

2017年04月10日

北京城建 (600266.SH)

公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

京津冀棚改专家，潜在价值低估

——公司 2016 年报点评

■ **事件**：公司 30 日公布 2016 年报：全年实现营业收入 116.28 亿元，同比增长 26.69%；实现归属于上市公司股东净利润 14.44 亿元，同比增长 1.02%；基本 EPS0.92 元，同比增长 1.1%；此外公司拟每 10 股分红 2.8 元（含税）。

■ **销售回款创新高，北京占比 82%**。1) **结算增长 3 成，毛利略有下滑**：16 年公司房地产开发业务实现营收 111.60 亿元，同比+27.94%，北京、重庆、天津、青岛项目结算均大幅增加。由于北京存量项目结算毛利下降，全年公司结算毛利率 30.85%，比上年降低 7.85 个 pct。2) **销售回款创历史新高**：公司 2016 年实现销售金额 156.2 亿 (+34%)，销售面积 101.6 万方 (+42%)，销售回款 168.99 亿元，同比增长 50.27%，销售额、销售回款创历史新高；3) **股权投资可圈可点，国信证券股价波动带来综合收益减少**：公司全年实现投资收益达 3.51 亿元，同比增长 66.14%，主要来自国信证券分红 (2.06 亿)，但国信证券股价下跌导致可供出售金融资产本报告期末 68.40 亿元，比上年末减少 6.51 亿元，导致其他综合收益-7.5 亿元。

■ **土地拓展创纪录、棚改项目唱主角**：1) **土地投资力度大增**：公司全年土地拓展总建面 453 万方 (2015 年 145.13 万方、2014 年 55.63 万方)，再创公司历史纪录：**a.棚户区改造的获取成为最大亮点**：公司 2016 年获得了望坛、张仪村、怀柔新城 03 街区和顺义临河村项目 (合计总建面 377.65 万方)。**b.核心二线城市扩张**：公司在年底以 20.4 亿和 29.8 亿竞得了南京 (9.1 万方)、重庆项目 (55.36 万方)。**c.以招标方式获得了奥体文化商务园项目**，云蒙山文化旅游项目全面启动；2) **棚改项目利润丰厚，收益释放在今明**：望坛项目总建面 136 万方，地上面积 80.6 万方。预计利润率高达 15%，则预期共可以带来净利润 60 亿左右；公司持有郑州京城地产 75% 的股权，京城地产拟拟参与郑州欧亚片区棚改项目 (总建面 45.97 万方)。

■ **打通多条融资渠道**：1) **设立地产基金**：公司以奥体文化商务园项目为标的，发行了 30 亿元规模的三期基金 (加上一、二期总规模达 82.43 亿元)；2) **银团融资融资**：公司启动了银团融资，从七家银行取得 336 亿元融资规模；3) **设立基金管理公司**：2016 年 6 月，公司与太平资产及控股股东合作发起设立北京城建基础设施投资基金，公司占 29% 份额，搭建资金融通与运作平台，通过基金管理公司开展基金融资业务。

■ **投资大师、收益可观**：16 年公司股权投资额达 12.72 亿元，同比增长 264.69%，目前公司对外投资企业 12 家，总投资额 15.22 亿元；5 月，公司按底价 32.54 元/股参与报价并出资 1.4 亿元认购了中科曙光股票，通过认购非公开发行股票的方式增资了中科曙光，参与了中信建投 H 股认购，公司目前持有国信证券 (2.06 亿元)、锦州银行 (0.18 亿元) 等上市公司股份，提供可观分红外，另外持有北科建 (0.59 亿元) 等未来潜在上市标的。

■ **投资建议**：公司背靠北京国匠城建集团，京津冀棚改经验丰富，资源拓展迅速。受益于通州副中心及雄安新区建设，有望为公司带来持续优质资源、丰厚利润。预计公司 2017-2019EPS 为 1.01、1.16、1.58 元，对应目标价 23.6 元，给予买入-A 评级。

■ **风险提示**：北京市房地产调控调整影响销售、股权投资收入不及预期。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	9,178.2	11,627.8	14,109.2	16,943.2	20,254.4
净利润	1,429.0	1,443.6	1,578.1	1,824.7	2,483.2
每股收益(元)	0.91	0.92	1.01	1.16	1.58
每股净资产(元)	12.39	12.55	11.12	11.32	13.27

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	20.2	20.0	18.3	15.8	11.6
市净率(倍)	1.5	1.5	1.7	1.6	1.4
净利润率	15.6%	12.4%	11.2%	10.8%	12.3%
净资产收益率	7.4%	7.3%	9.1%	10.3%	11.9%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.7%	1.9%	2.6%
ROIC	7.9%	7.6%	9.1%	12.3%	15.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

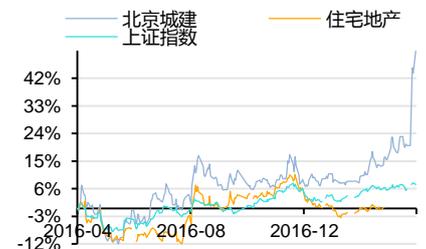
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**23.6 元**
股价 (2017-04-10) **18.39 元**

交易数据

总市值(百万元)	28,817.87
流通市值(百万元)	27,898.37
总股本(百万股)	1,567.04
流通股本(百万股)	1,517.04
12 个月价格区间	11.00/18.39 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.97	32.93	35.4
绝对收益	30.61	36.02	44.93

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

北京城建：公司 16 年半年报点评
2016-08-15

北京城建：玩转京都一二级联动，背靠“国匠”的投资大师
2016-03-28

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,178.2	11,627.8	14,109.2	16,943.2	20,254.4	成长性					
减:营业成本	5,652.4	8,056.3	9,451.8	11,573.9	13,440.8	营业收入增长率	-8.3%	26.7%	21.3%	20.1%	19.5%
营业税费	1,093.1	970.6	1,324.0	1,674.1	1,864.2	营业利润增长率	-0.8%	9.5%	18.1%	7.0%	40.3%
销售费用	230.3	282.0	297.7	397.8	464.7	净利润增长率	4.1%	1.0%	9.3%	15.6%	36.1%
管理费用	412.5	404.5	596.8	689.2	795.1	EBITDA 增长率	-2.9%	11.0%	19.2%	7.8%	38.6%
财务费用	89.6	127.2	177.2	209.4	250.5	EBIT 增长率	-3.0%	10.9%	19.3%	7.8%	38.7%
资产减值损失	55.1	65.2	40.7	47.1	52.0	NOPLAT 增长率	-4.1%	11.7%	19.3%	7.6%	38.9%
加:公允价值变动收益	32.1	-6.0	-	-	-	投资资本增长率	17.0%	-1.2%	-20.0%	11.7%	5.8%
投资和汇兑收益	211.4	351.1	220.5	261.0	277.5	净资产增长率	22.3%	3.2%	-9.0%	2.8%	17.5%
营业利润	1,888.6	2,067.3	2,441.6	2,612.8	3,664.7	利润率					
加:营业外净收支	33.9	32.2	34.6	33.6	33.4	毛利率	38.4%	30.7%	33.0%	31.7%	33.6%
利润总额	1,922.6	2,099.5	2,476.1	2,646.3	3,698.1	营业利润率	20.6%	17.8%	17.3%	15.4%	18.1%
减:所得税	439.0	468.7	553.9	595.7	828.5	净利润率	15.6%	12.4%	11.2%	10.8%	12.3%
净利润	1,429.0	1,443.6	1,578.1	1,824.7	2,483.2	EBITDA/营业收入	21.7%	19.0%	18.7%	16.7%	19.4%
						EBIT/营业收入	21.6%	18.9%	18.6%	16.7%	19.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	7	6	5	4	4
货币资金	6,995.2	9,727.6	12,006.6	12,876.8	15,393.3	流动营业资本周转天数	896	880	711	578	515
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,841	1,794	1,670	1,517	1,423
应收账款	1,385.1	1,473.5	1,269.9	2,509.1	1,969.3	应收账款周转天数	41	44	35	40	40
应收票据	-	-	0.8	0.2	0.3	存货周转天数	1,457	1,437	1,308	1,156	1,082
预付账款	995.4	1,942.5	1,260.6	3,265.4	1,638.8	总资产周转天数	2,243	2,169	1,996	1,799	1,665
存货	42,050.0	50,765.6	51,786.0	57,073.0	64,715.6	投资资本周转天数	821	695	512	402	365
其他流动资产	283.0	289.2	386.8	319.7	331.9	投资回报率					
可供出售金融资产	7,491.1	6,840.1	8,742.1	7,791.1	9,132.1	ROE	7.4%	7.3%	9.1%	10.3%	11.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	2.1%	2.4%	2.3%	2.9%
长期股权投资	1,347.6	1,385.3	1,252.5	1,204.4	1,156.6	ROIC	7.9%	7.6%	9.1%	12.3%	15.2%
投资性房地产	2,595.0	2,456.7	2,609.7	2,708.6	2,746.5	费用率					
固定资产	165.8	190.5	197.6	196.2	199.6	销售费用率	2.5%	2.4%	2.1%	2.3%	2.3%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	4.5%	3.5%	4.2%	4.1%	3.9%
无形资产	-	-	-	-	-	财务费用率	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	726.3	986.3	880.0	999.6	1,077.8	三费/营业收入	8.0%	7.0%	7.6%	7.7%	7.5%
资产总额	64,034.6	76,057.4	80,392.6	88,944.2	98,362.0	偿债能力					
短期债务	20.0	10.0	-	1,274.5	879.8	资产负债率	68.1%	72.3%	76.2%	77.9%	76.5%
应付账款	7,674.0	10,149.7	12,405.2	16,363.3	15,376.5	负债权益比	213.8%	261.2%	319.6%	351.5%	324.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.96	2.16	1.95	1.93	1.91
其他流动负债	18,652.0	19,547.3	21,843.6	21,842.1	27,796.0	速动比率	0.37	0.45	0.44	0.48	0.44
长期借款	5,782.8	10,245.6	12,312.1	13,912.5	15,873.7	利息保障倍数	22.08	17.25	14.78	13.48	15.63
其他非流动负债	11,500.5	15,048.8	14,672.0	15,852.0	15,286.7	分红指标					
负债总额	43,629.3	55,001.4	61,232.9	69,244.3	75,212.6	DPS(元)	0.28	-	0.31	0.36	0.49
少数股东权益	994.8	1,391.6	1,735.7	1,961.6	2,348.0	分红比率	30.7%	0.0%	30.6%	30.7%	30.7%
股本	1,567.0	1,567.0	1,567.0	1,567.0	1,567.0	股息收益率	1.5%	0.0%	1.7%	1.9%	2.6%
留存收益	11,855.7	12,860.5	15,857.0	16,171.2	19,234.3						
股东权益	20,405.3	21,055.9	19,159.7	19,699.9	23,149.3						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.91	0.92	1.01	1.16	1.58
现金流量表						BVPS(元)	12.39	12.55	11.12	11.32	13.27
						PE(X)	20.2	20.0	18.3	15.8	11.6
净利润	1,483.6	1,630.7	1,578.1	1,824.7	2,483.2	PB(X)	1.5	1.5	1.7	1.6	1.4
加:折旧和摊销	22.2	14.0	13.9	14.9	16.3	P/FCF	15.0	9.6	3.8	21.0	9.7
资产减值准备	55.1	65.2	-	-	-	P/S	3.1	2.5	2.0	1.7	1.4
公允价值变动损失	-32.1	6.0	-	-	-	EV/EBITDA	13.1	10.7	11.1	10.9	7.4
财务费用	145.9	164.9	177.2	209.4	250.5	CAGR(%)	11.4%	20.7%	8.6%	11.4%	20.7%
投资损失	-211.4	-351.1	-220.5	-261.0	-277.5	PEG	1.8	1.0	2.1	1.4	0.6
少数股东损益	54.6	187.2	344.1	226.0	386.4	ROIC/WACC	1.3	1.3	1.5	2.1	2.6
营运资金的变动	-2,052.9	309.9	4,668.9	-2,148.3	-1,182.6	REP	0.9	0.8	1.1	0.7	0.5
经营活动产生现金流量	-5,631.3	-1,743.0	6,561.6	-134.4	1,676.3						
投资活动产生现金流量	484.5	67.6	-1,855.5	1,099.6	-1,121.1						
融资活动产生现金流量	5,542.3	4,403.0	-2,427.1	-95.0	1,961.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034