

北京禀赋续成长，集团资源助未来

华泰研究

2023 年 2 月 21 日 | 中国内地

更新报告

房地产开发

投资评级(上调):

买入

目标价(人民币):

6.45

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+(86) 21 2897 2228
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+(86) 21 2897 2218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+(86) 21 2897 2087
联系人	陈颖
SAC No. S0570122050022	chenying019881@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

2023 年销售及业绩有望持续改善，上调至“买入”评级

进入 23 年，我们认为城建发展在资源禀赋兑现、股东资源支持等方面，有望实现超越往年的积极改善。此外，随着优质地产项目结转、股票市场好转和疫情防控优化，23 年公司业绩有望显著改善。我们参考公司项目储备下调营收、上调毛利率和少数股东损益占比，并参考金融资产股价变化下调 22 年公允价值变动和投资收益，预计 22-24EPS 分别为 -0.42/0.43/0.56 元（前值 0.34/0.48/0.58 元），可比公司平均 2023PE 为 11.6 倍，考虑到公司销售和业绩的积极改善以及潜在整合空间，我们认为合理 2023PE 为 15 倍，目标价 6.45 元（前值 4.76 元，基于 14 倍 2022PE），上调至“买入”评级。

2022 年销售逆势增长，现金流创新高助推后续核心城市拿地能力

公司北京棚改项目逐步进入收获期，天坛府于 22 年登顶北京单盘销售榜，北京市市场地位稳固，推动公司 22 年销售表现远好于百强房企，逆势创出历史新高（超 300 亿元，同比+17%）。得益于销售发力以及北京一级开发和棚改项目的回款，公司经营性现金流净额及货币资金亦创出新高，“三道红线”优化，22 年拿地强度达到 30%，其中在北京新增 5 宗地块，权益拿地总价达到 86 亿元。展望 23 年，贝壳领先指标显示北京房地产市场初现复苏态势，北京市政府“一区一策”的提法意味着各区房地产政策有望迎来优化机遇。公司在北京拥有充裕货值，23 年销售金额有望进一步增长。

集团拥有丰富的地产资源，“第三支箭”带来整合空间

公司控股股东北京城建集团隶属于北京国资委，旗下除公司之外，截至 22Q1 还拥有较多地产资源，主要由住总集团开发，大多分布于北京和天津，类型包括土地一级开发用地面积 3770 万平、部分在建和完工在售的商品房项目、保障房项目规划建面 293 万平等，21 年至 22Q1 拿地总价 97 亿元。我们在 2022 年 12 月 4 日的报告《国企整合启幕，重掌核心资产话语权》中提出，“第三支箭”为大股东具备资源的上市平台带来了难得机遇，有望为公司快速整合资源、在主流城市进一步扩展市场占有率提供一条重要途径。

业绩受非主业因素扰动，2023 年有望好转

根据业绩预告，22 年公司预计归母净亏损 7.91-10.92 亿元，扣非归母净亏损 3.63-6.63 亿元，主要由于公司和参股投资企业中招商所持有的交易性金融资产股价下跌，以及疫情导致的项目交付延迟和减租。展望 23 年，随着优质地产项目结转、股票市场好转和疫情防控优化，23 年公司报表业绩有望显著改善，归母净利润有望恢复至 2021 年扣非归母净利润的水平。

风险提示：疫情发展不确定性，区域市场风险，棚改和一级开发项目进展不及预期的风险，股权投资导致业绩波动的风险。

经营预测指标与估值

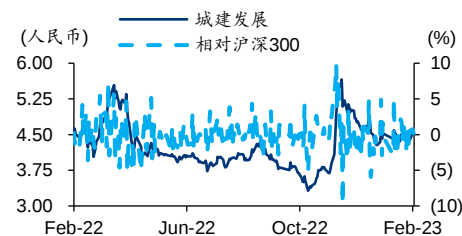
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	13,891	24,184	21,709	27,366	31,565
+/-%	(15.46)	74.10	(10.23)	26.06	15.34
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,234	641.26	(947.41)	973.30	1,262
+/-%	(40.88)	(48.04)	(247.74)	202.73	29.64
EPS (人民币，最新摊薄)	0.55	0.28	(0.42)	0.43	0.56
ROE (%)	3.94	3.24	(3.13)	5.20	6.18
PE (倍)	8.32	16.01	(10.84)	10.55	8.14
PB (倍)	0.40	0.40	0.42	0.41	0.39
EV EBITDA (倍)	23.03	29.59	(172.34)	17.57	13.88

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	6.45
收盘价 (人民币 截至 2 月 21 日)	4.55
市值 (人民币百万)	10,267
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	161.02
52 周价格范围 (人民币)	3.32-5.66
BVPS (人民币)	10.84

股价走势图



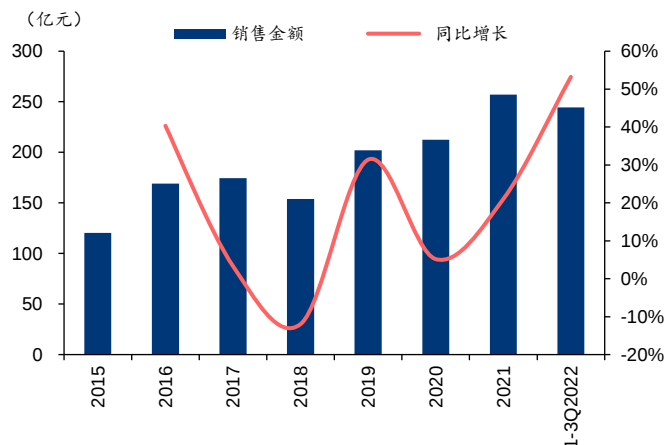
资料来源：Wind

进入 2023 年，我们认为城建发展在资源禀赋兑现、股东资源支持等方面，有望实现超越往年的积极改善。我们在当前时点撰写本篇报告，意在强调公司值得市场关注的几个看点。

1) 2022 年销售逆势新高，充裕货值有望助推公司继续增长

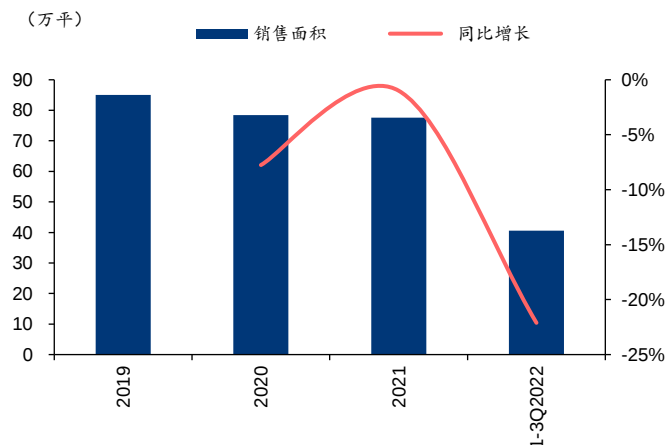
公司 2022 年销售表现远好于百强房企，逆势创出历史新高。根据公司公告，2022 年前三季度公司实现销售金额 244 亿元，同比增长 53%。结合克而瑞的数据，公司 2022 全年销售金额有望超过 300 亿元，同比增速超过 17%，逆势创出历史新高，且远好于百强房企（2022 年销售金额同比下滑 41%）。按此计算，2019-2022 年公司销售金额 CAGR 达到 18%。

图表1：公司销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司销售面积和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

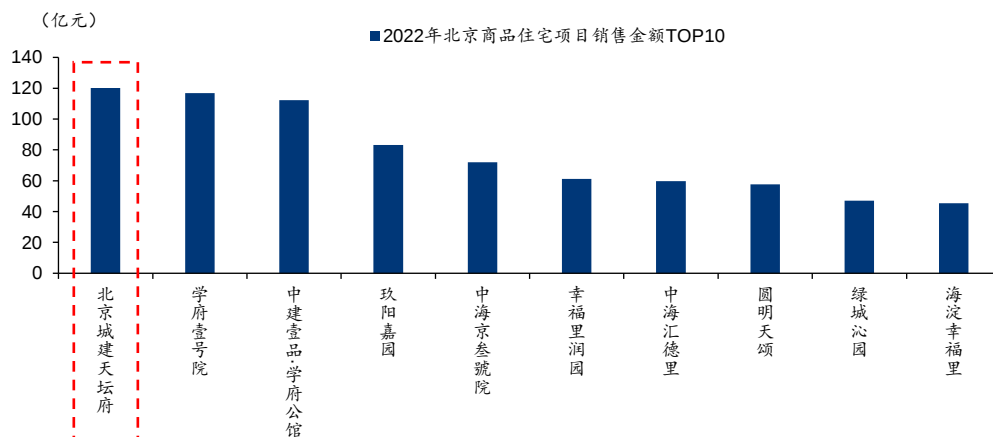
公司在北京的市场地位保持稳固，北京项目热销是销售逆势增长的重要原因。根据克而瑞的数据，公司 2018-2022 年权益销售金额均排在北京市市场前十名，2019 年以来排名持续提升，2022 年跻身第二名，仅次于中海地产。2022 年公司的销售表现主要得益于北京天坛府、国誉万和城、府前龙樾等项目的热销，其中天坛府位于北京市东城区景泰路与安乐林路交汇处天坛旁，毗邻南二环，地理位置稀缺、项目定位高端，2022 年单盘实现销售额 120.2 亿元，成为当年北京商品住宅单盘销售额最高的项目。

图表3：2018-2022 年北京市场权益销售金额 TOP10 房企

排名	2018	2019	2020	2021	2022
1	中海地产	中海地产	中海地产	中海地产	中海地产
2	万科地产	首开股份	首开股份	首开股份	城建发展
3	首开股份	泰禾集团	中国金茂	城建发展	华润置地
4	城建发展	远洋集团	万科地产	中国恒大	首开股份
5	中国金茂	华润置地	城建发展	金隅集团	绿城中国
6	泰禾集团	万科地产	京投发展	华润置地	保利发展
7	金隅集团	中国金茂	华润置地	融创中国	中建壹品
8	华润置地	城建发展	绿城中国	万科地产	金地集团
9	首创置业	融创中国	金隅集团	绿城中国	龙湖集团
10	金融街	天恒置业	首创置业	京投发展	中建玖合

资料来源：克而瑞，华泰研究

图表4：2022年北京商品住宅项目销售金额TOP10



资料来源：中指院，华泰研究

2022 年末公司货值充裕，且大部分位于主场北京，有望推动 2023 年销售再创新高。根据公司年报，截至 2021 年末公司土储建面为 567 万平，权益比例为 86%，其中北京土储建面为 475 万平，占比达到 84%；在建项目建面 658 万平，其中北京为 487 万平，占比达到 74%。此外，2022 年公司积极拿地补充货值，拿地建面 81 万平，其中北京 69 万平。再加上 2022 年的单盘销冠天坛府在 2023 年还将加推，以及其它北京项目的续销，我们预计公司销售有望再创新高。

图表5：2021 年末公司土地储备

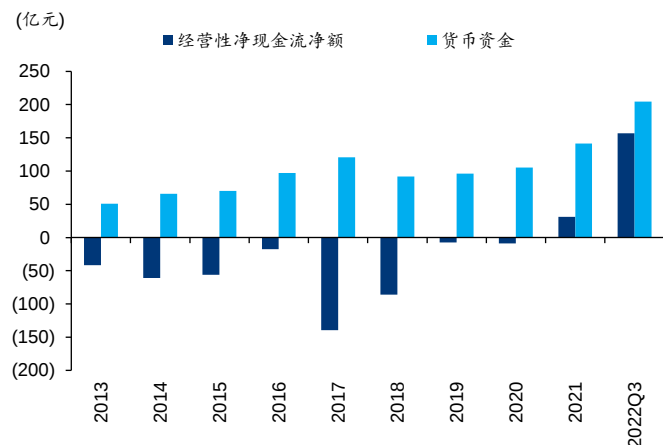
持有待开发土地的区域	持有待开发土地面积 (万平)	一级土地整理面积 (万平)	规划计容建面 (万平)	权益比例
黄山市黄山区谭家桥镇南部组团 B-05-04	10.64		12.77	100%
黄山市黄山区谭家桥镇南部组团 B-05-09	4.91		5.90	100%
黄山市黄山区谭家桥镇南部组团 B-07-06	2.89		3.47	100%
黄山市黄山区谭家桥镇南部组团 B-08-12	3.71		4.46	100%
黄山市黄山区谭家桥镇南部组团 B-08-18	2.29		2.75	100%
青岛市城阳区 204 国道 286 号	5.82		7.81	100%
北京市延庆区康庄镇一、二、三街区		48.53	51.36	100%
北京市延庆区康庄镇大王庄小曹营		9.56	17.21	100%
北京市怀柔区城中村（大中富乐、小中富乐、开放路和滨湖北街北）		150.80	130.99	65%
北京市顺义区平各庄村 B 地块土地一级开发项目		36.15	28.31	100%
北京市顺义区临河村棚户区改造土地开发 A 片区项目		66.80	52.54	100%
北京市昌平区北七家平西府组团一级开发（北区）地块托幼、二类居住、商业金融项目 C 区	2.00		5.00	100%
北京市昌平区六环路土城出口土城新村改造土地一级开发项目		11.33	87.24	70%
北京市大兴区黄村镇海子角、辛店村棚户区改造土地开发项目		10.43	86.09	100%
天津市津武(挂)2017-031 号武清区下朱庄街藕甸道南侧	1.46		2.62	50%
北京市密云走马庄一级开发项目		32.58	16.35	100%
保定市双胜街棚户区改造项目		3.25	10.31	65%
重庆市九龙坡区大渡口组团 K 分区 K35-5/02 地块	1.23		0.98	100%
重庆市两江新区悦来组团 C 分区 C31/05、C27/05 号宗地	6.57		12.34	100%
重庆市铜梁区汇龙片区组团 I 分区 E43-2/03 地块	9.91		17.84	100%
三亚市海坡片区 HPA-01-11 地块	2.09		3.75	60%
三亚市海坡片区 HPA-01-12 地块	1.99		3.58	60%
三亚红塘湾旅游度假区 E-02 号地块	3.80		3.10	100%

资料来源：公司公告，华泰研究

2) 现金流净额及货币资金创新高，“三道红线”持续优化

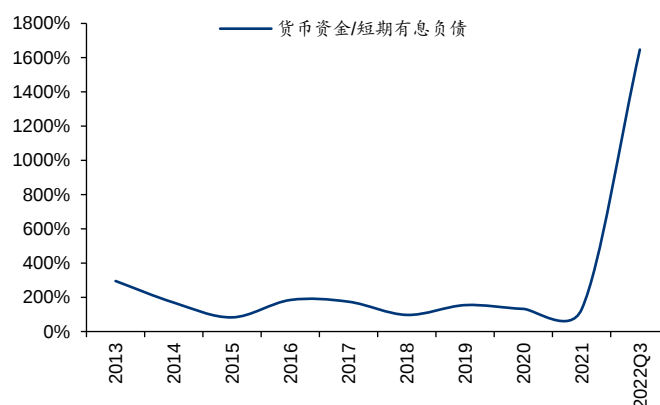
得益于销售发力以及北京一级开发和棚改项目（平各庄 B 地块、马池口项目、动感花园项目、走马庄项目、临河项目等）的回款，公司 2021 年开始扭转自 2013 年以来经营性现金流净额持续为负的局面，1-3Q2022 实现经营性现金流净额 157 亿元，期末货币资金达到 205 亿元，均创出历史新高。

图表6：公司经营现金流净额和货币资金



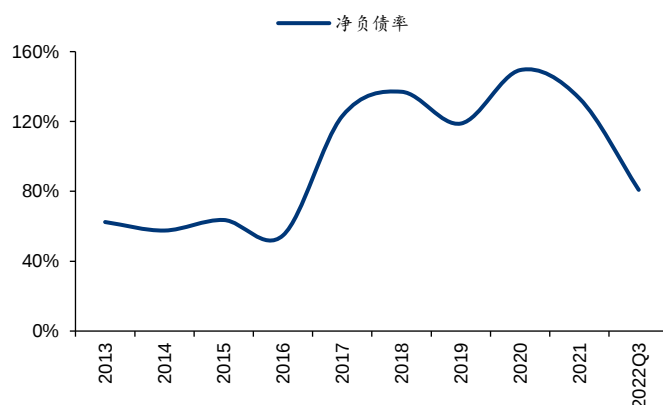
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：公司短债覆盖率



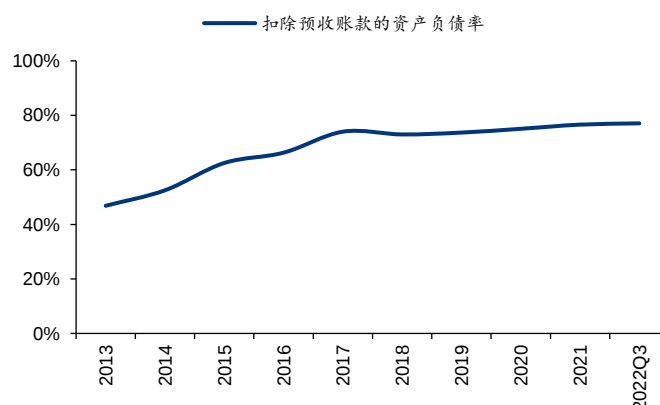
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：公司净负债率



资料来源：公司公告，华泰研究

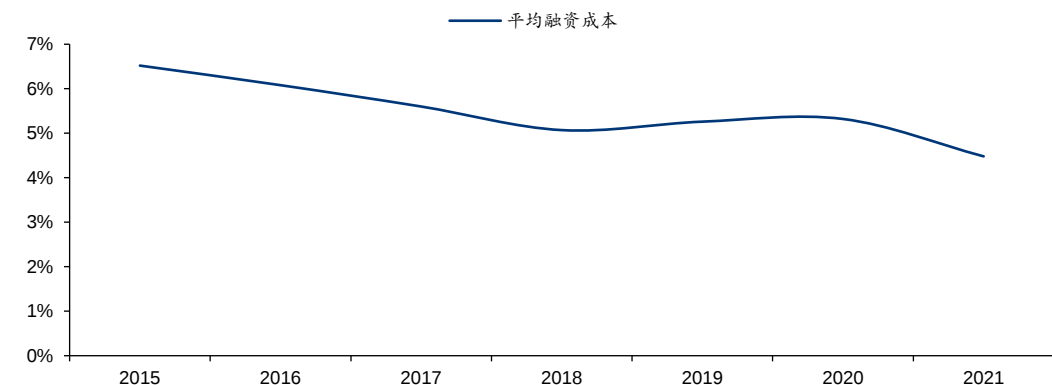
图表9：公司扣除预收账款的资产负债率



资料来源：公司公告，华泰研究

充裕的现金流叠加有息负债的压降，共同推动公司在2022年优化为黄档房企。截至2022Q3，仅扣除预收账款的资产负债率尚未达标。叠加金融资源向央国企集中的背景，2022年公司发行境内债88亿元，均为5年期产品，利率较2021年的平均融资成本4.48%显著下行，且由Q1的3.60%-3.77%进一步下降至Q3的3.22%-3.34%。此外，根据公司2022年12月29日的公告，公司获得不超过50亿元公司债注册额度，低成本融资渠道保持畅通。

图表10：公司平均融资成本



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：2022 年公司债券发行情况

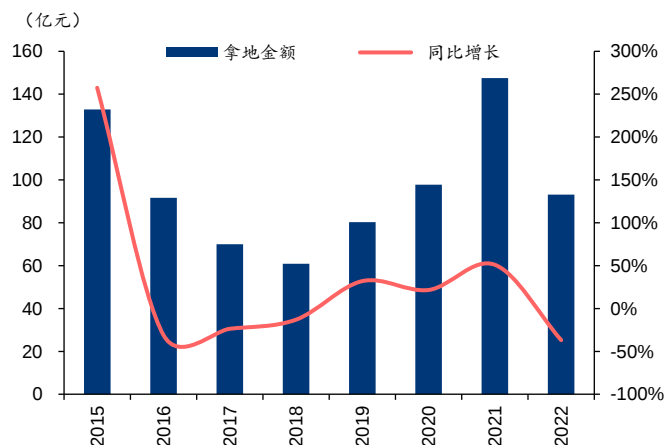
证券简称	发行日期	证券类别	发行期限	票面利率(%)	发行规模(亿元)
22 京城投 PPN001	2022-01-13	定向工具	5.00	3.60	5.00
22 京城投 PPN002	2022-03-03	定向工具	5.00	3.60	15.00
22 京城投 PPN003	2022-03-15	定向工具	5.00	3.77	4.00
22 京城投 PPN004	2022-06-16	定向工具	5.00	3.54	5.00
22 城建 01	2022-06-23	一般公司债	5.00	3.25	25.00
22 城建 02	2022-07-12	一般公司债	5.00	3.22	23.00
22 京城投 PPN005	2022-07-25	定向工具	5.00	3.34	5.00
22 京城投 PPN006	2022-08-09	定向工具	5.00	3.28	6.00

资料来源：Wind，华泰研究

3) 核心城市积极补货，长期布局进入收获期

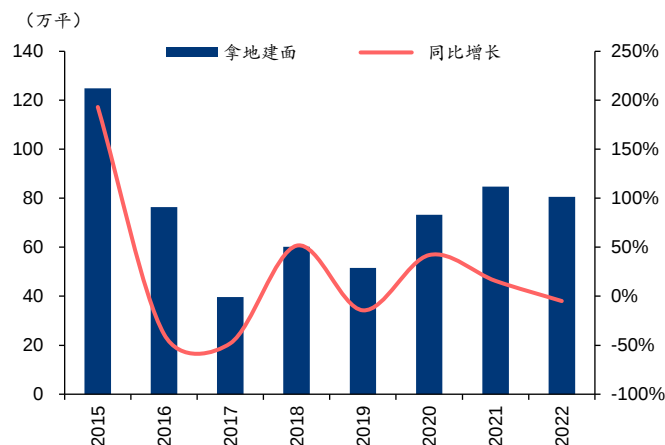
现金流的持续改善为公司积极拓展创造条件。结合中指院和公司公告，2019-2021 年公司拿地金额持续增长，CAGR 达到 34%，拿地强度保持在 40%以上。2022 年公司在北京、保定、黄山、钦州等城市获取 11 宗地块，拿地总价 93.09 亿元，同比下滑 37%，拿地建面 80.59 万平，同比下滑 5%。虽然受房地产市场下行影响，2022 年公司拿地规模同比下降，但拿地强度仍有 30%，体现出相对行业更积极的拓展意愿。

图表12：公司拿地金额和同比增速



资料来源：中指院，华泰研究

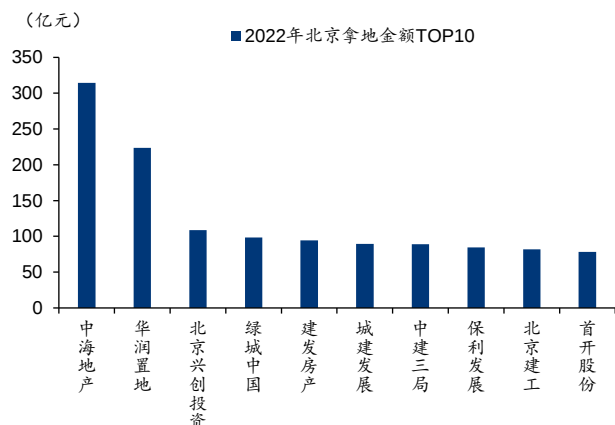
图表13：公司拿地建面和同比增速



资料来源：中指院，华泰研究

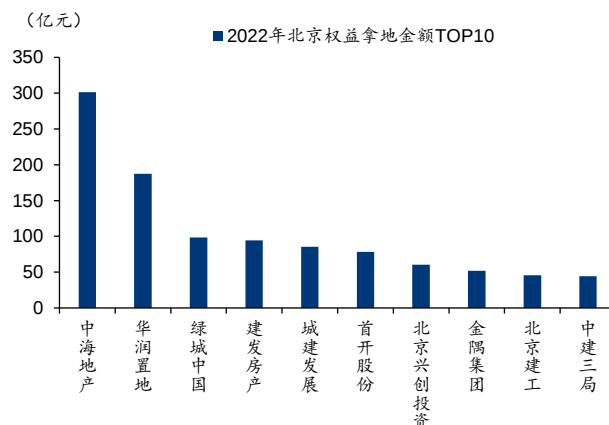
北京依然是公司补货的重点城市。2022 年公司在北京获取 5 宗地块，拿地总价、权益拿地总价分别为 89.59、85.59 亿元，位列北京市场第六名、第五名，较 2021 年排名提升二名、七名，新增土地权益比例达到 96%（不排除后续引入合作方）。且由于土地市场竞争烈度下降，5 宗北京地块中有 4 宗是底价获取，1 宗溢价率也仅为 0.54%，拿地楼面价在 10000-34000 元/平之间，盈利能力有所保障。

图表14：2022年北京拿地金额 TOP10



资料来源：中指院，华泰研究

图表15：2022年北京权益拿地金额 TOP10



资料来源：中指院，华泰研究

图表16：2022年公司拿地明细

成交日期	地块名称	城市	区县	用地性质	成交建面 (万平)	成交总价 (亿元)	成交楼面价 (元/平)	权益比例	溢价率
2022-02-16	北京市丰台区卢沟桥街道大井新村三期土地一级开发北京市2502-0030、2505-0031 地块 F81 绿隔产业用地、R2 二类居住用地 (配建“保障性租赁住房”)	北京市	丰台区	综合用地 (含住宅)	11.95	26.30	22008	100%	0.00%
2022-05-31	北京市平谷区府前街旧城棚户区改造项目(二期)B、D 北京市地块原 PG-0005-0065、PG-0005-0074(B 地块)、原 PG00-0005-0035-01 西部 (D 地块)、原 PG00-0005-0035	北京市	平谷区	综合用地 (含住宅)	7.66	8.00	10446	50%	0.00%
2022-05-31	北京市昌平区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 R2 二类居住用地	北京市	昌平区	住宅用地	17.43	22.60	12968	100%	0.00%
2022-07-01	谭家桥镇南组团 B-06-A 地块	黄山市	黄山区	商业/办公用地	5.72	0.29	502	100%	0.00%
2022-07-01	谭家桥镇南组团 B-03-07 地块	黄山市	黄山区	住宅用地	7.64	0.57	750	100%	0.00%
2022-07-01	谭家桥镇南组团 B-10-A-06 (2) 地块	黄山市	黄山区	其它用地	1.02	0.04	376	100%	0.00%
2022-09-22	北京市顺义区顺义新城第 5 街区 SY00-0005-6021、北京市 6024、6033、6035 地块二类居住用地、6034 地块托幼用地	北京市	顺义区	综合用地 (含住宅)	14.19	16.00	11277	100%	0.00%
2022-10-18	保定市五四中路北、双胜街西	保定市	保定市	住宅用地	8.95	2.28	2545	100%	0.00%
2022-10-31	浦北县福旺镇、官垌镇、寨圩镇	钦州市	浦北县	其它用地	0.34	0.10	3002	0.1%	0.00%
2022-10-31	浦北县福旺镇、官垌镇、小江街道	钦州市	浦北县	其它用地	0.72	0.22	3001	0.1%	0.00%
2022-11-28	北京市通州区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 R2 二类居住用地	北京市	通州区	住宅用地	4.97	16.69	33599	100%	0.54%

资料来源：中指院，公司公告，华泰研究

公司棚改项目逐步进入收获期。根据公司历史年报及 22H1 半年报，自 2016 年获取第一个棚户区改造项目以来，公司持续探索通过棚改获取北京房地产项目的路径，相继开创了“望坛模式”、“临河速度”、“怀柔标杆”，陆续孵化出天坛府、动感花园、怀柔 03 街区等项目。截至 2021 年末，公司开发投资项目中共有 7 个棚改项目。其中，望坛项目（即天坛府）于 16 年获取棚改实施授权，19 年基本完成征收拆迁，20 年完成土地出让并开工建设，21 年实现首次开盘，22 年登顶当年北京单项目销售榜，23 年还将继续加推。除此之外，延庆康庄、临河村棚改项目已分别于 20、21 年开始建设，项目投资进度（截至 2021 年）已经达到 40-50%，我们预计也将逐步迎来收获期。

图表17：2021年末公司房地产开发投资项目中的棚改项目

地区	项目	2021年末 工程状态	用地面积 (万平)	规划计容建面 (万平)	总建面 (万平)	在建建面 (万平)	项目进展
北京怀柔	怀柔大、小中富乐棚改	前期	122.22	126.84	126.84	0.00	17年获取项目
北京延庆	延庆康庄一二三街棚改	在建	52.28	51.36	51.36	28.68	17年获取项目；20年开工
北京延庆	延庆新农村农村建设棚改	竣工	10.57	18.93	25.13	0.00	17年获取项目；19年开工；21年竣工
河北保定	保定市棚改	在建	5.38	16.39	14.37	0.19	18年获取项目；20年实现一期100%征收、房屋拆除和开工
北京东城	望坛棚改	在建	46.40	130.22	130.22	116.69	16年获取项目；19年征收拆迁进入收尾攻坚阶段，整体签约率达99%；20年土地整体出让、开工；21年实现首次开盘，工程建设、税务筹划稳步推进；22年开发销售工作继续推进
北京顺义	临河村棚改	在建	202.12	231.92	231.92	149.39	16年获取项目；19年C、B1、B2地块挂牌；20年完成土地出让；21年正式进入建设阶段，保障房率先进入精装修阶段；22H1前期投资已全部收回
北京大兴	海子角棚改	前期	244.73	92.28	92.28	0.00	17年获取项目；20年控规通过，列入北京市棚改计划
北京密云	密云棚改	前期	47.52	51.12	51.12	0.00	21年获取项目；22H1取得立项核准批复，已启动拆迁入户调查

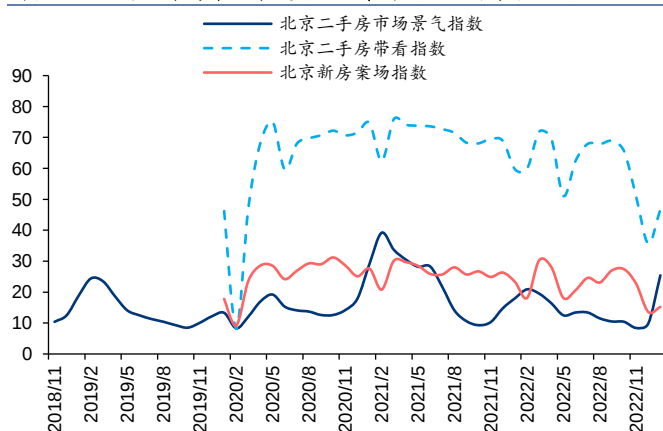
资料来源：公司公告，华泰研究

4) 北京房地产市场初现复苏态势，“一区一策”下迎接改善机遇

北京房地产市场初现复苏态势。根据 Wind 的数据，2023 年初至 2 月 17 日北京新房成交面积同比+7%，优于 60 城新房（-15%）。根据贝壳研究院的数据，1 月北京二手房市场景气指数、二手房带看指数、新房案场指数等领先指标分别从 12 月的 9.8、35.7、13.6 回升至 1 月的 25.4、46.8，15.2，其中二手房市场景气指数已经修复到 21 年 6-7 月水平。二手房价格指数亦有所回升，从 12 月 110.4 回升至 1 月 112.1。

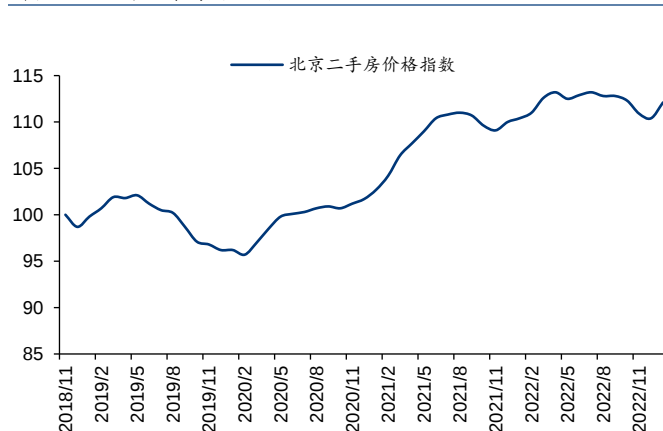
2023 年 2 月，北京市政府引发《2023 年市政府工作报告重点任务清单》，其中提到要“完善‘一区一策’调控措施，支持‘一老一小’、中心城区人口疏解和职住平衡的合理住房需求”。据我们跟踪，本轮房地产下行周期以来，北京市推出的房地产放松政策非常少，力度也有限：1、22 年 8 月针对昌平区平西府、顺义区福环、顺义区薛大人庄 3 宗试点地块放松中心城区老年家庭（60 周岁及以上）贷款要求；2、22 年 11 月通州区台湖、马驹桥地区商品住房不再执行通州区限购政策，改为执行北京市其他区域普遍执行的限购政策。**我们预计“一区一策”的提法意味着北京各区房地产政策有望迎来优化机遇，这对于深耕北京的公司而言或将带来机遇。**

图表18：北京二手房市场景气指数、带看指数和新房案场指数



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表19：北京二手房价格指数



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

5) 集团拥有丰富地产资源，“第三支箭”带来整合空间

公司控股股东北京城建集团隶属于北京国资委，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，致力于成为“国际知名的城市建设综合服务商”。根据集团债券募集说明书，截至 22Q3，集团总资产 3542 亿元、净资产 795 亿元，2021 年营收 1406 亿元、归母净利润 23 亿元。

图表20：公司股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

北京城建集团旗下主要子公司包括北京住总集团有限责任公司、北京城建投资发展股份有限公司（即上市公司）、北京城建设计发展集团股份有限公司、北京城建房地产开发有限公司，截至 22Q1 净资产分别为 259、276、65、46 亿元。截至 22Q1，北京城建集团旗下除公司之外，还拥有较多地产资源，主要由住总集团开发，大多分布于北京和天津，类型包括土地一级开发用地面积 3770 万平、部分在建和完工在售的商品房项目、保障房项目规划建面 293 万平等，21 年至 22Q1 拿地总价 97 亿元。我们在 2022 年 12 月 4 日的报告《国企整合启幕，重掌核心资产话语权》中提出，“第三支箭”为大股东具备资源的上市平台带来了难得机遇，有望为公司快速整合资源、在主流城市进一步扩展市场占有率提供一条重要途径。

图表21：北京城建集团旗下在上市公司以外的地产资源（截至 22Q1）

地产资源类型	规模	分布
土地一级开发	用地面积 3770 万平	北京 2503 万平，天津 1267 万平
已完工商品房项目	未结算收入 57 亿元	均位于北京
在建商品房项目	总投资金额 306 亿元，已完成 234 亿元	分布于北京、天津、桂林、白俄罗斯
保障房项目	规划建面 293 万平	北京 76 万平，天津 217 万平
2021 年以来新拿地	建面 25 万平，总价 97 亿元	均位于北京

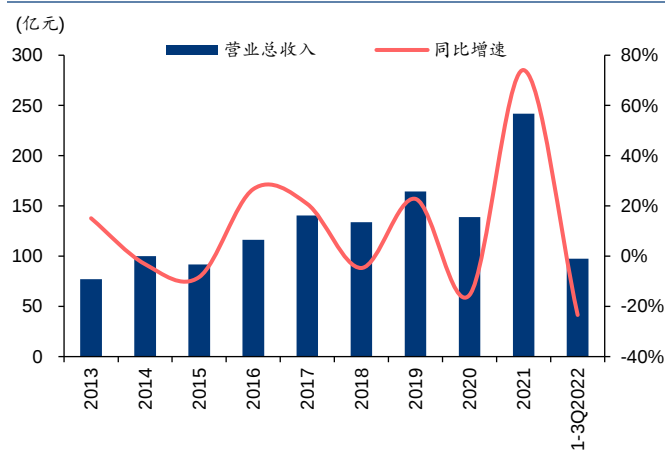
资料来源：北京城建集团 2022 年度第三期超短期融资券募集说明书，华泰研究

6) 业绩受非主业因素扰动，2023 年有望好转

根据业绩预告，2022 年公司预计归母净亏损 7.91-10.92 亿元，扣非归母净亏损 3.63-6.63 亿元，主要由于：1、公司和参股投资企业中招商所持有的交易性金融资产股价下跌（其中公司持有的股票资产主要包括国信证券（002736 CH）、锦州银行（0416 HK），中招商持有的股票资产主要包括南微医学（688029 CH）、普天科技（002544 CH），导致公允价值变动损益和投资收益呈现较大负值（1-3Q2022 分别亏损 9.17、6.25 亿元，其中投资收益并未计入非经常性损益）；2、受疫情影响，部分项目未能如期交付，并对商户减租 9100 万元。剔除这些非主业因素的扰动，我们预计公司地产主业保持稳健。

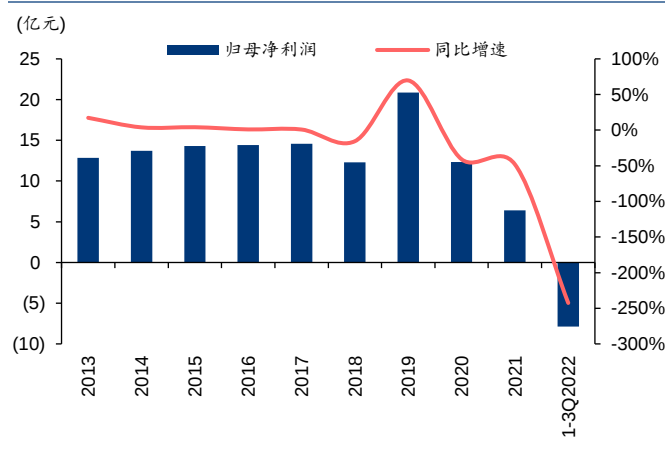
展望 2023 年，我们预计地产业务有望稳中有进，非主业负面影响有望逆转，公司报表业绩或将好转。其一，2020-2022 年公司销售金额持续增长，截至 2022Q3 合同负债为 279 亿元，年末预计更高；结合房天下和贝壳的预期交付日期和公司的历史拿地数据，天坛府、府前龙樾、国誉万和城、北京国际社区等可结转资源丰富、潜在利润率较高的北京项目或将在 2023 年继续/开始结转，有望推动公司 2023 年地产业务结转金额和毛利率重回增长轨道。其二，根据华泰策略团队的报告《上调 2023 年 A 股自上而下盈利预测》（2022 年 12 月 19 日），2023 年 A 股修复行情估值先行、盈利接力，修复空间或大于此前预期，在此背景下公司和参股投资企业所持有的交易性金融资产对公司业绩的负面影响或将减小，甚至有可能贡献正收益。其三，随着防疫政策的优化，疫情对于项目交付节奏、出租物业的影响有望降低。

图表22：公司营收和同比增速



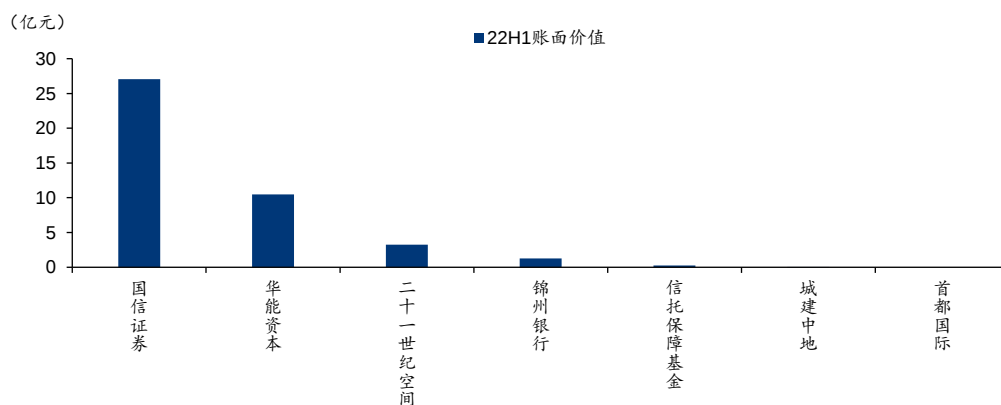
资料来源：公司公告，华泰研究

图表23：公司归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表24：2022H1 公司持有的以公允价值计量的金融资产账面价值



注：国信证券（002736 CH）、锦州银行（0416 HK）为上市公司；此外，公司参股 30% 的中科招商主要经营投资业务，其持有的金融资产（南微医学（688029 CH）、普天科技（002544 CH））股价变动亦会通过投资收益对公司业绩造成影响，该投资收益未被计入非经常损益。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：公司北京在售重点项目预计交付时间

北京在售重点项目	区域	权益比例	计容建面(万平)	拿地楼面价 (元/平)	销售均价 (元/平)	预计交付时间
府前龙樾	怀柔	50%	16.65	21842	43500	16 栋 (22 年 12 月), 10 栋 (23 年 4 月)
金茂北京国际社区	顺义	50%	28.84	14909	31000	16 栋 (22 年 12 月), 12 栋 (23 年 6 月)
天坛府	东城区	100%	超 10 万平	-	126000	3 栋 (23 年 9 月), 7 栋 (24 年 6 月)
国誉万和城	丰台	50%	10.30	46588	82000	10 栋 (23 年 12 月)
公园都会	顺义	40%	20.61	15130	39000	23 年 12 月
朝阳壹号	朝阳	33%	12.20	44664	71000	12 栋 (24 年 4 月)
龙樾合玺	朝阳	50%	8.53	49474	88000	10 栋 (24 年 9 月)
国誉未来悦	通州	50%	9.59	23350	56000	10 栋 (25 年 4 月)
龙樾天元	丰台	100%	11.95	22008	85000	8 栋 (25 年 4 月)
国誉燕园	昌平	100%	17.43	12968	39000	25 年 7 月

注：部分项目还需要配建保障租房等；项目销售均价、预计交付时间等信息来自房天下、贝壳等网站，仅供参考

资料来源：公司公告，中指院，房天下，贝壳，华泰研究

投资建议

综合考虑公司 2022 年的拿地规模和棚改项目的转化进度，以及疫情对于交付的影响，我们下调了公司房地产开发业务的营收假设。考虑到北京待结转项目的盈利质量和权益比例，我们上调了 23-24 年房地产开发业务的毛利率，并上调了 23-24 年少数股东损益占比。我们大幅下调 2022 年公允价值变动损益和投资收益，以反映交易性金融资产造成的亏损，展望 23-24 年，我们不考虑金融资产股价波动对公司业绩产生的扰动，但仍假设地产业务能够通过合联营公司取得投资收益 1 亿元。综上，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 -9.47/9.73/12.62 亿元，EPS 分别为 -0.42/0.43/0.56 元，2023 年归母净利润能够恢复至 2021 年扣非归母净利润的水平（9.35 亿元）。

图表26：关键假设对照表（单位：亿元，特殊注明除外）

	旧预测			新预测		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营收	272.36	308.28	348.96	217.09	273.66	315.65
调整幅度				-20.29%	-11.23%	-9.55%
毛利率	21.06%	21.02%	20.98%	21.08%	23.45%	24.38%
调整幅度				0.02pct	2.43pct	3.4pct
公允价值变动损益	-2.00	-1.00	-1.00	-8.00	0.00	0.00
投资收益	-1.47	-0.47	-0.47	-7.50	1.00	1.00
少数股东损益占比	26.00%	24.00%	22.00%	-10.00%	35.00%	33.00%
归母净利润	7.76	10.88	13.09	-9.47	9.73	12.62
调整幅度				-222.03%	-10.54%	-3.61%
EPS	0.34	0.48	0.58	-0.42	0.43	0.56

资料来源：公司公告，华泰研究预测

进入 2023 年，我们认为城建发展在资源禀赋兑现、股东资源支持等方面，有望实现超越往年的积极改善。一方面，公司北京布局进入收获期，22 年销售、经营性现金流净额逆势创出历史新高，在北京积极补货，随着北京市场复苏，23 年销售金额有望在 22 年逆势新高的基础上进一步增长，同时在核心城市保持积极的拿地节奏；另一方面，公司大股东拥有丰富地产资源，“第三支箭”带来整合空间。此外，随着优质地产项目结转、股票市场好转和疫情防控优化，2023 年公司报表业绩有望显著改善。可比公司平均 2023PE 为 11.6 倍，考虑到公司销售和业绩有望迎来积极改善，“第三支箭”带来整合空间，我们认为公司合理 2023PE 为 15 倍，目标价 6.45 元（前值 4.76 元，基于 14 倍 2022PE），上调至“买入”评级。

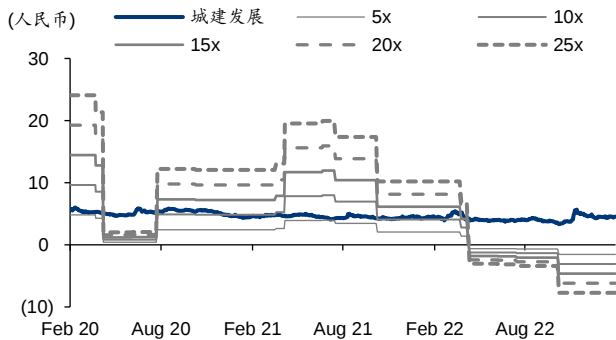
图表27：可比公司估值情况

彭博代码	股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600007 CH	中国国贸	174.26	17.30	1.02	1.12	1.20	1.38	17.02	15.44	14.44	12.55
000402 CH	金融街	158.41	5.30	0.55	0.57	0.62	0.68	9.64	9.23	8.59	7.76
600376 CH	首开股份	140.07	5.43	0.27	0.13	0.46	0.61	20.23	40.37	11.89	8.89
	平均							15.63	21.68	11.64	9.74

注：数据截止 2023 年 2 月 21 日，盈利预测数据来自 Wind 一致预期

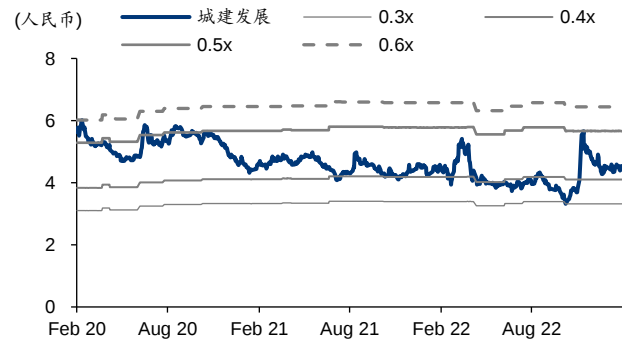
资料来源：Wind，华泰研究

图表28：城建发展 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表29：城建发展 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

疫情发展不确定性：国内防控政策放开后，仍存在疫情反复、病毒变异的可能，可能对房企经营造成不利影响。

区域市场风险：公司土地储备主要位于北京，若北京房地产市场出现较大波动，可能会对公司销售、拿地和业绩表现造成较大影响。

棚改和一级开发项目进展不及预期的风险：公司拥有较多棚改和一级开发项目，这类项目通常开发周期较长、不确定性较大，项目进展和实际盈利能力存在不及预期的风险。

股权投资导致业绩波动的风险：公司股权投资较多，可能通过投资收益、公允价值变动损益等科目放大公司业绩的波动性。此外，少数股东损益占比的波动也可能对公司业绩造成较大扰动。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	114,475	121,378	134,575	150,385	157,803
现金	10,553	14,155	20,592	29,097	33,110
应收账款	131.04	58.06	111.69	102.30	144.52
其他应收账款	6,182	6,746	6,822	8,816	9,222
预付账款	3,105	2,581	2,243	3,838	3,177
存货	86,876	91,301	98,605	101,563	104,610
其他流动资产	7,628	6,537	6,201	6,969	7,540
非流动资产	16,889	17,917	17,522	19,114	20,513
长期投资	3,065	3,329	2,842	3,206	3,570
固定投资	581.81	625.58	515.96	690.50	797.94
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13,242	13,963	14,164	15,217	16,146
资产总计	131,364	139,295	152,098	169,499	178,316
流动负债	46,340	58,174	73,872	88,815	96,067
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	9,230	10,365	12,480	15,450	16,375
其他流动负债	37,111	47,810	61,391	73,365	79,692
非流动负债	57,045	52,503	50,696	51,882	51,790
长期借款	37,607	35,494	32,395	32,297	30,998
其他非流动负债	19,438	17,009	18,300	19,585	20,792
负债合计	103,386	110,677	124,567	140,697	147,856
少数股东权益	2,221	3,011	3,097	3,621	4,242
股本	2,257	2,257	2,257	2,257	2,257
资本公积	3,261	3,329	3,329	3,329	3,329
留存公积	15,744	15,892	15,289	16,337	17,655
归属母公司股东权益	25,758	25,607	24,434	25,181	26,217
负债和股东权益	131,364	139,295	152,098	169,499	178,316

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	(903.76)	3,092	13,096	7,511	4,029
净利润	1,103	927.43	(861.28)	1,497	1,883
折旧摊销	64.99	99.06	84.09	97.54	111.99
财务费用	1,072	443.74	487.38	497.18	573.76
投资损失	(372.16)	(201.81)	750.00	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,752)	961.46	11,791	5,648	1,659
其他经营现金	(19.54)	862.01	844.10	(128.39)	(99.34)
投资活动现金	(350.12)	653.09	(1,494)	(1,007)	(979.53)
资本支出	(96.39)	(183.99)	(132.93)	248.94	187.59
长期投资	(83.15)	598.40	486.36	(363.64)	(363.64)
其他投资现金	(170.58)	238.69	(1,848)	(892.12)	(803.48)
筹资活动现金	2,175	(159.43)	(5,164)	2,000	964.51
短期借款	(20.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	6,744	(2,113)	(3,099)	(98.87)	(1,299)
普通股增加	376.09	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(223.72)	68.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,701)	1,886	(2,065)	2,099	2,263
现金净增加额	921.08	3,586	6,437	8,505	4,014

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,891	24,184	21,709	27,366	31,565
营业成本	9,285	18,802	17,134	20,948	23,869
营业税金及附加	1,420	1,422	1,276	1,779	2,210
营业费用	489.53	682.25	868.37	1,040	1,136
管理费用	506.41	494.26	651.28	793.61	883.82
财务费用	1,072	443.74	487.38	497.18	573.76
资产减值损失	(329.05)	(403.77)	(434.18)	(410.49)	(473.47)
公允价值变动收益	320.86	(722.19)	(800.00)	0.00	0.00
投资净收益	372.16	201.81	(750.00)	100.00	100.00
营业利润	1,511	1,395	(694.91)	1,988	2,497
营业外收入	8.17	39.95	18.55	22.22	26.91
营业外支出	15.18	13.44	12.66	13.76	13.29
利润总额	1,504	1,421	(689.02)	1,997	2,511
所得税	401.00	493.89	172.26	499.13	627.75
净利润	1,103	927.43	(861.28)	1,497	1,883
少数股东损益	(131.56)	286.18	86.13	524.08	621.47
归属母公司净利润	1,234	641.26	(947.41)	973.30	1,262
EBITDA	2,609	1,935	(269.52)	2,345	2,850
EPS (人民币，基本)	0.44	0.17	(0.42)	0.43	0.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(15.46)	74.10	(10.23)	26.06	15.34
营业利润	(44.56)	(7.67)	(149.82)	386.08	25.62
归属母公司净利润	(40.88)	(48.04)	(247.74)	202.73	29.64
获利能力 (%)					
毛利率	33.16	22.26	21.08	23.45	24.38
净利率	7.94	3.83	(3.97)	5.47	5.97
ROE	3.94	3.24	(3.13)	5.20	6.18
ROIC	3.05	2.11	(0.99)	4.36	5.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.70	79.46	81.90	83.01	82.92
净负债比率 (%)	186.74	165.02	131.99	106.08	92.93
流动比率	2.47	2.09	1.82	1.69	1.64
速动比率	0.46	0.42	0.42	0.46	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.18	0.15	0.17	0.18
应收账款周转率	101.02	255.78	255.78	255.78	255.78
应付账款周转率	1.04	1.92	1.50	1.50	1.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.28	(0.42)	0.43	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.40)	1.37	5.80	3.33	1.79
每股净资产(最新摊薄)	11.41	11.35	10.83	11.16	11.62
估值比率					
PE (倍)	8.32	16.01	(10.84)	10.55	8.14
PB (倍)	0.40	0.40	0.42	0.41	0.39
EV EBITDA (倍)	23.03	29.59	(172.34)	17.57	13.88

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司