

增持 (维持)

## 京城国企资源丰富，回购注销促价值回归值得期待

城建发展 (600266) 深度报告

2024年1月30日

分析师：何敏仪  
SAC执业证书编号：  
S0340513040001  
电话：0769-22177163  
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

## 主要数据 2024年1月29日

收盘价(元)	4.67
总市值(亿元)	105.38
总股本(亿股)	22.57
流通股本(亿股)	22.57
ROE(TTM)	2.25%
上市以来最高价(元)	6.79
上市以来最低价(元)	3.29

## 股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 相关报告

## 投资要点：

- 公司简介。**公司由北京城建集团独家发起，为公司第一大股东，北京市国资委为实际控制人。公司近年确立房地产开发、对外股权投资、商业地产经营为三大主业协同发展新局面。
- 房地产布局从地方走向全国，产品力凸出。**公司坚持立足北京、拓展周边和一二线城市及中心城市的拿地策略，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚、黄山、保定等地。地产主业不断提质增效，开发效率不断提升，产品品质赢得市场认可，品牌知名度持续提升。
- 控股股东资产注入预期高，做大主业值得期待。**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。集团旗下项目持续注入上市公司预期较强，将有利于公司优质储备项目的进一步提升。另一方面，背靠大股东，公司在融资及获取资源上也更具优势。
- 销售金额持续上升，业绩修复值得期待。**公司近年销售金额持续提升，2022年销售额超300亿台阶，预计2023年房地产销售将进一步上升，未来逐步释放业绩可期。
- 按规定回购注销股本，增厚每股含金量。**公司回购股份支付资金超10亿元，规模在市场上名列前茅。回购注销股本对于提升公司股票每股内在价值，提振投资者信心作用明显，将能促进公司股价回归合理水平。
- 总结与投资建议：**整体看，公司持续深耕北京，近年销售及拿地在北京排位靠前。在市场环境转弱情况下，竞争对手拿地更为谨慎，有利于公司弯道超车实现市场占有率先提升。公司近年积极进取发展，经营管理及效率逐步向更优秀企业看齐。大股东解决同业竞争，持续向公司注入优质项目预期高。另外背靠大股东资源及影响力、国企品牌效应及良好资金面状况，持续获得北京及外埠优质项目，提速发展值得期待。
- 公司2023年开始随着结算项目的增加以及毛利率企稳回升，业绩有望持续修复。公司当前估值便宜，PB已跌至0.5倍附近，股价超跌明显。近期国务院国资委也提出，将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等，国有资产保值增值诉求较高。公司近年在二级市场上回购公司股票支付金额超10亿元，回购规模在市场上名列前茅，回购也将进行股本注销，将实实在在提升每股内在价值，有利于股价回归合理区间。
- 预测公司2023年至2025年EPS分别为0.41元、0.58元和0.66元，对应当前股价PE分别约11倍、8倍和7倍。企业与集团加强资源整合，发展后劲不断增强，同时看好公司提质增效，精准投拓的能力，从而实现行业排位不断上升。公司估值回升，价值回归理性区间值得期待，建议关注。
- 风险提示：**房地产优化政策出台力度低于预期。楼市销售持续低迷，销售数据不理想。棚改项目回款较慢，带来现金流压力。销售项目毛利率下降带来增收不增利。股权投资等在股市下跌情况下持续产生亏损。公司管理及经营提速增效不及预期。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。  
请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 公司简介与发展历程 .....	3
2. 业态多样，项目优质公司品牌度持续提升 .....	4
2.1 房地产布局从地方走向全国，产品力凸出 .....	4
2.2 “棚改第一股”，政策带来新机遇 .....	5
2.3 积极探索文旅地产，迈出转型升级新步伐 .....	5
2.4 商业地产规模持续增加 .....	7
3. 拿地活跃彰显实力，大股东进一步注入资产预期高 .....	8
3.1 聚焦北京拓展重点城市，土储资源丰富 .....	8
3.2 控股股东资产注入预期高，做大主业值得期待 .....	9
4. 销售金额持续上升，业绩修复值得期待 .....	9
5. 按规定回购注销股本，将增厚每股含金量 .....	11
6. 总结与投资建议 .....	11
7. 风险提示 .....	12

## 插图目录

图 1 : 公司与实际控制人之间的产权关系 .....	3
图 2 : 天坛府区位图 .....	4
图 3 : 天坛府景观图 .....	4
图 4 : 东黄山项目区位布局图 .....	6
图 5 : 东黄山项目——轻鸿逸品鸟瞰图 .....	6
图 6 : 云蒙山景观图 .....	6
图 7 : 云蒙山索道——华北最长索道 .....	6
图 8 : 三亚红塘湾建国度假酒店 .....	7
图 9 : 三亚红塘湾项目——海云系列产品 .....	7
图 10 : 公司近年拿地面积变化 .....	8
图 11 : 公司近年拿地金额变化 .....	8
图 12 : 公司 2022 年底土地储备分布及规模 .....	8
图 13 : 公司 2022 年底土地储备区域占比 .....	8
图 14 : 公司近年销售金额及同比变化 .....	9
图 15 : 公司近年营收及增速 .....	10
图 16 : 公司近年归属净利润及增速 .....	10

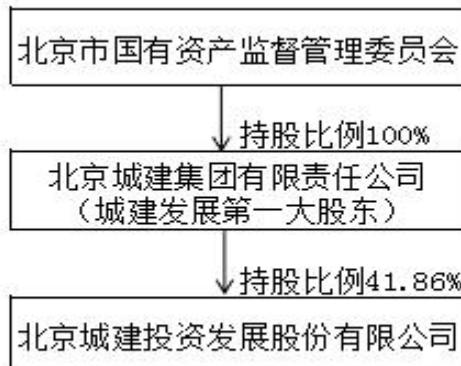
## 表格目录

表 1 : 公司回购注销股份变动前后对比 .....	11
表 2 : 公司盈利预测简表 (2024/1/29) .....	13

## 1. 公司简介与发展历程

公司由北京城建集团有限责任公司于 1998 年独家发起，1999 年 2 月 3 日在上海证券交易所上市。北京城建集团为公司第一大股东，持股比例 41.86%，北京市国资委为实际控制人。

图 1：公司与实际控制人之间的产权关系



资料来源：公司 2022 年年报，东莞证券研究所

1998 年北京城建集团通过整合优良资产，组建北京城建投资发展股份有限公司，即“城建发展”。两年后城建发展实施大规模资产置换，确定了以房地产开发经营为主体、以金融与高科技为两翼的“一体两翼”战略思路。

2001 年底，在北京国贸房展会上，城建发展一举推出包括北苑家园、富海中心等项目在内的总建筑面积达 576 万平方米的 10 大楼盘，“北京城建地产”品牌强势亮相，在业界引起轰动。随着经营规模、经营地域的扩大，城建发展紧紧把握市场需求，先后分三个阶段对住宅产品进行了三次改造升级。第一阶段是以北苑家园为代表的居住型产品。第二阶段是以世华泊郡、筑华年为代表的改善型产品。第三阶段是以世华龙樾、国誉府项目为代表的品质型产品。

十余年间，40 多个楼盘拔地而起，城建发展也完成了从地方性开发企业向全国性开发企业的跨越，业务版图扩展到天津、重庆、青岛等城市，初步完成了全国重点城市和重点区域的市场布局。并在探索中形成了“以房地产开发为主体，以对外股权投资和商业地产经营为两翼”的“一体两翼”协调发展的经营格局。

公司投融资板块独具特色，商业地产经历了由少到多、由点到片、由粗放到精细化、由业态单一到业态丰富的转变，经营规模逐步扩大，经济效益稳步提高，对房地产开发主体也形成较好的支撑和促进作用。

党的十九大以来，房地产市场迎来了中国房地产改革 20 年来前所未有的深度调整期。

公司以房地产开发高效化为目标，向城市开发运营商转型升级，确立**房地产开发、对外股权投资、商业地产经营**为三大主业协同发展新局面。公司目前在手棚户区改造项目8个，一级开发项目4个，二级开发项目50余个，拥有土地储备超过1000万平方米。开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态，逐步形成了别墅产品高端化、商品房产品品质化、保障房产品标准化的产品格局。同时不断探索向文旅地产转型升级，持续向“国内领先的城市开发运营商”迈进。

## 2. 业态多样，项目优质公司品牌度持续提升

### 2.1 房地产布局从地方走向全国，产品力凸出

房地产开发为公司的主业，公司坚持立足北京、拓展周边和一二线城市及中心城市的拿地策略，不断深化区域布局，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚、黄山、保定等地。目前在手棚户区改造项目8个，一级开发项目4个，二级开发项目50余个，拥有土地储备超过1000万平方米。开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态，逐步形成了别墅产品高端化、商品房产品品质化、保障房产品标准化的产品格局。

公司地产主业不断提质增效，开发效率不断提升，产品品质赢得市场认可，龙樾系列、国誉府系列产品市场影响力不断增强。2023年在行业整体销售低迷之下，公司多个项目仍凭借较高的质量在销售上表现优异。

公司近年推出的项目，如天坛府和香山樾，销售持续火热，望京国誉府也持续受到市场关注，使得在北京楼市中品牌知名度持续提升。根据公司发布消息，天坛府各期开盘均实现热销，刷新北京单盘销售金额记录；文源府以快制胜，入市半年整体去化超70%；国誉燕园斩获北京一季度销售套数、销售面积双冠军；国誉朝华、星誉BEIJING、黄山项目首开基本售罄；国誉万和城住宅、车位、仓储同步销售，整体去化遥遥领先区域竞品。

天坛府项目位于北京东城二环，比邻世界文化遗产天坛公园，地理位置优越，为公司潜心打造的内城人居标杆作品。项目一期于2021年8月开盘，热销45亿；二期于2021年11月开盘，热销35亿；三期于2022年4月开盘，热销50亿；四期于2022年8月开盘，热销58亿。项目在北京市网签排行中荣获5次月度销冠、20次周度销冠及2022年上半年度、2022年全年度纯商品房市场销售冠军。五期于2023年3月开盘，开盘后15分钟，房源全部售罄，销售金额高达58.75亿元，五期累计实现销售额246亿元，成为北京商品住宅史上成交量第一盘。六期也在2023年完成开盘，预计能实现销售额约80亿元。天坛府项目2023年开始交房结利，开始贡献业绩。而2024年及2025年将会进入集中结算期，进一步提升公司业绩及现金流水平。

图 2：天坛府区位图

图 3：天坛府景观图



资料来源：公司网站，东莞证券研究所



资料来源：公司网站，东莞证券研究所

## 2.2 “棚改第一股”，政策带来新机遇

棚改项目方面，公司紧抓棚改机遇，全面发力棚改项目，成为北京“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，为公司增加大量土地储备。公司近年打造了“望坛模式”“临河速度”“怀柔标杆”“动感价值”“保定样板”等棚改标杆项目，目前在手棚改项目 8 个。

公司多年来在城市更新改造及棚改方面积累了丰富宝贵的实战经验，而国家近期加大力度推进特大城市城中村改造，预计公司未来在旧改、城中村改造等领域将能很好的发挥自身的先发优势，获得更多的优质项目。

## 2.3 积极探索文旅地产，迈出转型升级新步伐

公司近年以黄山、云蒙山为代表的文旅地产布局初步形成，迈出转型升级新步伐。

根据中国旅游研究院发布的报告，预计“十四五”期间，国内旅游市场将保持年均增长 7.5% 的态势，旅游消费将保持年均增长 8.0% 的复合增长率。红色旅游、乡村旅游、冰雪旅游、海洋旅游、文化旅游将有望成为旅游市场的发展亮点。

在国家“十四五”旅游业发展规划的政策指引下，城建集团“十四五”发展规划中对文旅板块的要求是：要在创新上下功夫。依托集团全产业链和品牌优势，将集团核心能力植入其中，重点将现有东黄山国际小镇和云蒙山风景区项目做实做细，建立良好的城建文旅品牌。

2018 年，城建发展通过土地招拍挂形式，取得东黄山国际小镇内建设用地。东黄山国际度假小镇位处黄山东大门重要节点，紧邻黄山东大门索道，总占地约 1452 亩，涵盖住宅、商业、酒店、会展等多元产品业态，以打造高标准、国际化旅游度假区为目标，形成差异化与品质化兼备的旅游目的地体系。

2023 年 6 月 30 日，东黄山国际度假小镇项目——轻鹇逸品正式登场，首开 105 套房源

全部售罄。10月21日，该项目120套臻稀房源，实现再开再罄。东黄山文旅项目前景广阔，值得期待。

图 4：东黄山项目区位布局图



资料来源：公司网站，东莞证券研究所

图 5：东黄山项目——轻鹇逸品鸟瞰图



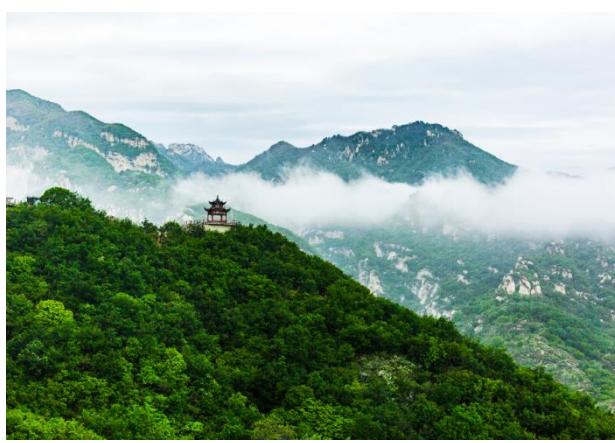
资料来源：公司网站，东莞证券研究所

而素有北方“小黄山”之称的北京云蒙山风景区位于北京市密云区，包含云蒙山青空岭和云蒙山黑龙潭，两个景区已经相互贯通。

2016年9月，密云区政府与北京城建集团、文投集团共同出资成立北京云蒙山投资发展有限公司，负责云蒙山区域的规划建设及运营管理。

云蒙山公司自成立以来，不断打造和完善景区建设和服务。近两年，积极组织形式多样的节事活动和相关业余及职业赛事，打造特色IP，最终实现产品、品牌输出，增强品牌的影响力和附加值；2022年，云蒙山景区游客接待量超过35万人次，实现全年营业额2800万元，同比上一年增长25.9%，创历史新高，景区影响力逐步扩大。

图 6：云蒙山景观图



资料来源：公司网站，东莞证券研究所

图 7：云蒙山索道——华北最长索道



资料来源：公司网站，东莞证券研究所

在海南省，早在2013年3月，城建发展所属北京城建（海南）地产有限公司既在三亚市注册成立，主要负责三亚红塘湾旅游度假区地块的开发工作，项目涉及高层住宅、别

墅、国际五星级酒店、商业配套等多种业态。

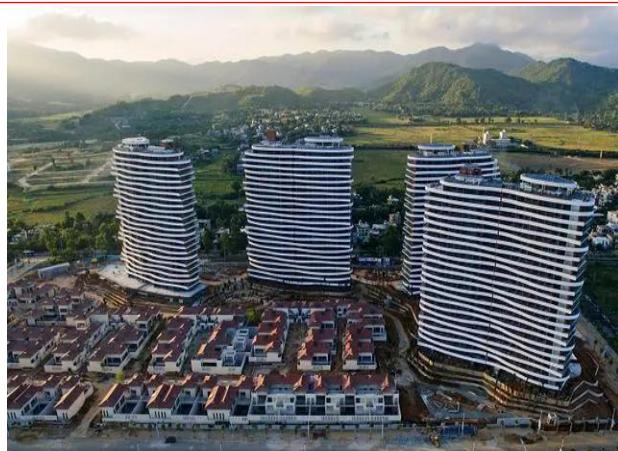
该地块一期住宅项目海云家园荣获国家开发类最高奖项“广厦奖”，是海南省第一个获得此奖项的住宅项目；二期住宅项目海云府，由六栋高层、106套叠拼别墅和两栋独栋别墅组成；三期住宅项目海云湾已于2021年8月28日开盘，现已完成项目整体交付；此外，三亚红塘湾建国度假酒店是北京城建集团在海南区域的第一家品牌酒店，同时也是三亚红塘湾第一家品牌度假酒店。

图 8：三亚红塘湾建国度假酒店



资料来源：公司网站，东莞证券研究所

图 9：三亚红塘湾项目——海云系列产品



资料来源：网络图片，东莞证券研究所

未来几年，城建文旅板块“2+1”发展结构将更加清晰，“南三亚、中黄山、北云蒙”的文旅地产布局，将成为北京城建地产的闪亮名片。

## 2.4 商业地产规模持续增加

公司商业地产逐步实现规模化，资产质量显著提升，经营业态日趋丰富。截至2023年11月底，城建发展持有商业地产面积55万平方米，全年出租经营额达6.2亿元，回款额5.8亿元。公司商业地产主要包括城悦荟、城奥大厦、三亚建国酒店、成都漫悦里、青岛漫悦里、泰和国际大厦等。公司商业地产项目规模不断增加，租赁收入持续增长，将进一步提升公司业绩贡献度。

近日监管层出台的《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。公司所持有商业地产区位良好，相信新规将进一步打通公司融资渠道，有利于商业物业经营收益的增厚以及增加公司资金流动性，助力公司规模进一步提升。

### 3. 拿地活跃彰显实力，大股东进一步注入资产预期高

#### 3.1 聚焦北京拓展重点城市，土储资源丰富

公司坚持立足北京、拓展周边和一二线城市及中心城市的拿地策略，布局区域包括北京、天津、重庆、成都、青岛、三亚、黄山、保定等城市，已从区域性房企走向全国。截止当前，公司拥有土地储备超过 1000 万平方米，其中北京地区占比约 75%，北京仍为公司大本营。

公司在北京深耕多年，熟悉北京土地市场竞争格局，近年通过提高土地价值判断力、与优质开发商合作等方式，不断提升土地获取能力，同时通过降本增效等方式提高管理效率，强化开发能力。

2022 年全年公司土地储备规模超百万平方米，权益投资超百亿元。截止 2022 年年末，公司土地储备合计约 1160 万平米，发展后劲不断增强。2023 年上半年公司共参与北京、成都、黄山等超 22 宗地块，总建筑规模超 170 万平方米的土地竞买，始终与头部企业步调一致，为北京市场最活跃的地方房企。

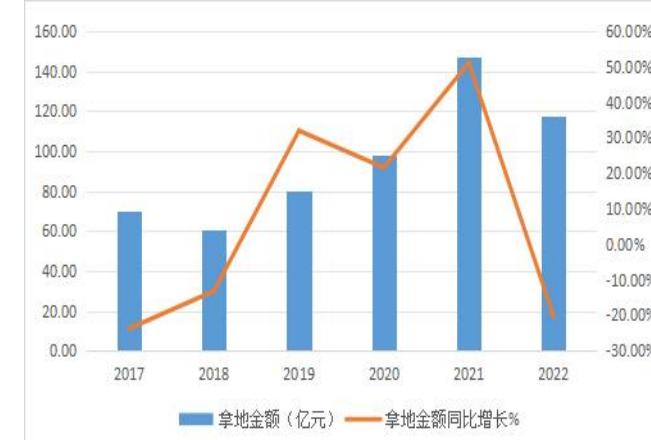
整体看，公司提速增效，同时资源获取相对积极，利润率水平逐步与头部房企看齐，行业排位持续提升可期。

图 10：公司近年拿地面积变化



资料来源：中指院，公司公告，东莞证券研究所

图 11：公司近年拿地金额变化



资料来源：中指院，公司公告，东莞证券研究所

图 12：公司 2022 年底土地储备分布及规模

图 13：公司 2022 年底土地储备区域占比



资料来源：公司 2022 年年报，东莞证券研究所

资料来源：公司 2022 年年报，东莞证券研究所

### 3.2 控股股东资产注入预期高，做大主业值得期待

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，城建集团表示将持续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。

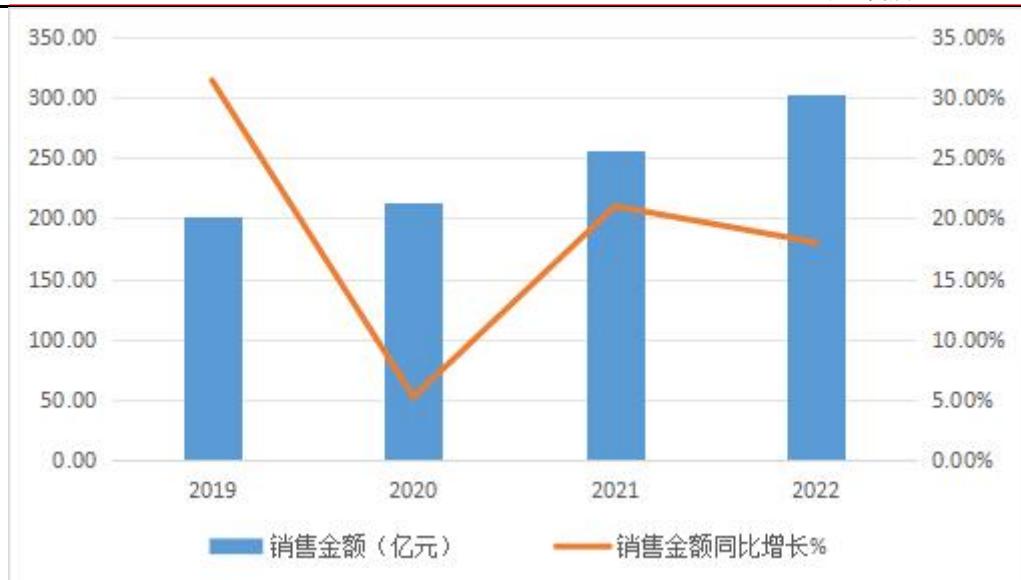
公司目前与城建集团的两家全资子公司——开发公司及住总集团存在房地产业务的同业竞争。公司一直采取托管方式对开发公司进行管理，城建集团也就此做出承诺，待开发公司满足注入条件后尽快解决同业竞争问题。城建集团也正积极梳理住总集团旗下房地产业务现状，拟先将住总集团旗下房地产板块交由公司托管，待其具备条件后注入公司以解决同业竞争问题。

集团旗下项目持续注入上市公司预期较强，将有利于公司优质储备项目的进一步提升。另一方面，背靠大股东，公司在融资及获取资源上也更具优势。

### 4. 销售金额持续上升，业绩修复值得期待

公司近年销售金额持续提升，主要由于优质项目持续入市提升销售金额。2022 年在行业销售严峻情况下，公司坚持快周转、去库存，坚持结果导向和去化目标，创出销售佳绩。2022 年销售签约额、销售回款额首次实现双超 300 亿台阶，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，创造销售业绩最好记录。2023 年公司天府五期及六期开盘，实现签约销售金额约 138 亿，项目位居年度中国房企项目销售榜排名第 5 位。预计 2023 年公司房地产销售将较 2022 年进一步上升。随着公司提速增效的推进，后续销售持续增长值得期待。截止 2022 年末，公司待结转面积达 314.5 万平米，2023 年中报显示合同负债与预收账款合计约 360 亿，未来逐步释放业绩可期。

图 14：公司近年销售金额及同比变化



资料来源：公司各年年报，东莞证券研究所

公司近年营业收入实现趋势性增长，归属净利润在 2019 年达到高位，随后由于近几年房地产调控、楼市遇冷等，公司结算毛利率下降以及资产减值等带来影响，业绩持续走低。2022 年房地产项目利润率下降以及非房业务利润大幅下降拖累业绩。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，导致公司计提公允价值损失 7.58 亿元；参股子公司中科招商持有的南微医学等金融资产股价下跌，公司计提投资损失 7.67 亿元，公司 2022 年归属净利润亏损 9.3 亿。而 2023 年随着结算量的回升，毛利率企稳，预计房地产业务贡献业绩进一步提升。而出于对股权投资的加强管理，以及 2023 年持有的金融资产股价下跌相对 2022 年大幅收窄，非房业务对公司业绩影响也大幅降低。2023 年前三季度，公司累计实现营业收入 160.5 亿，同比大幅增长 64.68%，归属净利润 5.98 亿。未来两年随着重大棚改项目的逐步交付回款，房地产结算持续上升，业绩有望稳定增长。

图 15：公司近年营收及增速



资料来源：公司各年年报及季报，东莞证券研究所

图 16：公司近年归属净利润及增速



资料来源：公司各年年报及季报，东莞证券研究所

## 5. 按规定回购注销股本，将增厚每股含金量

为维护公司价值及股东权益，提升投资者对公司信心，使公司投资价值得到合理回归，公司2020年及2021年分别以集中竞价方式回购公司股份。2020年9月至2020年11月，公司累计回购股份101,843,405股，占公司总股本的4.51%，回购均价5.89元/股，使用资金总额599,928,217.90元。2021年5月至2021年6月，累计回购股份78,950,688股，占公司总股本比例约3.50%，购买的最高价为5.24元/股、最低价为4.92元/股，支付总金额为401,956,379.49元。

公司两次累计回购股份规模约1.81亿股，占公司总股本的比例约8.01%，支付资金总额超过10亿元，回购规模在市场上名列前茅，体现出公司维护投资者权益的决心。

另外，根据《关于公司变更首次回购股份用途并注销的议案》，公司将全部首次回购股份用途由“用于出售”变更为“用于注销并相应减少注册资本”，对首次回购的101,843,405股实施注销并相应减少注册资本。注销首次回购股份完成后，公司股份总数将由2,256,537,600股减少为2,154,694,195股。公司根据承诺，由于股价在限定时间内没能达到每股净资产水平，不能对回购股份进行出售而是需要注销股本。公司对股份进行回购注销，并且规模较大，彰显国企的担当。对于提升公司股票每股内在价值，提振投资者信心作用明显，将能促进公司股价回归合理水平。

表 1：公司回购注销股份变动前后对比

股份性质	变动前		本次拟注销 (股)	变动后	
	股份数量(股)	占总股本比例		股份数量(股)	占总股本比例
一、有限售条件 流通股	-	-	-	-	-
二、无限售条件 流通股	2,256,537,600	100.00%	-101,843,405	2,154,694,195	100.00%
其中：回购专用 证券账户	180,794,093	8.01%	-101,843,405	78,950,688	3.66%
1、拟用于出售	180,794,093	8.01%	-101,843,405	78,950,688	3.66%
三、股份总数	2,256,537,600	100.00%	-101,843,405	2,154,694,195	100.00%

资料来源：《城建发展关于变更首次回购股份用途并注销的公告》，东莞证券研究所

## 6. 总结与投资建议

整体来看，房地产业务方面，公司持续深耕北京，近年销售及拿地在北京排位靠前。在当前市场环境转弱及大多数房企资金面紧张情况下，竞争对手拿地更为谨慎，有利于作为优质国企的城建发展弯道超车实现市场占有率的提升。我们也看到公司近年积极进取

发展，经营管理及效率逐步向更优秀企业看齐。而大股东解决同业竞争，持续向公司注入优质项目预期高。另一方面，公司背靠大股东资源及影响力、国企品牌效应、稳健风格及良好资金面状况，持续获得北京及外埠优质项目，提速发展值得期待。同时，公司不断探索向文旅地产转型升级、商业地产规模及资产质量持续提升，均能较好的提升收益，也对主业形成支撑及促进作用。

公司近年营收规模持续增长，归属净利润在 2019 年达到高点后回落，带来公司近年股价持续下跌。2023 年开始随着结算项目的增加以及毛利率企稳回升，业绩有望持续修复。2023 年公司结算业绩高增长值得期待，后续随着重大项目的交付、房地产销售结算的提升，实现业绩持续稳定增长可期。

公司当前估值便宜，PB 已经跌至 0.5 倍附近，股价超跌明显。近期国务院国资委也提出，将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等，国有资产保值增值诉求较高。另一方面，公司 2021 年及 2022 年在二级市场上回购公司股票，支付金额超 10 亿元，回购规模在市场上名列前茅，回购股票也将进行股本注销，将实实在在提升每股内在价值，彰显了国企担当，也有利于股价回归合理区间。

预测公司 2023 年至 2025 年 EPS 分别为 0.41 元、0.58 元和 0.66 元，对应当前股价 PE 分别为 11.26 倍、8 倍和 7 倍。企业与集团加强资源整合，发展后劲不断增强，同时看好公司提质增效，精准投拓的能力，从而实现行业排位不断上升，逐步迈向优秀标杆企业行列。公司估值回升，价值回归理性区间值得期待，建议关注。

## 7. 风险提示

- (1) 房地产优化政策出台力度低于预期，“房住不炒”仍持续提及，地方政府救市政策落实及成效不足，带来购房信心难以回升。
- (2) 楼市销售持续低迷，销售数据不理想；北京楼市优化政策及销售回升低于预期。
- (3) 公司棚改项目回款较慢，带来现金流压力；销售项目毛利率下降带来增收不增利。
- (4) 公司股权投资等在股市下跌情况下持续产生亏损。
- (5) 公司管理及经营提速增效不及预期，销售及业绩增长难以持续。

表 2：公司盈利预测简表 (2024/1/29)

科目 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,562	28058	31,643	34831
营业总成本	23,373	27462	30,637	33449
营业成本	21,189	24,283	27,193	29,571
营业税金及附加	524	842	949	1219
销售费用	679	786	854	975
管理费用	510	589	633	731
财务费用	433	920	960	900
研发费用	39	42	47	52
公允价值变动净收益	(742)	200	300	200
资产减值损失	543	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>(723)</b>	<b>1311</b>	<b>1811</b>	<b>2086</b>
加： 营业外收入	15	0	0	0
减： 营业外支出	33	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>(741)</b>	<b>1311</b>	<b>1811</b>	<b>2086</b>
减： 所得税	143	328	453	532
<b>净利润</b>	<b>(884)</b>	<b>984</b>	<b>1359</b>	<b>1554</b>
减： 少数股东损益	42	50	55	65
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>(926)</b>	<b>934</b>	<b>1304</b>	<b>1489</b>
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>(0.41)</b>	<b>0.41</b>	<b>0.58</b>	<b>0.66</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>-11.35</b>	<b>11.26</b>	<b>8.07</b>	<b>7.06</b>

数据来源：iFind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：[www.dgza.com.cn](http://www.dgza.com.cn)