

投资评级 优于大市 首次覆盖

立足北京三业发展，运筹帷幄蓄势待发

股票数据

06月06日收盘价(元)	5.35
52周股价波动(元)	3.29-5.83
总股本/流通A股(百万股)	2257/2257
总市值/流通市值(百万元)	12072/12072

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.4	7.1	9.2
相对涨幅(%)	2.5	7.8	13.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021)23219747

Email: tll5535@haitong.com

证书: S0850510120001

投资要点:

- 国资背景，综合资源丰富。**作为国企上市公司，公司拥有良好的公众形象和社会影响力，依托集团完整产业链和雄厚资源优势，在政府资源、人才队伍、融资成本、抗风险能力以及发展韧劲等方面优势明显。城建发展是北京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。在城建集团对公司拥有控制权期间，集团已经明确表示将持续在房地产业务方面优先支持上市公司，协助其做大做强主营业务。
- 调整期京内土储积极补充，奠定恢复期企业销售快速增长。**2022年，公司立足北京，以底价或接近底价获得优质地块，北京市土地购置按照金额测算市占率在5%上下。我们认为，公司2022年在京拿地强度优势明显，以上战略优势有望推动公司在本轮竞争中脱颖而出。中指数据披露，2023年1-4月，公司累计总口径销售金额为175.0亿元，同比增长141.71%，实现2022年公司销售金额的56.27%。
- 股权投资有望企稳止损。**2022年造成公司业绩下滑的重要原因是非房地产业务利润大幅度下降，包括：1) 公司所持国信证券、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-7.58亿元，2) 公司参股子公司中科招商所持南微医学等金融资产股价下跌导致投资收益-7.67亿元。考虑市场逐渐趋好，我们认为2023年公司被非主营业务负面影响波及的概率降低。
- 存在集团资产整合预期。**上市公司与大股东旗下开发公司和住总集团存在同业竞争问题。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，承诺期限为2018年10月22日至2023年10月21日。此外截至2022年底公司正在协商住总集团托管相关事宜。
- 一级开发和棚改发展迅速，助力资金回笼。**2022年，随着棚改项目陆续入市、销售，公司资本结构更加优化。公司收购兴瑞公司100%股权，将享有望坛棚改项目全部开发收益。截至2022年底，公司共持有11个土地一级开发项目，包括8个尚未开发项目以及3个已开发项目。公司总一级土地规划计容建面470.93万平，其中已开发一级项目已披露投资额为79.10亿元。
- 投资建议：中特估值相关标的，“优于大市”评级。**我们预测公司2023年和2024年EPS分别为0.53元和0.63元，公司2023年和2024年每股净资产分别为11.28元和11.83元。“中特估值”背景下，公司估值明显低估。参考可比公司估值和RNAV，我们给予公司2023年0.7-0.8倍PB估值，对应合理价值区间为7.90-9.03元每股。给予公司“优于大市”评级。**风险提示：**公司一级土地开发和棚改项目结转速度不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	24184	24562	27302	30042	34508
(+/-)YoY(%)	74.1%	1.6%	11.2%	10.0%	14.9%
净利润(百万元)	641	-926	1185	1416	1752
(+/-)YoY(%)	-48.0%	-244.4%	228.0%	19.5%	23.7%
全面摊薄EPS(元)	0.28	-0.41	0.53	0.63	0.78
毛利率(%)	22.3%	13.7%	14.0%	14.5%	14.7%
净资产收益率(%)	2.5%	-3.8%	4.7%	5.3%	6.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 城建发展：立足北京，三业发展	6
1.1 公司基本业务介绍	6
1.2 大股东实力雄厚	6
1.3 三大板块协同发展	7
2. 公司亮点分析	8
2.1 调整期京内土储积极补充，奠定恢复期企业销售快速增长	8
2.2 国资背景，综合资源丰富	8
2.3 集团内部资源整合预期	9
2.4 高位回购股票，维护市场信心	9
2.5 股权投资有望企稳止损	10
3. 房地产开发业务：强战略谋布局，主业持续深耕	11
3.1 土储：资源储备实力雄厚，项目拓展精益求精	11
3.2 一级开发和棚改：近期发展飞速，助力资金回笼	12
3.3 开发：快周转能力提升	13
3.4 销售：行业地位提升，一季度表现亮眼	14
3.5 品牌：品质为先打造内涵，品牌价值获得认可	14
4. 衍生业务：推动转型升级，打造增长新引擎	15
4.1 商业地产：规模效益逐步提升	15
4.2 文旅地产：转型升级迈出步伐	15
5. 公司财务特点分析	16
5.1 近年来公司营收震荡上行，2023 年一季度归母净利润转正	16
5.2 近年来公司负债率稳定，2023 年一季度现金流改善	17
5.3 资产回报率稳定，股息率保持稳健	17
6. 盈利预测和估值	18
6.1 盈利预测	18
6.2 估值	19
7. 投资建议	21
财务报表分析和预测	23

图目录

图 1	城建发展股权关系情况	6
图 2	城建集团主要产业布局	7
图 3	城建发展业务板块构成	7
图 4	公司近几年拿地金额情况	8
图 5	2022 年北京拿地金额 TOP5 房企	8
图 6	公司近期销售金额大幅上升	8
图 7	公司近期销售面积大幅上升	8
图 8	2018-2022 年公司期末融资余额及整体平均融资成本	9
图 9	公司月收盘价股价表现	10
图 10	公司 PB (LF) 估值倍数情况	10
图 11	公司近年来公允价值变动净收益表现	10
图 12	公司近年来投资净收益表现	10
图 13	2023 年以来国信证券与锦州银行周收盘价表现	11
图 14	2023 年以来南微医学周收盘价表现	11
图 15	截至 2022 年底公司待开发土地储备规划计容建面分布	11
图 16	截至 2022 年底公司在建建筑面积分布	11
图 17	公司平均销售单价近年来逐步提高	12
图 18	近年来公司开复工情况	13
图 19	近年来公司新开工情况	13
图 20	近年来公司竣工情况	14
图 21	近年来公司周转率走高	14
图 22	近年来公司销售面积情况	14
图 23	近年来公司销售金额情况	14
图 24	北京城建天坛府效果图	15
图 25	北京城建龙樾天元效果图	15
图 26	近年来公司商业地产经营额逐步提升	15
图 27	近年来公司商业地产持有面积逐步提升	15
图 28	近年来公司营业总收入震荡上行	16
图 29	2023 年一季度公司归母净利润开始转正	16
图 30	2022 年公司总收入构成	16

图 31	近年来公司销售毛利率和销售净利率情况	16
图 32	近年来公司三项费用率情况	17
图 33	公司负债率基本情况	17
图 34	近年来公司流动比率、速动比率情况	17
图 35	近年来公司现金流情况	17
图 36	近年来公司 ROE 和 ROA 情况	18
图 37	近年来公司 ROIC 和股息率情况	18
图 38	公司市净率与行业平均水平比较	20

表目录

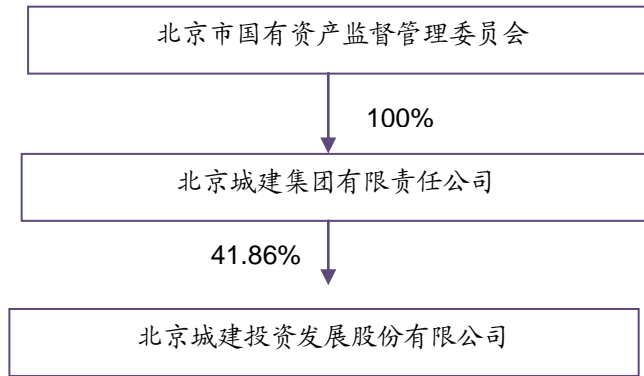
表 1	公司 2022 年主要拓展项目	12
表 2	截至 2022 年底公司已开工的一级开发项目与棚改项目	13
表 3	公司主营业务分项预测	18
表 4	公司盈利预测表	19
表 5	毛利率变动对年度预测净利润影响的敏感性分析	19
表 6	可比公司估值表	20
表 7	北京城建 RNAV 估值	20

1. 城建发展：立足北京，三业发展

1.1 公司基本业务介绍

城建发展，全称北京城建投资发展股份有限公司（股票代码 600266.SH）。公司是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、以房地产开发经营为主业的大型专业品牌地产商，具有房地产开发一级资质。

图1 城建发展股权关系情况



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

公司在全国先后开发 70 多个房地产项目，开发总面积超过 1000 万平方米。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、保定等潜力城市。公司开发类型涵盖住宅、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。

近年来，公司行业地位和“北京城建地产”品牌影响力持续上升，综合实力、财富创造能力、财务稳健性三项指标连续 15 次入选“中国房地产上市公司 TOP10”，连续多年荣获“中国房地产开发企业 500 强”称号，获得“中国房地产上市公司综合实力 100 强”、“沪港通最佳上市公司”、“中国最具投资价值蓝筹地产股”、“首都文明单位标兵”、“学习型组织先进单位”、“首都劳动奖状”等荣誉。

目前，公司形成房地产开发、对外股权投资、商业地产运营三大板块协同发展的良好局面，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。

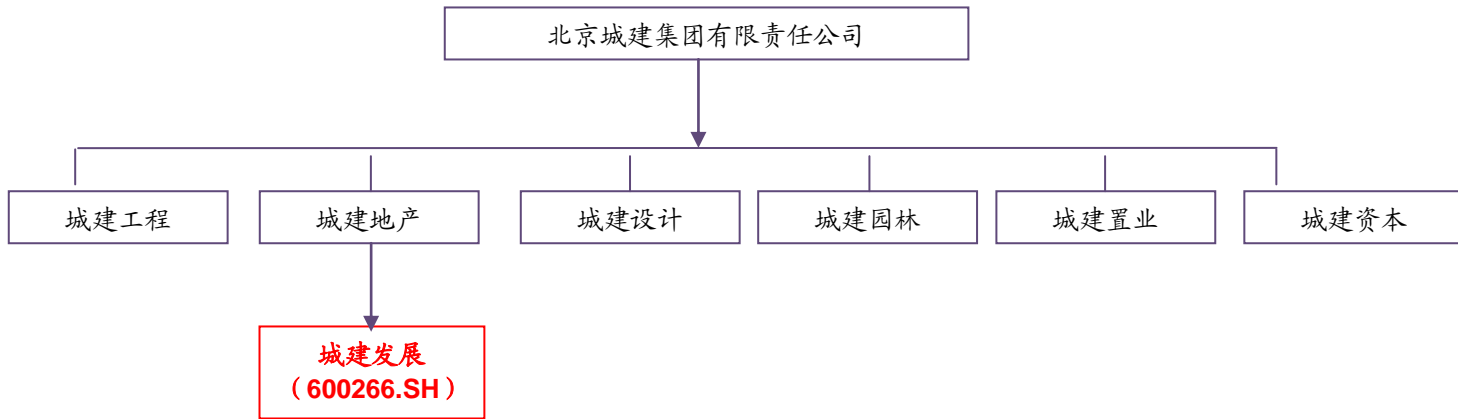
1.2 大股东实力雄厚

截至 2022 年年报，北京城建集团有限责任公司（以下简称北京城建集团）直接持有城建发展上市公司合计约 41.86% 股份，为公司第一大股东。

北京城建集团是北京市建筑业龙头企业，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，从前期投资规划至后期服务运营，打造出上下游联动的完整产业链，致力于转型提升为“国际知名的城市建设综合服务商”。

北京城建集团同时是“中国企业 500 强”之一，“ENR 全球及国际工程大承包商”之一，荣获“中国最具影响力企业”、“北京最具影响力十大企业”、“全国优秀施工企业”、“全国思想政治工作先进单位”、“全国建设系统企业文化建设先进企业”等荣誉称号。现有总资产超过 3500 亿元，全资、控股子公司 25 家，包括 A 股上市公司 1 家，H 股上市公司 2 家。

图2 城建集团主要产业布局



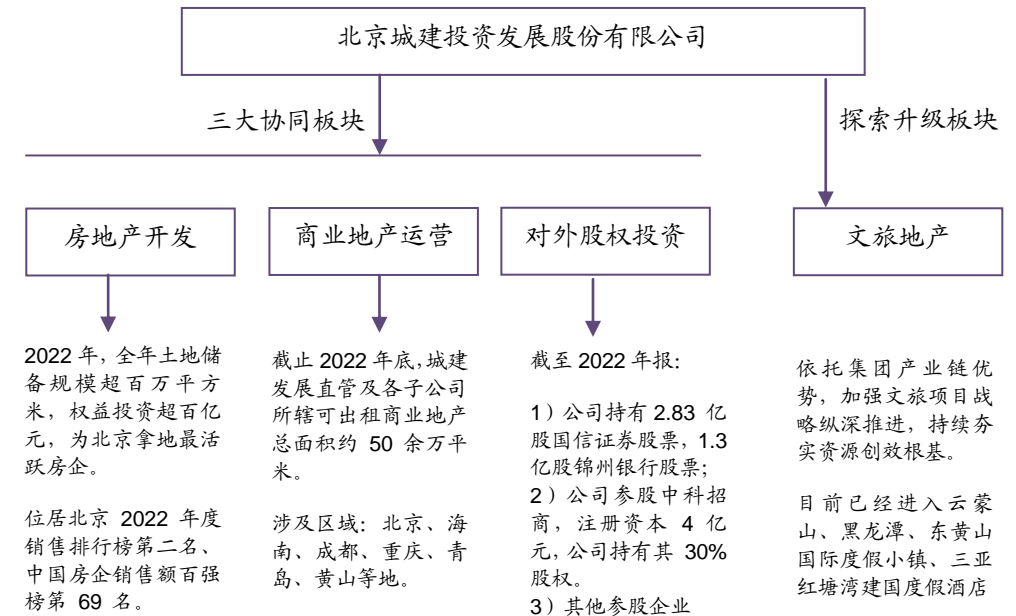
资料来源：城建集团官网，海通证券研究所

城建发展是北京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。在城建集团对公司拥有控制权期间，集团已经明确表示将持续在房地产业务方面优先支持上市公司，协助其做大做强主营业务。

1.3 三大板块协同发展

目前，城建发展已经形成房地产开发、对外股权投资、商业地产运营三大板块协同发展良好局面。企业同时在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。

图3 城建发展业务板块构成



资料来源：公司 2022 年年报，公司官网，海通证券研究所

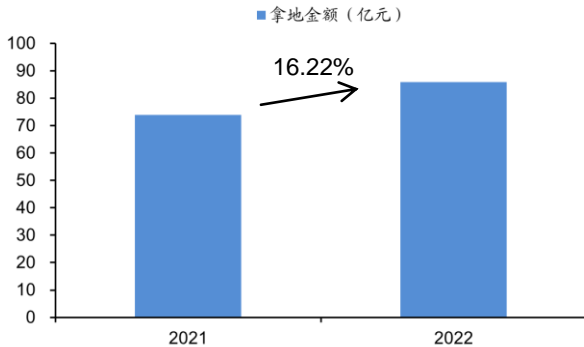
2. 公司亮点分析

2.1 调整期京内土储积极补充，奠定恢复期企业销售快速增长

2022年，公司加强资源整合，投拓更加精准。公司2022年年报披露，公司当年土地储备规模超百万平方米，为北京拿地最活跃房企，发展后劲不断增强。

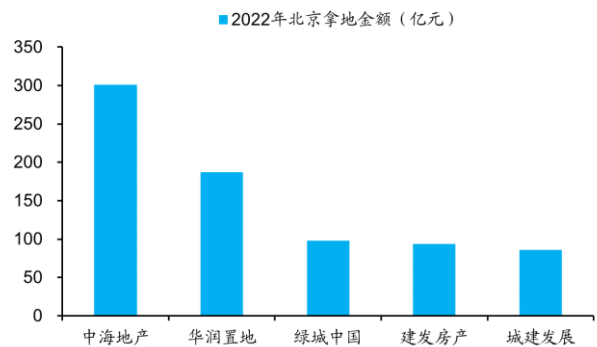
中指数据披露，2022年公司在北京的拿地金额约为86亿元。按照2022年北京累计实现土地出让金收入约1615亿元测算，公司2022年对北京市土地购置按照金额测算市占率在5%上下。

图4 公司近几年拿地金额情况



资料来源：CREIS 中指数据，海通证券研究所

图5 2022年北京拿地金额TOP5房企

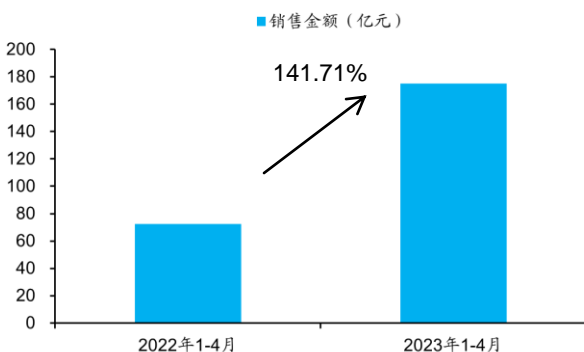


资料来源：CREIS 中指数据，海通证券研究所

我们认为，公司2022年在北京土拍市场积极拿地，拿地强度优势明显。考虑目前一线城市转化周期较短，公司2022年较好土地投资将为未来几年销售增长奠定基础。2022年5%左右北京土地市场市占率，有助于公司未来几年保持销售增长和快速回笼资金。以上战略优势有望为公司在本轮行业竞争中脱颖而出。

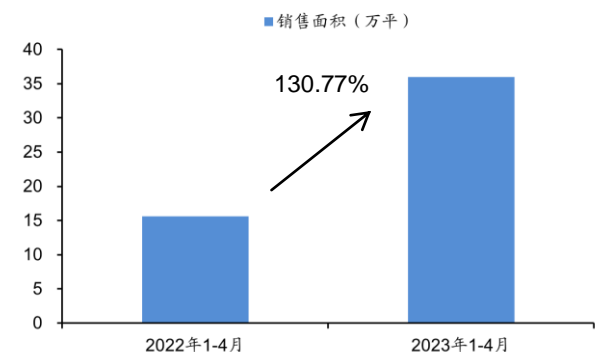
中指数据披露，2023年1-4月，公司累计总口径销售金额为175.0亿元，同比增长141.71%，实现2022年公司总销售金额的56.27%；2023年1-4月，公司累计总口径销售面积为36.0万平，同比增长130.77%，实现2022年公司总销售面积的55.99%。2023年1-4月，TOP100房地产企业的累计销售额为23934.6亿元，同比增长12.8%，公司当前销售金额增长幅度高于行业平均水平。

图6 公司近期销售金额大幅上升



资料来源：CREIS 中指数据，海通证券研究所

图7 公司近期销售面积大幅上升



资料来源：CREIS 中指数据，海通证券研究所

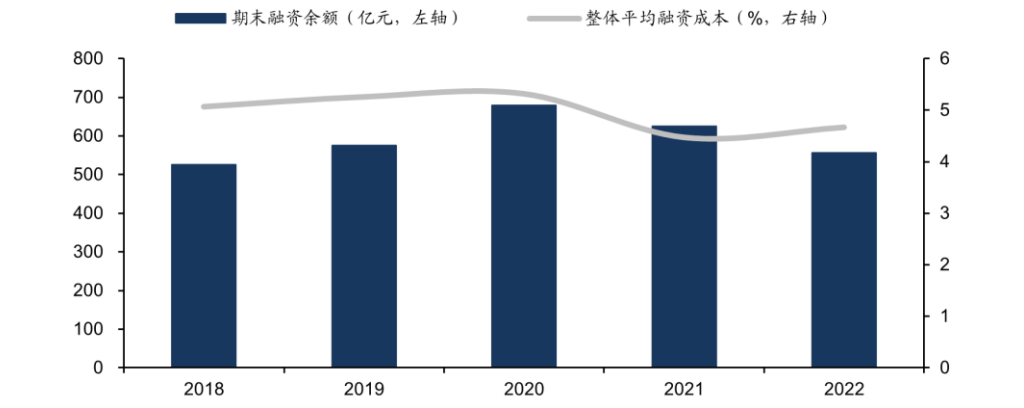
2.2 国资背景，综合资源丰富

作为国企上市公司，公司拥有良好公众形象和社会影响力，依托集团完整产业链和雄厚资源优势，在政府资源、人才队伍、融资成本、抗风险能力以及发展韧劲等方面优势明显。

公司依托母公司北京城建集团完整产业链优势，发挥公司在技术、管理、资金上的各类潜力条件，对各种资源进行充分整合利用、优势互补；持续强化与政府部门、金融机构、行业企业良好的关系，有力保障公司日常经营高效运作和发展战略精准落地执行。

2022年，公司期末融资总额555.93亿元，整体平均融资成本4.67%。公司在国资背景加持下，行业下行期间融资规模基本维稳，融资成本整体趋势稳中有降。

图8 2018-2022年公司期末融资余额及整体平均融资成本



资料来源：2018-2022年公司年报，海通证券研究所

2.3 集团内部资源整合预期

公司目前与控股股东北京城建集团体内两家全资子公司存在房地产业务的同业竞争，前述两家子公司分别为开发公司和住总集团。

公司一直采取托管方式对开发公司进行管理，相关事项均严格履行审批程序。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。

住总集团方面，2019年11月13日，经北京市人民政府国有资产监督管理委员会研究，并报北京市委、市政府批准，北京市人民政府国有资产监督管理委员会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，并由城建集团对其行使出资人职责。为切实推进解决住总集团与上市公司之间同业竞争问题，经与城建集团协商，城建集团正积极梳理住总集团旗下房地产业务现状，促使其合规稳健经营，理顺外部投资关系，打造符合上市公司治理规范的组织架构，就所持资产和权益与相关方积极沟通落实权属和相关权利义务安排。待理顺相关关系，摸清资产状况后，集团拟先将住总集团旗下房地产板块交由上市公司托管，待其具备条件后注入上市公司以解决同业竞争问题。截至2022年底正在协商托管的相关事宜。

整合住总集团对强化公司土储规模资源、降低同业竞争存在多重裨益。住总集团是以改革创新为驱动、科技研发为先导，建安施工、地产开发、现代服务三业并举，跨地区、跨行业、跨国经营的大型企业集团，是首都国有经济重要骨干企业。Wind公开数据显示，住总集团2022年实现收入455.33亿元，归母净利润5.66亿元；2023年一季度实现收入109.56亿元，归母净利润1.66亿元。

2.4 高位回购股票，维护市场信心

公司于2020年8月28日召开第七届董事会第四十三次会议，审议通过《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》。2020年9月7日，公司首次实施回购股份，并于2020年9月8日披露了首次回购股份情况。2020年11月13日，公司完成回购，已实际回购公司股份1.02亿股，回购最高价格6.14元/股，回购最低价格5.47元/股，回购均价5.89元/股，使用资金总额6.00亿元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。

公司于2021年4月8日召开第七届董事会第五十次会议及第七届监事会第十五次

会议,审议通过《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》。2021年5月18日,公司首次实施回购股份,并于2021年5月19日披露首次回购股份情况。2021年7月7日,公司完成回购,已实际回购公司股份0.79亿股,回购最高价格5.24元/股,回购最低价格4.92元/股,回购均价5.09元/股,使用资金总额4.02亿元(不含印花税、交易佣金等交易费用)。

公司已回购股份目前存放于公司股份回购专用证券账户,根据规定,回购专用证券账户中股份不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转增股本、认购新股和配股、质押等权利。截至2023年一季度末,北京城建投资发展股份有限公司回购专用证券账户持股数量为1.81亿股,占总股本比例8.01%,期末参考市值8.03亿。

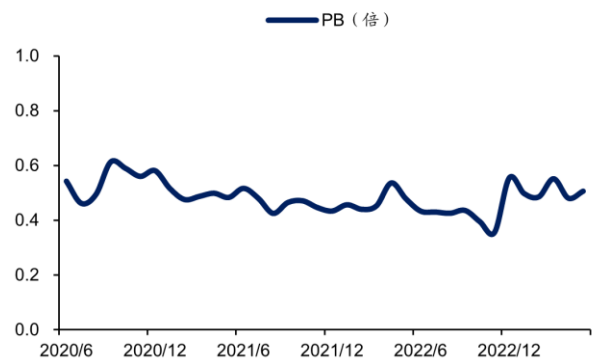
公司回购股份目的旨在维护公司价值及股东权益,以提升公众投资者对公司中长期成长信心,使公司投资价值得到合理回归。公司在市场高位进行股票回购,而目前市场对公司PB估值倍数偏低,远低于1.0X。

图9 公司月收盘价股价表现



资料来源: wind, 海通证券研究所

图10 公司 PB (LF)估值倍数情况

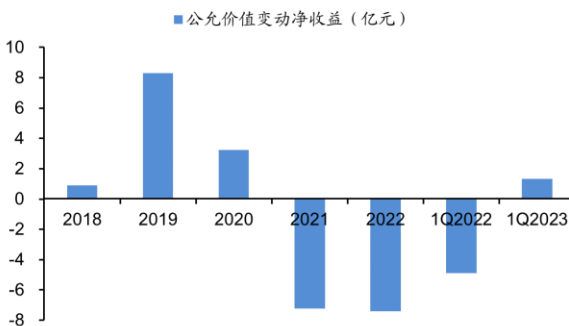


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.5 股权投资有望企稳止损

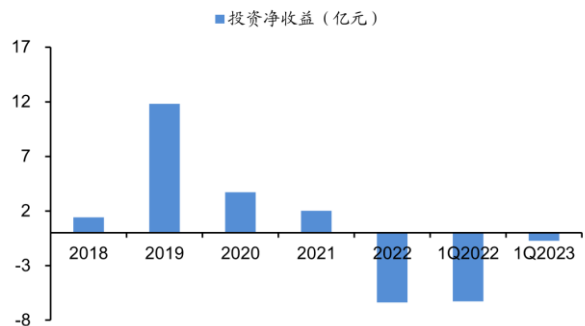
2022年公司非房地产业务利润大幅度下降,主要原因有二。一是2022年公司所持有的国信证券、锦州银行等金融资产股价下跌,导致公司公允价值变动损益为-7.58亿元,对公司营业利润产生重大影响;二是2022年公司参股子公司中科招商所持有的南微医学等金融资产股价下跌,导致公司权益法核算的该公司投资收益为-7.67亿元,对公司营业利润产生重大影响。

图11 公司近年来公允价值变动净收益表现



资料来源: wind, 海通证券研究所

图12 公司近年来投资净收益表现

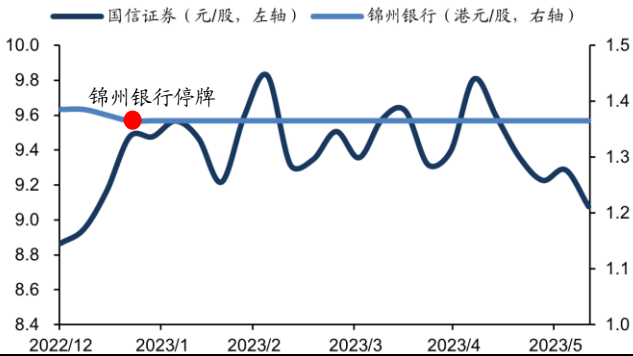


资料来源: wind, 海通证券研究所

我们认为公司2022年利润下滑很大原因在于持有金融资产股价下跌而导致的亏损。近期公司非房地产业务逐渐恢复。2023年一季度,公司实现公允价值变动净收益1.33亿元,扭亏为正。2023年一季度,公司实现投资净收益-0.73亿元,较2022年同期亏损程度大幅缩窄。

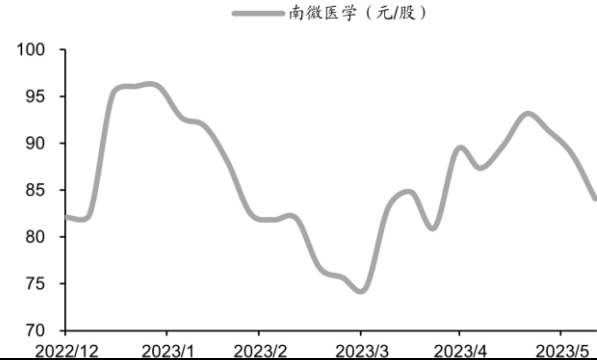
2023 年开年以来国信证券股价企稳回升，2023 年 6 月 6 日收盘价为 9.09 元/股，较 2022 年年底增长 2.36%；锦州银行 H 股自 2023 年 1 月 20 日早上 9 时起暂停于香港联合交易所有限公司进行买卖，股价波动有限。南微医学 2023 年 6 月 6 日收盘价为 84.11 元/股，较 2022 年年底增长 2.41%。考虑公司所持有资产，2023 年市场表现逐渐趋好，我们认为随着未来公司非主营业务负面影响波及的概率降低，业绩受到以上因素拖累的概率明显减小，未来将更多与主业发展相关。

图13 2023 年以来国信证券与锦州银行周收盘价表现



资料来源: wind, 海通证券研究所

图14 2023 年以来南微医学周收盘价表现



资料来源: wind, 海通证券研究所

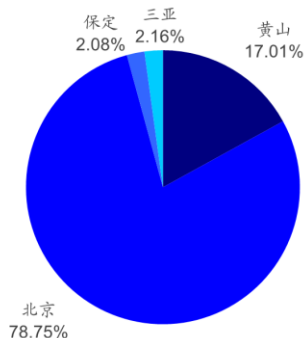
3. 房地产开发业务: 强战略谋布局, 主业持续深耕

3.1 土储: 资源储备实力雄厚, 项目拓展精益求精

截止 2022 年底, 公司持有待开发项目 23 个, 土地面积约为 96.11 万平, 计容建面约为 111.40 万平; 公司持有待开发的一级土地项目 8 个, 土地面积约为 450.74 万平, 计容建筑面积约为 370.64 万平, 8 个持有待开发的一级土地项目中有 7 个都位于北京。

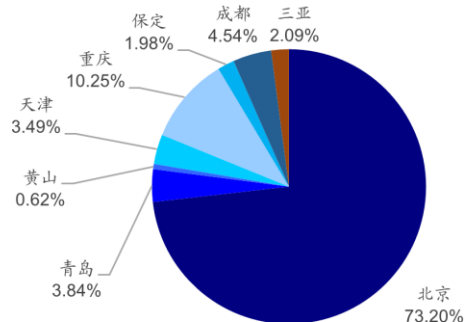
截至 2022 年底, 公司持有待开发土地和一级土地项目的计容建面合计为 482.05 万平, 其中北京占比最高 (78.75%), 其次是黄山 (17.01%) 和三亚 (2.16%) 和保定 (2.08%)。截至 2022 年底, 公司已开工项目的在建建筑面积约为 675.13 万平, 其中北京占比约为 73.20%、重庆 10.25%、成都 4.54%、青岛 3.84%、天津 3.49%、三亚 2.09%、保定 1.98%、黄山 0.62%。

图15 截至 2022 年底公司待开发土地储备规划计容建面分布



资料来源: 公司 2022 年报, 海通证券研究所

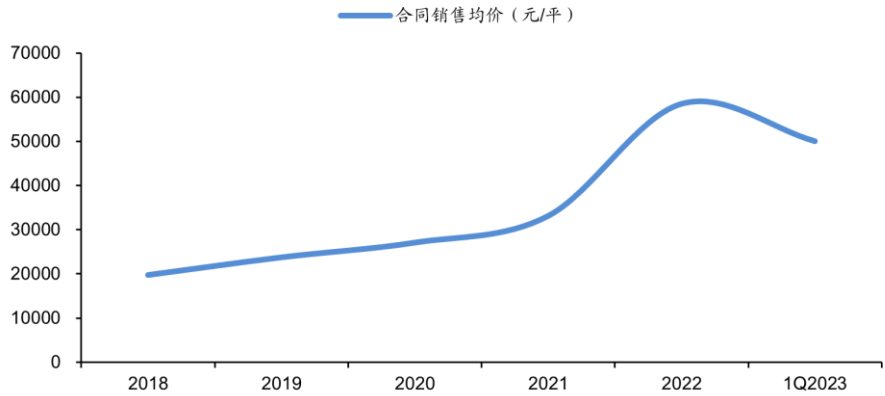
图16 截至 2022 年底公司在建建筑面积分布



资料来源: 公司 2022 年报, 海通证券研究所

我们统计, 公司截至 2022 年底所持有的待开发土地和一级土地项目对应的计容建筑面积, 以及在建面积合计约为 1157.17 万平。2023 年一季度公司合同销售均价为 50024.19 元每平, 约为 2018 年公司合同销售均价的 2.5 倍。我们认为公司土地储备高质高量, 可售货值储备充足, 后续增长前景广阔。

图17 公司平均销售单价近年来逐步提高



资料来源：2018-2022 年公司年报、1Q2023 经营简报，海通证券研究所

公司强化价值导向，加大资源统筹，坚持投前反复测算，项目拓展更加谨慎、理性。2022 年，公司立足北京，以底价或接近底价获得大井、马池口、平各庄 B、生命科学园、物资学院 5 宗用地；深耕外埠，获得黄山、保定 2 宗用地。2022 年，公司新增土地储备总建筑面积 102.66 万平，权益面积 82.96 万平，平均拿地项目权益比为 80.8%。

表 1 公司 2022 年主要拓展项目

区域	拿地模式	地块名称	购置金额 (亿元)	建设用面积 (万平)	规划建筑面积 (万平)
北京市丰台区	土拍竞地	卢沟桥街道大井新村三期土地一级开发 2502-0030、2505-0031 地块	26.30	4.72	11.95
北京市昌平区	土拍竞地	六环路土城出口土城新村改造土地一级开发项目 A-07 地块	22.60	9.68	17.43
北京市顺义区	土拍竞地	北京市顺义区顺义新城第 5 街区 SY00-0005-6021 等地块	16.00	8.91	14.19
北京市通州区	土拍竞地	永顺镇邓家窑及永顺村南部地块土地一级开发项目 FZX-0501-6007 地块	16.69	2.48	4.97
北京市昌平区	设立合资公司 参与合作开发	生命科学园 6004&6005 地块 (建发购置)	32.66 (建发)	3.28	9.08
黄山市黄山区	土拍竞地	谭家桥镇南组团国有建设用地	2.84	38.07	-
保定市莲池区	土拍竞地	双胜街棚户区改造项目	2.28	2.98	9.02

资料来源：2022 年公司获得地块的相关公告，海通证券研究所

我们认为，公司 2022 年加大土储补充，尤其是对北京地区项目拓展，使得公司在 2023 年可以拥有较为从容的投资行为和蓄势待发的销售增长能力。

2022 年，公司开拓代建业务。该模式标志性项目是 2022 年首钢东南区代建项目顺利推进，持续输出管理和品牌。公司在探索轻资产运营模式上实现突破。2022 年，公司实现代建项目收入 0.11 亿元，代建项目毛利率为 83.76%。

3.2 一级开发和棚改：近期发展飞速，助力资金回笼

2022 年，公司把握政策时机，发扬斗争精神，各项工作加速推进，多个项目破解难题。2022 年，临河棚改、动感花园等多个项目实现政府债置换自有资金投资。2022 年，马池口项目、平各庄 B 地块实现一级开发成本返还并完成土地入市；海子角项目实现腾退率 100%，安置房已实现开工建设；密云大小王项目加速推进；东城安置房、临河回迁房屋竣工高质量完成；保定项目攻坚推进控规调整和尾户拆迁，实现一二级转换。随着棚改项目陆续入市、销售，实现资金快速回笼，公司资本结构更加优化。

2023 年 1 月 13 日，公司第八届董事会第二十五次会议审议通过关于收购北京城建兴瑞置业开发有限公司 100% 股权暨终止与集团公司合作开发望坛棚改项目议案。此次收购兴瑞公司 100% 股权系基于兴瑞公司经营发展实际情况所做出的审慎决定，有利于理顺管理关系，彻底解决同业竞争问题。收购完成后，兴瑞公司成为公司全资子公司，公司将享有望坛棚改项目全部开发收益。随着望坛棚改项目销售和结算，将对公司业绩产生积极影响。

表 2 截至 2022 年底公司已开工的一级开发项目与棚改项目

区域	经营业态	项目名称	项目状态	总建筑面积(万平)	总投资额(亿元)
北京密云	一级开发	走马庄一级开发项目	前期	16.35	4.21
北京顺义	一级开发	平各庄村 B 地块一级开发项目	前期	14.12	13.68
北京昌平	一级开发	马池口一级开发项目	前期	69.82	61.21
北京怀柔	棚改	怀柔大中富乐、小中富乐棚改项目	前期	130.99	144.1
北京延庆	棚改	延庆康庄一二三街棚改项目	在建	51.36	34.04
北京延庆	棚改	延庆新农村农村建设棚改项目	竣工	18.93	13.47
河北保定	棚改	保定市棚改	前期	9.02	23.69
北京东城	棚改	望坛棚改	在建	117.48	395
北京顺义	棚改	临河村棚改	在建	149.15	234.45
北京大兴	棚改	海子角棚改	前期	90.01	112.11
北京密云	棚改	密云棚改	前期	51.12	29.78

资料来源：2022 年公司年报，海通证券研究所

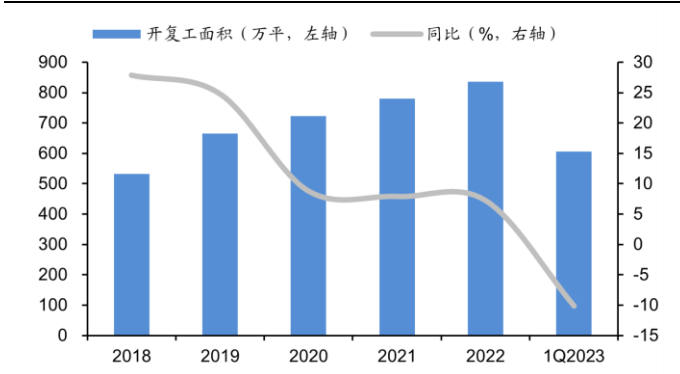
截至 2022 年底，公司共持有 11 个土地一级开发项目，包括 8 个尚未开发的项目以及 3 个已开发的项目。公司持有的一级土地项目绝大多数位于北京市内，仅有一个项目位于河北保定。公司总的一级土地规划计容建面为 470.93 万平，其中已开发的一级项目已披露的投资额为 79.10 亿元。

3.3 开发：快周转能力提升

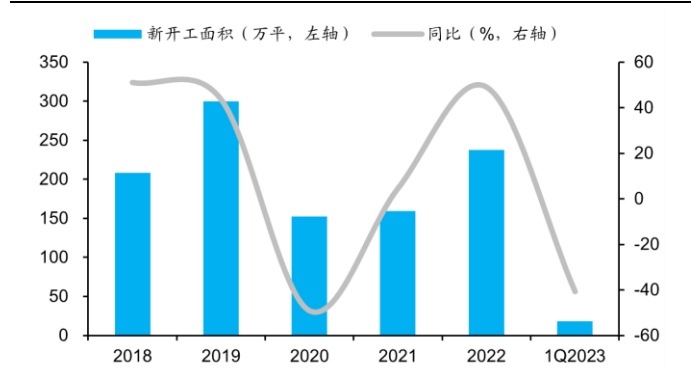
近几年公司开发能力持续提升。2021 年，公司项目开发效率持续提升，标准大幅升级，从原来“六个当年”迅速向标杆企业看齐，新项目从拿地到开盘缩短至 5 个月以内。2022 年，公司快周转理念深入落地，过程管控更加到位，系统协作高效有力，开发速度持续提升，新项目最快实现 90 天开盘销售。

2022 年，公司开复工面积为 836.76 万平，同比增长 7.22%，其中新开工面积 237.87 万平，同比增长 49.13%，竣工面积 303.08 万平，同比增长 150.91%。2023 年一季度，公司开复工面积为 605.35 万平，同比下降 10.13%，其中新开工面积 18.48 万平，同比下降 40.77%，竣工面积 15.25 万平，同比增长 6.12%。

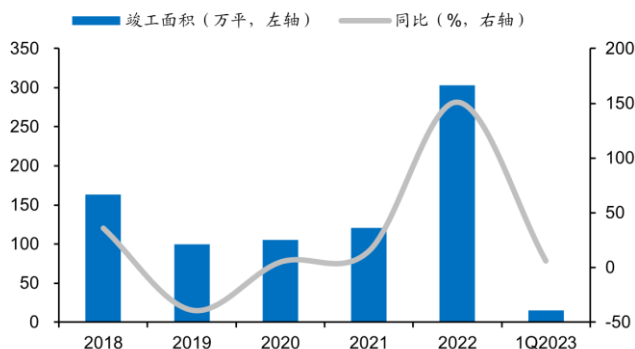
公司近年来周转能力持续向好。公司存货周转率从 2018 年的 0.13 次增长至 2022 年的 0.23 次，公司总资产周转率从 2018 年的 0.13 次增长至 2022 年的 0.18 次。

图18 近年来公司开复工情况


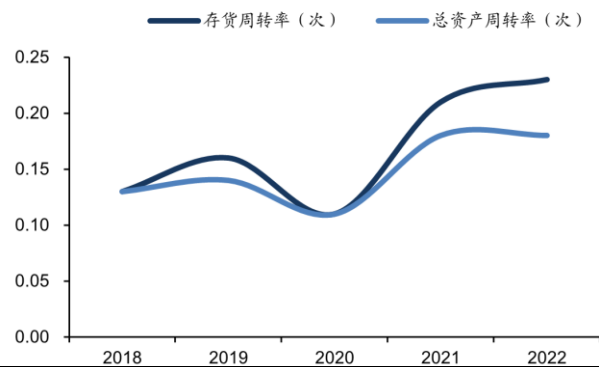
资料来源：2018-2022 年公司年报、1Q2023 经营简报，海通证券研究所

图19 近年来公司新开工情况


资料来源：2018-2022 年公司年报、1Q2023 经营简报，海通证券研究所

图20 近年来公司竣工情况


资料来源：2018-2022 年公司年报、1Q2023 经营简报，海通证券研究所

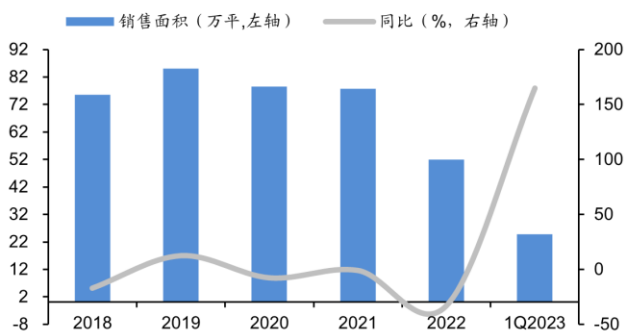
图21 近年来公司周转率走高


资料来源：wind，海通证券研究所

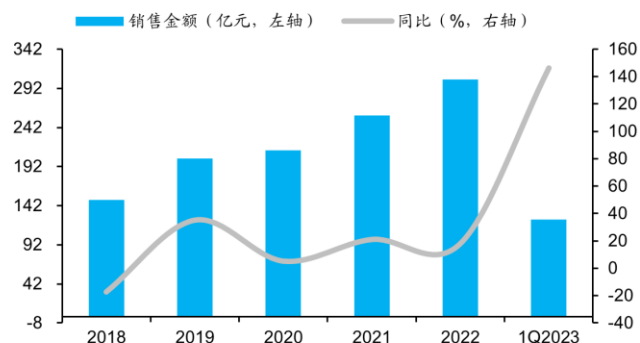
3.4 销售：行业地位提升，一季度表现亮眼

公司 2022 年抢抓市场窗口期，坚定去化目标，灵活销售策略，坚持线上、线下多渠道立体营销，销售签约额、销售回款额再上新台阶，位居北京 2022 年度销售排行榜第二名、中国房企销售额百强榜第 69 名，创造销售业绩最好记录。2022 年，公司实现销售面积 51.89 万平，同比下降 33.16%，实现销售金额 303.42 亿元，同比增长 18.01%。

2023 年一季度公司销售实现跨越式增长。2023 年一季度，公司实现销售面积 24.80 万平，同比上升 164.96%，实现销售金额 124.06 亿元，同比增长 146.40%。我们认为 2023 年随着市场情绪逐渐复苏、公司储备项目陆续入市，公司销售有望延续一季度的强劲增长态势。

图22 近年来公司销售面积情况


资料来源：2018-2022 年公司年报、1Q2023 经营简报，海通证券研究所

图23 近年来公司销售金额情况


资料来源：2018-2022 年公司年报、1Q2023 经营简报，海通证券研究所

3.5 品牌：品质为先打造内涵，品牌价值获得认可

公司以房地产开发为主业，主要开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼、文旅等多种业态，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚、保定等重点区域。

公司不断调整和完善产品结构，逐步形成以“龙樾”为代表的高端产品系列、以“府”为代表的中高端产品系列，以“悦居”为代表的保障房产品系列及以“云蒙山”为代表的特色文旅地产系列和商用地产系列，形成鲜明的企业品牌特性。企业品牌内涵不断丰富。公司天坛府建立文化豪宅品牌形象，国誉系列产品持续引领各区域市场，产品品质赢得业界和市场认可。2022 年，北京城建地产品牌影响力持续扩大，品牌价值以 307 亿元再攀新高。

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，中国房地产开发企业品牌价值 50 强，中国房地产公司品牌价值 TOP10（国企）等荣誉称号。

图24 北京城建天坛府效果图


资料来源：房天下，海通证券研究所

图25 北京城建龙樾天元效果图

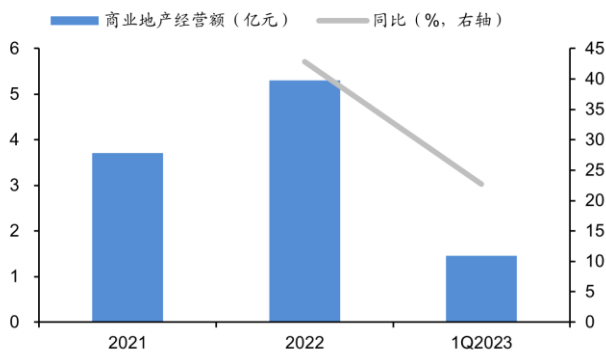

资料来源：房天下，海通证券研究所

4. 衍生业务：推动转型升级，打造增长新引擎

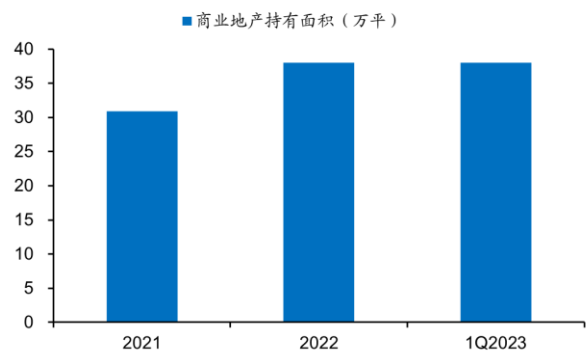
4.1 商业地产：规模效益逐步提升

公司商业地产主要经营写字楼、商业街商场等资产，经营规模、经营能力持续提高，商业地产战略不断落地。2022年，公司在手商业租赁面积38万平，商业地产经营额5.3亿元，同比增长42.86%。截止2022年底，公司直管及各子公司所辖可出租商业地产总面积约50余万平，涉及区域：北京、海南、成都、重庆、青岛、黄山等地。

2022年，公司以城悦荟自营为契机，高效完成装修改造，快速组建商业团队。各项目积极应对商业租售下行压力，城奥大厦荣获国家优质工程奖，出租率超90%；徜徉大厦积极对接大客户实现整售；望坛项目公建多楼栋实现整售、出租；成都漫悦里、青岛漫悦里等出租收益持续向好。

图26 近年来公司商业地产经营额逐步提升


资料来源：2021-2022年经营简报、1Q2023经营简报，海通证券研究所

图27 近年来公司商业地产持有面积逐步提升


资料来源：2021-2022年经营简报、1Q2023经营简报，海通证券研究所

2023年一季度，公司商业地产持有面积38万平，商业地产经营额1.46亿元，同比增长22.69%。

4.2 文旅地产：转型升级迈出步伐

2017年，公司以云蒙山项目为代表的旅游文化地产项目有序推进，以文旅地产为方向的转型探索迈出扎实步伐。2018年，公司黄山文旅小镇项目策划和规划设计工作已全面启动，云蒙山项目景区整合和整体规划方案提升工作深入实施。云蒙山项目2019年7月1日实现景区开园，荣获2019景区融合创新发展典范奖，2021年被评为北京市体育旅游十佳精品景区。2021年，黄山项目高效完成商业、酒店、精品民宿等前期报建，实现一期开工建设，正在与首都国企联合推进酒店、会展等后续运营。

2022年，公司以云蒙山和黄山为代表的文旅地产布局初步形成，云蒙山景区品牌影响力持续提升。2022年，公司依托集团产业链优势，加强文旅项目战略纵深推进，持续

夯实资源创效根基。黄山项目以索道获批开建为契机加快推进战略协作落地，成立首联平台公司，高站位、高标准推进酒店方案设计等工作，展示中心对外开放。云蒙山项目丰富四季业态产品，全年接待游客 35 万人次，景区影响力逐步扩大。

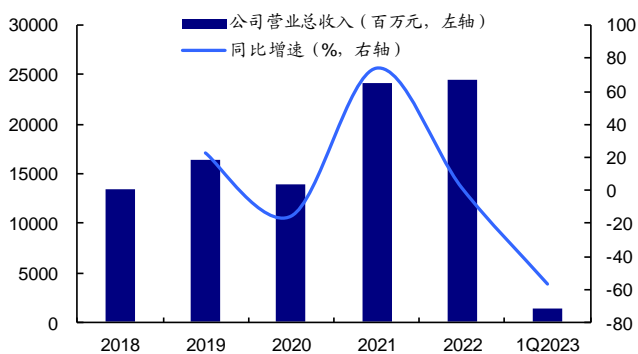
公司在手文旅地产项目主要有四个：云蒙山风景区、黑龙潭风景区、东黄山国际度假小镇、三亚红塘湾建国度假酒店。北京云蒙山风景区位于北京市密云区西北部，紧邻密云水库，距北京城区约 80 公里，是集国家森林公园、国家地质公园于一身的著名风景区。黑龙潭风景区位于密云区西部石城镇，紧邻密云水库，与云蒙山风景区贯通，距密云城区约 28 公里，距北京约 100 公里。东黄山国际度假小镇项目择址黄山脚下，紧邻规划建设中的黄山东大门索道。截至 2022 年 5 月该项目共计开发建设用地约 1473 亩，总体结构规划为“一轴一心四片”，围绕花海、中心湖景观布局住宅、商业、酒店等多元产品业态。三亚红塘湾建国度假酒店是北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筹备开业的品牌度假酒店。

5. 公司财务特点分析

5.1 近年来公司营收震荡上行，2023 年一季度归母净利润转正

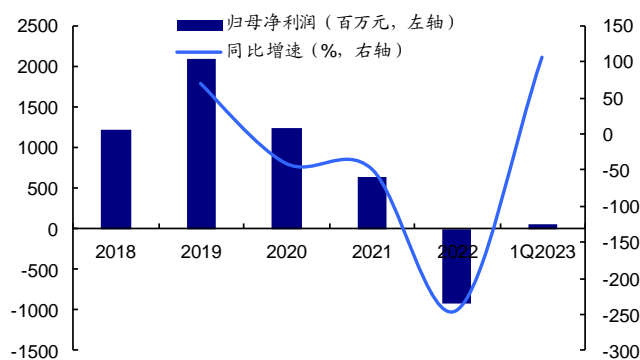
近年来，公司营业收入逐步上升。2023 年一季度，公司归母净利润转正。2022 年和 2023 年一季度，公司分别实现主营业务收入 245.6 亿元、13.5 亿元，同比分别增加 1.56%，下滑 56.5%。2022 年和 2023 年一季度，公司分别实现归母净利润-9.26 亿元、0.63 亿元，同比分别下滑 244.4%，增加 106.2%。

图28 近年来公司营业总收入震荡上行



资料来源：Wind，海通证券研究所

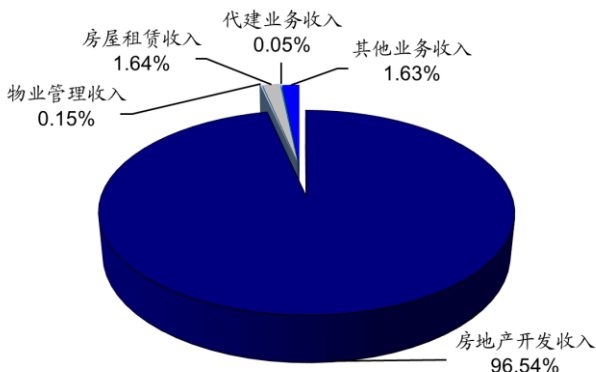
图29 2023 年一季度公司归母净利润开始转正



资料来源：Wind，海通证券研究所

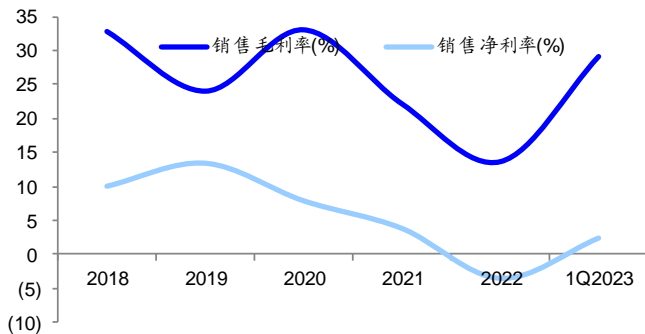
目前，公司主营业务主要包括房地产开发、房屋租赁、物业管理。2022 年，公司分别实现上述分项主营业务收入为 237.12 亿元、4.03 亿元、0.36 亿元，总收入占比分别为 96.54%、1.64%、0.15%。

图30 2022 年公司总收入构成



资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 近年来公司销售毛利率和销售净利率情况



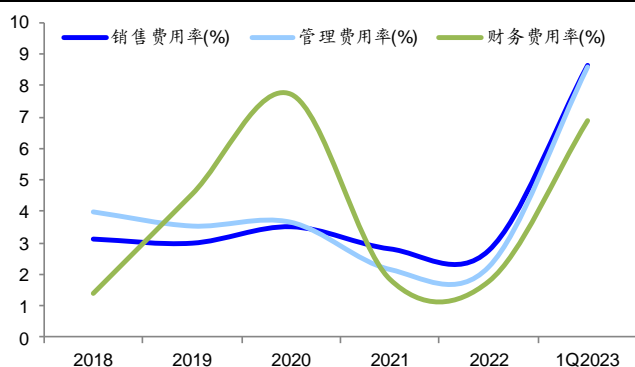
资料来源：Wind，海通证券研究所

2023年一季度,公司主营业务毛利率和净利率触底回升。2022年和2023年一季度,公司销售毛利率分别为13.73%和29.22%;2022年和2023年一季度,公司销售净利率分别为-3.6%、2.39%。

5.2 近年来公司负债率稳定,2023年一季度现金流改善

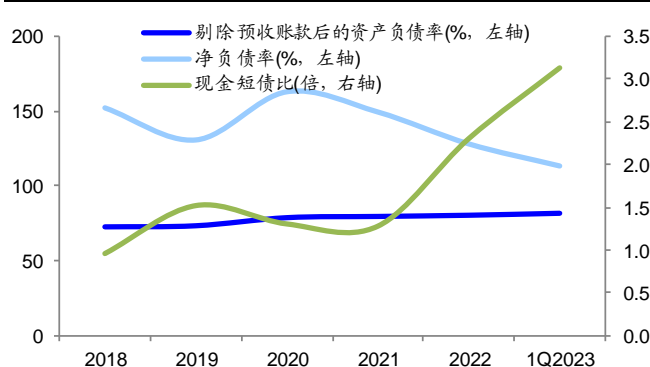
近年来,公司三项费用率震荡上行。2022年,公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.77%、2.23%、1.76%,三项费用率合计为6.76%;2023年一季度,公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为8.62%、8.59%、6.88%,三项费用率合计为24.09%。2022年,公司剔除预收款的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为80.19%、128.47%、2.31倍;2023年一季度,公司剔除预收款的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为81.41%、113.88%、3.14倍。

图32 近年来公司三项费用率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

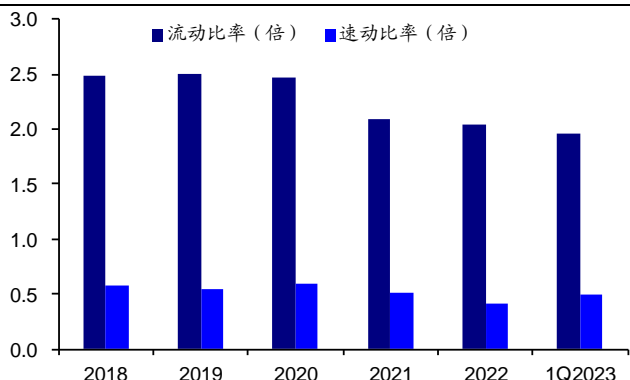
图33 公司负债率基本情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

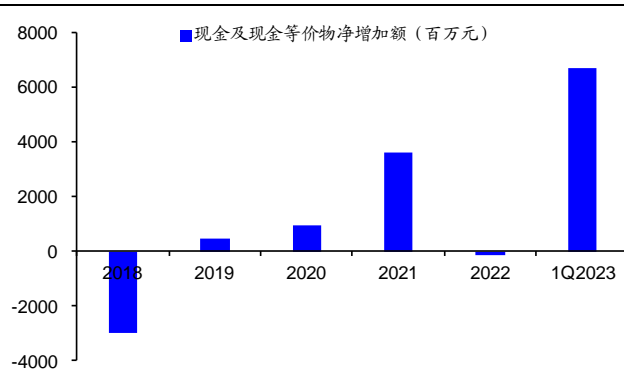
近年来,公司短期偿债能力有所减弱。2022年,公司流动比率和速动比率分别为2.04倍和0.42倍;2023年一季度,公司流动比率和速动比率分别为1.96倍和0.5倍。2022年和2023年一季度,公司现金及现金等价物净增加额分别为-1.77亿元、66.8亿元。

图34 近年来公司流动比率、速动比率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图35 近年来公司现金流情况

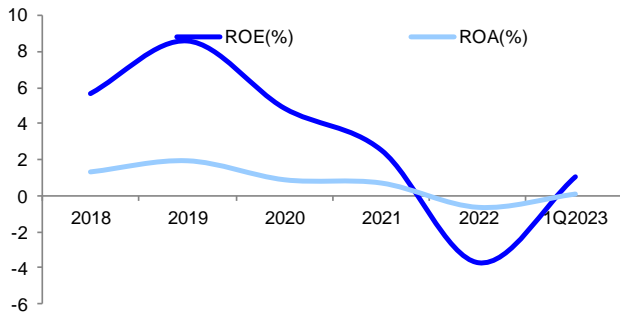


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 资产回报率稳定,股息率保持稳健

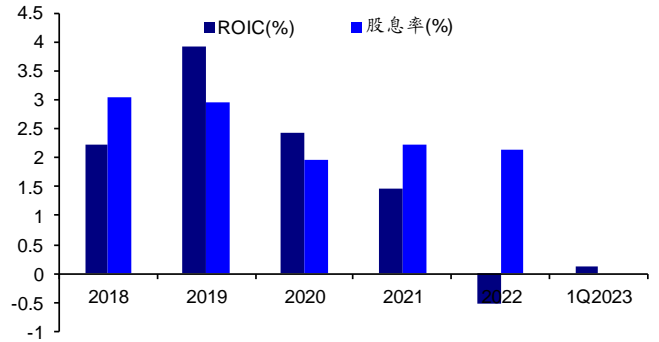
近年来,公司ROE、ROA触底回升。而股息率逐步企稳。2022年,公司实现ROE和ROA分别为-3.72%和-0.64%;2023年一季度,公司实现ROE和ROA分别为1.03%和0.09%。2022年和2023年一季度,公司分别实现ROIC为-0.52%、0.13%。2022年,公司股息率为2.15%。

图36 近年来公司 ROE 和 ROA 情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图37 近年来公司 ROIC 和股息率情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1 盈利预测

从公司主营收入构成上来看，公司主要收入来源为商品房销售、物业管理服务和房屋租赁收入。

表 3 公司主营业务分项预测

	2022	2023E	2024E	2025E
商品房销售				
收入 (百万元)	23712.32	26360.66	28996.73	33346.23
同比增长/减少 (YoY%)	0.25%	11.17%	10.00%	15.00%
毛利率 (%)	11.21%	11.50%	12.00%	12.20%
物业管理服务				
收入 (百万元)	36.34	47.24	61.41	79.84
同比增长/减少 (YoY%)	26.22%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	85.72%	88.00%	88.00%	88.00%
房屋租赁收入				
收入 (百万元)	402.63	442.89	487.18	535.90
同比增长/减少 (YoY%)	8.58%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	84.09%	85.00%	85.00%	85.00%
总收入				
总收入 (百万元)	24561.87	27302.43	30042.12	34508.46
同比增长/减少 (YoY%)	1.56%	11.16%	10.03%	14.87%
毛利率 (%)	13.73%	14.04%	14.55%	14.66%

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

我们根据公司已开发房地产项目面积进行预测商品房销售收入，考虑到公司周转能力不断提速，2022 年新开工、开复工加速，我们认为公司从 2023 年开始会有更多商品房可进入结转。我们假设物业服务收入增速每年为 30%，假设房屋租赁收入增速每年为 10%。另外对于代建项目收入与其他业务收入，我们均给予每年 10% 的增速。基于以上假设，我们预测公司 2023 年、2024 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.63 元。

表 4 公司盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入（百万元）	24561.88	27302.43	30042.12	34508.46
二、营业成本（百万元）	21188.67	23469.03	25672.09	29449.93
三、营业利润（百万元）	-722.69	1754.29	2213.37	2732.95
加：营业外收支（百万元）	-17.84	1.47	8.30	15.19
四、利润总和（百万元）	-740.53	1755.76	2221.68	2748.14
五、净利润（百万元）	-884.03	1316.82	1666.26	2061.11
减：少数股东损益（百万元）	42.15	131.68	249.94	309.17
六、归属母公司所有者净利润（百万元）	-926.18	1185.14	1416.32	1751.94
股本（百万股）	2256.54	2256.54	2256.54	2256.54
每股收益（元/股）	-0.41	0.53	0.63	0.78

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

考虑到商品房销售的毛利率对公司净利润有较大影响，我们对公司 2023 年-2025 年毛利率变动对净利润影响做了敏感性分析。假设 2023 年以基准毛利率 11% 上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 1.78 亿元；假设 2024 年以基准毛利率 11% 上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 2.05 亿元；假设 2025 年以基准毛利率 11% 上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 2.11 亿元。

表 5 毛利率变动对年度预测净利润影响的敏感性分析

毛利率 (%)	归母净利润（百万元）		
	2023E	2024E	2025E
9.50	829	914	1172
10.00	918	1017	1277
10.50	1007	1119	1382
11.00	1096	1222	1488
11.50	1185	1324	1593
12.00	1274	1426	1699
12.50	1363	1529	1804

资料来源：Wind，海通证券研究所

6.2 估值

我们使用 PB 和 RNAV 两种方式对公司进行估值。

1) PB 估值

我们将北京城建和行业龙头（万科 A、保利地产）、北京国企房地产开发公司（首开股份、金隅集团）进行对比。我们预测 2023 年城建发展每股净资产为 11.28 元，2023 年城建发展 PB 为 0.47 倍，较可比公司均值约 0.54 倍略低。

表 6 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB(倍)	2023PE/(2022-24 年净利润复合增速) (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
000002.SZ	万科 A	1622	1.95	1.98	2.07	7.42	7.31	7.00	0.63	2.51
600048.SH	保利地产	1620	1.53	1.76	1.97	8.84	7.69	6.88	0.75	0.57
600376.SH	首开股份	106	-0.26	0.17	0.28	-15.89	24.01	14.50	0.39	-
601992.SH	金隅集团	204	0.11	0.15	0.20	20.18	15.07	10.90	0.38	0.42
	均值					5.14	13.52	9.82	0.54	-
600266.SH	城建发展	121	-0.41	0.53	0.63	-12.47	9.75	8.16	0.47	-

注：收盘价为 2023 年 06 月 06 日价格，除城建发展外其余公司 EPS、每股净资产均为 Wind 一致预期
 资料来源：Wind，海通证券研究所

2) RNAV 估值

我们对公司分项业务分别进行的 NAV 测算。商品房销售业务方面，我们根据公司已开发商品房部分进行了净利润测算。物业管理与租赁收入部分我们使用戈登模型，假设 WACC 为 8.5%，长期增长率为 3%，扣除相关税费后得到的经附加值。

我们测算公司 RNAV 约为 15.26 元每股。公司 2023 年 5 月股价约在 4.5-5.5 元左右，折价约为 64%-71%。

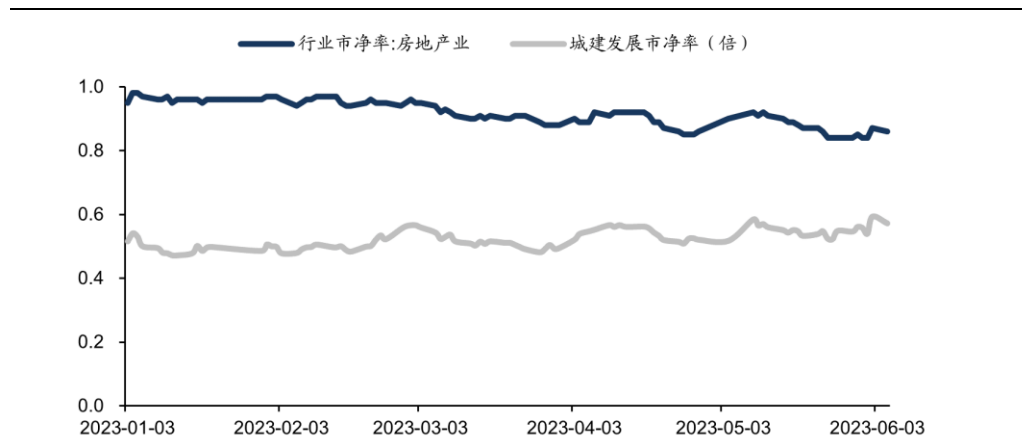
表 7 北京城建 RNAV 估值

指标	数值
加：地产开发业务权益增加值（百万元） （仅为商品房项目）	19525.04
加：租赁收入（百万元）	4589.98
加：物业管理收入（百万元）	489.60
减：2022 年净负债（百万元）	(14381.50)
加：2022 年净资产账面价值（百万元）	24219.27
NAV（百万元）	34442.39
股本（百万股）	2256.54
每股 RNAV（元/股）	15.26

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们对房地产公司进行 NAV（净资产价值估值法）价值计算，基于以下两方面原因：

1、房地产公司的最大特点是项目为基础，项目开发的周期较长导致房地产公司短时期业绩波动较大，以项目为基础的业绩并不具有连续性，历史业绩与未来收益之间也并没有十分必然的联系，因此通常所用市盈率等方法对公司的未来价值的判断有所欠缺。

图 38 公司市净率与行业平均水平比较


资料来源：Wind，海通证券研究所

2、由于土地作为房地产开发类公司最重要的原材料，土地储备量和储备成本将是决定公司未来盈利情况的重要因素，而按普通的估值方法，土地储备的价值和在建项目的价值没有被完全反映出来，通过净资产值的计算能够把在建项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。从这个角度来说，NAV 估值在一个未来预期较好的市场状态下更有意义。

净资产值的估值逻辑是对企业所拥有的在建物业、土地及投资型物业资产按照各项目开发销售流程进行现金流模拟然后按一定折现率折现，最后按公司所占各项目权益计算出项目汇总价值，再减掉（加上）公司的净负债（净现金），然后得到公司的净资产值（NAV）。

从以上两个角度看，我们认为不能简单将房地产当前业绩与估值完全挂钩，而应该更多关注房地产企业业务发展的未来可持续性和与时代发展的可共生性。目前公司市净率水平在 0.5 倍左右，低于房地产行业平均水平 0.9 倍左右。我们认为，公司长期看会获得更好的资金和土地渠道，从而在持续经营上具有突出优势，理应获得更高的市场估值。

7. 投资建议

国资背景，综合资源丰富。作为国企上市公司，公司拥有良好的公众形象和社会影响力，依托集团完整产业链和雄厚资源优势，在政府资源、人才队伍、融资成本、抗风险能力以及发展韧劲等方面优势明显。城建发展是北京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。在城建集团对公司拥有控制权期间，集团已经明确表示将持续在房地产业务方面优先支持上市公司，协助其做大做强主营业务。

调整期京内土储积极补充，奠定恢复期企业销售快速增长。

1) 2022 年，公司立足北京，以底价或接近底价获得大井、马池口、平各庄 B、生命科学园、物资学院 5 宗用地；深耕外埠，获得黄山、保定 2 宗用地。中指数据披露，2022 年公司在北京的拿地金额约为 86 亿元。按照 2022 年北京累计实现土地出让金收入约 1615 亿元测算，公司 2022 年对北京市土地购置按照金额测算市占率在 5% 上下。我们认为，公司 2022 年在京土拍市场积极拿地，拿地强度优势明显。以上战略优势有望为公司在本轮行业竞争中脱颖而出。

2) 中指数据披露，2023 年 1-4 月，公司累计销售金额为 175.0 亿元，同比增长 141.71%，实现 2022 年公司总销售金额的 56.27%。2023 年 1-4 月，TOP100 房地产企业的累计销售额为 23934.6 亿元，同比增长 12.8%，增长幅度高于行业平均水平。

股权投资有望企稳止损。2022 年公司非房地产业务利润大幅度下降，主要原因有：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、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。我们认为由于持有金融资产股价下跌而导致的亏损对 2023 年冲击不大，近期公司非房地产业务逐渐恢复。考虑公司持有的股票市场表现逐渐趋好，我们认为随着未来公司被非主营业务负面影响波及的概率降低。业绩受到以上因素拖累的概率明显减小，未来将更多与主业发展相关。

存在集团资产整合预期。上市公司与大股东旗下开发公司和住总集团存在同业竞争问题。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，承诺期限为 2018 年 10 月 22 日至 2023 年 10 月 21 日。此外截至 2022 年底公司正在协商住总集团托管相关事宜。

一级开发和棚改发展迅速，助力资金回笼。2022 年，随着棚改项目陆续入市、销售，公司资本结构更加优化。公司收购兴瑞公司 100% 股权，将享有望坛棚改项目全部开发收益。截至 2022 年底，公司共持有 11 个土地一级开发项目，包括 8 个尚未开发项目以及 3 个已开发项目。公司总一级土地规划计容建面 470.93 万平，其中已开发一级

项目已披露投资额为 79.10 亿元。

投资建议：中特估值相关标的，给予“优于大市”评级。我们预测公司 2023 年和 2024 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.63 元，公司 2023 年和 2024 年每股净资产分别为 11.28 元和 11.83 元。“中特估值”背景下，公司估值明显低估。参考可比公司估值和 RNAV，我们给予公司 2023 年 0.7-0.8 倍 PB 估值，对应合理价值区间为 7.90-9.03 元每股。给予公司“优于大市”评级。

风险提示：公司一级土地开发和棚改项目结转速度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)					营业总收入	24562	27302	30042	34508
每股收益	-0.41	0.53	0.63	0.78	营业成本	21189	23469	25672	29450
每股净资产	10.73	11.28	11.83	12.49	毛利率%	13.7%	14.0%	14.5%	14.7%
每股经营现金流	3.69	3.62	2.46	2.57	营业税金及附加	524	491	541	621
每股股利	0.10	0.02	0.12	0.16	营业税金率%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%
价值评估(倍)					营业费用	679	601	661	759
P/E	-12.47	9.75	8.16	6.59	营业费用率%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%
P/B	0.48	0.45	0.43	0.41	管理费用	510	410	451	518
P/S	0.47	0.42	0.38	0.33	管理费用率%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%
EV/EBITDA	34.93	15.26	11.48	8.47	EBIT	1092	2296	2679	3116
股息率%	2.0%	0.4%	2.3%	3.2%	财务费用	433	952	726	559
盈利能力指标(%)					财务费用率%	1.8%	3.5%	2.4%	1.6%
毛利率	13.7%	14.0%	14.5%	14.7%	资产减值损失	-543	-500	-400	-400
净利润率	-3.8%	4.3%	4.7%	5.1%	投资收益	-640	410	361	276
净资产收益率	-3.8%	4.7%	5.3%	6.2%	营业利润	-723	1754	2213	2733
资产回报率	-0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	营业外收支	-18	1	8	15
投资回报率	1.8%	2.6%	3.2%	4.0%	利润总额	-741	1756	2222	2748
盈利增长(%)					EBITDA	1191	2313	2714	3152
营业收入增长率	1.6%	11.2%	10.0%	14.9%	所得税	143	439	555	687
EBIT 增长率	-53.7%	110.3%	16.7%	16.3%	有效所得税率%	-19.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-244.4%	228.0%	19.5%	23.7%	少数股东损益	42	132	250	309
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-926	1185	1416	1752
资产负债率	80.2%	80.0%	79.6%	78.9%	资产负债表(百万元)				
流动比率	2.04	1.77	1.63	1.52	货币资金	13928	13531	12076	10924
速动比率	0.35	0.32	0.29	0.25	应收账款及应收票据	207	172	212	268
现金比率	0.23	0.19	0.15	0.13	存货	95838	99337	102487	106335
经营效率指标					其它流动资产	11091	13419	15387	15075
应收账款周转天数	1.64	2.00	2.00	2.20	流动资产合计	121064	126460	130162	132601
存货周转天数	1589.77	1500.00	1420.00	1280.00	长期股权投资	2481	2081	2281	2481
总资产周转率	0.18	0.19	0.20	0.23	固定资产	612	597	583	572
固定资产周转率	39.70	45.18	50.91	59.73	在建工程	0	0	0	0
					无形资产	0	0	0	0
现金流量表(百万元)					非流动资产合计	17701	17914	18696	19463
净利润	-926	1185	1416	1752	资产总计	138766	144374	148858	152064
少数股东损益	42	132	250	309	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	642	517	436	436	应付票据及应付账款	12123	14149	14875	18060
非经营收益	1469	38	18	-131	预收账款	36	41	45	52
营运资金变动	7111	6293	3431	3423	其它流动负债	47238	57193	65051	68874
经营活动现金流	8337	8164	5551	5789	流动负债合计	59398	71383	79971	86986
资产	-143	7	-13	-14	长期借款	28310	22563	17965	13367
投资	-3	-448	-779	-723	其它长期负债	23579	21577	20575	19573
其他	252	905	653	566	非流动负债合计	51889	44140	38540	32940
投资活动现金流	106	463	-139	-171	负债总计	111287	115523	118511	119925
债权募资	-6687	-7749	-5600	-5600	实收资本	2257	2257	2257	2257
股权募资	1850	0	0	0	归属于母公司所有者权益	24219	25459	26706	28188
其他	-3783	-1276	-1267	-1171	少数股东权益	3260	3391	3641	3951
融资活动现金流	-8620	-9025	-6867	-6771	负债和所有者权益合计	138766	144374	148858	152064
现金净流量	-177	-397	-1455	-1153					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为06月06日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华侨城 A, 中国国贸, 新湖中宝, 碧桂园, 华润置地, 保利物业, 碧桂园服务, 天健集团, 建发股份, 卓越商企服务, 融创服务, 万物云, 保利发展, 锦和商管, 华发股份, 金地集团, 龙湖集团, 中国海外发展, 招商蛇口, 张江高科, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 首开股份, 陆家嘴, 万科 A, 绿城中国, 中国金茂, 建发国际集团, 新城控股

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓伊莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李林醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
联系人
文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
哪奕滢 lyy15347@haitong.com
张 幸 zx15429@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
联系人
曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
联系人
曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@haitong.com
联系人
刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
联系人
吕浦源 lpy15307@haitong.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
联系人
朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
联系人
杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
夏恩寒 xsh15310@haitong.com
杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
罗月江(010)56760091 lry12399@haitong.com

机械行业

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
联系人
刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

农林牧渔行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
冯 鹤 fh15342@htesc.com

银行业

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com
联系人
董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gql13820@haitong.com
吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com
高翩然 gpr14257@haitong.com
王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
胡惠民 hhm15487@haitong.com
联系人
姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
吴志鹏 wzp15273@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
联系人
夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
徐 卓 xz14706@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
联系人
王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁 yhj12866@haitong.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
联系人
张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
联系人
毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
联系人
杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com