

2017年04月12日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

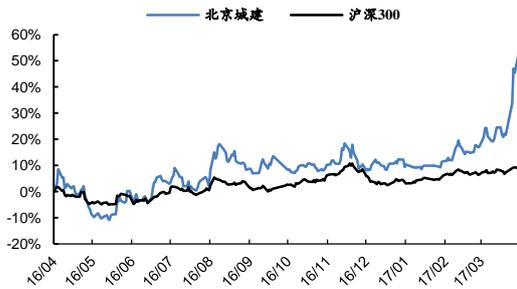
证券分析师：  
010-88576686

王嵩 S0350517010001  
wangs@ghzq.com.cn

## 棚改先锋，京内资源获取优势显著

### ——北京城建（600266）2016 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
北京城建	31.5	40.4	52.3
沪深 300	2.6	6.0	9.3

市场数据 2017-04-11

当前价格（元）	18.51
52 周价格区间（元）	10.67 - 19.50
总市值（百万）	29005.91
流通市值（百万）	28080.41
总股本（万股）	156704.00
流通股（万股）	151704.00
日均成交额（百万）	282.51
近一月换手（%）	75.60

相关报告

《北京城建（600266）2016 年中报点评：区域布局优势彰显，多元化驱动盈利能力提升》——2016-08-17

《北京城建（600266）深度研究报告：优质土储稳步扩张，多元投资运筹帷幄》——2016-04-25

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 事件：

**北京城建发布 2016 年年报：** 公司全年实现营业收入 116.3 亿元，同比增长 26.7%，实现归母净利润 14.44 亿元，同比增长 1.02%，对应 EPS 0.92 元；ROE 为 7.39%，较 2015 年减少 0.76 个百分点；公司拟每 10 股派现 2.8 元（含税）。

## 投资要点：

- 利润低于预期，分红稳定：** 2016 年公司实现营业收入 116.3 亿元，同比增长 26.7%，而同期产生归母净利润 14.4 亿元，同比仅增长 1.02%，公司利润增速小于营收主要是由于京内保障房结算比例增加，导致北京地区毛利率下降 6.1 个百分点至 34.5%，地产业务整体结算毛利率下降 7.85 个百分点至 30.85%，随着保障房结算的相继完成，商品房项目进入结算周期预计将提升整体利润率；现金分红层面，公司近年分红比例均保持在净利润 30% 左右的水平，2016 年拟每 10 股派息 2.8 元（含税），对应股息率为 1.51%。
- 销售回款锁定业绩，发挥棚改优势大举补充土储：** 公司 2016 年实现销售回款 168.99 亿元，同比增长 50.27%，年末预收房款亦达到 121.7 亿元，相比期初增长 29%，其中主要为北京地区项目贡献，2017 年一季度公司录得销售额约 40 亿元，销售回款约 50 亿元。土地拓展方面，公司全年新增土地储备面积 453 万平方米，远高于历年水平，其中参与棚户区改造拓展土地资源成为最大亮点，年内公司相继获得了望坛、张仪村、怀柔、顺义临河村以及郑州欧亚片区棚改项目，总建筑面积达到 303.7 万平方米。北京城建作为棚改领域的排头兵，未来上市公司以及集团层面将持续关注包括通州、顺义、大兴、保定等地区在内的棚改项目。
- 股权投资贡献稳定收益：** 2016 年公司股权投资额为 12.7 亿元，同比增长 264.7%，年内先后以 1.4 亿元认购中科曙光定向增发、以 1.38 亿元认购中信建投证券 H 股 IPO 发行，目前公司对外投资企业 12 家，总投资额为 15.22 亿元。在股权投资产生的投资收益方面，公司年内共收到国信证券及锦州银行分红 2.23 亿元，加上以权益法核算的长期股权投资收益和理财产品收益，公司合计录得投资收益 3.51 亿元，较 2015 年增长 66.1%。
- 积极创新融资渠道，财务状况稳健：** 公司近年来依托集团优势，融

合股权、债权、地产基金等多融资渠道积极补充资金，结合棚改项目资金需求量较大的特点，公司于年内首次启动银团融资，从七家银行共取得 336 亿元贷款，并以奥体文化商务园项目为标的，发行了 30 亿元规模的基金；此外公司有望利用参与中信建投 H 股契机打通境外资金渠道，公司目前还在积极探索权益类平层基金等方式以降低棚改项目中自有资金出资比例。截至 2016 年末，公司在手现金为 97.3 亿元，为短期负债+一年内到期非流动负债的 1.84 倍，净负债率则较 2015 年下降 8.8 个百分点至 54.8%，全年整体平均融资成本为 6.08%，较 2015 年下降 0.44 个百分点，整体财务状况保持稳健。

- **投资建议：**公司凭借强大的棚改项目获取能力持续补充京内外土地储备，未来仍有望在通州、顺义、大兴以及京津冀腹地采用一二级联动模式获取低成本土地，公司及集团层面将受益通州新城以及雄安新区的建设，股权投资每年可贡献稳定可观收益，多种创新融资渠道助力公司财务稳健，我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.13 元，对应 PE 分别为 17.8 倍和 16.4 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**调控政策导致房地产市场大幅波动风险；北京市棚改政策的不确定性；股权投资标的收益的不确定性等。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	11628	13165	14782	16237
增长率(%)	27%	13%	12%	10%
净利润（百万元）	1444	1630	1769	1872
增长率(%)	1%	13%	9%	6%
摊薄每股收益（元）	0.92	1.04	1.13	1.19
ROE(%)	7.34%	8.45%	9.38%	10.16%

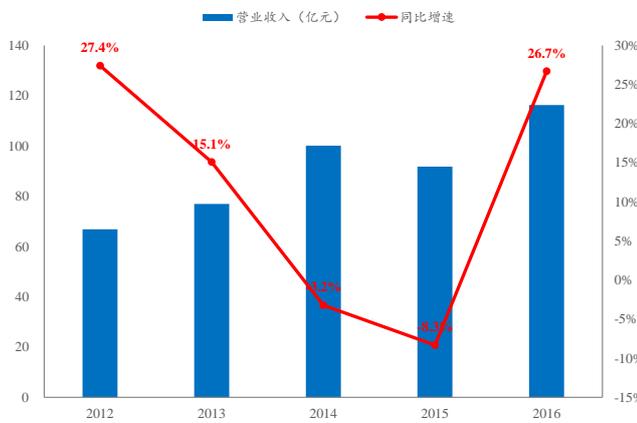
资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 1、利润低于预期，分红稳定

2016 年公司实现营业收入 116.3 亿元，同比增长 26.7%，而同期产生归母净利润 14.4 亿元，同比仅增长 1.02%，公司利润增速小于营收一方面是由于京内保障房结算比例增加，导致北京地区毛利率下降 6.1 个百分点至 34.5%，房地产业务整体结算毛利率下降 7.85 个百分点至 30.85%；另一方面，作为市属国企，公司考虑到未来各项硬性指标的弹性，为 2017 年的业绩增长预留了部分空间。随着保障房结算的相继完成，商品房项目进入结算周期预计将提升整体利润率。

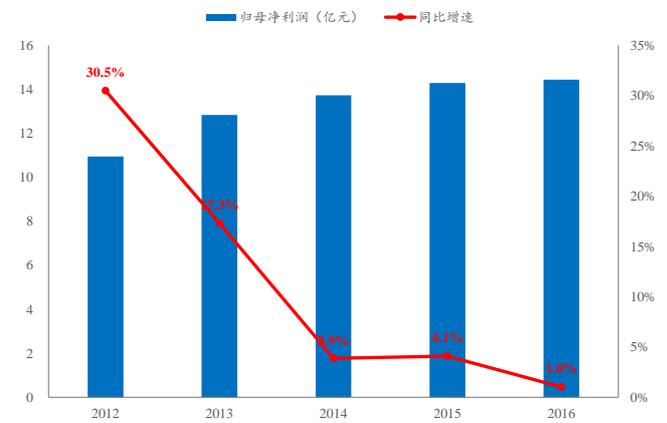
现金分红层面，公司近年分红比例均保持在净利润 30% 左右的水平，2016 年拟每 10 股派息 2.8 元（含税），对应股息率为 1.51%。

图表 1：北京城建各年度营收及同比增速



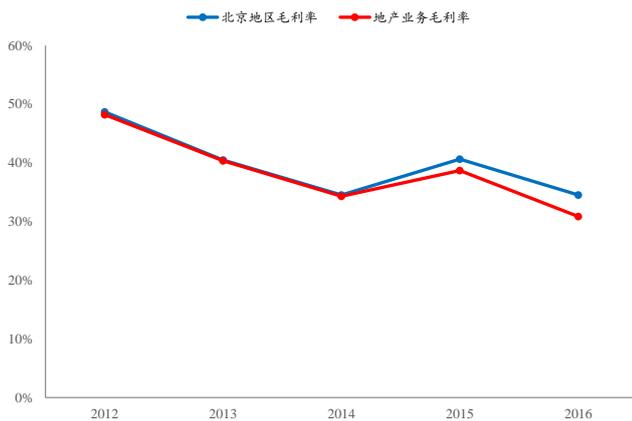
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 2：北京城建各年度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3：北京城建 2016 年毛利率有所下降



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 4：北京城建各年度现金分红情况

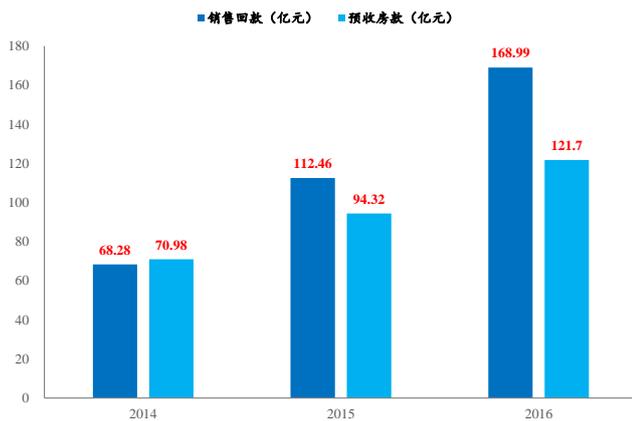
	每 10 股派息 (含税)	占净利润比例
2012	3.7 元	30.05%
2013	4.4 元	30.46%
2014	2.7 元	30.40%
2015	2.8 元	30.70%
2016	2.8 元	30.82%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、销售回款锁定业绩，发挥棚改优势大举补充土储

公司 2016 年实现销售回款 168.99 亿元，同比增长 50.27%，年末预收房款亦达到 121.7 亿元，相比期初增长 29%，其中主要为北京地区项目贡献。2017 年一季度公司录得销售额约 40 亿元，销售回款约 50 亿元，主力销售项目为世华龙樾商品房部分、北京密码、海梓府、动感花园，毛利率提升的同时进一步锁定了 2017 年业绩。

图表 5：北京城建销售回款及预收房款



资料来源：公司公告、国海证券研究所

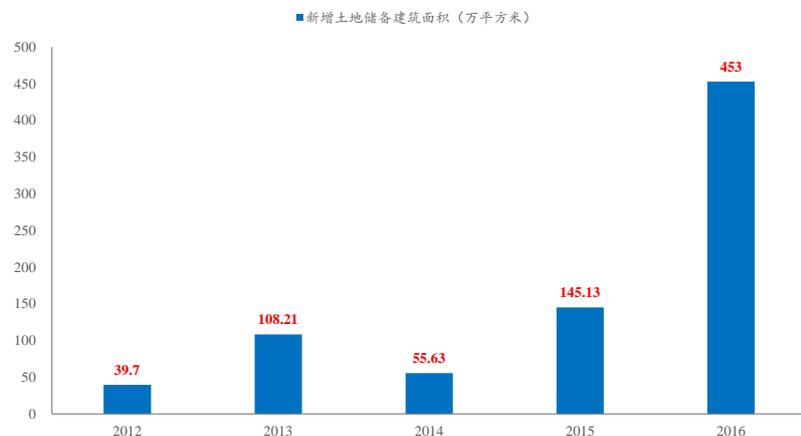
图表 6：北京城建主要项目预收房款情况

项目	预收房款 (亿元)
门头沟上悦居项目	19.84
北京密码	15.79
世华龙樾	13.97
东坝项目	9.92
成都熙城项目	7.55
红塘湾项目	6.74
奥体文化园	6.67
世华泊郡	6.07

资料来源：公司公告、国海证券研究所

土地拓展方面，公司全年新增土地储备面积 453 万平方米，远高于历年水平，其中参与棚户区改造拓展土地资源成为最大亮点，年内公司相继获得了望坛、张仪村、怀柔、顺义临河村以及郑州欧亚片区棚改项目，总建筑面积达到 303.7 万平方米。北京市棚改项目整体利润率可达 15%，由于部分一二级联动项目可能出现期末一次性确认收入而导致利润激增的情况，因此采取的是利润随着投资逐年确定的方式以平滑利润水平，整体上测算该部分将产生 100 亿元的收益，其中“棚改第一工程”望坛项目有望于 2017 年开工，计划投资回报期为 3-5 年。北京城建作为棚改领域的排头兵，未来上市公司以及集团层面将持续关注包括通州、顺义、大兴、保定等地区在内的棚改项目。

图表 7：北京城建历年新增土地储备情况



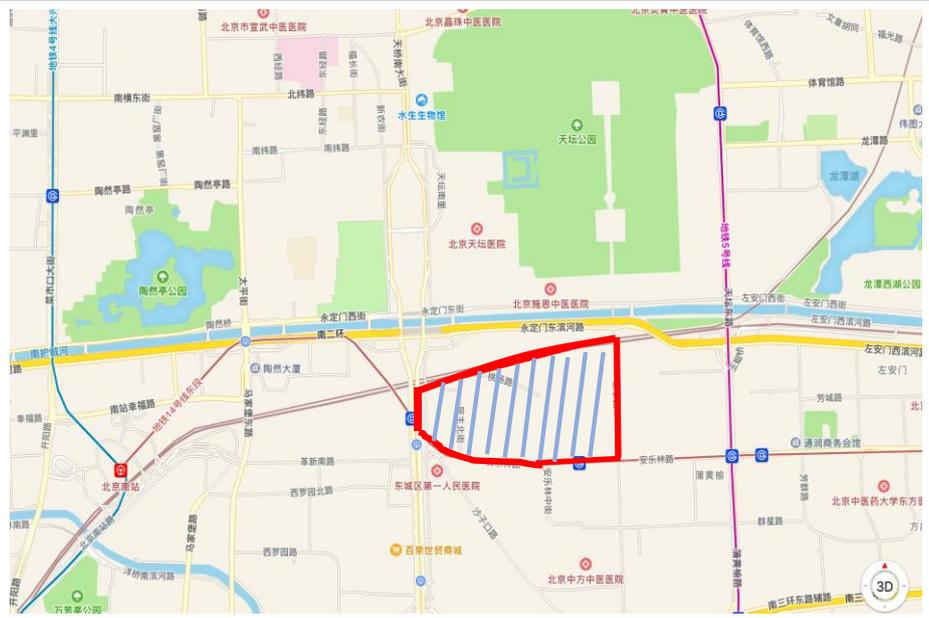
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 8: 北京城建 2016 年新增棚改项目

棚改项目	一级土地整理面积(平方米)	规划计容建筑面积(平方米)	总建筑面积(万平方米)	预计项目总投资(亿元)	预计收益率	权益比例
东城望坛棚改项目	464000	804597	136	411	15%	98%
丰台张仪村棚改项目	74200	160089	16.01	35	15%	91%
顺义仁和镇临河区棚改项目	1959500	2507700	75.3(含回迁房 42.47 万平)	184.9	12%-15%	100%
怀柔新城 03 街区下元、钓鱼台及东关棚改项目	237900	304100	30.38(含回迁房 9.89 万平)	41.6	12%-15%	92%
郑州欧亚片区棚改项目	-	-	45.97	-	-	75%

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 9: 望坛项目划定征收范围



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

### 3、股权投资贡献稳定收益

股权投资在公司近年战略发展中扮演着举足轻重的角色, 2016 年公司股权投资额为 12.7 亿元, 同比增长 264.7%, 年内先后以 1.4 亿元认购中科曙光定向增发、以 1.38 亿元认购中信建投证券 H 股 IPO 发行, 目前公司对外投资企业 12 家, 总投资额为 15.22 亿元。

截至 2016 年末, 公司可供出售金融资产账面价值达 68.4 亿元, 较上年减少 6.51 亿元, 主要是国信证券股价下跌所致。另外在股权投资产生的投资收益方面, 公司年内共收到国信证券及锦州银行分红 2.23 亿元, 加上以权益法核算的长期股权投资收益和理财产品收益, 公司合计录得投资收益 3.51 亿元, 较 2015 年增长 66.1%。

图表 10: 北京城建可供出售金融资产价值

证券代码	证券简称	最初投资成本 (亿元)	持有股份数 (万股)	占该公司股权比例	期末账面价值 (亿元)	入账方式
002736	国信证券	1.27	34300	4.18%	53.34	公允价值入账
00416	锦州银行	2.6	13000	1.917%	11.51	公允价值入账
603019	中科曙光	1.4	430.2397	0.67%	1.2	公允价值入账
06066	中信建投证券	1.38	2254.8	0.31%	1.37	公允价值入账
	二十一世纪空间技术应用	0.974		4.1%	0.974	成本法入账
	北京城建中地投资	0.075		7.5%	0.075	成本法入账
	北京中和枣苑物业管理	0.0117		3.33%	0.0117	成本法入账
<b>合计</b>		<b>7.71</b>			<b>68.4</b>	

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 11: 北京城建全年投资收益详细情况

项目	投资收益 (万元)
<b>权益法核算的长期股权投资收益</b>	<b>12715.4</b>
北京市天银地热开发有限责任公司	175.0
北京科技园建设(集团)股份有限公司	5937.4
深圳市中科招商创业投资有限公司	490.8
国奥投资发展有限公司	5416.8
北京城建(上海)股权投资管理有限公司	695.3
<b>可供出售金融资产等取得的投资收益</b>	<b>22335.0</b>
锦州银行股份有限公司	1755.0
国信证券股份有限公司	20580.0
<b>理财产品收益</b>	<b>63.6</b>
<b>合计</b>	<b>35114.0</b>

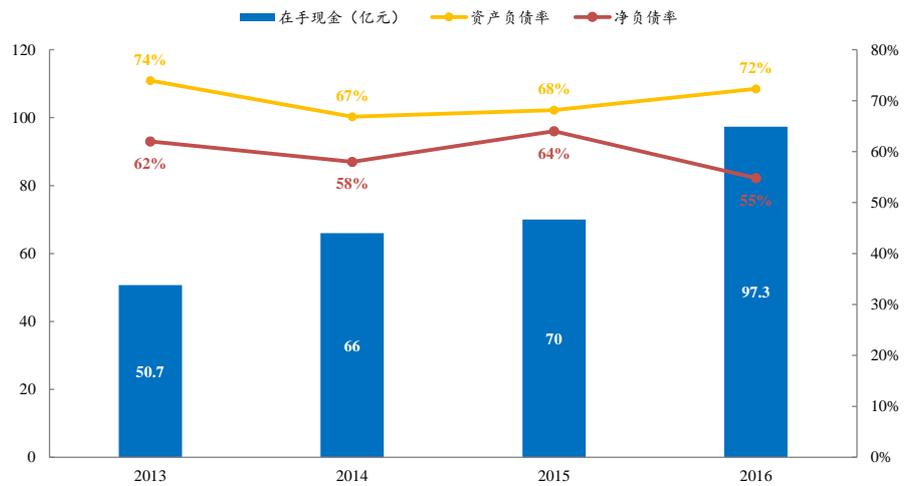
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 4、 积极创新融资渠道，财务状况稳健

公司近年来依托集团优势，融合股权、债权、地产基金等多融资渠道积极补充资金，结合棚改项目资金需求量较大的特点，公司于年内首次启动银团融资，从七家银行共取得 336 亿元贷款，并以奥体文化商务园项目为标的，发行了 30 亿元规模的基金；此外公司有望利用参与中信建投 H 股契机打通境外资金渠道，公司目前还在积极探索权益类平层基金等方式以降低棚改项目中自有资金出资比例。

截至 2016 年末，公司在手现金为 97.3 亿元，为短期负债+一年内到期非流动负债的 1.84 倍，净负债率则较 2015 年下降 8.8 个百分点至 54.8%，全年整体平均融资成本为 6.08%，较 2015 年下降 0.44 个百分点，整体财务状况保持稳健。

图表 12: 北京城建近年来财务状况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 5、投资建议

公司凭借强大的棚改项目获取能力持续补充京内外土地储备, 未来仍有望在通州、顺义、大兴以及京津冀腹地采用一二级联动模式获取低成本土地, 公司及集团层面将受益通州新城以及雄安新区的建设, 股权投资每年可贡献稳定可观收益, 多种创新融资渠道助力公司财务稳健, 我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.13 元, 对应 PE 分别为 17.8 倍和 16.4 倍, 维持“买入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	11628	13165	14782	16237
增长率 (%)	27%	13%	12%	10%
净利润 (百万元)	1444	1630	1769	1872
增长率 (%)	1%	13%	9%	6%
摊薄每股收益 (元)	0.92	1.04	1.13	1.19
ROE (%)	7.34%	8.45%	9.38%	10.16%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 调控政策导致房地产市场大幅波动风险;
- 2) 北京市棚改政策的不确定性;
- 3) 股权投资标的收益的不确定性等。

图表 13: 北京城建盈利预测表

证券代码:	600266.SH				股价:	18.51	投资评级:	买入		日期:	2017-04-11
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	7.3%	8.5%	9.4%	10.2%	EPS	0.92	1.04	1.13	1.19		
毛利率	30.7%	30.7%	30.4%	29.9%	BVPS	12.55	12.30	12.04	11.76		
期间费率	15.3%	15.4%	15.3%	15.3%	<b>估值</b>						
销售净利率	12.4%	12.4%	12.0%	11.5%	P/E	20.09	17.80	16.40	15.49		
<b>成长能力</b>					P/B	1.48	1.50	1.54	1.57		
收入增长率	26.7%	13.2%	12.3%	9.8%	P/S	2.49	2.20	1.96	1.79		
利润增长率	1.0%	12.9%	8.5%	5.9%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.15	0.15	0.15	0.15	<b>营业收入</b>	<b>11628</b>	<b>13165</b>	<b>14782</b>	<b>16237</b>		
应收账款周转率	7.89	7.89	7.89	7.89	营业成本	8056	9122	10293	11382		
存货周转率	0.16	0.17	0.17	0.17	营业税金及附加	971	1093	1227	1348		
<b>偿债能力</b>					销售费用	282	319	358	394		
资产负债率	72%	76%	79%	81%	管理费用	405	458	514	565		
流动比	2.16	1.89	1.77	1.73	财务费用	127	154	168	177		
速动比	0.45	0.39	0.37	0.37	其他费用/(-收入)	280	351	351	351		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>2067</b>	<b>2370</b>	<b>2572</b>	<b>2723</b>		
现金及现金等价物	9728	11089	13086	15441	营业外净收支	32	0	0	0		
应收款项	1474	1668	1873	2058	<b>利润总额</b>	<b>2099</b>	<b>2370</b>	<b>2572</b>	<b>2723</b>		
存货净额	50766	59331	67921	74284	所得税费用	469	529	574	608		
其他流动资产	2232	2527	2837	3116	<b>净利润</b>	<b>1631</b>	<b>1841</b>	<b>1998</b>	<b>2115</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>64198</b>	<b>74616</b>	<b>85717</b>	<b>94899</b>	少数股东损益	187	211	229	243		
固定资产	191	242	297	271	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1444</b>	<b>1630</b>	<b>1769</b>	<b>1872</b>		
在建工程	0	56	41	69	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	0	0	0	0	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1743)</b>	<b>2798</b>	<b>1967</b>	<b>2217</b>		
长期股权投资	1385	1385	1385	1385	净利润	1631	1841	1998	2115		
<b>资产总计</b>	<b>76057</b>	<b>87405</b>	<b>98880</b>	<b>108636</b>	少数股东权益	187	211	229	243		
短期借款	10	23	31	35	折旧摊销	13	19	24	30		
应付款项	6458	8676	8837	10463	公允价值变动	(6)	0	0	0		
预收帐款	13554	15346	17231	18927	营运资金变动	(3568)	727	(285)	(171)		
其他流动负债	9685	15457	22231	25566	<b>投资活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>(931)</b>	<b>(373)</b>	<b>(574)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>29707</b>	<b>39502</b>	<b>48331</b>	<b>54991</b>	资本支出	(25)	(108)	(40)	(2)		
长期借款及应付债券	15983	16964	17987	19502	长期投资	(38)	0	0	0		
其他长期负债	9311	10054	11864	13643	其他	130	(823)	(333)	(572)		
<b>长期负债合计</b>	<b>25294</b>	<b>27019</b>	<b>29851</b>	<b>33145</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3037</b>	<b>(1019)</b>	<b>(1154)</b>	<b>(794)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>55001</b>	<b>66521</b>	<b>78182</b>	<b>88135</b>	债务融资	4462	994	1031	1519		
股本	1567	1567	1567	1567	权益融资	259	0	0	0		
股东权益	21056	20884	20698	20500	其它	(1685)	(2013)	(2184)	(2313)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>76057</b>	<b>87405</b>	<b>98880</b>	<b>108636</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1362</b>	<b>849</b>	<b>440</b>	<b>849</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

王嵩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。