
图 14：23H1 重点城市销售额同比增速及所处销售周期位置	10
图 15：2019Q1-2023Q1 主流房企公开拿地金额城市能级分布	11
图 16：2019Q1-2023Q1 主流房企公开拿地金额一二线占比	11
图 17：2021年11月-2022年底及2023年1月-6月A股房企区间涨跌幅TOP50 (%)	12
图 18：2021年11月-2022年底及2023年1月-6月A股房企区间涨跌幅及市值	13
图 19：2019-2022及2022-2023Q1公司销售额及同比增速	15
图 20：50家房企2023年上半年权益销售额及同比增速-近五年均值基数	16
图 21：50家房企上半年权益销售额及同比增速-2022年为基数	16
图 22：2018-2022年公司可售面积结构	17
图 23：2018-2022年公司营业收入结构	17
图 24：2018-2023H1 城建发展销售额结构	17
图 25：2021年1月-2023年6月北京商品房成交金额同比增速	18
图 26：2019年1月-2023年6月北京商品房供求面积及供求比	18
图 27：2017-2023H1 城建发展在北京销售额及市占率	18
图 28：城建发展销售均价及同比	19
图 29：北京商品房销售均价及同比	19
图 30：2021-2023H1 北京市场、城建发展及天坛府开盘去化率	19
图 31：城建发展新增土储面积(万平方米)及同比	20
图 32：城建发展权益拿地金额及同比	20
图 33：2022年主要拿地房企拿地规模及拿地强度	20
图 34：2023年上半年房企拿地规模及拿地强度	21
图 35：城建发展储备及在建面积	22
图 36：城建发展新开工及销售面积	22
图 37：城建发展营业收入结构(亿元)	22
图 38：城建发展在建及储备面积结构	22

图 39: 北京城建集团下属三大地产业务平台.....	23
图 40: 2022 年住总集团营收结构.....	24
图 41: 城建发展在北京取地溢价率.....	24
图 42: 城建发展 2022 年底在建储备面积分布.....	24
图 43: 城建发展营收结构-按项目	25
图 44: 城建发展项目结构-按取地时间	25
图 45: 城建发展合同负债结构-按项目	25
图 46: 城建发展合同负债结构-按取地时间	25
图 47: 城建发展主要并表项目合同负债、待入市规模及售价地价比值	27
图 48: 城建发展主要取地项目房地比及售价.....	29

表 1: 不同基数下 23H1 重点城市销售额同比增速	9
表 2: 30 家房企横向比较评分	14
表 3: 2017-2023H1 北京市占率 TOP10	18
表 4: 2022-2023H1 北京市场项目成交额 TOP10	19
表 5: 城建发展 2022-2023H1 项目首开及开工时间	22
表 6: 主要房企剔除短债后货币资金对权益销售额比例.....	22
表 7: 2022 年城建集团三大地产公司主要财务指标	23
表 8: 2023-2025 年竣工项目合同负债规模	26
表 9: 截止至 2022 年末城建发展主要项目开发进度	27
表 10: 城建发展一级开发及棚改项目进度-截止至 2023Q1	28
表 11: 城建发展一级及棚改项目营收结算进度	28
表 12: 城建发展主要一级及棚改项目经营节奏	30
表 13: 可比公司估值	31
表 14: 公司盈利预测表.....	33

1. 公司概览：深耕北京资源充沛 财务稳健扭亏为盈

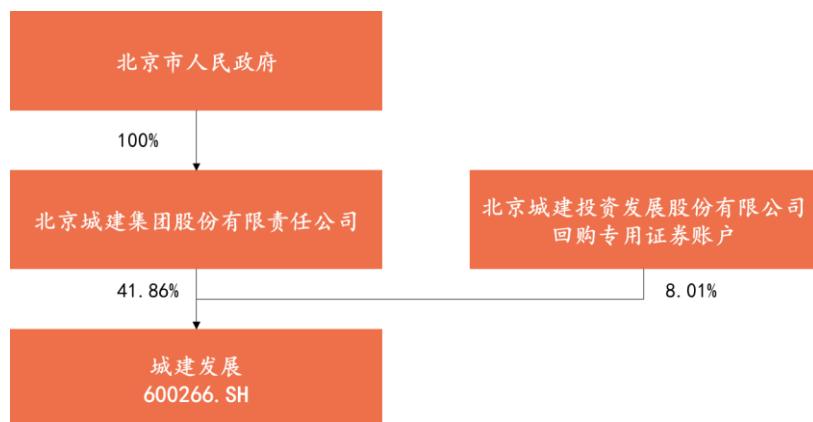
1.1 公司概览：深耕北京资源充沛 财务稳健扭亏为盈

城建发展是以房地产为主业的大型专业品牌地产商，由北京城建集团于1998年成立，经历25年发展，公司的业务已覆盖住宅开发、一级土地整理、保障房建造、商业地产、文旅地产多个领域，布局以北京为中心，版图扩展到天津、重庆、青岛、成都、三亚、南京等城市。

在行业持续的变革中，城建发展始终保持着领先水平。公司连续多年荣获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，中国房地产公司品牌价值TOP10（国企）等荣誉；2023年，公司在房地产开发企业综合实力TOP500测评中，位居房企开发综合实力37位，国企综合实力22位，2022年中指销售排行榜以311亿位列69位，较2021年提升46位。

公司实控人为北京市政府，控股股东为北京城建集团，背靠实力国企为公司提供丰富资源优势。北京城建集团持股41.86%为公司大股东，集团位居中国企业500强，总资产超3500亿，控股公司中包含城建发展（600226.SH）、城建设计（1599.HK）、京城佳业（2210.HK）三家上市公司，业务涵盖工程、地产、设计、园林、文旅、物业服务等九大产业，集团曾参与北京大兴国际机场、中国共产党历史展览馆、国家体育场、国家大剧院、国家博物馆、奥运村、北京城市副中心、雄安新区项目集群和国内外多个城市的地铁、高速公路等重大工程；集团业务覆盖多领域，且可与城建发展业务互补，实现产业链上的资源整合。

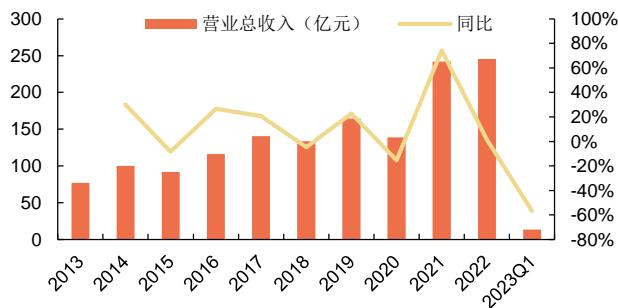
图1：城建发展股权结构



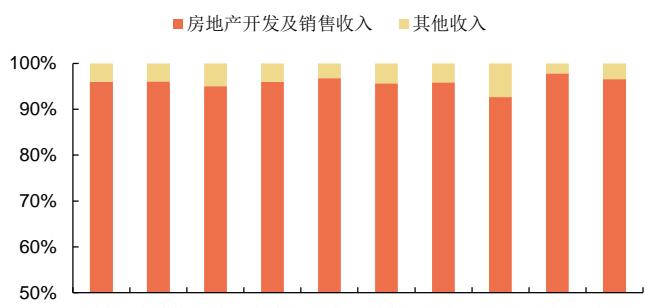
资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 财务分析：一季度扭亏转盈 业绩储备充分

公司营收聚焦房地产业务，营收规模整体保持稳定增长，受结算进度影响2022年及2023年一季度营收增速下滑。2016-2021年间公司复合增长率15.8%，公司近年保持稳定增长；2022年公司营收246亿元，同比增长1.6%，2023年一季度营收同比-56.5%，近期营收增速下探因受结算进度影响；从结构来看，公司房地产开发及销售收入占总营收比例始终保持在90%以上，业务聚焦房地产业务。

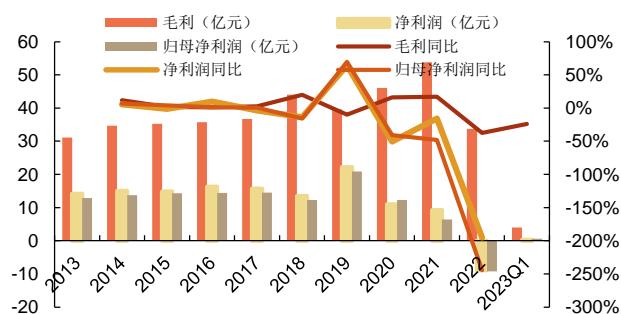
图2：城建发展营业收入及同比增速


资料来源: wind, 申港证券研究所

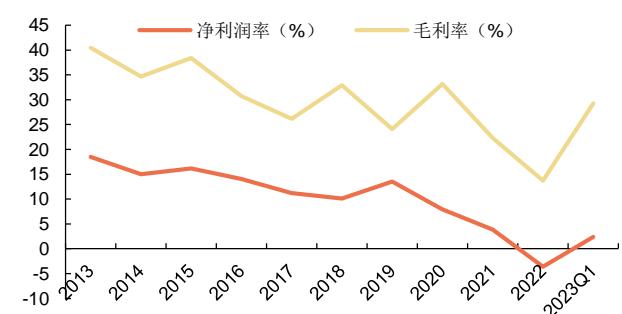
图3：城建发展营业收入结构


资料来源: wind, 申港证券研究所

2022 年盈利能力受金融资产价格下跌冲击, 2023 年一季度扭亏为盈。2022 年公司毛利 33.7 亿元, 毛利规模同比-37.3%, 受整个地产市场低迷影响, 公司结算项目盈利能力减弱; 总亏损 8.84 亿元, 归母净亏 9.26 亿元, 主因为公司及子公司持有国信证券、中科招商等金融资产股价下跌, 导致公允价值变动及投资收益合计-15.25 亿元; 2023 年一季度公司毛利率及净利润率均触底回升, 对外金融资产投资实现收益, 归母净利润 0.63 亿元, 较 2022Q1 归母净利润-10.13 亿元, 实现扭亏为盈 10.76 亿元。

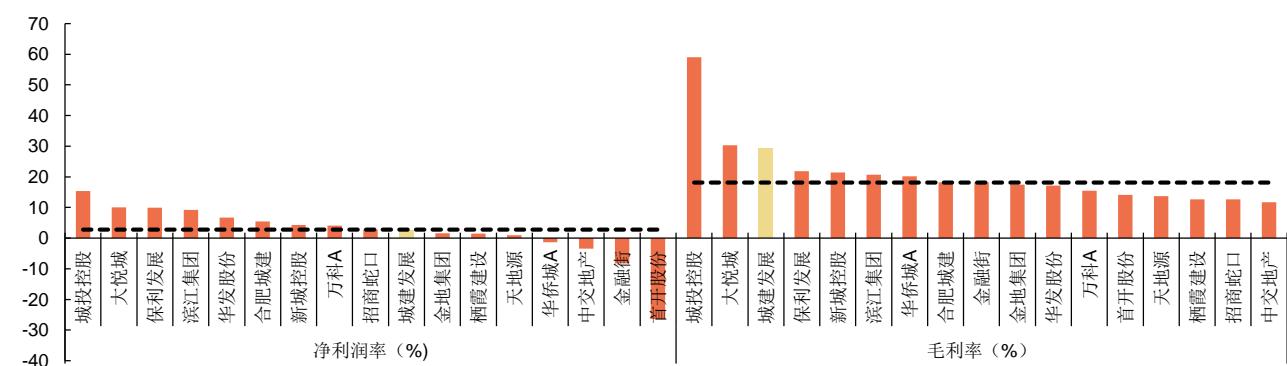
图4：城建发展毛利、利润规模及同比增速


资料来源: wind, 申港证券研究所

图5：城建发展毛利率及净利润率


资料来源: wind, 申港证券研究所

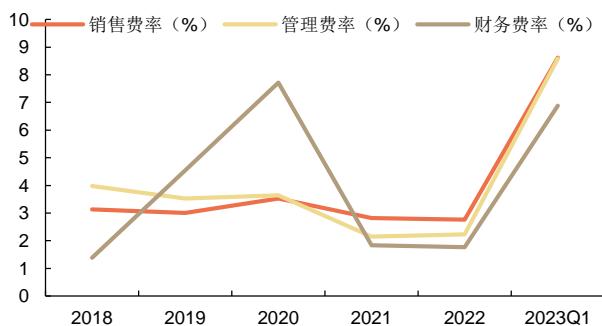
受房地产下行影响, 毛利率整体呈下降趋势, 2022 年毛利率 13.73%; 进入 2023 年一季度, 公司毛利率触底回升至 29.22%; 横向比较 2023 年一季度公司毛利率显著高于多数上市房企, 公司在手项目结算利润水平较高, 但净利润率水平回落至行业中游水平。

图6：2023 年一季度部分上市房企净利润率及毛利率


资料来源: wind, 申港证券研究所

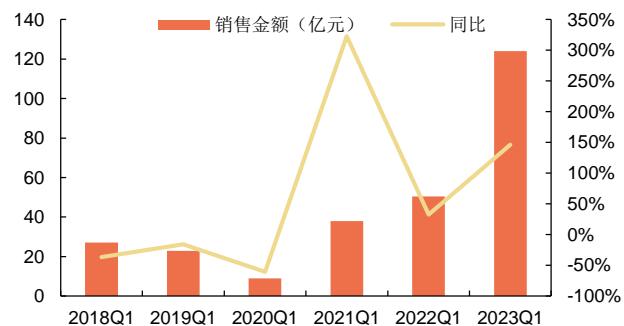
公司三费水平保持整体下行趋势，2023年一季度三费费率高增为季节波动影响，三费水平处于行业中游。2018-2022年期间公司三费费率整体呈下行趋势，2022年销售、管理、财务费率分别为2.8%、2.2%、1.8%；2023年一季度公司三费费率大幅提升至8.6%、8.6%、6.9%，主因一季度销售金额同比高增146%，使得分子端跟随销售实时确认的费用偏高，而分母端营收同比减少56.5%，导致三费费率大幅提升，整体来看公司三费水平仍保持压降趋势，经营效率提升中，而一季度净利润率水平较低也主要因三费费率波动影响。

图7：城建发展三费费率



资料来源：wind，申港证券研究所

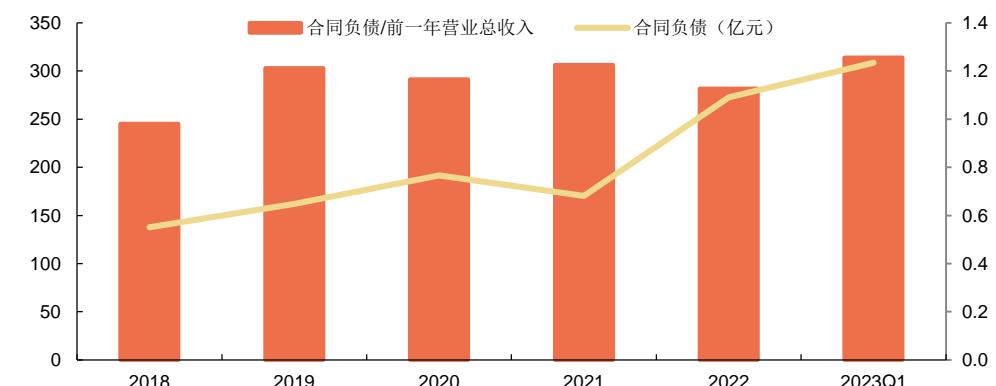
图8：城建发展一季度销售金额及同比增速



资料来源：《2018-2023年第一季度房地产经营情况的公告》，申港证券研究所

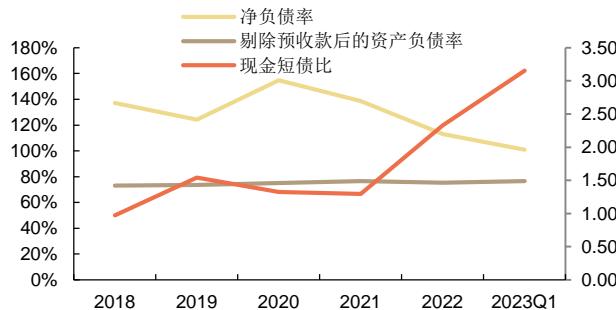
公司业绩储备持续提升，合同负债对营收覆盖倍数达高位，将对2023年营收增长起到助推。2023年一季度公司合同负债合计308.5亿元，对2022年营收覆盖倍数为1.25，为近年高位，随着项目逐步进入结算阶段，储备销售业绩将逐步转化为营收，对公司2023年业绩起到支撑。

图9：城建发展合同负债规模及对营收覆盖倍数

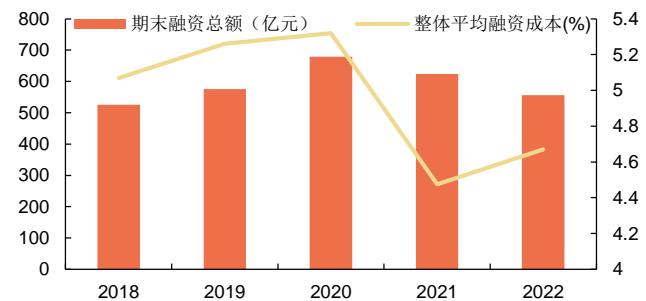


资料来源：wind，申港证券研究所

公司融资成本进入低位且处于行业领先水平，负债水平持续压降，在手现金充足。2022年公司融资成本4.67%，较2021年小幅抬升，但仍处于低位并整体呈下降趋势；截止至2023年一季度，公司现金短债比3.16，处于历史新高，在手现金充足，为公司经营提供灵活充足的调整空间，净负债率持续压降至100.9%，剔除预收款后资产负债率76.5%，与2022年底基本持平，从三道红线的角度来看，公司负债规模尚未达全绿要求，但考虑到公司强属地国属性、优质的融资成本以及良好的销售表现，我们认为负债水平不会成为公司发展的限制。

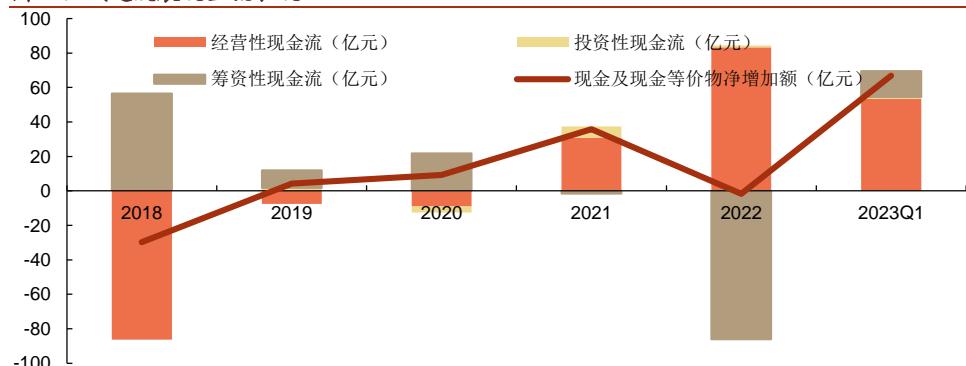
图10：城建发展三道红线


资料来源：wind, 申港证券研究所

图11：城建发展融资总额及融资成本


资料来源：2018-2022 年公司年报, 申港证券研究所

公司近期持续保持正向现金流，2023 年一季度达近期高位。2019-2023Q1，除 2022 年公司大幅进行偿债动作导致筹资端资金大幅流出外，公司现金流始终保持正向流入，其中 2021-2023Q1 经营性现金流贡献大幅的资金流入，现金流安全。

图12：城建发展现金流表现


资料来源：wind, 申港证券研究所

整体来看，公司毛利率较 2022 年有显著提升，年内实现扭亏为盈，融资成本行业领先，在手现金充足，现金流健康，财务端表现稳健；我们认为良好的经营状态，也为公司把握地产行业新变化提供了机遇，助力公司在一众房企中脱颖而出。

2. 行业机遇：地产新时代 聚焦经营内核

我们认为城建发展的机遇来源于行业的变化，2021 年全国商品房销售额及销售面积双双触顶，进入 2022 年后销售规模大幅回落，2021 年作为我国商品房销售规模总量的顶部已成为共识；总量回落后，商品房市场转为存量市场，房地产行业在政策、销售、拿地、融资等场景以及对房企的优劣判断上均有了变化：

- **政策：**限售、限购等限制性政策逐步松绑，随着部分高能级城市限购条件放松，被政策限制的购房资金在城市间流动更顺畅，一二三四线城市间的价格体系将进一步重塑，缺少产业人口支撑的低能级城市的商品房面临压力，而高能级城市将会有更强吸引力；
- **销售：**商品房市场进入买方市场，在本轮地产库存去化完毕前，购房者都有更多的挑选空间，而非此前被价格上涨的预期困扰，因此置业的选择会更关注所在城市或区位的发展潜力、性价比、产品品质等要素，对产品的要求更高；

- ◆ **拿地**: 由于市场信心仍显不足, 房企拿地以稳为主, 聚焦核心城市或优质项目, 而减少三四线城市取地, 因此核心城市优质项目地块多数进入摇号区间, 最终取地的结果一方面取决于房企的可供使用的土拍保证金, 即参拍次数多则取地概率大, 另一方面取决于房企的摇号运气, 而价格预期及规模体量影响减小;
- ◆ **融资**: 资金聚焦国央企, 同时关注房企所持项目的去化能力, 而不再盲目追求规模;
- ◆ **房企**: 对优质房企的筛选, 以国央企为主, 聚焦销售和拿地持续性, 关注在手货值的区位布局, 去化能力, 而不再追求规模。

图13: 新旧周期下地产行业主要场景变化

旧周期		→	新周期
政策	限制性措施抑制投机炒作 限制市场资金流动		限购限售政策松绑, 购房资金在不同城市、项目间流动加强, 逐步形成马太效应
销售	大上涨周期下进行小周期轮动, 一二三线普涨, 卖方市场, 买到比买什么更重要		销售进入阶段性买方市场, 城市发展潜力、项目品质、区位、性价比等成为主要关注点
拿地	大上涨周期内部, 情绪乐观, 资金和价格预期成为取地决定因素		拿地聚焦核心城市与优质地块, 优质地块普遍进入摇号区间, 资金体量和运气决定结果
融资	大而不倒信仰, 追逐规模, 兼顾经营安全性		股东背景为先, 销售去化与货值布局其次
房企	销售规模优先, 兼顾项目资质		国央企为先, 聚焦货值结构, 关注拿地持续性

资料来源: 财联社, 澎湃新闻, 申港证券研究所

在这样的新综合场景下, 我们将看到的并不是此前跟随周期变化而出现的普涨, 而是城市间、房企间因自身禀赋差异而出现的分化走势。

2.1 销售端城市间分化延续

以上方面的变动共同导致了进入 2023 年后我们观察到的, 本轮脉冲式的复苏过程中不同城市间的分化: 整体来看, 一线城市商品房销售仍强于二线、二线整体强于三线城市。以 2022 年为基数, 由于 2022 年部分城市成交额先行下跌, 基数效应下导致一线及三四线部分城市整体同比增速偏高于以 2020-2022 年上半年商品房成交额均值为基数计算的同比增速。

表1: 不同基数下 23H1 重点城市销售额同比增速

城市	2023H1 成交额同比		城市	2023H1 成交额同比	
	20-22 年均值基数	22 年基数		20-22 年均值基数	22 年基数
上海	26%	34%	东莞	-1%	47%
北京	21%	23%	佛山	-18%	-3%
广州	9%	6%	惠州	-11%	64%
深圳	7%	14%	温州	-6%	36%
一线	18%	21%	无锡	-32%	-12%
成都	16%	19%	徐州	-29%	10%
大连	-63%	-53%	烟台	-7%	-1%
福州	-28%	-6%	中山	-20%	-3%
贵阳	-4%	14%	珠海	-19%	14%
杭州	-8%	51%	二线	-14%	10%
合肥	2%	30%	海口	-20%	-15%
济南	8%	19%	南宁	-35%	9%
昆明	-37%	-6%	湖州	-59%	-30%
兰州	-35%	0%	丽水	-37%	-7%
南京	-31%	-27%	洛阳	-13%	-1%

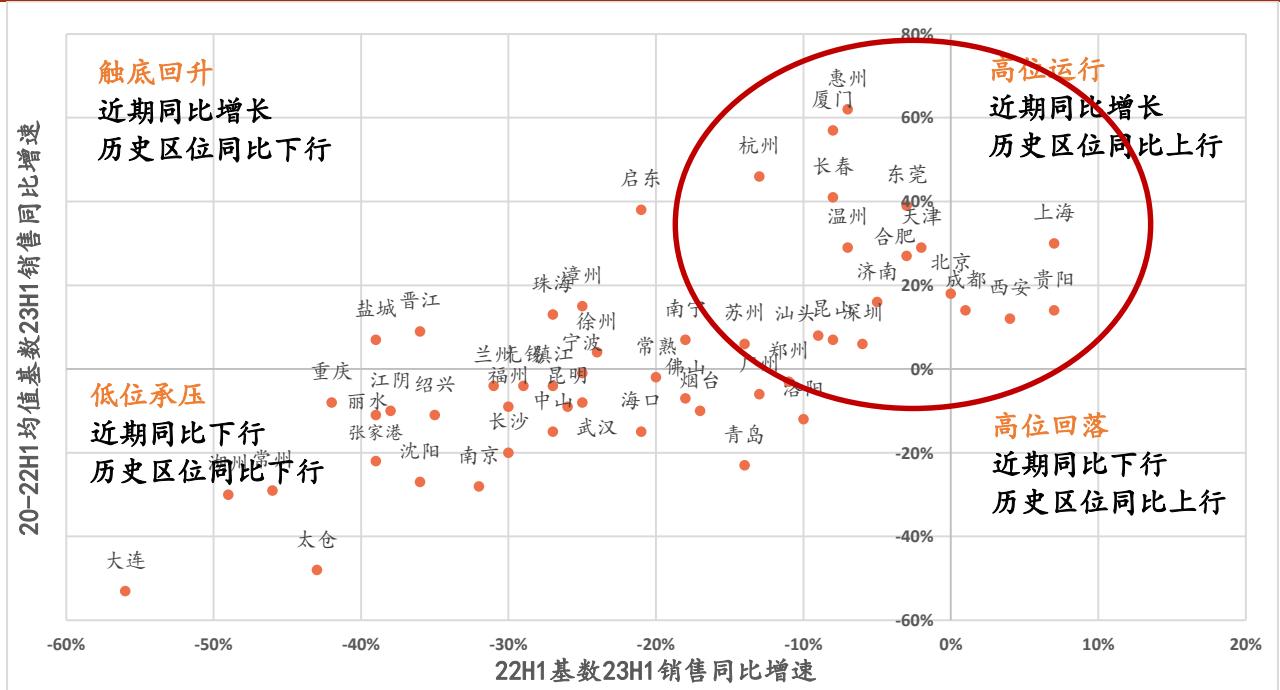
宁波	-26%	3%	汕头	-7%	11%
青岛	7%	-6%	绍兴	-40%	-3%
厦门	8%	63%	盐城	-44%	9%
沈阳	-50%	-27%	漳州	-22%	21%
苏州	-12%	12%	镇江	-33%	-1%
天津	19%	54%	常熟	-20%	1%
武汉	-5%	5%	江阴	-45%	-6%
西安	18%	18%	晋江	-44%	12%
长春	-14%	48%	昆山	2%	10%
长沙	-34%	-18%	启东	-36%	40%
郑州	-7%	13%	太仓	-33%	-42%
重庆	-48%	-5%	张家港	-46%	-18%
常州	-59%	-29%	三四线	-32%	-4%

资料来源：克而瑞，申港证券研究所

分化既体现了城市能级差异，也体现了具体城市的商品房市场周期。以三年均值为基数，可以观察到高能级城市销售整体好于低能级城市，仍整体位于阶段性高位；以 2022 年销售为基数可以发现，在经历了长期下探后，低能级城市同比增速跌幅开始收窄，尽管需求端无强刺激，仍抑制着三四线城市的销售总量，但在供给端出清背景下，各城市自身的商品房量价周期将逐步探明新的底部。随着分化成为常态，对地产行业进行判断的过程中，过往关注总量的视角便显得太过宽泛。

通过不同城市销售增速比较，可以帮我们更好的筛选优质城市。以 22 年上半年同比增速反应近期销售表现，以 20-22 年上半年销售均值为基数同比增速反应市场整体仍在高位运行，这样就形成了各城市销售市场的整体运行状态与边际变动方向的四象限，我们认为应该优先关注位于一象限高位运行阶段（近期同比增长，历史区间同比高位）以及二象限触底回升（近期同比增长，历史区间同比下行）的城市，包括上海、成都、西安、贵阳、北京、天津、合肥、厦门、济南、温州、深圳等城市。

图14：23H1 重点城市销售额同比增速及所处销售周期位置



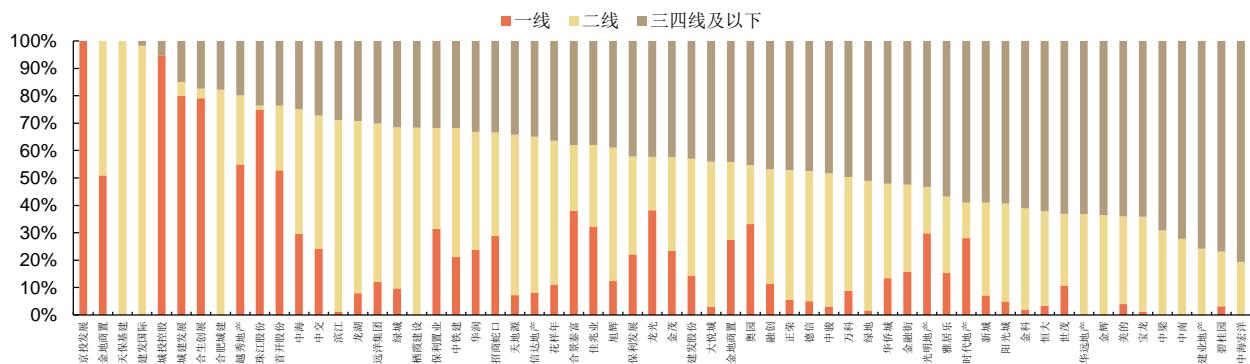
资料来源：克而瑞，申港证券研究所

2.2 房企端聚焦货值结构

基于行业走向分化的变化，聚焦优质城市成为行业趋势，我们认为对优质房企的筛选也应以货值分布为主要导向。在这一背景下，我们对主要房企近年公开市场拿地的城市能级分布进行梳理，以此识别整体货值结构聚焦核心城市的优质房企。

首先我们聚焦各房企历年拿地城市能级分布，一二线占比比较高的房企受市场下行冲击小：汇总 2019Q1-2023Q1 房企拿地成交金额结构，60 家主流房企中，一二线占比均值 59%，70% 以上房企 15 家，一线占比均值 20%，30% 以上房企 13 家，其中城建发展排名靠前位于第 6 位。

图15：2019Q1-2023Q1主流房企公开拿地金额城市能级分布

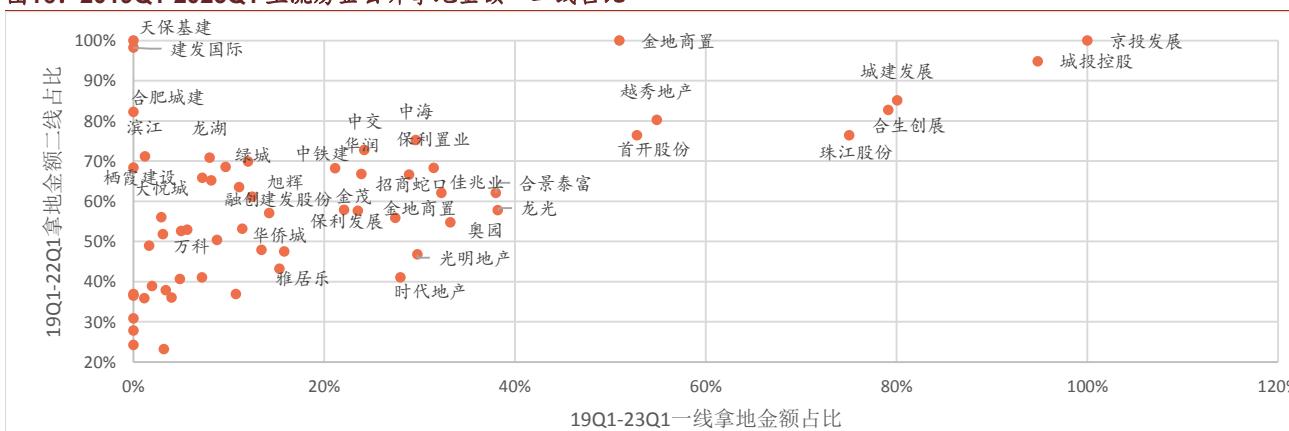


资料来源：克而瑞，申港证券研究所

其次，兼顾城市间的个体差异：以前文对具体城市观察来看，一线城市中触底回升及高位运行的城市中上海、北京、深圳均在列，而广州也接近目标区位；城市间的周期差异更多体现在二三四线城市，一线城市整体基本面及销售表现仍显著好于二三四线城市；因此在关注一二线拿地占比的同时，我们应对一线城市的占比给予更高的关注。

从具体房企的一二线占比交叉比照来看，一线占比 70%以上的房企分别为京投发展（北京）、城投控股（上海）、**城建发展（北京）**、合生创展（广州）、珠江股份（广州）5家。

图16: 2019Q1-2023Q1 主流房企公开拿地金额一二线占比



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

随着各地限购打开，三四线城市房地产市场的资金向一二线城市转移的限制松动，而坚实的产业基础及人口吸纳能力为高能级城市的房地产市场提供了坚实基础；从短期、中期、长期三个维度来看，高能级城市的货值占比就代表了房企未来销售的潜力，而其中又以限售严格的一线城市房地产市场最为坚实与安全；从市场端来看，我们有充足理由积极看好深耕北京 25 载的地方国企城建发展，将展现在优质城市做区域深耕的优势与潜力。

2.3 市场端关注被忽略的中小盘机遇

在行业基本面之外，我们认为部分地产中小盘个股或存在被低估机会，原因来源于基本面与市场面两方面因素。

从基本面看，中小市值上市房企有望实现相对更好的销售及拿地规模增长：

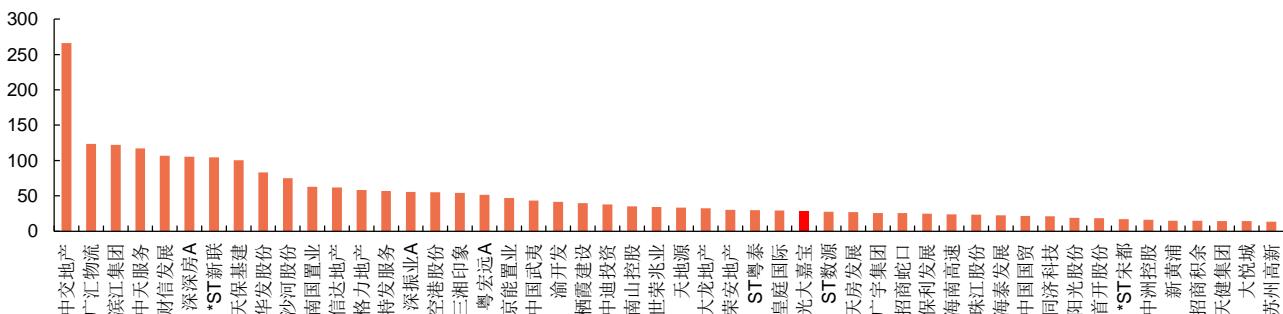
- 货值聚焦核心城市而受市场下行影响小，规模小而增长压力小；
- 土地市场当前的风格为中小房企提供了相对优势：当前房企聚焦核心城市优质地块，导致最终多数以摇号等形式成交，为中小房企提供了捡漏机会；
- 聚焦优质区域，区域深耕、资源整合型地方中小国企竞争优势加强：体现为公司相较全国布局的房企，在取地优势、深耕区域成本溢价能力等方面；

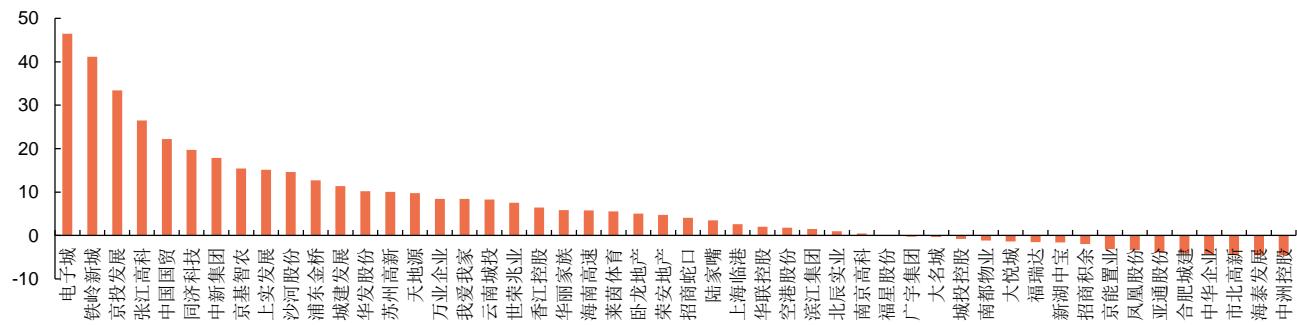
从市场层面看，中小房企相较部分 2022 年表现强势房企或存在更大预期差：

- 中小房企关注度低，或能接棒第一轮行业格局变动逻辑，在此前市场关注规模，头部房企的光芒遮掩下，中小房企并未得到充分关注，即便此前一轮上涨也是以市值 300-500 亿的滨江、华发等房企增长为主，而中小房企的增长仍相对低，存在补涨的空间；
- 低基数效应下，弹性更充足，在大房企承担增长与历史双重压力的同时，土储质量好的中小房企能实现快速回笼资金，同时保持一定的成长性，弹性更充足。

通过回顾本轮开启自 2021 年 11 月至 2022 年底以及 2023 年上半年的地产行业涨跌幅，我们也可以观察到市场在逐步反应用对部分中小房企的认可。2021 年 11 月-2022 年期间，申万地产板块涨幅前十个股中滨江、华发都是中型房企，市值中位数为 102.6 亿（按 21 年 11 月），大型房企如保利发展、招商蛇口也进入涨跌幅 TOP40；而 2023 年上半年涨幅前十公司中多数为中小市值，市值中位数为 63 亿，此前涨幅较高滨江、华发也有不同幅度涨幅排名下滑。

图17：2021年11月-2022年底及2023年1月-6月A股房企区间涨跌幅TOP50（%）





资料来源: wind, 申港证券研究所, 上图为 2021 年 11 月-2022 年底, 下图为 2023 年 1 月-6 月涨跌幅表现

通过散点图可以更清晰地观察到市场风格的变化。以市值和区间涨跌幅为轴的四象限散点图中, 2023 年上半年, 原本在 2021 年 11 月-2022 年期间涨跌幅不佳的中小盘, 在行业内的市场表现相对位置明显有所提升, 涨跌幅靠前的主体以市值百亿及以下房企为主。其中城建发展在 2021 年 11 月-2022 年区间涨跌幅为 56 位 8.3%, 2023 年 1 月-6 月初涨跌幅为 12 位 11.4%。

图18: 2021年11月-2022年底及2023年1月-6月A股房企区间涨跌幅及市值



资料来源: wind, 申港证券研究所

我们认为市场已经在定价中小盘个股在总量下降逻辑下的阿尔法机会, 我们在 5 月 15 日的行业深度《拾珠 寻找下一个优等生——中小房企机会盘点》对 30 家中小房企进行了横向比对, 通过比选房企拿地、销售、公司属性、负债水平、经营能力等多个维度, 筛选城建发展、天地源、保利置业三支标的。从行业变动的维

度来看，我们认为中小房企仍将表现出小而美的稳定性与成长机会。

表2：30家房企横向比较评分

房企 权重	打分											
	拿地强度 20%	销售变动 15%	公司属性 15%	市值大小 0%	三道红线 10%	债务结构 5%	现金流 5%	货值结构 15%	盈利能力 10%	经营效率 5%	打分 100%	
深振业A	1.5	4.0	3.0	2.0	3.7	3.5	4.0	4.0	3.7	1.5	3.13	
天保基建	4.0	2.0	3.0	1.0	2.7	2.8	4.0	4.0	2.7	2.0	3.12	
城建发展	3.0	4.0	3.0	3.0	2.7	3.3	3.0	4.0	1.0	3.0	3.08	
栖霞建设	3.5	3.0	3.0	1.0	2.0	3.5	3.0	3.0	3.0	4.0	3.08	
保利置业集团	2.5	3.0	4.0	2.0	2.7	3.0	4.0	3.0	3.0	3.0	3.07	
大悦城	2.5	3.0	4.0	4.0	3.0	1.8	4.0	2.0	3.0	3.0	2.89	
天地源	2.5	3.0	3.0	1.0	2.3	2.0	2.0	3.0	3.7	3.5	2.83	
津滨发展	1.0	3.0	3.0	1.0	4.0	2.3	4.0	3.0	4.0	2.5	2.79	
城投控股	2.5	1.0	3.0	3.0	3.0	3.5	3.0	4.0	2.7	2.5	2.72	
金地商置	1.0	3.0	2.0	2.0	3.7	2.8	2.0	4.0	3.7	3.0	2.67	
信达地产	1.5	2.0	4.0	3.0	2.7	2.8	4.0	3.0	3.3	1.5	2.66	
首开股份	1.5	3.0	3.0	3.0	2.3	2.3	2.0	4.0	2.0	2.5	2.57	
中国海外宏洋集团	2.0	2.0	4.0	3.0	3.3	3.3	3.0	1.0	2.7	4.0	2.56	
中交地产	2.0	2.0	4.0	3.0	1.7	2.5	3.0	3.0	1.7	4.0	2.56	
珠江股份	1.0	4.0	3.0	1.0	2.0	2.3	2.0	4.0	1.0	1.0	2.41	
格力地产	3.5	2.0	3.0	4.0	1.3	2.3	4.0	1.0	1.7	1.0	2.26	
合生创展集团	1.0	2.0	1.0	4.0	3.3	3.0	1.0	4.0	4.0	1.5	2.26	
京投发展	1.0	1.0	3.0	1.0	2.3	4.0	2.0	4.0	2.0	2.0	2.23	
金融街	1.0	3.0	3.0	4.0	2.3	3.3	3.0	1.0	3.0	2.5	2.22	
福星股份	1.0	3.0	2.0	1.0	3.0	3.0	1.0	1.0	2.3	3.5	2.01	
北辰实业	1.0	2.0	3.0	2.0	1.3	3.0	1.0	3.0	1.7	2.0	2.00	
大名城	1.5	2.0	2.0	2.0	3.7	3.3	1.0	1.0	2.0	2.5	1.95	
华远地产	1.0	3.0	3.0	1.0	2.7	2.8	1.0	1.0	1.0	3.0	1.95	
荣安地产	1.0	2.0	1.0	2.0	3.7	3.0	2.0	1.0	3.7	2.5	1.91	
美的置业	1.0	2.0	1.0	3.0	3.7	2.3	2.0	1.0	3.0	3.5	1.85	
光明地产	1.0	1.0	3.0	2.0	2.3	2.3	4.0	1.0	2.0	2.5	1.82	
金辉控股	1.0	2.0	1.0	4.0	2.3	2.8	1.0	1.0	2.7	3.5	1.66	
中洲控股	1.0	2.0	2.0	2.0	1.7	2.3	1.0	1.0	2.7	2.0	1.65	
合景泰富集团	1.0	2.0	1.0	1.0	1.3	2.3	2.0	3.0	1.0	2.0	1.65	
宋都股份	1.0	1.0	1.0	1.0	3.3	1.3	1.0	1.0	1.3	3.0	1.38	

资料来源：wind, 克而瑞, 申港证券研究所

2.4 政策端关注城中村改造机遇

超大特大城市改造迎来历史机遇，政策推动动作快且受到高度重视：

- 4月28日中共中央政治局召开会议，会议指出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
- 7月21日，国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》并指出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持城市人民政府负主体责任，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
- 7月28日，超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议28日

在京召开，会上指出超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平同志为核心的党中央站在国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。

城建发展的禀赋与经验同政策的导向高度契合，具备把握历史性机遇的条件：

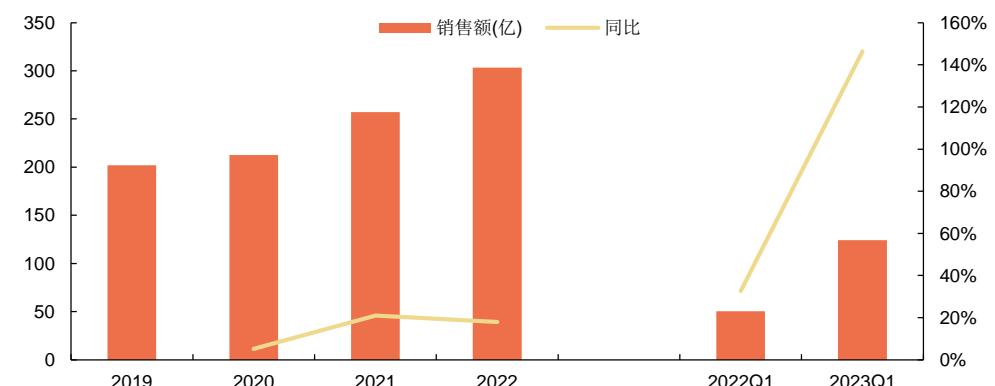
- ◆ **业务契合：**公司深耕一级土地开发及棚改保障房业务多年，积累丰富经验；
- ◆ **区位匹配：**公司聚焦超大城市北京，当前多个一级开发及棚改项目开发中；
- ◆ **背景匹配：**公司为北京市人民政府所属国企，呼应人民政府主导的要求；
- ◆ **实力出众：**公司被誉为北京“棚改第一股”，总规划建筑面积超 680 万平方米，总投资额超 1000 亿元，在旧改业务上具有强话语权；
- ◆ **渠道优势：**相比其他城投公司，城建发展完成上市，是探索旧城改造新业务模式，沟通政府及保障类项目与市场化资金需求的稀缺平台。

3. 经营表现：销售稳步上升 储备充分聚焦核心城市

3.1 销售规模逆势稳步上升 深耕北京市场实现持续生长

公司销售规模稳步上升，进入市场下行期更实现逆势同比增长。2019-2022 年期间，公司全口径销售额由 202 亿稳步攀升至 303 亿，3 年间复合增长率 14.5%，在 2021-2022 年市场进入下行期，多数房企销售规模收缩背景下，完成这一成绩实属不易；2023 年一季度，公司公告口径实现销售额 124 亿，同比增长 146.4%，实现同比大幅增长，销售业绩表现亮眼。

图19：2019-2022 及 2022-2023Q1 公司销售额及同比增速



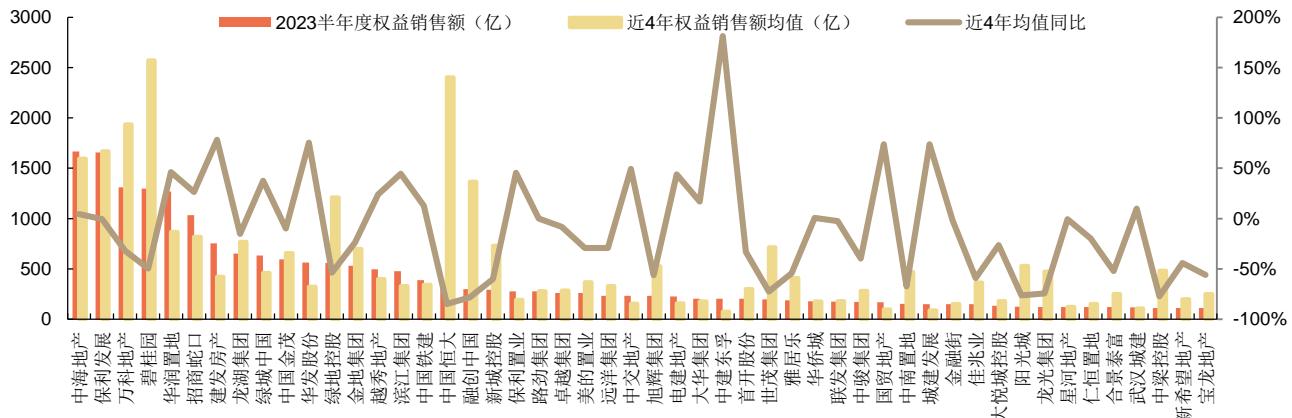
资料来源：公司 2019-2022 年年报，城建发展：关于 2022、2023 年第一季度房地产经营情况公告，申港证券研究所

公司的销售规模增速在行业内名列前茅，公司在不同第三方机构、不同基数同比口径的销售表现均领先：

- ◆ **2023 年上半年销售表现，选用 2019-2022 年近四年的均值为基数计算：**2023 年上半年城建发展权益销售额 149 亿，排名提升 16 位至 42 位，由于 2022 年市场下行影响，部分房企销售规模出现较大波动，导致以 2022 年为基数进行横向

比对，无法有效反应房企真实的销售表现，我们首先选用近四年的均值为基数计算，按克而瑞公布的排行数据，公司权益销售额较之增长 73.7%，在销售规模前 50 中位居第 5 位，仅次于中建东孚、建发房产、华发股份、国贸地产。

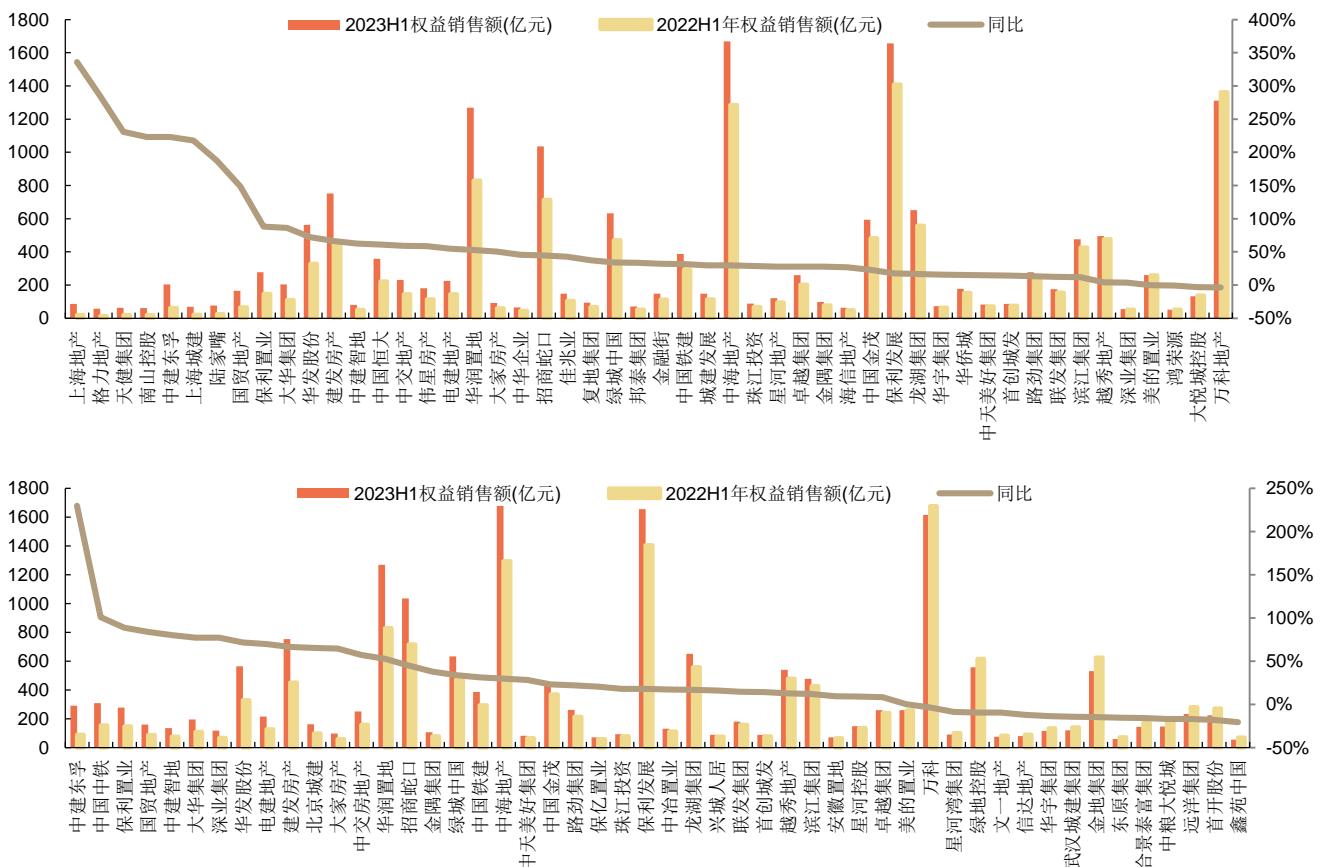
图20: 50家房企2023年上半年权益销售额及同比增速-近四年均值基数



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

- **2023年上半年销售表现，以2022为基数，克而瑞权益销售额排行榜TOP100中，公司2023年上半年同比增速为29.8%，位于第28位；以中指研究院排行数据，2023年上半年权益销售额同比增长65.3%，位于第11位。**

图21: 50家房企上半年权益销售额及同比增速-2022年为基数



资料来源：克而瑞，中指研究院，申港证券研究所，上图为克而瑞口径，下图为中指研究院口径

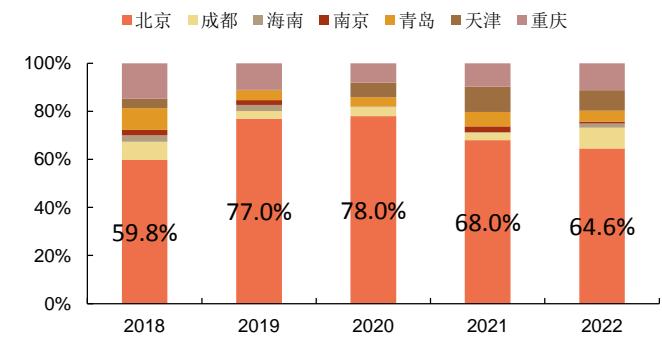
由此我们可以明确城建发展的销售走强，并非某一年的偶然供货周期变动，而是

自身持续性的销售增长，而究其根本，我们认为既有外部的市场助力，也得益于其自身的战略得当及出色经营。

从市场端来看，城建发展供货结构符合大势，聚焦北京及其他核心优势城市，助力销售增长：

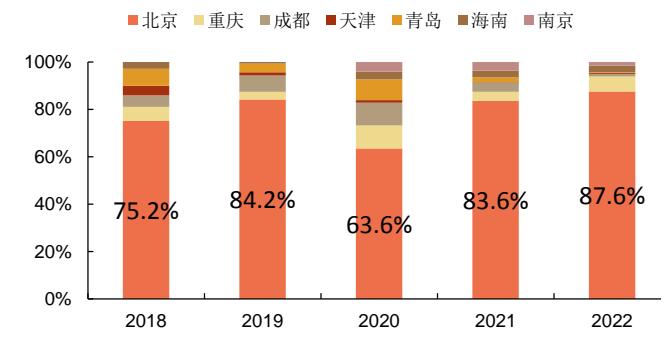
- ◆ **供给端：**根据公司年报披露，在近5年可售面积聚焦于7座城市，而并未做过多扩张下沉，其中北京可售面积供货占比59.8%-78%，强劲的一线城市商品房市场为公司的销售提供了坚实基础，而随着分化的市场特征愈发明显，深耕北京市场为公司带来的市场优势将愈加显著；

图22：2018-2022年公司可售面积结构



资料来源：2018-2022年公司年报，申港证券研究所

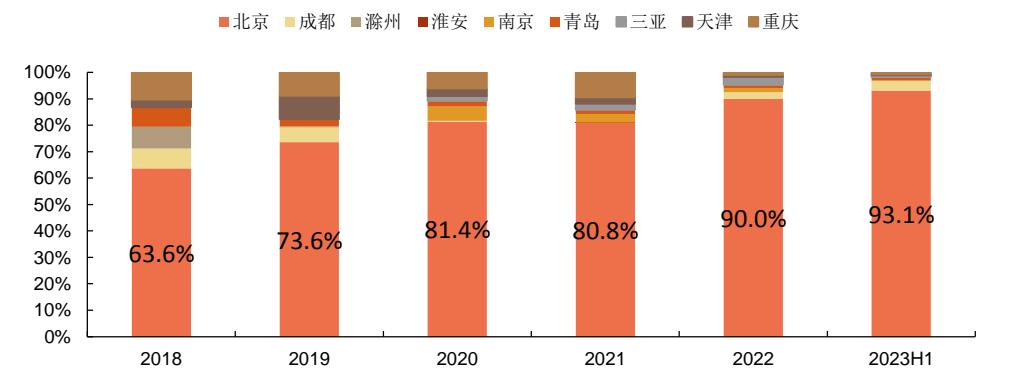
图23：2018-2022年公司营业收入结构



资料来源：2018-2022年公司年报，申港证券研究所

- ◆ **需求端：**由于公司不披露年度销售结构，从领先的营收口径来看，2020-2022年公司营收中北京占比在63.6%-87.6%；另外从第三方机构中指研究院的监控数据来看，城建发展2018-2023H1销售额中北京市场占比由63.6%稳步提升至93.1%，关注北京市场即可掌握公司的销售主体走向。

图24：2018-2023H1城建发展销售额结构

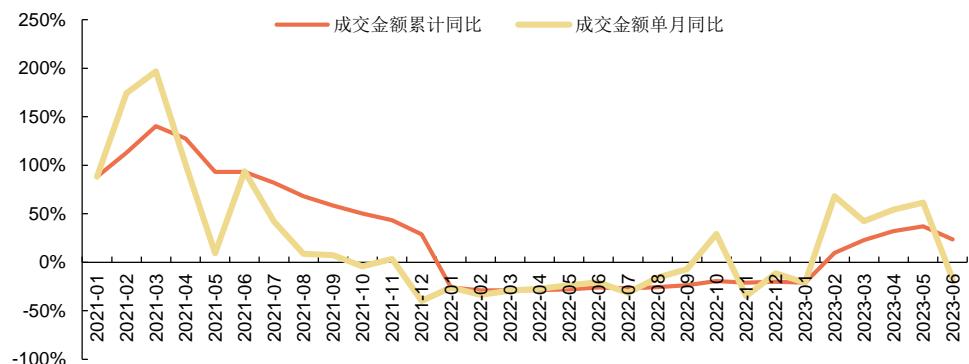


资料来源：中指研究院，申港证券研究所

北京商品房市场给予了城建发展稳定的生长空间。北京的商品房销售保持整体稳定，2023年上半年销售额累计同比增速较高，供求两端体现为成交量活跃，供应量收缩，库存出清的阶段：

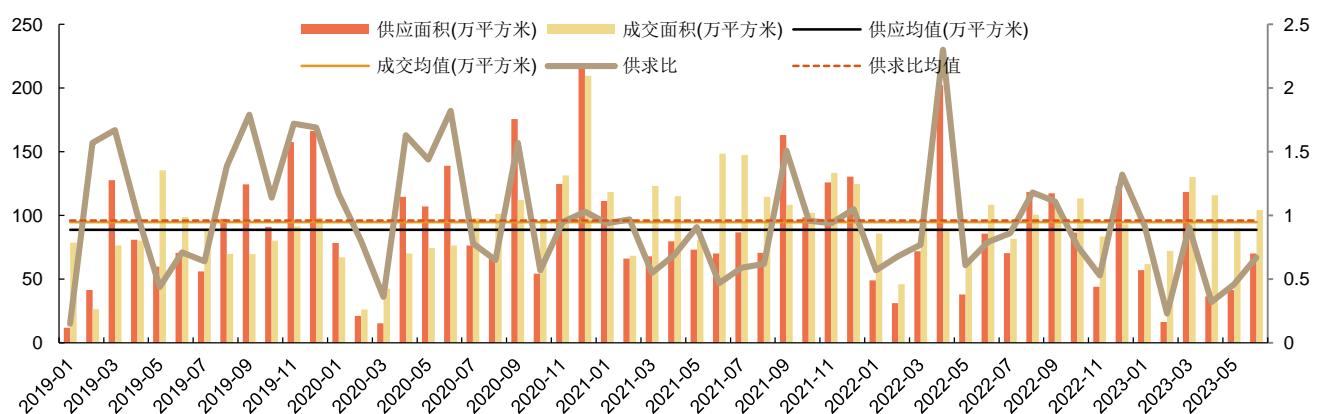
- ◆ **成交量：**2023年上半年，北京商品房成交额累计同比增速23.4%，6月单月销售增速-17.5%，跟随全国市场同步走弱，但从绝对值来看，6月北京的商品房市场仍好于近4年单月成交均值；
- ◆ **供求关系：**2022年后，北京商品房单月供求比多数位于1以下，2023年后供求比持续不足1，且远低于近年月度均值，处于供少于求的去库存阶段。

图25: 2021年1月-2023年6月北京商品房成交金额同比增速



资料来源: 克而瑞, 申港证券研究所

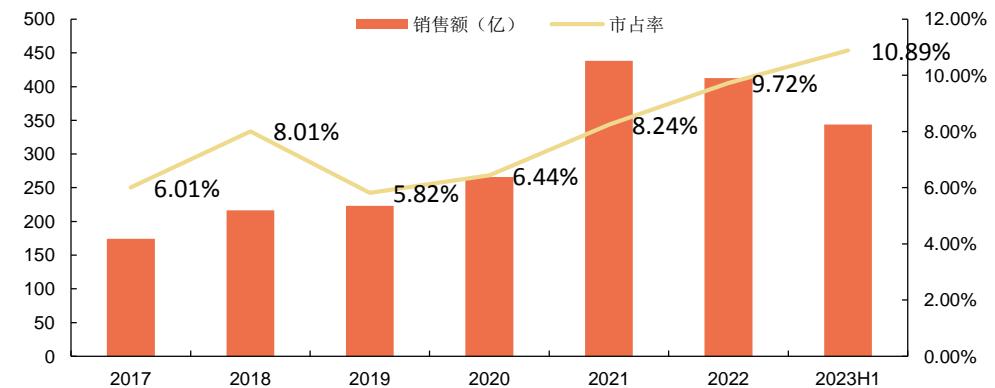
图26: 2019年1月-2023年6月北京商品房供求面积及供求比



资料来源: 克而瑞, 申港证券研究所

城建发展在北京市场市占率稳步提升, 2017-2023H1期间排名稳居TOP10, 有较强的市场影响力。2017-2023H1期间公司在北京市占率由6.01%稳步提升至10.89%, 期间市占率排名始终保持在TOP2-7位, 2020年后稳定在2-3位, 公司在北京商品房市场占有较高的份额, 这给予了公司充分的市场影响力和曝光度, 形成了一定的品牌效应。

图27: 2017-2023H1 城建发展在北京销售额及市占率



资料来源: 克而瑞, 申港证券研究所

表3: 2017-2023H1 北京市占率 TOP10

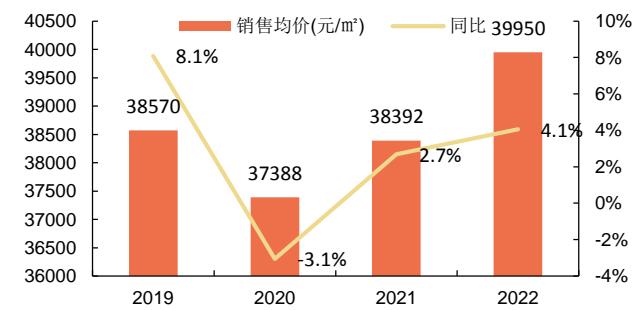
排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	
1	首开	9.8%	首开	12.4%	首开	12.2%	首开	11.7%
2	万科	8.3%	万科	8.1%	中海	8.6%	中海	6.5%
3	泰禾	8.3%	城建发展	8.0%	远洋	6.4%	城建发展	6.4%
4	华润	6.4%	中海	7.4%	天恒置业	6.4%	金茂	6.2%
5	城建发展	6.0%	华润	6.0%	保利发展	6.0%	万科	5.8%
6	首创	4.6%	保利发展	5.4%	万科	5.9%	华润	5.7%
7	龙湖	4.1%	龙湖	5.3%	城建发展	5.8%	首创	5.4%
8	招商	3.0%	天恒置业	5.2%	华润	5.4%	绿城	5.4%
9	九龙仓	2.9%	大悦城	4.1%	首创	5.2%	远洋	4.3%
10	天恒置业	2.8%	金茂	3.9%	旭辉	5.1%	保利发展	3.9%
							融创	4.4%
							招商	4.1%
							兴创地产	3.3%

资料来源：克而瑞，申港证券研究所

销售均价显著提升。2018-2023H1 公司销售价格快速提升，且由此前落后北京商品房市场成交价格转变为显著领先，公司产品正由刚需端向改善端转移，更贴合当前市场特征。

图28：城建发展销售均价及同比


资料来源：2019-2022 公司年报，申港证券研究所

图29：北京商品房销售均价及同比


资料来源：克而瑞，申港证券研究所

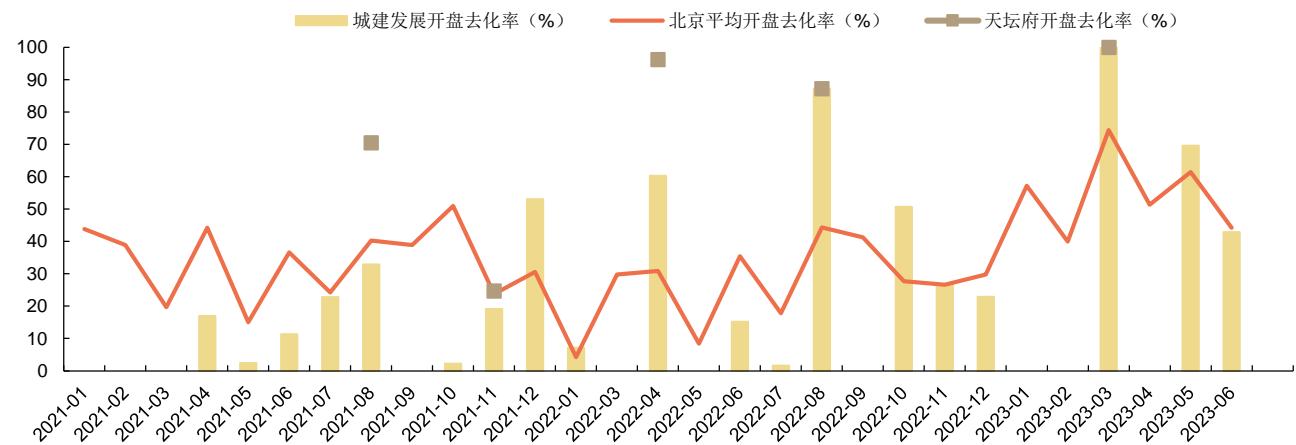
产品能级升级期间，公司成功打造优质标杆项目天坛府，有效提升了公司高端产品打造能力及公司整体销售表现。天坛府项目作为公司首个售价达 10 万元以上的项目，凭借其出众的地理位置，以及良好的产品打造能力，获得购房者追捧，项目销售阶段多次开盘实现高水平去化，并在 2022-2023H1 期间成为北京市场项目成交额 TOP1；凭借的天坛府出色带动效果，城建发展在 2022-2023H1 期间整体开盘去化率也有显著提升。

表4：2022-2023H1 北京市场项目成交额 TOP10

排名	项目	成交额 (亿)	成交面积 (万平方米)	成交价 (元/平方米)
1	北京城建·天坛府	192.9	19.5	99147
2	学府壹号院	135.5	20.9	64979
3	中建壹品·学府公馆	121.8	13.9	87349
4	中信城四期	99.6	6.1	163172
5	中建·玖合府	89.6	8.5	105162
6	中海京叁号院	78.4	13.1	59657
7	幸福里润园	72.3	9.7	74818
8	西红门橡树湾	69.7	12.1	57475
9	北京悦府	69.5	6.7	103596
10	中海汇德里	65.5	8.8	74466

资料来源：克而瑞，申港证券研究所

图30：2021-2023H1 北京市场、城建发展及天坛府开盘去化率



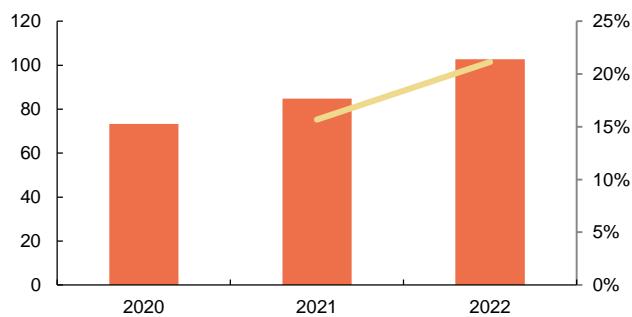
资料来源：克而瑞，申港证券研究所

3.2 新拓土储充足聚焦北京 业务整合迎规模扩张契机

基于公司当前良好的销售表现，我们认为保持一定的入市规模及土储，聚焦核心城市，充分利用在手资金可助力公司在行业格局重塑中实现弯道超车，因此我们重点关注当前公司拿地及在手土储情况。

公司拿地规模在 2022 年市场低谷期保持提升，支持公司规模扩张。2022 年公司公告新增土储面积 102.66 万平方米，同比增长 21.1%，根据中指研究院统计数据，公司新增权益拿地金额 89.3 亿，同比增长 22.1%，公司在市场下行期拿地规模整体保持增长，反映了公司良好的经营状况以及聚焦地产开发业务的意愿。

图31：城建发展新增土储面积（万平方米）及同比



资料来源：关于 2021-2022 年第四季度房地产经营情况的公告，申港证券研究所

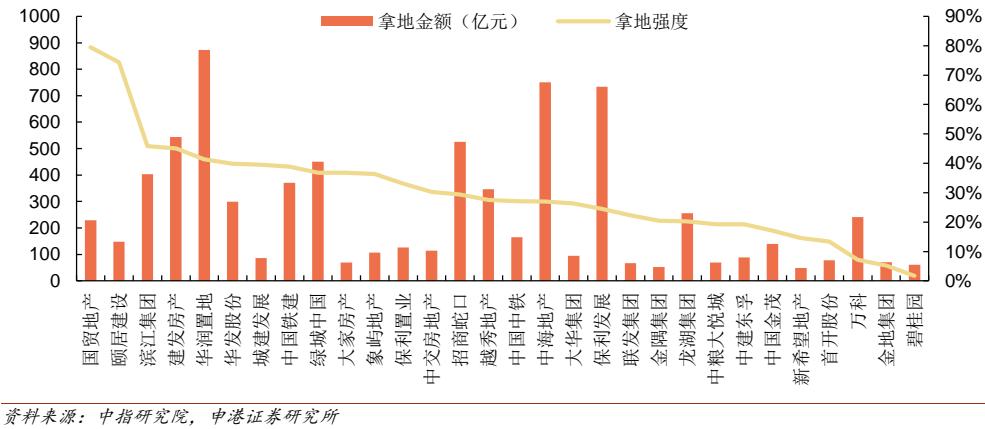
图32：城建发展权益拿地金额及同比



资料来源：中指研究院，申港证券研究所

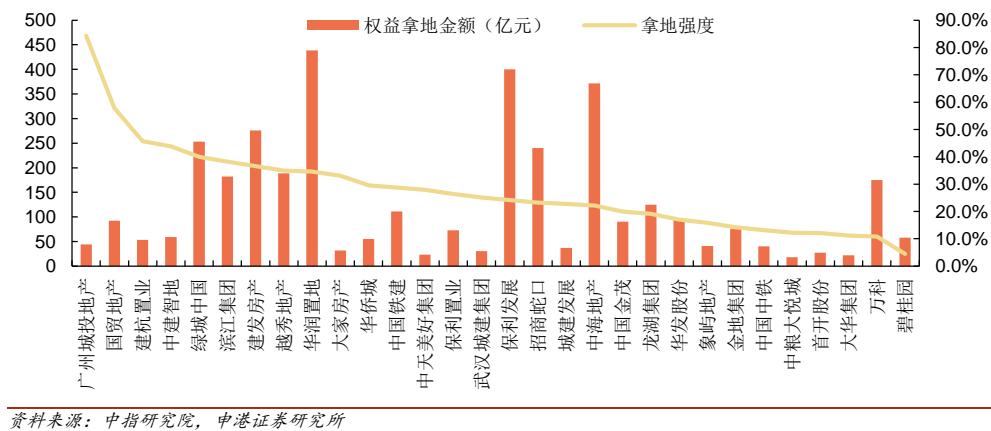
横向比较各家房企，公司拿地强度处于行业第一梯队。根据中指研究院统计，城建发展 2022 年拿地强度为 39%，仅次于国贸地产、颐居建设、滨江、建发、华润、华发少数几家房企，公司拿地态度积极，为销售规模扩张做好储备。

图33：2022 年主要拿地房企拿地规模及拿地强度



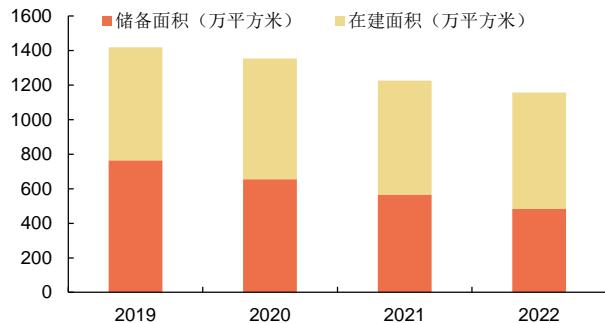
2023 年公司拿地强度仍处于房企平均水平以上。公司在北京、黄山等地通过招拍挂或合作开发获取多个项目开发权益，共计权益土地金额超 36 亿元，拿地强度约 22.8%，较 2022 年有所减弱，主要源于近期土地市场竞争强度有所上升，公司积极参拍但最终摇号地块未能获取。

图34：2023年上半年房企拿地规模及拿地强度

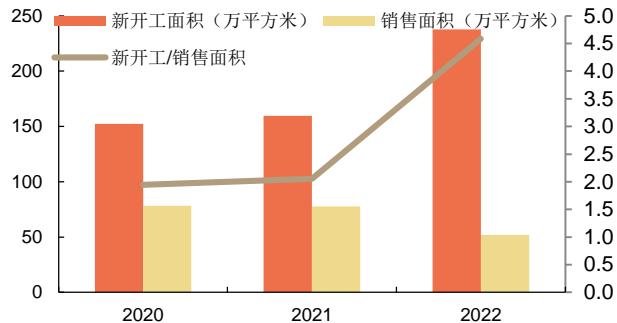


我们认为因土地市场竞争规则限制及竞争强度提升，导致公司拿地强度下降并不会限制公司的发展：

其一，公司在手土储规模充足，足以支撑公司近期销售开发。公司土储既包含 2022 年土地市场低迷窗口期在公开市场集中获取的一批土地，同时也包括在棚改及一二季联动前期开发后，转入商品房开发阶段的土地储备。截止至 2022 年末，公司储备计容面积 482 万平方米，在建面积 675 万平方米，相比 52 万平方米的销售规模，土储规模充足，且由于 2022 年多数开盘项目首开节点在四季度，导致 2022 年内新开工面积 238 万平方米货源，多数销售时点将进入 2023 年，从而对公司 2023 年销售业绩产生积极支撑。

图35: 城建发展储备及在建面积


资料来源: 2019-2020 年公司年报, 申港证券研究所

图36: 城建发展新开工及销售面积


资料来源: 关于 2021-2022 年第四季度房地产经营情况的公告, 申港证券研究所

表5: 城建发展 2022-2023H1 项目首开及开工时间

项目	开工时间	首开时间
国誉朝华	2023/2/25	2023/6/25
星誉 BEIJING	2022/12/15	2023/5/19
昆泰云筑三期	2022/8/31	2023/5/13
文源府	2022/10/31	2022/12/27
昆泰云筑二期	2022/8/31	2022/12/9
国誉燕园	2022/7/1	2022/11/13
宸知筑	2020/1/1	2022/11/5
樾园	2022/8/23	2022/10/1
龙樾天元	2022/4/1	2022/7/15
国祥源境	2022/4/1	2022/6/25

资料来源: 克而瑞, 申港证券研究所, 包含合作项目

其二, 公司在手资金充裕, 在土地市场仍有较大发力空间。2023 年一季度, 公司在手货币资金 206 亿元, 我们按照现金短债比扣除后的货币资金与权益销售额作比大致估算不同规模房企在手资金的充裕水平, 公司这一比例达 50%, 显著高于其他头部房企; 尽管 2023 年核心城市土地市场热度较高, 但随着第一轮房企补货完成, 预计土地市场竞争强度会有所下降, 而公司仍有充足弹药, 在下半年土地市场获取机会将提升。

表6: 主要房企剔除短债后货币资金对权益销售额比例

证券简称	货币资金 (亿元)	现金短债比	2022 年权益销售额 (亿元)	扣除短债后货币资金/权益销售额占比
城建发展	206	3.16	277	50.7%
滨江集团	329	2.26	874	21.0%
万科 A	1400	2.23	2731	28.3%
招商蛇口	973	2.2	1785	29.7%
保利发展	1518	2.19	3068	26.8%
华发股份	556	2.04	751	37.8%
新城控股	318	1.25	798	7.9%
金地集团	500	1.24	1374	7.0%

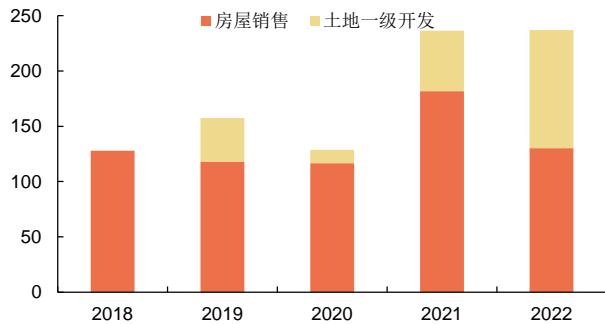
资料来源: wind, 克而瑞, 申港证券研究所

其三, 公司具备一级土地开发、棚改业务能力, 为公司提供更多土地获取机会。2022 年公司营收中来自土地一级开发的营收约 107 亿元, 占比达 45%, 处于近年高位, 一级开发及棚改在储备面积中占比 79%, 在建面积中占比 43.7%, 公司一级土地开发及棚改业务成熟, 同时通过参与一级土地开发及棚改业务, 也为公司提供了一二级联动开发等获取土储的渠道。

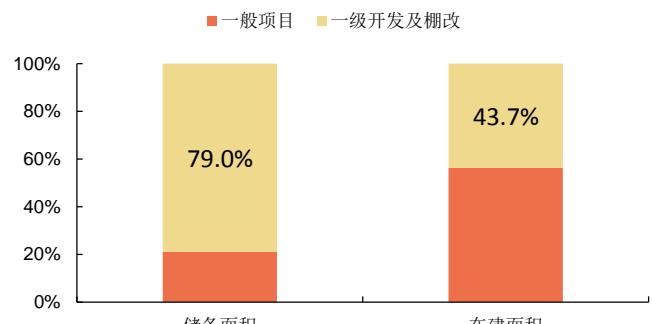
图37: 城建发展营业收入结构 (亿元)

敬请参阅最后一页免责声明

图38: 城建发展在建及储备面积结构



资料来源：2019-2022 年公司年报，申港证券研究所

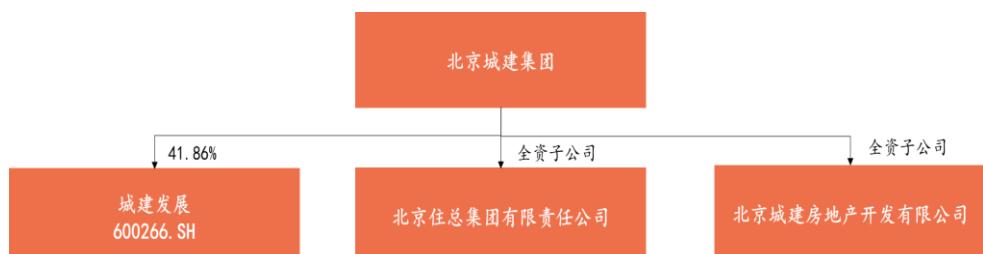


资料来源：2022 年公司年报，申港证券研究所

此外，控股股东城建集团下属地产业务子公司整合机遇，有望做大表内业务规模，给予城建发展基础业务以外的资源注入，城建集团下属三个地产业务平台，分别为全资控股北京城建房地产开发有限公司（开发公司）和北京住总集团有限责任公司（住总集团），及控股公司城建发展，三家公司间存在同业竞争，其中现行托管管理的开发公司将在条件满足后注入，住总集团的房地产板块拟定在摸清资产情况及相关关系后，先行交由城建发展托管，具备条件后注入：

- **业务整合确定性强：**城建发展承诺将在 2018 年 10 月 22 日-2023 年 10 月 21 日承诺期内，在开发公司满足注入条件后尽快解决同业竞争，另于 2019 年 11 月 13 日，收到城建集团转来的《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于北京城建集团有限责任公司与北京住总集团有限责任公司合并重组的通知》（京国资 [2019] 139 号），内容表示经北京市国资委研究，并报北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对城建集团与住总集团实施合并重组，将住总集团的国有资产无偿划转给城建集团，并由城建集团对其进行出资人职责，目前正在协商托管相关事宜；

图39：北京城建集团下属三大地产业务平台



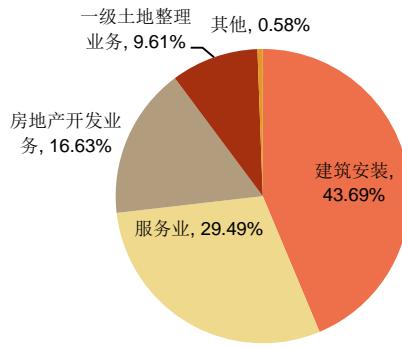
资料来源：wind，公司官网，申港证券研究所

- **业务整合完毕后可大幅提升城建发展的表内业务规模：**2022 年城建发展营业收入 245.62 亿元，总资产 1387.7 亿元，净资产 274.8 亿元，而住总集团营收 455.3 亿元，其中地产业务板块占比 16.6%，一级开发业务占比 9.6%，总资产 1119.2 亿元，城建开发营业收入 26.3 亿元，总资产 301 亿元，若完成内部业务整合后，将对城建发展的业务规模产生显著促进。

表7：2022 年城建集团三大地产公司主要财务指标

财务指标	城建发展	住总集团	城建开发
营业收入（亿元）	245.62	455.33	26.30
总资产（亿元）	1387.66	1119.19	301.00
净资产（亿元）	274.79	261.53	59.83
资产负债率	80%	77%	80%

资料来源：《北京城建集团有限责任公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》，申港证券研究所

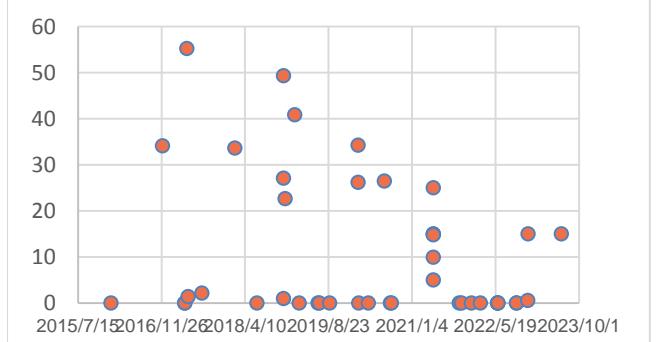
图40: 2022年住总集团营收结构


资料来源: wind, 申港证券研究所

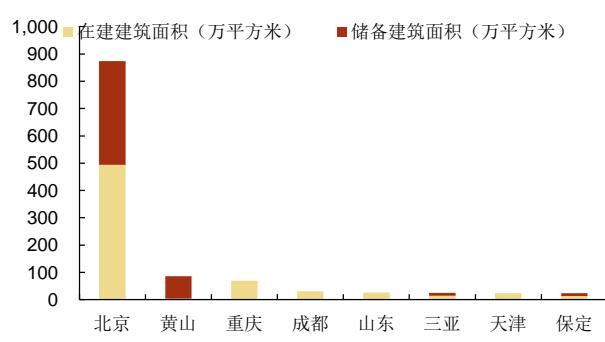
- 母公司新董事长任职，业务整合迎新契机。2023年7月13日，北京城建集团发布公告，宣布根据北京市人民政府决定，陈代华不再担任董事长一职，常永春任北京城建集团有限责任公司董事长。常永春于2016年3月-至今期间，曾任北京建工集团有限责任公司副总经理、总经理、董事、党务副书记，期间于2019年，北京建工完成了与北京市政路桥集团合并重组等资本运作，相关资源整合经验丰富，加速推动业务注入。

在保证土储获取之外，我们应关注到公司新获取土地做到低溢价取地，同时保持整体结构仍聚焦北京等核心区位：

- 把握机遇获取多宗低溢价土地，为项目盈利存留空间：进入2021年下半年后公司把握土地市场窗口期，以底价或接近底价获得大井、马池口、平各庄B等5宗用地；
- 结构持续聚焦深耕区域北京，确保项目去化盈利能力：2022年底公司在北京在建及储备待建建筑面积合计873.8万平方米，总储备建筑面积1157.2万平方米，占比达75.5%，预计公司销售将受北京市场转暖带动，跑赢行业。

图41: 城建发展在北京取地溢价率


资料来源: 克而瑞, 申港证券研究所

图42: 城建发展 2022年底在建储备面积分布


资料来源: 2022年公司年报, 申港证券研究所

4. 项目观察：在售项目提升整体盈利 储备业绩陆续结算收获

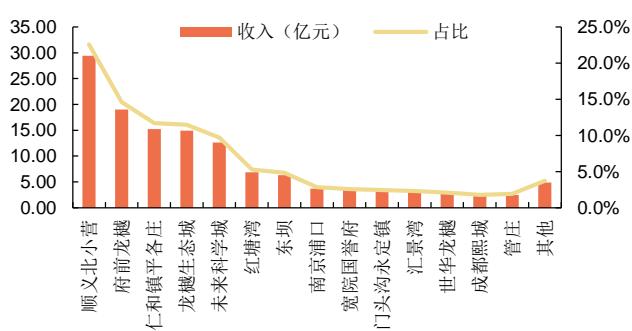
从公司层面观察，当前城建发展的销售、土储、拿地、财务经营及业绩储备均势头良好，为了进一步对公司未来发展加以判断，我们对主要结算、在售待售项目进行盘点，以更细致明确其成长潜力。

4.1 二级开发项目——规模稳中有增 盈利能力提升

2022 年公司营业收入中，二级开发项目合计实现营收 130 亿元：

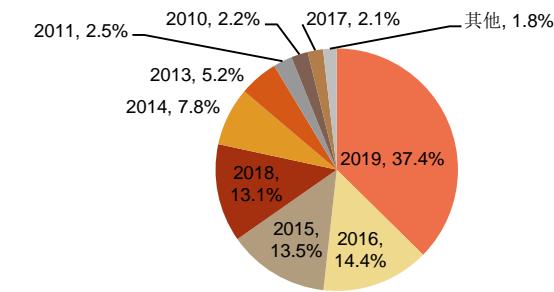
- 从项目结构来看，130 亿元中，营收占比较高项目包括顺义北小营项目 22.6%（北京国际社区）、府前龙樾 14.6%、仁和镇平各庄项目（北京合院）11.7%、龙樾生态城 11.5%、未来科学城 9.7%（金茂未来城），5 个项目合计实现营收 91.3 亿元，占比二级项目营收的 70.1%；
- 从年份结构来看，由于二级项目采取预售制为主，一般取地与首开时间相近，我们选取取地时间作为衡量标准，结算营收中占比最高的拿地年份分别为 2019 年 37.4%、2016 年 14.4%、2015 年 13.5%、2018 年 13.1%、2014 年 7.8%，即当前结算项目以 2018-2019 年为主，另有部分来源于 2015、2016 年，2020 年后取地项目暂未进入结算窗口。

图43：城建发展营收结构-按项目



资料来源：2022 年公司年报，申港证券研究所

图44：城建发展营收结构-按取地时间



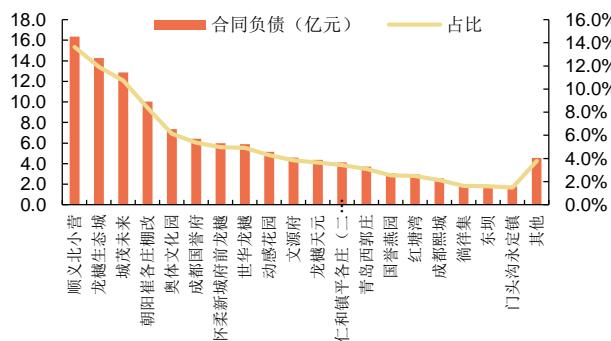
资料来源：2022 年公司年报，克而瑞，申港证券研究所

截止至 2022 年底，公司的主要二级商业开发项目合同负债的储备业绩 114.6 亿元（不含天坛府 136.8 亿元，后续将在一级及棚改项目中分析）：

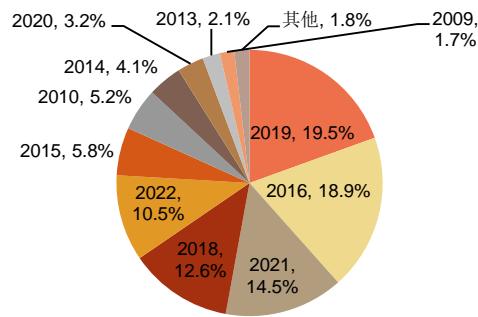
- 从项目结构来看，114.6 亿元中占比最高为顺义北小营项目 14.3%（北京国际社区）、龙樾生态城 12.5%、城茂未来 11.2%（金茂未来城）、朝阳崔各庄棚改 8.8%（龙樾合玺）、奥体项目 6.4%（奥体文化园）、成都国誉府 5.6%、府前龙樾 5.2%；
- 从年份结构来看，占比最高的拿地年份分别为 2019 年 19.5%、2016 年 18.9%、2021 年 14.5%、2018 年 12.6%、2022 年 10.5%，从储备业务来看，2016 年前的项目仍有一定占比，2022、2021 年占比提升，逐步成为结算收入的新来源。

图45：城建发展合同负债结构-按项目

图46：城建发展合同负债结构-按取地时间



资料来源：2022年公司年报，申港证券研究所



资料来源：2022年公司年报，克而瑞，申港证券研究所

结合 2022 年营收与合同负债拿地时间结构，我们预计 2023 年公司来自于纯二级开发项目（不含天坛府）营收规模将保持平稳：

- 从工程进度来看，多数预售项目均已竣工，预计 2024-2025 年竣工项目的合同负债规模 18.5 亿元，2023 年内竣工的项目合同负债总额 60.3 亿元。

表8：2023-2025年竣工项目合同负债规模

项目	2022 年合同负债 (亿元)	2022 年营收 (亿元)	竣工时间	拿地时间
顺义北小营项目	16.3	29.4	2023	2019
龙樾生态城	14.3	14.9	2023	2016
城茂未来	12.9	12.7	2023	2018
朝阳崔各庄棚改	10.0	0.0	2023	2021
成都国誉府	6.4	0.0	2024	2021
文源府	4.6	0.0	2024	2022
龙樾天元	4.4	0.0	2025	2022
青岛西郭庄项目	3.7	0.0	2023	2020
国誉燕园	3.1	0.0	2025	2022
红塘湾项目	3.0	6.9	2023	2014
重庆铜梁项目	0.1	0.0	2024	2021
北七家项目	0.1	0.0	2023	2013
合计	78.8	63.9		

资料来源：2022年公司年报，克而瑞，申港证券研究所

- 二级项目（不含天坛府）营收会有小幅增长，预计 2024-2025 年竣工项目拿地时间较晚，2023 年业绩主要来源于 2020-2021 年拿地项目及历史项目储备合同负债结算及竣工交付后的现房销售结算，考虑到多数项目将于 2023 年竣工交付，且 2023 年上半年公司销售业绩同比实现高增速，我们预计累计与新增合同负债结转后实现营收规模将小幅增加。

多个项目入市，销售规模可期，支持营收储备规模增长：

- 多项目年内推货续销：2022 年公司取地权益金额同比增长 22.1%，但实际入市节点滞后，入市时点多在 2022 年三四季度，而主力续销期多在 2023 年期间，包括望京国誉府、国誉朝华、文源府、星誉 BEIJING、国誉燕园、国誉上城 6 个项目，合计总建面约 65 万平方米；
- 销售规模迎增量：剔除 2022 年上半年前续销项目，在年报内显示为未售，预计 2023 年新入市项目货值将超 200 亿，若将天坛府及其他续销项目合并，2023 年销售规模有望更上一个台阶，将有效支撑公司 2023 年销售规模增长及合同负债规模增长，提升业绩支撑水平。

表9：截止至2022年末城建发展主要项目开发进度

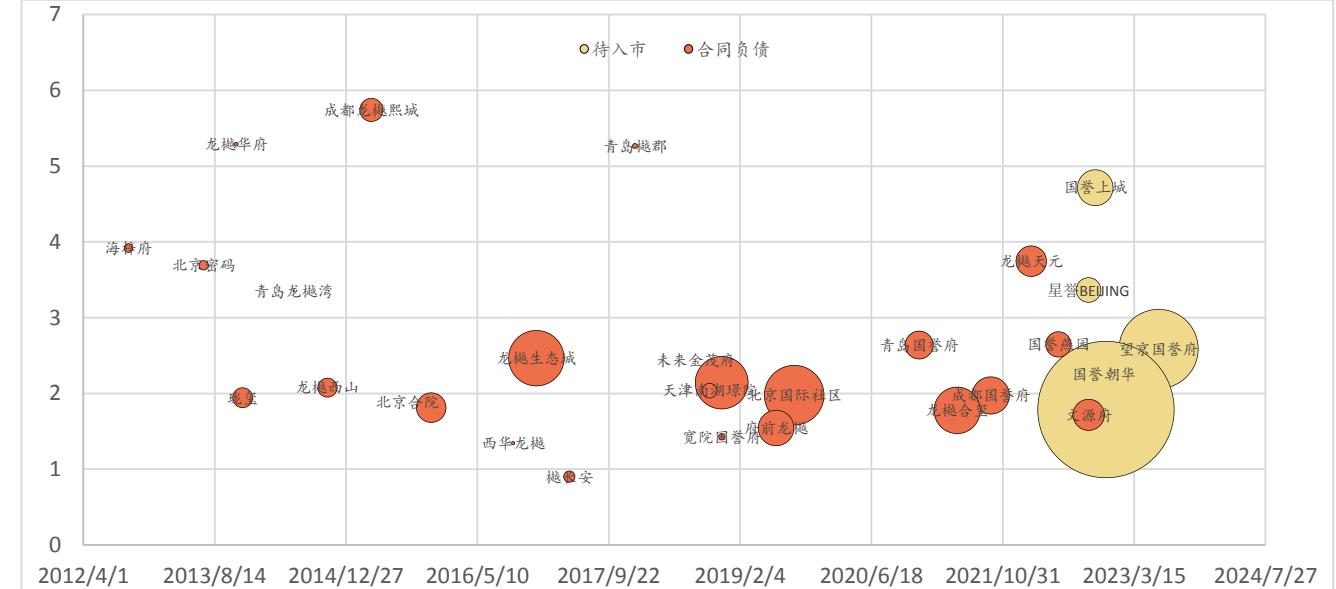
项目	拿地时间	总建面 (平方米)	首开时间	已售面积 (平方米)
望京国誉府	2023/6/16	105042	未入市	0
国誉朝华	2022/11/28	49674	2023/6/30	0
国誉上城	2022/10/18	89517	未入市	0
文源府	2022/9/23	90831	2022/12/27	0
星誉 BEIJING	2022/9/22	141877	2023/05/19	0
国誉燕园	2022/5/31	174275	2022/11/13	0
龙樾天元	2022/2/16	119500	2022/07/15	6547
成都国誉府	2021/9/15	120,574	2022/05/22	43030
龙樾合玺	2021/5/10	85297	2021/09/30	16515
重庆龙樾熙城	2021/1/19	312899	2022/3/31	1377
青岛国誉府	2020/12/17	130085.36	2021/09/03	27512

资料来源：2022年公司年报，克而瑞，申港证券研究所

从盈利能力来看，公司在2021年后续获取项目盈利空间有所提升，将提振公司中远期盈利水平。从公司取地地价与售价的价差来看，2020年前后为盈利能力低点，2021年后，项目售价与地价间价差再次拉大。

- ◆ **近期盈利能力或有小幅下调：**近期毛利水平以合同负债规模占比较高的项目主导，多数项目房地价差自 2016 年后开始下调，低点在 2020 年前后；
 - ◆ **中期销售项目盈利能力提升：**中远期毛利水平以新入市项目盈利能力及其规模占比为主导，2021 年后公司把握拿地窗口期，于底价附近获取多个项目，为公司盈利能力制造提升空间。

图47：城建发展主要并表项目合同负债、待入市规模及售价地价比值



资料来源：2022年公司年报，克而瑞，申港证券研究所，纵轴为售价与拿地价比值，面积为资金规模，其中国誉上城、望京国誉府、国誉朝华为按总建面及售价乘积预估值，与合同负债金额为不同口径，仅作项目地价差的及潜在营收规模的示意，售价为克而瑞统计价格，待入市项目为预估售价。

综上，从二级项目角度来看，2023 年后，公司将开启销售规模持续增长，结算金额稳中有增，结算盈利能力提升的路径中来。

4.2 一级开发及棚改项目——进入收获期 一二级联动提高项目盈利

公司同时经营棚改保障房和一级开发业务，二者业务都以土地或改造区前期整理为基础，包括前期住宅征收、腾退、基础设施开发、安置等；二者的业务模式较

相似，大致类别包括：

- **保障房交付盈利模式：**①交付棚改保障房及配建商品房，收益来源于跟随项目配建的商品房销售利润，定价及使用方向由政府确认；②交付净地及棚改保障房，收益来源于按净地出让的比例计提，以及建成棚改保障房的政府回购款；③二级市场获取土地，完成配建保障房，出售商品房获得收益。
- **一级开发交付盈利模式：**①完成毛地向净地整理后，通过土储中心验收上市出让，政府按一定利润支付土地整理款项；②一二级联动，利用一级开发优势，获得二级市场土地竞拍优势，以低成本获取土地，实现联动项目盈利。

当前公司在手一级开发及棚改项目共 11 个，从项目进度来看多个项目将进入收获期。4 个在建棚改项目中 2 个预计 2022 年建设完毕，2 个于 2025 年建设完毕，3 个一级开发项目在 2021、2022 及预计 2024 年完工，项目已逐步从 2016-2020 年期间的前期投入期转入结算阶段，将为公司营收提供增量。

表10：城建发展一级开发及棚改项目进度-截止至 2023Q1

所在地	项目名称	项目状态	规划/竣工面积 (万平方米)	项目计划总投 资(亿元)	已投资金额 (亿元)	预计建设起止日期
北京	望坛棚改	在建	130.92	404	321.19	2017-2025
北京	延庆康庄一二三街棚改	在建	51.36	34.04	14.22	2020-2022
河北	保定市棚改	在建	1.2	1.13	1.13	2022-2025
北京	临河村棚改	在建	207.82	234	172	2017-2022
北京	顺义平各庄项目(保障房板块)	已完工	11.29	30	2016-2019	
北京	延庆新农村建设棚改	已完工	25.13	14.77		2017-2020
北京	怀柔大、小中富乐棚改	拟建	130.99	144.1		
北京	海子角棚改	拟建	86.09	110.78		
北京	密云棚改	拟建	51.12	29.78		
所在地	项目名称	项目状态	规划/竣工面积 (万平方米)	项目计划总投 资(亿元)	已投资金额 (亿元)	整理期间
北京	走马庄一级开发项目	开发中	16.35	2.16	0.96	2016-2021
北京	马池口一级开发项目	开发中	87.24	64.88	35.74	2019-2024
北京	平各庄村 B 地块一级开发项目	开发中	28.31	13.68	11.03	2016-2022
所在地	项目名称	项目状态	规划/竣工面积 (万平方米)	项目计划总投 资(亿元)	已投资金额 (亿元)	回款期间
北京	走马庄一级开发项目	开发中	16.35	2.16	0.96	2022
北京	马池口一级开发项目	开发中	87.24	64.88	35.74	2019-2024
北京	平各庄村 B 地块一级开发项目	开发中	28.31	13.68	11.03	2022

资料来源：京城建投资发展股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)募集说明书，申港证券研究所

公司一级项目营收大幅提升，同时通过一二级联动取地，公司实现了低成本取地，助力销售规模扩张，提高商品房项目盈利能力：

- **一级开发项目营收快速增长：**近期一级开发项目营收规模持续提升，已进入收获期，2022 年一级开发营收规模达 107 亿元，已接近房屋销售收入，但毛利率较低，主因为近年结算项目以临河棚改为主体，仅结算成本返还，一级开发结算周期长，短期盈利能力与实际项目盈利能力有差异；参考北京政府要求，企业投资土地一级开发项目利润率最高为 12%，最低不低于 8%，若在 4 年内供地取上限，随后每延后一年净利润率下调 2%，公司在一级开发项目盈利水平将好于当前水平；

表11：城建发展一级及棚改项目营收结算进度

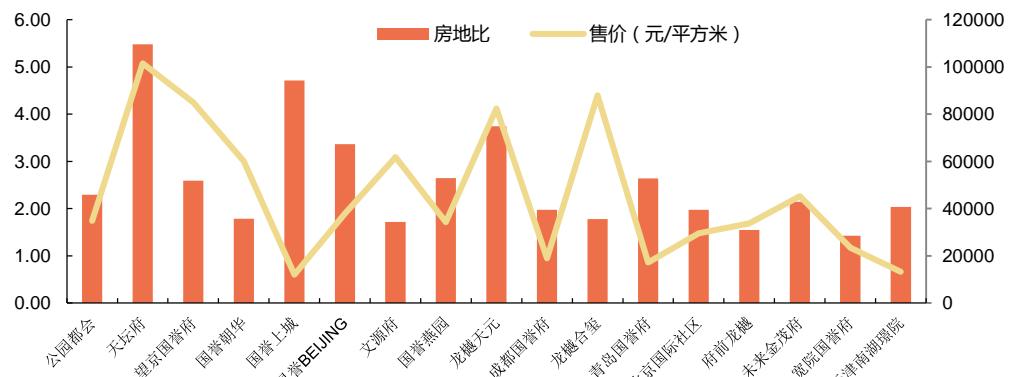
项目	指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合计
怀柔新 城棚改	收入(亿元)			25.76	1.68	0.10	0.60	28.14
项目	成本(亿元)			22.99	1.57	-0.01	0.16	24.70
马池口	毛利率			10.7%	6.5%	114.4%	73.7%	12.2%
	收入(亿元)			13.61				13.61

项目	成本 (亿元)	13.03	-0.09	0.004	-0.002	12.94
	毛利率	4.3%				4.9%
临河棚改项目	收入 (亿元)		10.50	54.77	90.78	156.05
	成本 (亿元)		10.50	54.77	90.78	156.05
	毛利率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
张仪村项目	收入 (亿元)					0
	成本 (亿元)		-0.005			0.00471649
	毛利率					
顺义平各庄一级开发	收入 (亿元)	19.49			11.19	30.67
大兴海子角棚改	收入 (亿元)				11.33428627	29.61
康庄棚改项目	收入 (亿元)					3.5%
合计	收入 (亿元)	19.49	0.00	39.36	12.18	54.87
合计	成本 (亿元)	18.28	0.00	36.02	11.97	54.76
合计	毛利率	6.2%	/	8.5%	1.7%	0.2%
合计						1.3%
合计						2.7%

资料来源：2017-2022 年公司年报，申港证券研究所

- 通过一二级联动后，公司低价获取一级开发土地，实际盈利空间由一级开发转移入二级开发中：如望坛棚改（天坛府）、马池口一级开发（国誉燕园）、顺义临河棚改 C 地块（公园都会，非并表项目）、顺义平各庄 B 地块（星誉 BEIJING）、保定棚改地块（国誉上城）等，其楼面价与售价比值整体高于公开取地项目。

图48：城建发展主要取地项目房地比及售价



资料来源：2022 年公司年报，克而瑞，申港证券研究所，天坛府楼面价以总投额的 60% 与规划面积比值，国誉上城、望京国誉府、国誉朝华为预售售价

一级开发项目中明星项目望坛棚改（天坛府）即将进入结算期。由于望坛棚改项目对公司营收及盈利能力有较大影响（2022 年合同负债 136.8 亿，占比 50.3%），我们在棚改部分单独论述该项目：

- 基础信息：**望坛棚改项目计划总投额 404 亿元，总建面 130.92 万平方米，截止至目前已推出预售面积约 25 万平方米，成交均价达 10 万元/平方米以上，未来仍有第六期待入市；
- 开发沿革：**最早于 2010 年取的建设用地规划许可，2016 年取的二级项目开发资格，并于 2021 年实现首开，售价 10 万元/平方米以上，成为 2022 年-2023Q1 期间北京市场项目销冠，创造多次开盘热销；

- 项目进度：**预计商品房进入最后一期开盘，2023 年年内推出，2023 年 4 月 17 日，回迁安置房望坛新苑完成首批回迁；
- 结算进度：**根据官网数据累计销售额 246 亿元，根据 2022 年年报，望坛棚改合同负债规模 136.8 亿元，由于该部分尚未进入结算，占总合同负债规模 50.3%，首开时间为 2021 年 8 月 18 日，按 3-4 年的结算周期，即将进入结算阶段，为公司营收贡献增量。

表12：城建发展主要一级及棚改项目经营节奏

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
动感花园	取得土地一级开发延期批复	完成拆迁及征地结案，具备新核准批复	一级开发基本完成		取得二级开发资格			定价利润最大化，动感价值	完成星火站全部房款回款	CBD 管委会全部签约	政府债置换款	自有资金	
望坛棚改	取得建设用地规划许可，确定方案，准备拆迁			北京棚户改造重点项目		获取二级项目		征收拆迁进入收尾阶段，签约比例 99%，非宅征收清零，销售中	签约比例突入收尾阶段，签约比例 99%，非宅整体出让，TOP1，10 个工作，全面进入开发阶段	首次实现开盘销售回款，产品例 99%，非宅整体出让，TOP1，10 万+，建设稳步推进	首次实现开盘销售回款，产品例 99%，非宅整体出让，TOP1，10 万+，建设稳步推进		
东坝项目	控规具备政府收储和二级开发条件	入市，收回补偿款 4.56 亿元											
顺义平各庄 B		获取一级开发资格	收储工作顺利推进						具备入市条件		一级开发成本返还土地入市并获取		
丰台张仪村			获取		获得二级棚改			终止合作，不再并表，成本由集团公司返还					
昌平马池口			获取					具备入市条件	一级开发成本返还土地入市并获取				
密云走马庄一级开发项目				获取									
顺义仁和临河棚改				获取			C1B1\B2 地块预挂牌	B1C 片区资金平衡地块调整，成功挂牌，8 月底成交，竞得 C 地块	实现入市价格调整，成功挂牌，8 月底成交，竞得 C 地块	成本返还获得重大成果，保障房全面进入精装修阶段	政府债置换自有资金		
怀柔新城 03 区项目				获取				入市，并竞得		进入收尾阶段，进入二级开发阶段			
延庆康庄镇一二三街村棚改					获取								
延庆康庄镇大小王项目					获取								加快推进
怀柔富乐村					获取								
大兴海子角					获取								
保定棚改						获取							

资料来源：2010-2022 年公司年报，申港证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

营业收入：销售规模稳步增长，一二级开发项目结转共同驱动营收增长，我们预计公司 2023-2025 年营业收入 269.7 亿元、309.6 亿元、358.4 亿元，同比增长 9.79%、14.82%、15.76%。

- 销售规模逆势稳步攀升：**2019-2022 年期间，公司全口径销售额 3 年间复合增长率 14.5%，2023 年一季度，公司公告口径实现销售额同比增长 146.4%，中指

研究院销售排行榜公司上半年销售额同比增长 65%，为营收提供稳定储备；

- **合同负债规模持续增长：**公司合同负债对营收覆盖倍数达高位，2023 年一季度公司合同负债合计 308.5 亿元，对 2022 年营收覆盖倍数为 1.25，将支撑二级开发项目营收提升；
- **一级开发项目进入收获期：**公司多数一级及棚改项目于 2015-2017 年间获取，经历多年开发，部分项目已进入工程期尾声，并进入回款期，预计营业收入中一级开发占比将保持 2022 年的历史高位，对公司营收规模起支撑作用；

毛利率：2023 年毛利率企稳后回升，我们预计公司 2023-2025 年毛利率 13.9%、15.3%、16.9%：

- **二级开发项目毛利率在 2023 年触底：**2023 年后结算主体为 2019-2020 年取地项目，其中包含多个北京市外项目，预计毛利率会受影响，进入 2024 年后，随着天坛府等优质项目成为结算主体，二级开发项目毛利率将企稳回升，假设三年毛利率分别为 20%、21%、21.5%；
- **一级开发项目毛利率将走高：**2020-2022 年期间公司一级开发项目毛利率较低，主因为结算主体以成本返还为主，但考虑到参照北京市执行标准，一级项目保有 8% 净利润率底线，预计 2023-2025 年间实际结算一级项目毛利率将触底回升，假设毛利率分别为 1.75%、2%、2.5%。

5.2 估值与投资建议

随着商品房市场的供需结构出现改变，市场由卖方市场转入买方市场，在存量市场中购房者将变得更为理性而挑剔，只有品质、区位、性价比最好的项目可以实现良好销售去化，因此我们认为，对房地产公司的价值评估更应聚焦在售货值质量本身，而非聚焦于历史盈利结算的变动，即优先选用 PB 估值法。

我们选取了规模化房企及部分区域深耕房企作为可比公司，其 PB 平均值为 0.84，城建发展 PB 为 0.78；城建发展在手货值高度聚焦一线城市北京，若未来商品房市场政策调整，北京市场有望获益，即若出现政策放松，则政策的边际效果将显著好于二三线城市，公司在手土储的价值将进一步提升，我们认为其资产质量高于多数房企，此外公司也将受益于在城中村改造政策利好，我们给予公司 0.95 倍 PB 估值，2023 年 EBS11.02 元/股，公司股价 10.47 元/股。

表13：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	23E	24E	
002244.SZ	滨江集团	310.83	7.63	6.91	5.77	1.29
600325.SH	华发股份	220.82	9.18	7.54	6.66	1.25
600665.SH	天地源	37.50	9.73	7.34	6.17	0.85
600048.SH	栖霞建设	36.23	47.49	10.29	9.01	0.81
600533.SH	保利发展	1663.89	8.52	8.03	7.17	0.88
600266.SH	城建发展	157.96	105.49	15.15	10.27	0.78
000002.SZ	万科 A	1546.63	7.37	7.20	6.91	0.68
600383.SH	金地集团	347.62	5.80	5.40	5.06	0.53
600376.SH	首开股份	119.43	-11.69	27.04	16.33	0.50

平均数	493.44	21.06	10.54	8.15	0.84
-----	--------	-------	-------	------	------

资料来源: wind, 申港证券研究所, 截止至 8 月 15 日

6. 风险提示

商品房市场复苏不及预期。若受此影响或将导致公司销售表现不及预期, 从而对公司的潜在规模增长及盈利能力产生影响, 其中主要影响因素包括, 对项目销售去化速度及价格产生负面影响, 进而降低公司销售回款速度, 提升财务成本, 影响售价从而降低公司盈利能力; 市场不佳背景下, 公司现金流表现不及预期, 拿地意愿减弱, 从而影响拿地及营收及盈利规模增速。

深耕区域市场销售下行。公司深度聚焦北京市场, 在近期政策利好驱动下, 当地市场获得支撑, 但若当地市场大幅下行, 将对公司的整体销售额及中远期盈利能力产生负面影响。

一级开发项目进度、盈利能力不及预期。一级开发项目过程中存在较大不确定性, 包括工程进度、资金结算、盈利水平等多方面因素, 若开发结算进度或盈利能力不及预期, 将对公司营收及盈利能力产生负面影响。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要通过销售结算进度、主要结算销售项目权益占比、毛利率来预测公司业绩, 若假设的条件不及预期, 则盈利预测与实际经营结果可能出现一定偏差, 对于 2023 年业绩:

- 1) 如果结算进度调整, 导致结算金额整体减少 1%, 则归母净利润下降 0.14 亿元 (-1.4%);
- 2) 如果房地产业务毛利率减少 1%, 则归母净利润下降 0.26 亿元 (-2.7%)。

表14：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	24184	24562	26967	30963	35843	流动资产合计	121378	121064	132108	144929	163535					
营业成本	18802	21189	23222	26219	29770	货币资金	14155	13928	19325	24768	34382					
营业税金及附加	1422	524	511	452	709	应收账款	58	166	182	209	242					
营业费用	682	679	746	856	991	其他应收款	6519	3907	4289	4925	5701					
管理费用	494	510	560	643	744	预付款项	2581	967	2124	2398	2723					
研发费用	27	39	0	0	0	存货	91301	95838	99258	105344	112436					
财务费用	444	433	650	650	650	其他流动资产	3286	3395	3725	4273	4942					
资产减值损失	-404	-543	0	0	0	非流动资产合计	17917	17701	18009	18942	19042					
信用减值损失	0	0	0	0	0	长期股权投资	3329	2481	3141	3717	3512					
公允价值变动收益	-722	-742	0	0	0	固定资产	626	612	603	618	660					
投资净收益	202	-640	100	100	100	无形资产	0	0	0	0	0					
营业利润	1395	-723	1393	2259	3097	商誉	0	0	0	0	0					
营业外收入	40	15	27	21	24	其他非流动资产	1698	1657	1658	1671	1662					
营业外支出	13	33	23	28	25	资产总计	139295	138766	150117	163871	182577					
利润总额	1421	-741	1397	2253	3096	流动负债合计	58174	59398	68030	79011	92156					
所得税	494	143	377	607	835	短期借款	0	0	0	0	0					
净利润	927	-884	1021	1645	2261	应付账款	10365	11907	12748	14394	16343					
少数股东损益	286	42	49	78	108	预收款项	41	36	40	45	53					
归属母公司净利润	641	-926	972	1567	2153	一年内到期的非流动负债	10945	5988	5988	5988	5988					
EBITDA	1870	-258	2161	3206	4180	非流动负债合计	52503	51889	53759	55395	57393					
EPS (元)	0.17	-0.56	0.43	0.69	0.95	长期借款	35494	28310	30110	30110	30110					
主要财务比率						应付债券	5845	10637	10637	10637	10637					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	110677	111287	121789	134405	149549					
成长能力						少数股东权益	3011	3260	3308	3387	3495					
营业收入增长	74.10%	1.56%	9.79%	14.82%	15.76%	实收资本 (或股本)	2257	2257	2257	2257	2257					
营业利润增长	-7.67%	-151.81%	-292.74%	62.20%	37.06%	资本公积	3329	3312	3312	3312	3312					
归属于母公司净利润增长	-48.04%	-244.43%	-204.94%	61.21%	37.42%	未分配利润	14207	12839	13496	14556	16012					
获利能力						归属母公司股东权益合计	25607	24219	24877	25936	27392					
毛利率(%)	22.26%	13.73%	13.89%	15.32%	16.94%	负债和所有者权益	139295	138766	149974	163728	180436					
净利率(%)	3.83%	-3.60%	3.78%	5.31%	6.31%											
总资产净利润 (%)	0.46%	-0.67%	0.65%	0.96%	1.18%	现金流量表					单位:百万元					
ROE(%)	2.50%	-3.82%	3.91%	6.04%	7.86%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E					
偿债能力						经营活动现金流	3092	8337	4971	5651	9106					
资产负债率(%)	79%	80%	81%	82%	83%	净利润	927	-884	1021	1645	2261					
流动比率	2.09	2.04	1.94	1.83	1.77	折旧摊销	31	31	30	32	34					
速动比率	0.52	0.42	0.48	0.50	0.55	财务费用	444	433	650	650	650					
营运能力						应收账款减少	73	-108	-16	-27	-33					
总资产周转率	0.18	0.18	0.19	0.20	0.21	预收帐款增加	1	-5	4	6	7					
应收账款周转率	256	219	155	158	159	投资活动现金流	653	106	-494	-687	-143					
应付账款周转率	2.47	2.21	2.19	2.28	2.33	公允价值变动收益	-722	-742	0	0	0					
每股指标 (元)						长期股权投资减少	-264	848	-661	-575	205					
每股收益(最新摊薄)	0.17	-0.56	0.43	0.69	0.95	投资收益	202	-640	100	100	100					
每股净现金流(最新摊薄)	1.59	-0.08	2.39	2.41	4.26	筹资活动现金流	-159	-8620	919	479	651					
每股净资产(最新摊薄)	11.35	10.73	11.02	11.49	12.14	应付债券增加	-935	4792	0	0	0					
估值比率						长期借款增加	-2113	-7184	1800	0	0					
P/E	43.47	-13.22	17.16	10.64	7.74	普通股增加	0	0	0	0	0					
P/B	0.65	0.69	0.67	0.64	0.61	资本公积增加	68	-17	0	0	0					
EV/EBITDA	29.31	-184.56	21.27	13.14	7.68	现金净增加额	3586	-177	5396	5443	9615					

资料来源：2020-2022 年公司年报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上
