

## 城建发展（600266）

### 2023 年报点评：利润率修复业绩扭亏为盈，城市更新业务高效推进

买入（维持）

2024 年 04 月 15 日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	24,562	20,363	24,711	28,721	32,903
同比	1.56%	-17.09%	21.35%	16.23%	14.56%
归母净利润（百万元）	-926.18	558.89	1,054.24	1,251.17	1,369.63
同比	-244.43%	160.34%	88.63%	18.68%	9.47%
EPS-最新摊薄（元/股）	-0.43	0.26	0.49	0.58	0.64
P/E（现价&最新摊薄）	-	14.19	7.52	6.34	5.79

#### 股价走势



#### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报。2023 全年实现营收 203.6 亿元，同比降低 17.1%；归母净利润 5.6 亿元，相比去年同期的亏损 9.3 亿元增长 14.9 亿元，业绩符合预期。
- **收入同比下降，利润率修复扭亏为盈。**公司 2023 全年营收同比降低 17.1%，主要是由于项目结转减少导致。公司 2023 全年归母净利润实现转亏为盈，主要原因有二：（1）2022 年公司业绩承压的原因是金融资产价格的大幅下跌。2023 年公司加强了对股权投资的管理，投资净收益由 2022 年的-6.4 亿元扭亏至 2023 年的 4.9 亿元，公允价值变动收益由 2022 年的-7.4 亿元缩减至 2023 年的-1.9 亿元。（2）2023 年公司房地产开发毛利率同比提升 7.1pct 至 18.3%，其中北京区域毛利率同比提升 9.7pct 至 20.8%。另一方面，受地产市场下行影响，公司计提资产减值损失和信用减值损失 9.7 亿元，同比增加 4.3 亿元。截至 2023 年末，公司合同负债 363.2 亿元，覆盖 2023 年营收 1.8X，为后续业绩释放奠定基础。
- **销售金额大幅增长，聚焦北京市场。**公司 2023 年实现销售金额 424.7 亿元，同比增长 38.7%。公司聚焦北京市场，2023 年下半年网签套数位居北京第一，克而瑞北京房企排名连续 3 年位列第二。公司投拓审慎，关注热点地区和城市。2023 年在北京以 113.8 亿元对价获取 2 宗土地（海淀区双新村棚户区改造地块与朝阳区奶西村棚户区改造土地），后续又在黄山市和三亚市获取土地，合计拿地金额 151.1 亿，权益比 58.4%，全年投资强度达 35.6%。
- **棚改项目高效推进，商业地产逆势发展。**2023 年公司望坛回迁房、临河安置房实现平稳移交和入住，临河棚改锁定管理费并取得政府审定纪要，密云大小王回迁区域完成腾退并实现管理费计提，为项目后续结算打下坚实基础。商业地产方面，2023 年公司首个自营项目城悦荟开业，成都漫悦里、熙悦中心招商突破 4 万 m<sup>2</sup>，租金涨幅超市场同类项目。2023 年公司商业地产持有面积 46.34 万方，商业地产经营额 6.5 亿元
- **融资渠道畅通，利率优于市场同期水平。**公司 2023 年经营性现金流净额为 131.2 亿元。截至 2023 年末，公司在手现金充裕达 136.9 亿元。公司净负债率 90.3%，现金短债比 1.6，均已符合“三道红线”监管要求。公司 2023 发行三笔公司债，共计 45 亿元，利率优于市场同期水平，分别为 3.40%/3.40%/3.37%，融资渠道畅通。
- **盈利预测：**公司多年深耕北京棚改市场，根据公司最新年报情况，我们下调公司 2024/2025 年的归母净利润预测为 10.5/12.5 亿元（前值为 15.2/18.5 亿元），预计 2026 年归母净利润为 13.7 亿元。对应的 EPS 为 0.49/0.58/0.64 元，对应的 PE 为 7.5/6.3/5.8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**城中村改造政策落地不及预期；房地产市场景气度超预期下行；结算进度不及预期。

#### 市场数据

收盘价(元)	3.61
一年最低/最高价	3.43/8.27
市净率(倍)	0.40
流通 A 股市值(百万元)	7,778.45
总市值(百万元)	7,778.45

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.00
资产负债率(% ,LF)	80.80
总股本(百万股)	2,154.69
流通 A 股(百万股)	2,154.69

#### 相关研究

《城建发展(600266)：2023 三季报点评：营收业绩持续增长，城市更新业务稳步发展》

2023-11-01

城建发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>120,170</b>	<b>125,351</b>	<b>130,800</b>	<b>136,168</b>	<b>营业总收入</b>	<b>20,363</b>	<b>24,711</b>	<b>28,721</b>	<b>32,903</b>
货币资金及交易性金融资产	16,102	16,684	17,218	17,074	营业成本(含金融类)	16,211	19,682	22,885	26,224
经营性应收款项	1,300	1,387	1,479	1,542	税金及附加	1,305	1,557	1,809	2,106
存货	91,220	95,436	100,049	105,133	销售费用	759	865	1,005	1,185
合同资产	132	99	115	132	管理费用	533	642	747	855
其他流动资产	11,417	11,746	11,940	12,287	研发费用	23	27	32	36
<b>非流动资产</b>	<b>18,260</b>	<b>18,221</b>	<b>18,192</b>	<b>18,162</b>	财务费用	335	420	414	410
长期股权投资	2,694	2,694	2,694	2,694	加:其他收益	35	30	34	39
固定资产及使用权资产	670	651	632	612	投资净收益	487	568	661	757
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(192)	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	减值损失	(969)	(240)	(150)	(100)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	16	15	17	20
长期待摊费用	129	109	99	89	<b>营业利润</b>	<b>574</b>	<b>1,890</b>	<b>2,391</b>	<b>2,804</b>
其他非流动资产	14,767	14,767	14,767	14,767	营业外净收支	(6)	(7)	(8)	(9)
<b>资产总计</b>	<b>138,431</b>	<b>143,573</b>	<b>148,992</b>	<b>154,330</b>	<b>利润总额</b>	<b>568</b>	<b>1,883</b>	<b>2,383</b>	<b>2,795</b>
<b>流动负债</b>	<b>72,179</b>	<b>76,854</b>	<b>81,525</b>	<b>85,876</b>	减:所得税	477	565	715	839
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,688	8,688	8,688	8,688	<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>1,318</b>	<b>1,668</b>	<b>1,957</b>
经营性应付款项	12,818	13,136	13,660	14,166	减:少数股东损益	(468)	264	417	587
合同负债	36,317	40,031	43,082	46,064	<b>归属母公司净利润</b>	<b>559</b>	<b>1,054</b>	<b>1,251</b>	<b>1,370</b>
其他流动负债	14,356	14,998	16,096	16,958	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	0.49	0.58	0.64
非流动负债	39,673	39,173	38,673	38,173	EBIT	599	2,303	2,798	3,205
长期借款	16,271	14,271	12,271	10,271	EBITDA	707	2,332	2,827	3,234
应付债券	12,641	14,141	15,641	17,141	毛利率(%)	20.39	20.35	20.32	20.30
租赁负债	98	98	98	98	归母净利率(%)	2.74	4.27	4.36	4.16
其他非流动负债	10,663	10,663	10,663	10,663	收入增长率(%)	(17.09)	21.35	16.23	14.56
<b>负债合计</b>	<b>111,852</b>	<b>116,027</b>	<b>120,198</b>	<b>124,049</b>	归母净利润增长率(%)	160.34	88.63	18.68	9.47
归属母公司股东权益	23,602	24,306	25,137	26,037					
少数股东权益	2,976	3,240	3,657	4,244					
<b>所有者权益合计</b>	<b>26,578</b>	<b>27,546</b>	<b>28,794</b>	<b>30,281</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>138,431</b>	<b>143,573</b>	<b>148,992</b>	<b>154,330</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13,116	1,608	1,558	843	每股净资产(元)	9.00	9.75	10.13	10.55
投资活动现金流	14	686	770	868	最新发行在外股份(百万股)	2,155	2,155	2,155	2,155
筹资活动现金流	(13,371)	(1,613)	(1,694)	(1,755)	ROIC(%)	0.14	2.50	3.01	3.40
现金净增加额	(241)	682	634	(44)	ROE-摊薄(%)	2.37	4.34	4.98	5.26
折旧和摊销	108	29	29	30	资产负债率(%)	80.80	80.81	80.67	80.38
资本开支	(109)	(2)	(1)	1	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.19	7.52	6.34	5.79
营运资本变动	11,929	(165)	(394)	(1,260)	P/B (现价)	0.41	0.38	0.36	0.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>