

利润实现扭亏为盈，销售逆势增长

投资要点

- 业绩实现扭亏为盈，回款管控良好。**公司实现营业收入 203.6 亿元，同比减少 17.1%，主要是公司主营房地产行业结转收入减少所致，实现归母净利润 5.6 亿元，实现扭亏为盈。公司在手现金充沛，期末货币资金 136.9 亿元，经营性净现金流 131.2 亿元，同比增长 57.3%，回款管控良好。全年分 3 次完成 45 亿元公司债券发行，利率优于市场同期水平。
- 销售逆势增长，核心城市逆势扩充土储。**2023 年公司实现销售面积 73.5 万平，同比增长 41.6%；销售额 326.0 亿元，同比增长 7.4%，连续 3 年位列克而瑞北京房企排名第二，荣获中国房地产上市公司综合实力 50 强。期内多个项目实现热销，天坛府是北京首个连续两年单盘销售过百亿元的高端项目，星誉 BEIJING 下半年网签套数位居北京第一。公司逆势投资，新增土地储备总建筑面积 82.2 万平方米，其中权益面积 56.79 万平方米。公司土储质量优质，截至 2023 年末公司待开发项目 25 个，总规划计容建面 213 万平方米，其中北京项目面积占比 35%，黄山项目占比 50%。
- 多元业务协同发展，战略布局纵深推进。**1) **商业地产：**期末公司商业地产持有面积 46.4 万平方米，商业地产经营额 6.5 亿元，公司首个自营项目城悦荟实现盛大开业。2) **文旅地产：**黄山项目整体运营架构及运营方案深化，首批住宅实现顺利开盘，签订酒店委托管理协议；云蒙山景区不断丰富旅游业态产品。3) **棚改：**期内望坛回迁房、临河安置房等多个项目顺利推进，截至 2023 年末公司共持有 11 个土地一级开发及棚改项目，处于在建及前期状态的项目计容建面 772 万平方米，总投资额约 1065 亿元，其中仅 1 个项目位于河北省保定市，其余 10 个项目均位于北京市。
- 盈利预测与投资建议：**预计 2024-2026 年归母净利润复合增速为 38.5%。考虑到公司深耕核心城市，销售逆势增长，土储充足且优质，给予公司 0.4 倍 PB，目标价 4.56 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竣工交付或低于预期、拿地和销售回款或低于预期、地产调控风险、金融资产公允价值变动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20363	23749	26184	28341
增长率	-17.09%	16.63%	10.25%	8.24%
归属母公司净利润(百万元)	559	1075	1322	1486
增长率	160.34%	92.43%	22.95%	12.39%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.50	0.61	0.69
净资产收益率 ROE	0.34%	4.57%	5.34%	5.69%
PE	13.80	7.17	5.83	5.19
PB	0.33	0.31	0.30	0.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋
执业证号: S1250523070005
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.55
流通 A 股(亿股)	21.55
52 周内股价区间(元)	3.51-7.9
总市值(亿元)	77.14
总资产(亿元)	1,384.31
每股净资产(元)	9.00

相关研究

- 城建发展(600266)：销售大幅增长，核心城市逆势扩充土储 (2023-09-01)
- 城建发展(600266)：深耕北京资源充足，财务稳健逆势增长 (2023-06-15)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司销售金额呈现逆势增长，可结算资源充足，预计 2024-2026 年公司房地产开发结算金额增速分别为 18%/10%/8%。

假设 2：随着公司项目竣工交付，物业管理规模随之增长，预计 2024-2026 年公司物业管理规模增速分别为 12%/11%/10%。

假设 3：随着公司商业物业可租赁规模的增长，预计 2024-2026 年公司可租赁面积增速分别为 20%/18%/15%，整体出租率及平均租金保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
房地产开发	收入	19486.75	22994.4	25293.8	27317.3
	增速	-17.8%	18.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
物业管理	收入	40.39	45.2	50.2	55.2
	增速	11.1%	12.0%	11.0%	10.0%
	毛利率	74.9%	75.0%	75.0%	75.0%
租赁收入	收入	562.30	674.8	796.2	915.6
	增速	39.7%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	89.3%	89.0%	89.0%	89.0%
代建项目	收入	26.98	35.1	43.8	52.6
	增速	140.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	84.4%	84.0%	84.0%	84.0%
合计	收入	20363.0	23749.4	26184.1	28340.8
	增速	-17.1%	16.6%	10.3%	8.2%
	毛利率	20.4%	20.2%	20.4%	20.5%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

选取天健集团、华发股份、越秀地产、滨江集团四家公司作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 4.4 倍，平均 PB 为 0.68 倍。考虑到公司深耕核心城市，销售逆势增长，土储充足且优质，给予公司 0.4 倍 PB，目标价 4.56 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)				PB
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E	
000090.SZ	天健集团	4.59	0.81	1.05	1.15	0.91	5.7	4.4	4.0	5.0	0.75
600325.SH	华发股份	6.28	1.01	1.11	1.25	-	6.2	5.7	5.0	-	0.95
0123.HK	越秀地产	3.47	0.85	0.9	0.99	1.05	4.1	3.9	3.5	3.3	0.25
002244.SZ	滨江集团	6.31	1.39	1.69	2.01	-	4.5	3.7	3.1	-	0.78
平均值							5.1	4.4	3.9	4.2	0.68

数据来源: Wind, 西南证券整理

风险提示

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

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20363.03	23749.44	26184.08	28340.80	净利润	91.05	1265.29	1555.72	1748.47
营业成本	16210.97	18946.53	20848.07	22523.14	折旧与摊销	75.79	43.68	45.28	46.88
营业税金及附加	1305.12	1519.96	1675.78	1813.81	财务费用	335.38	368.92	379.18	361.16
销售费用	758.84	878.73	968.81	1048.61	资产减值损失	-959.44	-600.00	-600.00	-600.00
管理费用	532.70	617.49	680.79	736.86	经营营运资本变动	8878.66	-1079.07	-2950.92	-1358.12
财务费用	335.38	368.92	379.18	361.16	其他	4694.37	966.04	760.71	721.21
资产减值损失	-959.44	-600.00	-600.00	-600.00	经营活动现金流净额	13115.82	964.87	-810.02	919.59
投资收益	486.71	0.00	200.00	250.00	资本支出	63.30	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-192.12	-200.00	-200.00	-200.00	其他	-49.64	-2114.69	-1897.21	-2180.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	13.66	-2154.69	-1937.21	-2220.86
营业利润	574.16	1817.81	2231.45	2507.22	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.46	-10.25	-8.99	-9.41	长期借款	-12038.84	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	567.70	1807.56	2222.46	2497.81	股权融资	-72.94	-101.84	0.00	0.00
所得税	476.65	542.27	666.74	749.34	支付股利	-207.57	-83.83	-161.32	-198.35
净利润	91.05	1265.29	1555.72	1748.47	其他	-1051.25	413.37	1151.08	1936.57
少数股东损益	-467.85	189.79	233.36	262.27	筹资活动现金流净额	-13370.60	1227.69	1989.75	2738.22
归属母公司股东净利润	558.89	1075.50	1322.36	1486.20	现金流量净额	-241.12	37.87	-757.48	1436.95
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13688.81	13726.68	12969.20	14406.15	成长能力				
应收和预付款项	8765.71	8552.11	10042.13	10646.98	销售收入增长率	-17.09%	16.63%	10.25%	8.24%
存货	91219.76	70751.86	75926.10	79874.22	营业利润增长率	179.45%	216.60%	22.75%	12.36%
其他流动资产	6496.17	7334.50	7751.62	8189.27	净利润增长率	110.30%	1289.71%	22.95%	12.39%
长期股权投资	2693.65	2693.65	2693.65	2693.65	EBITDA 增长率	542.62%	126.36%	19.08%	9.77%
投资性房地产	9953.70	11446.75	13163.77	15138.33	获利能力				
固定资产和在建工程	548.55	557.82	565.48	571.55	毛利率	20.39%	20.22%	20.38%	20.53%
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	三费率	7.99%	7.85%	7.75%	7.57%
其他非流动资产	5064.19	5301.24	5538.30	5775.36	净利率	0.45%	5.33%	5.94%	6.17%
资产总计	138430.53	120364.61	128650.25	137295.49	ROE	0.34%	4.57%	5.34%	5.69%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.07%	1.05%	1.21%	1.27%
应付和预收款项	32102.82	29300.93	32330.83	34955.68	ROIC	0.39%	4.55%	4.99%	5.11%
长期借款	16271.16	17271.16	18271.16	19271.16	EBITDA/销售收入	4.84%	9.39%	10.14%	10.29%
其他负债	63478.35	46090.03	48906.23	52330.94	营运能力				
负债合计	111852.34	92662.12	99508.23	106557.78	总资产周转率	0.15	0.18	0.21	0.21
股本	2256.54	2154.69	2154.69	2154.69	固定资产周转率	35.10	42.93	46.62	49.85
资本公积	3239.48	3239.48	3239.48	3239.48	应收账款周转率	111.53	136.19	137.45	132.96
留存收益	14639.81	15631.47	16792.51	18080.35	存货周转率	0.17	0.23	0.27	0.28
归属母公司股东权益	23602.02	24536.52	25742.69	27076.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	153.83%	—	—	—
少数股东权益	2976.17	3165.97	3399.33	3661.60	资本结构				
股东权益合计	26578.20	27702.49	29142.02	30737.71	资产负债率	80.80%	76.98%	77.35%	77.61%
负债和股东权益合计	138430.53	120364.61	128650.25	137295.49	带息债务/总负债	25.85%	32.28%	31.06%	29.95%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.66	1.89	1.80	1.72
EBITDA	985.34	2230.41	2655.91	2915.26	速动比率	0.40	0.56	0.52	0.51
PE	13.80	7.17	5.83	5.19	股利支付率	37.14%	7.79%	12.20%	13.35%
PB	0.33	0.31	0.30	0.28	每股指标				
PS	0.38	0.32	0.29	0.27	每股收益	0.26	0.50	0.61	0.69
EV/EBITDA	-5.30	-3.49	-3.49	-4.59	每股净资产	10.95	11.39	11.95	12.57
股息率	2.69%	1.09%	2.09%	2.57%	每股经营现金	6.09	0.45	-0.38	0.43
					每股股利	0.10	0.04	0.07	0.09

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间

公司评级 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上

行业评级 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn