

南国置业 (002305.SZ) 股东助力全国化发展，多元业务协同成长可期

2024年10月08日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

duzhiyuan@kysec.cn

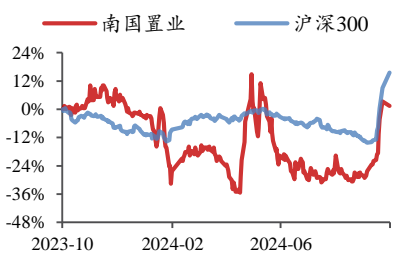
证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

日期	2024/10/8
当前股价(元)	2.12
一年最高最低(元)	2.42/1.31
总市值(亿元)	36.77
流通市值(亿元)	36.76
总股本(亿股)	17.34
流通股本(亿股)	17.34
近3个月换手率(%)	271.89

股价走势图



数据来源：聚源

● 股东助力全国化发展，多元业务协同成长可期

公司作为中国电建旗下地产开发及城市综合运营业务的唯一平台，主要业务包含商业和城市运营，业务布局已覆盖北京、深圳、广州、武汉等全国多个重点核心城市。我们预计公司2024-2026年收入分别为48.0、47.9、67.0亿元，同比增速分别为353.5%、-0.2%、39.7%；归母净利润分别为-6.2、-3.5、0.5亿元，同比增速分别为63.4%、44.2%、115.6%；摊薄后EPS分别为-0.36、-0.20、0.03元，当前股价对应PE为-5.9、-10.6、68.2倍。未来公司随着新增地产项目结转以及商业运营提质增效，业绩有望得到改善，首次覆盖给予“增持”评级。

● 商业运营提质增效，探索“投融建管退”业务闭环

公司截至2023年底运营项目20个，运营面积119万平方米，同比增长4.3%，平均出租率78.0%，同比增长3.7pct。2023年11月“中信建投-电建南国誉华林资产支持专项计划”在深交所成功设立，是对2022年该公司首单类REITs的续发，发行规模18.46亿元。该项目是市场首单央企滚动发行类REITs产品。未来公司将进一步研究持有型运营项目的资产证券化退出路径，积极盘活存量资产。

● 城市运营依托股东优势，经营情况有所改善

截至2023年底，公司运营项目10个，运营面积22万平方米，同比增长47.8%，平均出租率77.2%，同比增长3.3pct。涵盖产业园、酒店、写字楼、长租公寓等业态。公司旗下悦生活公寓已布局上海、成都和杭州，可运营面积4.0万平方米，整体出租率76%。荣获了“2023年长租公寓年度典范品牌”等多项殊荣。

● 地产投资稳健经营，未来结转业绩可期

2023年公司销售面积41.4万方，销售金额80.7亿元，同比分别增长41.2%、12.6%。如考虑已开工未售货值，以2023年公司销售面积为基准，公司剩余总货值可至少满足2年销售需求。同时北京峯范、深圳前海润峯府、西安浣悦长安项目是2024年公司主要结转项目，三个项目已售未结转金额（权益）合计49.6亿元。

● **风险提示：**拿地强度不及预期、项目结转情况不及预期、政策调控不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,819	1,059	4,801	4,794	6,696
YOY(%)	200.0	-89.2	353.4	-0.2	39.7
归母净利润(百万元)	-823	-1,693	-620	-346	54
YOY(%)	26.2	-105.7	63.4	44.2	115.6
毛利率(%)	6.9	-55.0	-4.2	0.3	6.4
净利率(%)	-8.4	-159.9	-12.9	-7.2	0.8
ROE(%)	-14.1	-77.4	-38.7	-29.0	4.5
EPS(摊薄/元)	-0.47	-0.98	-0.36	-0.20	0.03
P/E(倍)	-4.5	-2.2	-5.9	-10.6	68.2
P/B(倍)	1.7	7.6	-27.1	-7.6	-8.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、电建旗下地产开发运营平台，全国化战略布局持续推进	4
2、商业运营提质增效，探索“投融建管退”业务闭环	5
2.1、打造区域型商业运营，业态包含生活+专业卖场	5
2.2、运营项目质效提升，客户资源较为优质	7
2.3、积极盘活存量资产，实现资产良性发展	8
3、城市运营依托股东优势，经营情况有所改善	9
3.1、推进多业态发展战略，运营能力继续优化	9
3.2、经营面积逐步扩张，平均出租率有所改善	10
4、地产投资稳健经营，未来结转业绩值得期待	11
4.1、项目聚焦高能级城市，销售数据同比改善	11
4.2、未售货值相对充裕，拿地强度有所下降	13
5、多元业务协同经营，保障资金链安全稳健	14
5.1、地产销售影响经营业绩，2024Q1 实现由亏转盈	14
5.2、多渠道融资优势明显	16
6、盈利预测与投资建议	16
7、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1：公司至今已有 26 年发展历程	4
图 2：公司实际控制人为国务院国资委	5
图 3：公司商业运营项目主要集中于武汉市	6
图 4：截至 2023 年底商业运营可出租面积同比增长 4.3%	8
图 5：截至 2023 年底公司商业项目平均出租率 78.0%	8
图 6：公司拥有诸多优质商户资源	8
图 7：公司将武汉市武昌区泛悦汇·昙华林项目作为底层资产发行类 REITs 产品	9
图 8：截至 2023 年底城市运营项目可出租面积同比增长 37.8%	10
图 9：截至 2023 年底城市运营项目平均出租率 77.2%	10
图 10：截至 2023 年底公司可售项目主要分布于武汉、重庆、南京等地	11
图 11：2023 年公司销售面积同比增长 41.2%	13
图 12：2023 年公司销售金额同比增长 12.6%	13
图 13：2023 年公司销售面积同比下降 41.2%	13
图 14：2023 年公司销售金额同比下降 12.6%	13
图 15：截至 2023 年底公司累计土储 14.9 万方	14
图 16：公司拿地强度呈下降趋势	14
图 17：公司拿地聚焦高能级城市	14
图 18：2024Q1 公司营业收入同比微降 0.4%	15
图 19：2024Q1 公司实现由亏转盈	15
图 20：公司经营业绩受地产项目结转影响较大（单位：亿元）	15
图 21：2023 年物业销售、商业运营业务毛利率为负（%）	16
图 22：2024Q1 公司实现净利率 121.79%	16
图 23：公司拥有多元融资渠道	16

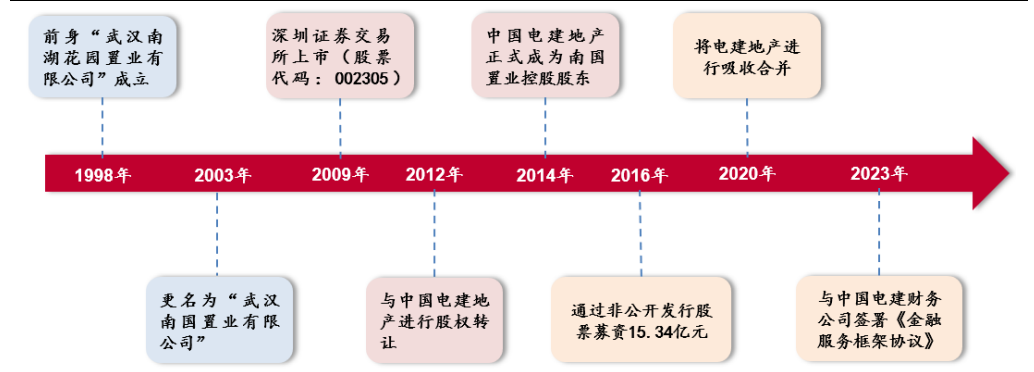
表 1: 公司董事长及多名高管成员曾为中国电建地产管理人员.....	5
表 2: 公司拥有商业运营项目 20 个.....	6
表 3: 公司打造了泛悦 mall、泛悦汇、泛悦坊、南国大家装四条产品线.....	7
表 4: 公司城市运营板块运营 10 个项目.....	9
表 5: 公司城市运营项目涵盖产业园、长租公寓业态.....	10
表 6: 公司目前住宅开发分为“泺悦系”和“洺悦系”两个产品系列.....	11
表 7: 我们预测公司 2024 年业绩端有望同比改善.....	17
表 8: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-6.2、-3.5、0.5 亿元.....	18

1、电建旗下地产开发运营平台，全国化战略布局持续推进

南国置业（以下简称“公司”）是一家以商业地产为引导，涵盖多种物业类型的综合性开发、运营企业，具有房地产开发壹级资质。公司作为中央企业控股的上市商业地产公司，主要业务包含“商业运营、城市运营”两大板块。公司借助股东实力和上市公司平台的资本和资源优势，已经从区域型逐步成长为全国型，成功实现了跨越式发展，业务布局已覆盖北京、深圳、广州、武汉、重庆、成都、南京、长沙等全国多个重点核心城市。

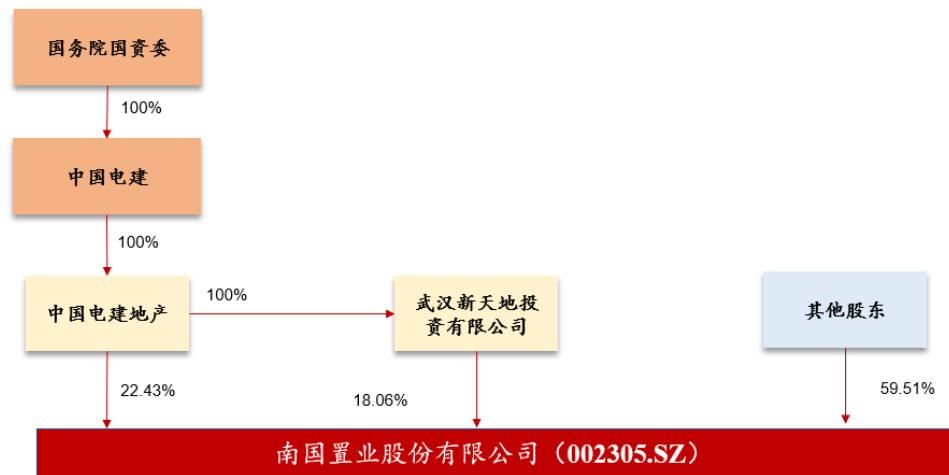
公司前身为武汉南湖花园置业有限公司，创立于1998年，至今已有26年发展历史。2003年更名为武汉南国置业有限公司，2009年在深圳证券交易所上市，成为地产行业IPO重启后首家上市的商业地产公司。2012年11月公司控股股东许晓明先生与许贤明先生将持有的新天地公司及南国置业的股权转让至中国电建地产公司（以下简称“电建地产”），2014年6月，中国电建地产正式成为南国置业控股股东。2020年6月拟将中国电建地产进行吸收合并，并募集配套资金，于9月完成合并。

图1：公司至今已有26年发展历程



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权结构稳定，国务院国资委为公司的实际控制人。公司股权将中国电建地产集团吸收合并后，成为中国电建旗下房地产开发及城市综合运营业务的唯一平台，实际控制人为国务院国资委。截至2024年一季度末，公司控股股东中国电建地产直接持有公司股权比例22.43%，间接通过武汉新天地投资有限公司持有公司股权比例18.06%，合计持股比例40.49%。其余股东持股均小于1%。并且电建地产承诺，将利用自身资源和资本优势，积极推动南国置业业务的发展，并在可能与南国置业存在竞争的业务领域中出现新的业务发展机会时，给予南国置业相应优先选择权。有望进一步提升南国置业的项目获取能力、基础管理能力及资金实力。

图2：公司实际控制人为国务院国资委


资料来源：Wind、开源证券研究所

公司董事长及高管成员多曾为中国电建地产管理人员。公司董事长李明轩曾就职于母公司中国电建地产集团。公司现任高管人员中，含总经理在内的4名高管曾就职于中国电建地产。其中总经理昌海军先生曾任中国电建地产投资拓展部副总经理,董事会办公室副主任;副总经理兼董秘畅文智先生曾任中国电建地产董事会办公室副主任;副总经理兼财务总监鄢浩文先生曾任中国电建地产中南区域总部总会计师。公司的管理团队结构,可以充分利用好公司的国资背景和电建地产的市场资源,来助力公司长久发展。

表1：公司董事长及多名高管成员曾为中国电建地产管理人员

姓名	职务	简介
李明轩	董事长	1983年出生。北方工业大学学士,北京理工大学工商管理专业硕士,中央民族大学公共管理专业硕士。曾任中国电建地产集团有限公司人力资源部专业经理。现任南国置业总经理,党委书记。
昌海军	总经理	曾任中国电建地产集团有限公司投资拓展部副总经理,董事会办公室副主任,现任南国置业总经理,党委副书记。
畅文智	副总经理,董 事会秘书	曾任中国电建地产集团有限公司董事会办公室副主任。现任南国置业副总经理,董事会秘书,上市法规中心总经理。
鄢浩文	副总经理, 财务总监	曾任中国电建地产集团有限公司中南区域总部总会计师,现任南国置业副总经理,财务总监。
庞捷峰	副总经理	曾任电建地产四川区域总经理助理,现任南国置业副总经理,南国置业大 汉西片区总经理。

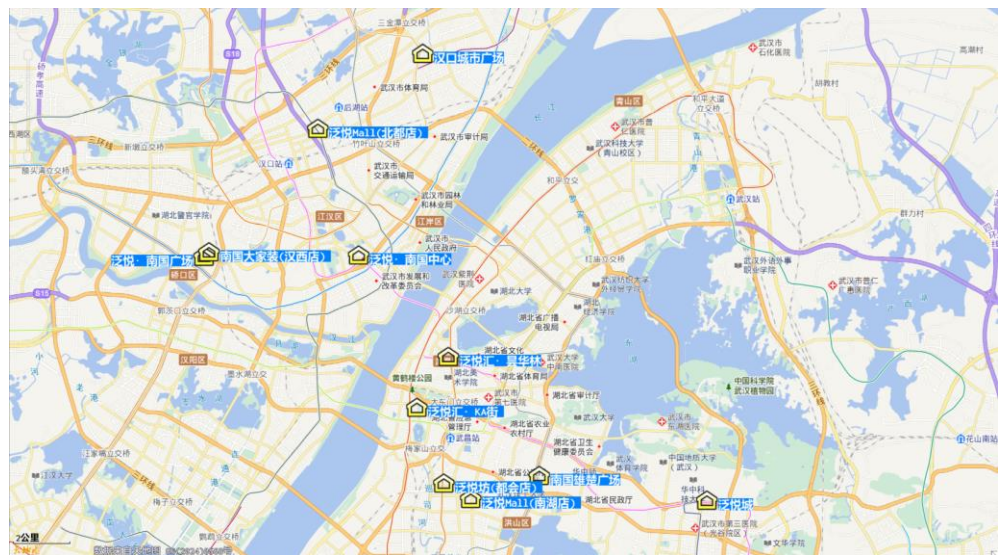
资料来源：Wind、开源证券研究所

2、商业运营提质增效，探索“投融建管退”业务闭环

2.1、打造区域型商业运营，业态包含生活+专业卖场

经过多年商业地产开发运营实践和积累，公司已经成长为区域有影响力的商业

地产开发商和运营商。在商业运营板块，公司截至 2023 年底运营项目 20 个，运营面积 119 万平方米。项目布局已覆盖武汉、襄阳、荆州、成都、北京五座城市，其中武汉市内运营项目 13 个，占比 65%。打造了泛悦 mall、泛悦汇、泛悦坊、南国大家装四条产品线，并拥有丰富的商业运营经验及优秀成熟的团队，品牌形象较好，具有较高知名度。2023 年荣获商业地产年度影响力企业等 11 个行业奖项，位列零售商业地产企业综合实力 TOP100 第 48 名。

图3：公司商业运营项目主要集中于武汉市


资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司拥有商业运营项目 20 个

项目名称	所在位置	项目业态	可出租面积 (m ²)	累计已出租面积 (m ²)	平均出租率
泛悦 Mall·长虹店	襄阳	生活卖场	61,301.25	50,641.57	82.61%
襄阳月星	襄阳	专业卖场	40,567.00	32,291.33	79.60%
泛悦·南国广场 A 馆	武汉	生活卖场	39,631.81	37,987.48	95.85%
泛悦·南国广场 B 馆	武汉	生活卖场	108,143.76	81,368.34	75.17%
泛悦·南国中心 (二期)	武汉	生活卖场	63,789.35	63,325.97	99.27%
泛悦·南国中心 (一期)	武汉	生活卖场	39,761.73	39,761.73	100.00%
泛悦 Mall·北都店	武汉	生活卖场	61,202.68	47,030.71	76.84%
泛悦 Mall·南湖店	武汉	生活卖场	35,144.05	31,043.00	88.34%
泛悦 Mall·雄楚广场	武汉	生活卖场	110,247.61	85,024.90	77.12%
泛悦坊·都会店	武汉	生活卖场	36,905.55	31,134.14	84.35%
泛悦汇·KA 街	武汉	生活卖场	33,923.71	32,494.86	95.79%
泛悦汇·昙华林	武汉	生活卖场	44,617.96	27,631.92	61.93%
汉口城市广场	武汉	生活卖场	92,601.60	85,813.90	92.67%
南国大家装汉西店	武汉	专业卖场	185,711.28	86,106.71	46.38%
武汉·泛悦城	武汉	生活卖场	24,262.11	23,755.03	97.91%
南国大家装荆州店	荆州	专业卖场	52,192.48	51,184.24	98.07%
成都-泛悦坊	成都	生活卖场	11,543.75	7,722.77	66.90%
泛悦 Mall·城市广场	成都	生活卖场	76,497.94	54,466.98	71.20%

项目名称	所在位置	项目业态	可出租面积 (m ²)	累计已出租面积 (m ²)	平均出租率
泛悦汇·科华店	成都	生活卖场	52,473.33	43,467.13	82.84%
泛悦坊·西城店	北京	生活卖场	17,138.69	14,527.46	84.77%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

泛悦 mall 系列是满足城市家庭需求的一站式购物中心，泛悦汇是依托于城市文脉而生的“城市主题会客厅”。泛悦坊是服务于社区居民的邻里文化商业中心。南国大家装是满足中高档建材家居需求的整体解决平台。

表3：公司打造了泛悦 mall、泛悦汇、泛悦坊、南国大家装四条产品线

产品系列	代表项目	总建面 (万方)	产品定位
泛悦 mall	泛悦 mall·科华店 	27	满足城市家庭需求的一站式购物中心
泛悦汇	泛悦汇·KA街 	44	依托于城市文脉而生的“城市主题会客厅”
泛悦坊	泛悦坊·都会店 	4	服务于社区居民的邻里文化商业中心
南国大家装	南国大家装汉西店 	20	满足中高档建材家居需求的整体解决平台

资料来源：公司官网、开源证券研究所

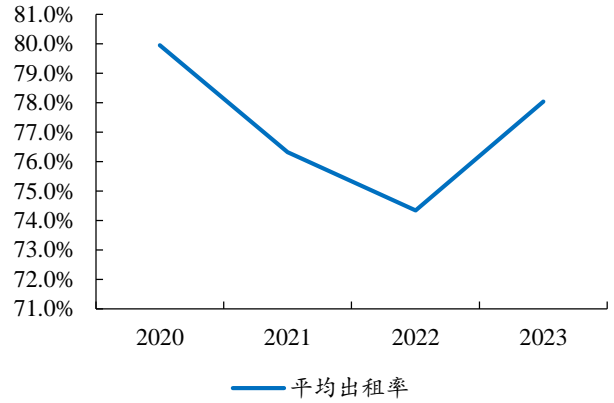
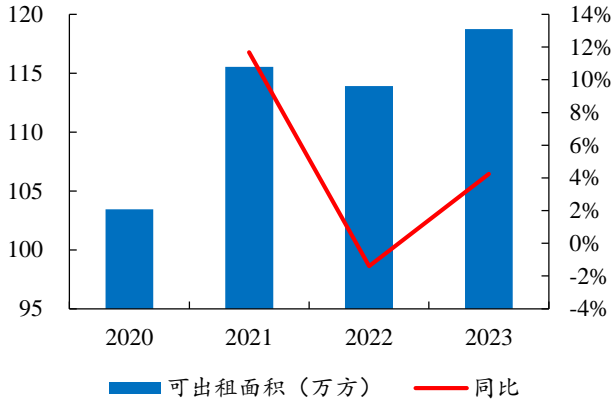
2.2、运营项目质效提升，客户资源较为优质

截至 2023 年底，公司商业运营项目可出租面积合计 118.77 万方，同比增长 4.3%，平均出租率 78.0%，同比增长 3.7 个百分点。出租率提升明显，主要是招商工作成效显著。公司紧盯重点项目、重点铺位、重点品牌，通过优势整合，资源共享，实现优质战略型联发品牌在重点项目的合作落地。同时通过精细化运营，持续压降运营成本，使得业务运营效率不断改善。公司拥有诸多优质商户资源，与公司合作的客

户包括沃尔玛、盒马、家乐福等百货超市，同时还有星巴克、耐克、周大福等知名品牌。

图4：截至2023年底商业运营可出租面积同比增长4.3%

图5：截至2023年底公司商业项目平均出租率78.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司拥有诸多优质商户资源



资料来源：公司官网

2.3、积极盘活存量资产，实现资产良性发展

随着商业不动产首次正式纳入 REITs 试点，标志着房地产行业从“增量时代”向“存量时代”迈进、发展逻辑发生转变。南国置业在 2020 年已完成公司首单类 REITs 产品“申万宏源-电建南国疫后重振资产支持专项计划”，共计金额约 18 亿元。该单类 REITs 产品的底层资产为武汉市武昌区泛悦汇·昙华林项目。2023 年 11 月 27 日“中信建投-电建南国昙华林资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功设立，即是对 2022 年该公司首单类 REITs 的续发，发行规模 18.46 亿元。该项目是市场首单央企滚动发行类 REITs 产品，这意味着中国电建地产·南国置业资产价值与专业运营能力获得了资本市场的认可，也进一步实现了商业资产良性发展。未来公司将

悦汇·昙华林类 REITs 项目为案例，进一步研究持有型运营项目的资产证券化退出路径，积极盘活存量资产，形成“投融资管退”业务闭环。

图7：公司将武汉市武昌区泛悦汇·昙华林项目作为底层资产发行类 REITs 产品



资料来源：公司官网

3、城市运营依托股东优势，经营情况有所改善

3.1、推进多业态发展战略，运营能力继续优化

公司借助股东实力和上市公司平台的资本和资源优势，项目分布从区域型逐步成长为全国型，成功实现了跨越式发展。在城市运营板块，截至 2023 年底，公司运营项目 10 个，运营面积 22 万平方米，涵盖产业园、酒店、写字楼、长租公寓等业态。其中包含泛悦·南国中心 T1 等 5 个写字楼及产业园项目位于武汉，其余项目位于襄阳、荆州、杭州、上海、成都。

表4：公司城市运营板块运营 10 个项目

项目名称	所在位置	项目业态	可出租面积 (m ²)	累计已出租面积 (m ²)	平均出租率
泛悦·南国中心 T1	武汉	写字楼	29813.2	18209.0	61%
泛悦中心·昙华林	武汉	写字楼	45443.0	38057.9	84%
泛悦中心·襄阳	襄阳	写字楼	17547.5	17286.4	99%
华中小龟山金融文化公园	武汉	产业园	30045.2	26662.9	89%
荆州南国温德姆酒店	荆州	酒店	43615.6	26623.0	61%
南国悦公馆	武汉	写字楼	2753.5	2753.5	100%
万安国际	武汉	写字楼	7567.9	7567.9	100%
杭州悦安嘉府项目	杭州	长租公寓	14772.8	7263.8	49%
上海珑悦和苑 (1401) 项目	上海	长租公寓	13081.3	11159.7	85%
“悦生活”成都天合玖玺店	成都	长租公寓	12513.5	12075.5	97%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司持续打造城市更新运营能力以及提高长租公寓的高效运营能力。其中中国

电建·华中小龟山金融文化公园是南国置业在片区开发、城市更新的一个样板，是对电建系内部存量工业遗址改造的精品工程，并得到了多项专业奖项的肯定（曾获得“最佳城市更新奖”）；公司旗下“悦生活公寓”项目已布局上海、成都和杭州，可运营面积4.0万平方米，整体出租率76%。成都悦生活天合玖玺店作为“悦生活”长租公寓品牌的重要项目，自2023年4月19日正式开业以来，便展现出了惊人的市场表现。首开出租率即达到100%，荣获了“2023年长租公寓年度典范品牌”、“长租公寓优秀项目”、“2023年度中国住房租赁产品力十佳白领公寓”等多项殊荣。

表5：公司城市运营项目涵盖产业园、长租公寓业态

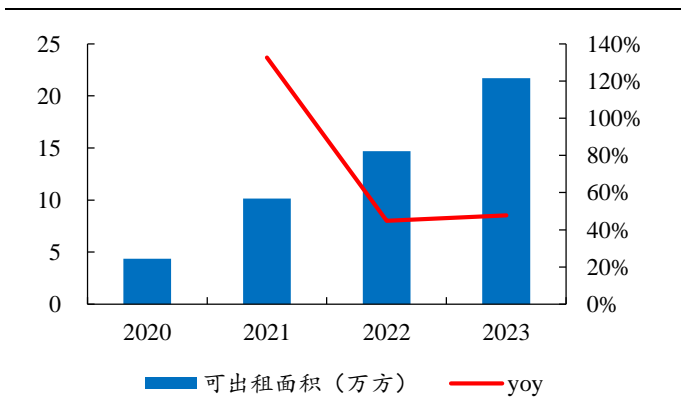
项目业态	代表项目	项目特点
产业园	华中小龟山文化金融公园	 <p>位于武汉市武昌区地铁二号线小龟山站，居华中金融城中心内核，总建筑面积3.2万平方米。是南国置业在片区开发、城市更新的一个样板</p>
长租公寓	“悦生活”成都天合玖玺店	 <p>2023年4月19日正式开业，首开出租率即达100%</p>

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、经营面积逐步扩张，平均出租率有所改善

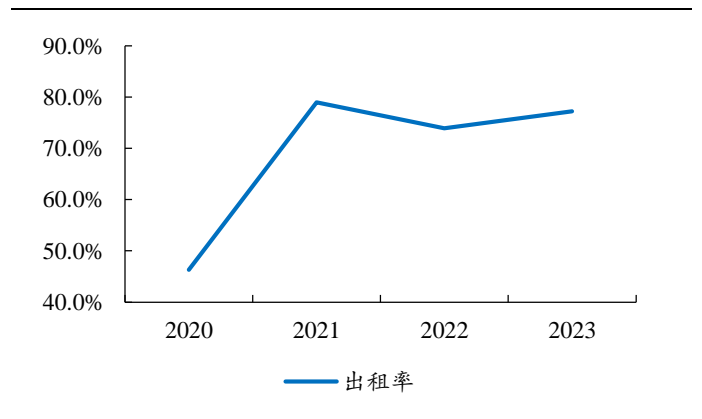
公司依托控股股东与实际控制人资源优势，通过盘活电建集团内存量资产实现运营面积的增长，同时积极与各地方国资平台进行合作，城市运营项目经营情况有所改善。截至2023年底，公司城市运营项目可出租面积合计21.72万方，同比增长47.8%，平均出租率77.2%，同比增长3.3个百分点。

图8：截至2023年底城市运营项目可出租面积同比增长37.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：截至2023年底城市运营项目平均出租率77.2%



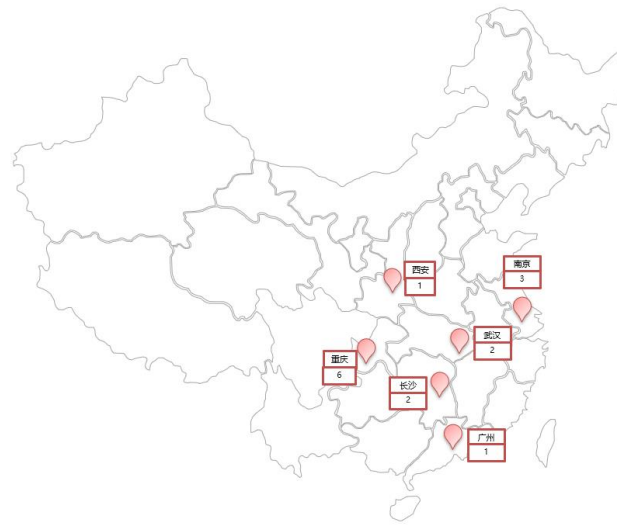
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、地产投资稳健经营，未来结转业绩值得期待

4.1、项目聚焦高能级城市，销售数据同比改善

在地产投资板块，公司目前住宅开发分为“洛悦系”和“珑悦系”两个产品系列。截至 2023 年底，公司可售项目主要分布于武汉、重庆、南京等地。同时公司根据行业发展趋势，主动优化业务模式，加强与标杆企业合作力度，形成了“联合投资+联合操盘”资源共享、优势互补的发展路径，与华润、招商、金地、保利等公司建立了良好的合作伙伴关系。如深圳润峯府项目便是公司在 2020 年与金地+华润+前海控股组成竞标联合体，以最高限价 81.519 亿元竞得，公司项目权益比例为 20%，2021 年 12 月 21 日项目迎来首开，并一举售罄，销售金额超 99 亿元。

图10：截至 2023 年底公司可售项目主要分布于武汉、重庆、南京等地



资料来源：公司官网、开源证券研究所

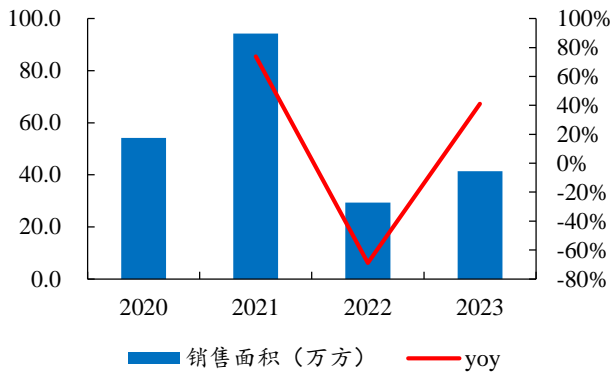
表6：公司目前住宅开发分为“洛悦系”和“珑悦系”两个产品系列

产品系列	项目位置	项目名称	开发指标
洛悦系	武汉	武汉·洛悦华府	 总占地面积 10.37 万方，总建筑面积 24.05 万方，容积率 2.1
	武汉	武汉·洛悦府	 总建筑面积约 26 万平方米，绿化率 30%

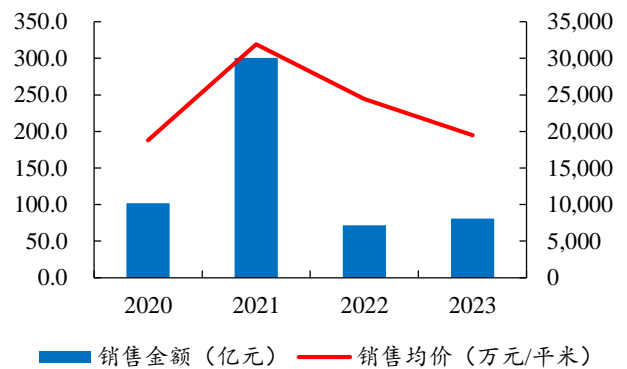
产品系列	项目位置	项目名称	开发指标
	武汉	武汉·泷悦芳华	 总建筑面积 11.7 万方，绿化率 30%
	重庆	重庆·泷悦芳华	 总建筑面积 13.2 万方，整体由 28 栋洋房组成，约 1.5 的容积率
	重庆	重庆·泷悦城	 总建筑面积 147 万方，绿化率 35%
	重庆	重庆·泷悦府	 总建筑面积 17.7 万平方米，绿化率 25%
	武汉	武汉·泷悦华府	 总建筑面积 18.3 万方，涵盖别墅、洋房、高层住宅、写字楼、商业等多种业态
泷悦系	重庆	重庆·泷悦华府	 总建筑面积 10.2 万方，容积率 1.5，规划为花园洋房、叠拼别墅高端产品

资料来源：公司官网、中国电建地产公众号、开源证券研究所

正是得益于 2021 年深圳润峯府项目实现销售，公司 2021 全年销售面积 94.2 万方，销售金额 300.8 亿元，同比分别高增 73.8%、195.2%，销售均价也同比增长 69.8% 至 31916.0 元/平米。之后由于无该类高端项目销售，2022 年公司销售数据大幅下滑，销售面积 29.3 万方，销售金额 71.7 亿元，同比分别下降 68.9%、76.2%，销售均价同比下降 23.5% 至 24416.4 元/平米。2023 年公司销售数据有所改善，销售面积 41.4 万方，销售金额 80.7 亿元，同比分别增长 41.2%、12.6%，但销售均价同比下降 20.3% 至 19468.3 元/平米。

图11：2023 年公司销售面积同比增长 41.2%


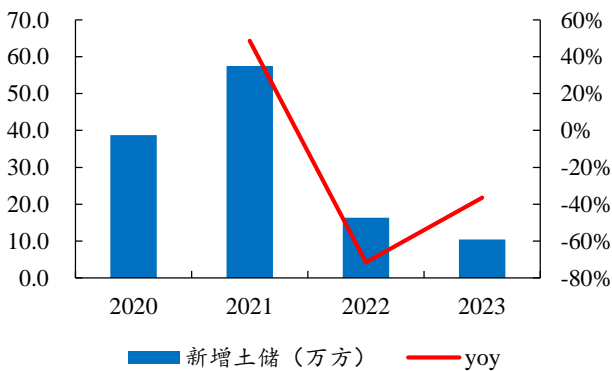
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023 年公司销售金额同比增长 12.6%


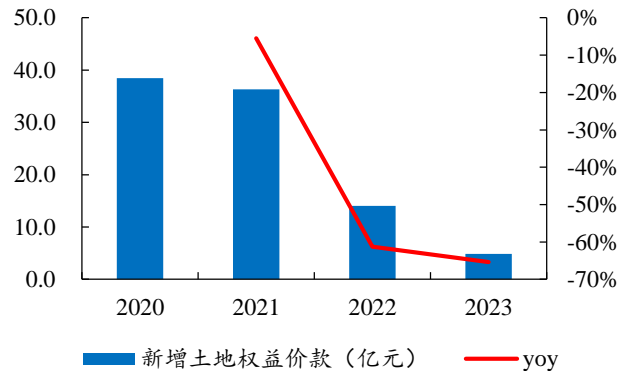
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、未售货值相对充裕，拿地强度有所下降

公司土地储备相对充裕。2023 年，公司践行区域深耕战略，成功获取重庆 L63 地块，新增土地储备面积 7.69 万平方米，权益对价 4.9 亿元。同比分别下降 36.5%、65.4%。公司 2023 年拿地强度（拿地金额/销售金额）仅为 9%，较 2022 年下降 25 个百分点。但公司土储相对充裕，截至 2023 年底，公司累计土储 14.9 万方，同比增长 236.7%。如考虑已开工未售货值，以 2023 年公司销售面积为基准，公司剩余总货值可至少满足 2 年销售需求。

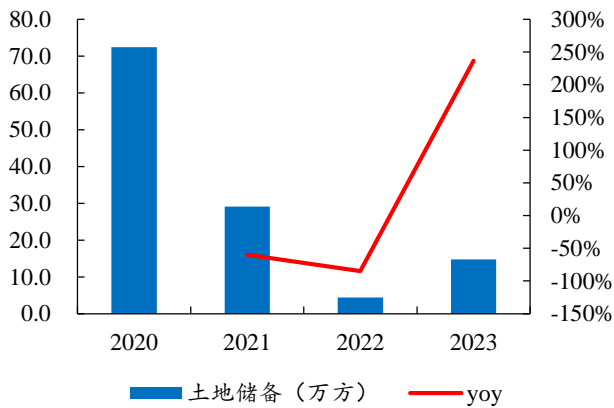
图13：2023 年公司销售面积同比下降 41.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2023 年公司销售金额同比下降 12.6%


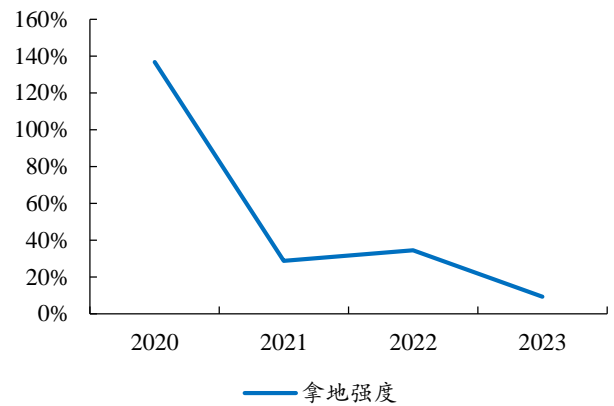
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 截至 2023 年底公司累计土储 14.9 万方



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

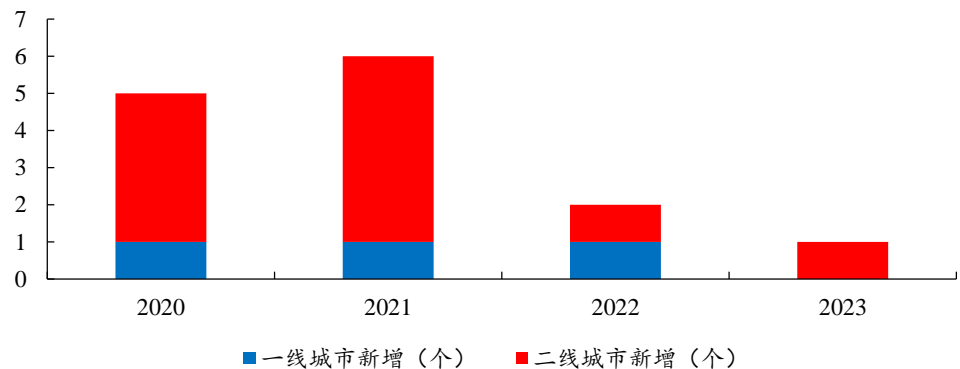
图16: 公司拿地强度呈下降趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司拿地聚焦高能级城市。2020 年至 2023 年期间，公司共新增 14 幅地块，全部集中于一、二线城市，其中一线城市包含北京、广州、深圳，地块占比 21.4%。二线城市包含重庆、西安、南京、长沙，地块占比 78.6%。

图17: 公司拿地聚焦高能级城市

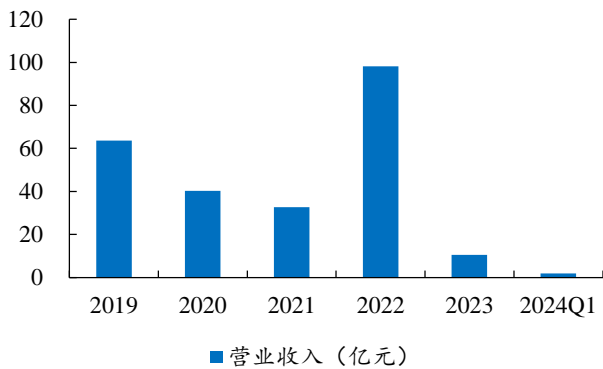


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

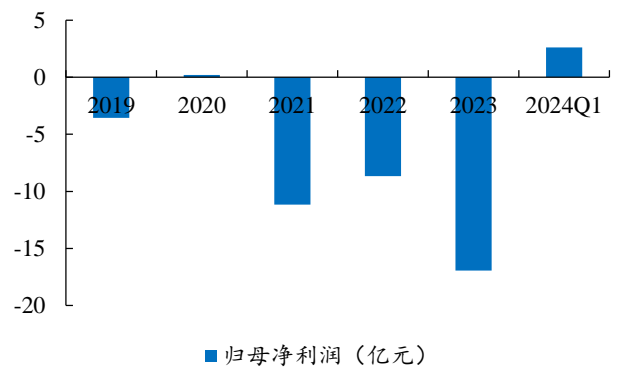
5、多元业务协同经营，保障资金链安全稳健

5.1、地产销售影响经营业绩，2024Q1 实现由亏转盈

经营业绩端来看，公司 2023 年全年实现营业收入 10.6 亿元，同比下降 89.2%。实现归母净利润-16.9 亿元，同比下降 105.7%。2024 年第一季度公司实现营业收入 1.9 亿元，同比微降 0.4%，实现归母净利润 2.6 亿元，同比高增 260.1%。实现了从 2021 年以来首次由亏转盈。

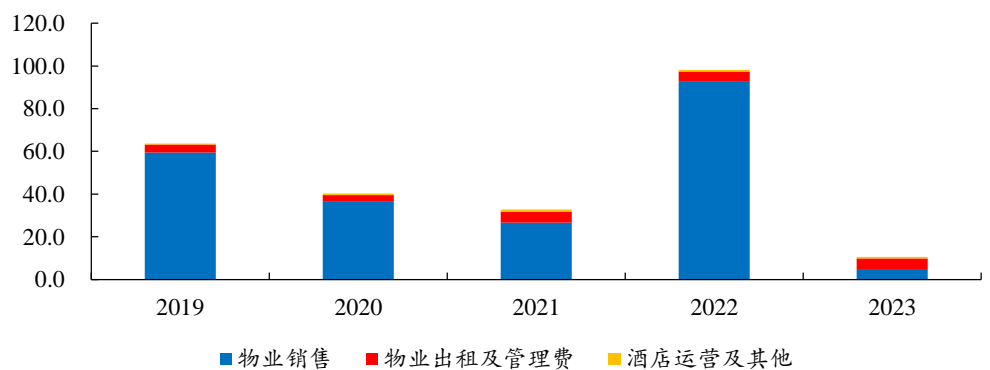
图18: 2024Q1 公司营业收入同比微降 0.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024Q1 公司实现由亏转盈


数据来源: Wind、开源证券研究所

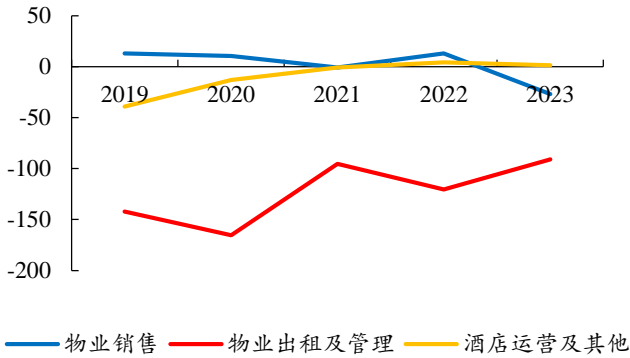
公司经营业绩波动较大,主要是受到地产销售周期性结转影响。公司的收入来源为地产物业销售、物业出租及管理费收入、酒店运营及其他。2022年由于深圳玺云著花园、南京雍澜和府等大体量开发项目交付结利,因此物业销售全年实现收入92.9亿元,同比高增248.8%,带动全年收入同比增长200.0%。而2023年公司无新增结利项目,导致物业销售结利收入金额大幅减少至5.0亿元,进而影响全年收入大幅下滑。从收入占比来看,2022年物业销售营收占比94.62%,其余业务收入占比5.38%。2023年物业销售营收占比46.74%,其余业务收入占比53.26%。

图20: 公司经营业绩受地产项目结转影响较大 (单位: 亿元)


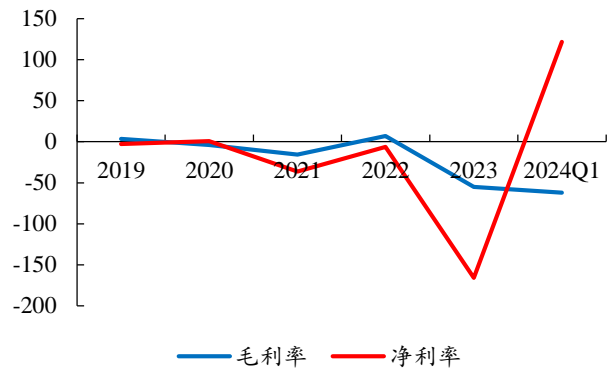
数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力来看,截至2023年底,物业销售、物业出租及管理业务毛利率为负值,分别为-26.98%、-91.07%,同比分别下降40.08个百分点和提高29.52个百分点。酒店运营及其他毛利率为+1.24%,但同比下降3.12个百分点。物业销售毛利率波动较大主要是受当期项目结转收入的周期性影响。而物业出租及管理业务毛利率虽呈震荡改善趋势,但持续处于亏损状态,除受宏观经济下行及市场竞争加剧等外部因素影响,同时为应对市场变化,公司持续对商业运营项目主动进行局部的调改升级,涉及的高额改造支出、对商户调改期提供的各项补贴政策等支出造成该业务毛利率始终较低。受该两项业务的亏损影响,公司毛利率呈下行趋势,截至2024年一季度末,公司毛利率-62.24%。但得益于公司一季度内转让三家子公司股权,最终实现投

资收益 5.45 亿元，同比激增 2540.12%，公司 2024Q1 实现净利率为 121.79%。

图21：2023 年物业销售、商业运营业务毛利率为负（%）


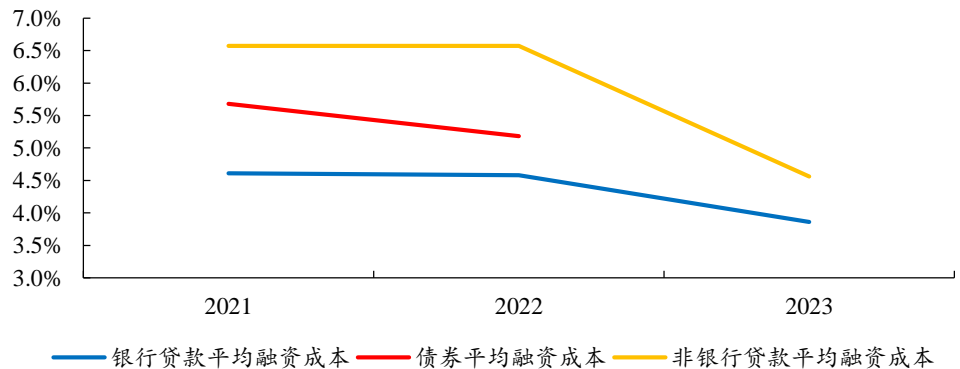
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2024Q1 公司实现净利率 121.79%（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、多渠道融资优势明显

公司拥有多元的融资渠道。截至 2023 年底，公司有息负债共计 144.47 亿元，其中电建地产股东借款 111.38 亿元，股东借款占比 77.10%，公司股东借款综合平均借款利率 4.11%/年，借款利率参考公司同期融资平均成本确定。融资途径来源于银行借款、票据、债券和非银行类贷款。截至 2023 年底，银行贷款、非银行类贷款平均融资成本分别为 3.86%、4.56%，较 2022 年分别压降 0.72、2.01 个百分点。

图23：公司拥有多元融资渠道


数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

物业销售：我们预测 2024-2026 年收入同比增速分别为+749.7%、-1.2%、+44.7%。公司截至 2026 年底预计结转 2023 年之前获取项目，所以根据 2023 年公司各项目开发进度及销售、结转情况，我们假设 2024-2026 年间可售资源分别去化 50%、30%、20%，已售未结转部分在项目竣工后分别结转 80%、20%。我们预计 2024 至 2026 年公司地产结转收入分别为 42.0、41.6、60.1 亿元。毛利率方面，按照项目毛利率=（销售均价*可售面积-预计总投资）/（销售均价*可售面积），预计 2024 该业务毛利

率为 4.0%，公司 2021 年后拿地聚焦一二线城市，项目收益率预计将逐渐提升，预计 2025-2026 年业务毛利率为 7%、10%。

物业出租及管理费：我们预测 2024-2026 年收入同比增速均为+6.3%。未来公司计划将积极拓展商业运营实施平台，假设公司 2024 至 2026 年期间物业出租面积逐年增长 5%，出租坪效保持不变情况下，出租率逐年提升 1 个百分点，则预计 2024 至 2026 年物业出租及管理费收入分别为 5.3、5.6、5.9 亿元，毛利率方面，公司商业运营部分项目仍处于培育期，且受租赁成本的影响，所以该板块业务仍将亏损，但随着市场回暖以及公司降本增效，该业务有望逐步减亏。

酒店运营及其他：我们预测 2024-2026 年收入同比增速分别为+1.3%、+11.7%、+11.6%。业务涵盖产业园、酒店、写字楼、长租公寓等业态，公司未来将依托控股股东与实际控制人资源优势，通过盘活电建集团内存量资产实现运营面积的增长。所以我们假设公司 2024 至 2026 年期间物业出租面积逐年增长 5%，出租坪效 2024-2026 年分别同比-5%、+5%、+5%。出租率逐年提升 1 个百分点，则预计 2024 至 2026 年物业出租及管理费收入分别为 0.7、0.8、0.9 亿元。毛利率方面，该业务 2023 年已实现盈利，未来通过公司各项经营举措，预计毛利率可持续改善。

表7：我们预测公司 2024 年业绩端有望同比改善

主营业务	指标	2022	2023	2024	2025	2026
物业销售	收入（亿元）	92.9	4.9	42.0	41.6	60.1
	yoy	248.8%	-94.7%	749.7%	-1.2%	44.7%
	营业成本（亿元）	80.7	6.3	40.4	38.7	54.1
	毛利率	13.1%	-27.0%	4.0%	7.0%	10.0%
物业出租及管理费	收入（亿元）	4.5	4.9	5.3	5.6	5.9
	yoy	-11.5%	9.5%	6.3%	6.3%	6.3%
	营业成本（亿元）	10.0	9.4	8.9	8.4	7.7
	毛利率	-120.6%	-91.1%	-70%	-50%	-30%
酒店运营及其他	收入（亿元）	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
	yoy	-22.9%	-9.4%	1.3%	11.7%	11.6%
	营业成本（亿元）	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
	毛利率	4.4%	1.2%	2%	3%	4%
合计	收入（亿元）	98.2	10.6	48.0	47.9	67.0
	yoy	200.0%	-89.2%	353.5%	-0.2%	39.7%
	营业成本（亿元）	91.4	16.4	50.0	47.8	62.7
	毛利率	6.9%	-55.0%	-4.2%	0.3%	6.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取同样拥有地产开发及商业运营业务的新城控股、龙湖集团、金融街作为可比公司，2024 年可比公司 PE 均值为 6.7。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-6.2、-3.5、0.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为-5.9、-10.6、68.2 倍，2024-2025 年预测 PE 低于可比公司均值，2026 年高于可比公司均值。我们主要考虑到目前地产行业已逐渐筑底，认房不认贷、降低房贷利率、降低首付比等国家调控政策已陆续出台并落地，市场将会稳步复苏。公司作为中国电建旗下地产开发及城市综合运营业务的唯一平台，通过近 30 年的发展，已形成多元业务并行的经营战略，未来业

绩有望在行业修复期逐步改善，同时依托股东优势，融资渠道保持畅通，保障公司长期发展，据此我们首次覆盖给予公司“增持”评级。

表8：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-6.2、-3.5、0.5 亿元

证券代码	证券简称	评级	总市值(亿元)		归母净利润/亿元			PE/倍			
			2024/9/26	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000402.SZ	金融街	未评级	115.1	-19.5	-16.4	-5.5	6.3	-5.9	-7.0	-21.1	18.4
0960.HK	龙湖集团	买入	890.7	128.5	108.4	121.0	131.8	6.9	8.2	7.4	6.8
601155.SH	新城控股	买入	330.2	7.4	11.8	16.7	21.6	44.8	28.1	19.8	15.3
	平均值							15.3	9.8	2.0	13.5
002305.SZ	南国置业	增持	36.8	-16.9	-6.2	-3.5	0.5	-2.2	-5.9	-10.6	68.2

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：可比公司中除金融街来自 Wind 一致预期外，其余公司数据均为开源证券预测。

7、风险提示

(1) 公司拿地强度不及预期：公司近几年拿地强度呈下降趋势，如未来公司不能及时新增开发地块，则未来地产业务收入将承压。

(2) 项目结转情况不及预期：公司业绩情况与地产项目结转情况关系密切，如果项目不能按时竣工及交房，则会导致项目结转承压，进而导致公司业绩下滑。

(3) 政策调控不及预期：当前房地产行业受国家宏观调控政策影响较大，若地方政府不能及时出台相应楼市优化政策，则公司在项目去化、资金回笼等方面将受到影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19528	18838	18279	17831	17313
现金	2454	2434	1920	1917	2009
应收票据及应收账款	231	329	314	328	346
其他应收款	2810	2405	2396	2397	2067
预付账款	35	40	56	40	49
存货	13677	13188	13129	12707	12369
其他流动资产	319	442	464	442	473
非流动资产	9668	9451	9282	9099	8948
长期投资	3583	3286	2988	2770	2572
固定资产	485	468	529	523	557
无形资产	1	1	1	0	0
其他非流动资产	5599	5696	5764	5806	5819
资产总计	29196	28289	27561	26930	26260
流动负债	19138	21706	21801	21974	21669
短期借款	0	184	1291	573	574
应付票据及应付账款	2147	1409	1648	1730	2062
其他流动负债	16991	20112	18862	19671	19033
非流动负债	5873	4313	4123	3687	3263
长期借款	3501	2492	2302	1867	1442
其他非流动负债	2372	1821	1821	1821	1821
负债合计	25011	26019	25924	25661	24932
少数股东权益	2006	1785	1772	1750	1756
股本	1734	1734	1734	1734	1734
资本公积	1298	1298	1298	1298	1298
留存收益	-854	-2547	-3180	-3548	-3488
归属母公司股东权益	2178	485	-135	-481	-428
负债和股东权益	29196	28289	27561	26930	26260

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2337	1578	-952	1018	360
净利润	-588	-1757	-633	-368	60
折旧摊销	136	154	73	83	92
财务费用	556	624	70	73	40
投资损失	-105	-23	-88	-107	-133
营运资金变动	-3240	1639	-418	1285	233
其他经营现金流	904	942	44	52	68
投资活动现金流	-609	138	156	171	148
资本支出	88	37	202	118	139
长期投资	-573	300	298	218	198
其他投资现金流	53	-124	60	71	89
筹资活动现金流	784	-1759	-1008	-474	-418
短期借款	-15	184	1107	-718	1
长期借款	-855	-1009	-190	-436	-425
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	18	0	0	0	0
其他筹资现金流	1636	-935	-1926	680	6
现金净增加额	-2162	-43	-1805	715	90

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9819	1059	4801	4794	6696
营业成本	9143	1642	5000	4780	6269
营业税金及附加	236	-24	24	34	67
营业费用	187	94	96	96	134
管理费用	91	112	96	110	134
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	556	624	70	73	40
资产减值损失	-251	-323	-240	-192	-134
其他收益	3	4	6	6	5
公允价值变动收益	-1	-126	-32	-40	-49
投资净收益	105	23	88	107	133
资产处置收益	0	14	4	4	5
营业利润	-592	-1787	-675	-429	-11
营业外收入	169	9	49	58	71
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	-423	-1779	-627	-372	59
所得税	165	-21	6	-4	-1
净利润	-588	-1757	-633	-368	60
少数股东损益	235	-64	-13	-22	6
归属母公司净利润	-823	-1693	-620	-346	54
EBITDA	-130	-1522	-484	-216	191
EPS(元)	-0.47	-0.98	-0.36	-0.20	0.03

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	200.0	-89.2	353.4	-0.2	39.7
营业利润(%)	50.4	-201.9	62.2	36.4	97.3
归属于母公司净利润(%)	26.2	-105.7	63.4	44.2	115.6
获利能力					
毛利率(%)	6.9	-55.0	-4.2	0.3	6.4
净利率(%)	-8.4	-159.9	-12.9	-7.2	0.8
ROE(%)	-14.1	-77.4	-38.7	-29.0	4.5
ROIC(%)	-4.4	-38.5	-13.9	-11.5	4.4
偿债能力					
资产负债率(%)	85.7	92.0	94.1	95.3	94.9
净负债比率(%)	91.3	60.9	137.4	89.3	50.0
流动比率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	50.6	3.8	15.0	15.0	20.0
应付账款周转率	5.2	1.1	3.5	3.0	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.47	-0.98	-0.36	-0.20	0.03
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.35	0.91	-0.55	0.59	0.21
每股净资产(最新摊薄)	1.26	0.28	-0.08	-0.28	-0.25
估值比率					
P/E	-4.5	-2.2	-5.9	-10.6	68.2
P/B	1.7	7.6	-27.1	-7.6	-8.6
EV/EBITDA	-72.4	-4.5	-15.9	-30.4	31.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn