



## 棚改铸就新看点 未来业绩大增可期

——北京城建（600266）2017年半年报点评

2017年08月14日

强烈推荐/维持

北京城建

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

### 事件：

公司8月11日公布2017年半年报，中报显示在报告期内，公司实现营业收入39.23亿元，同比增长30.61%，上半年归属于上市公司股东的净利润2.64亿元。截止报告期末，公司总资产854.13亿元，归属于上市公司股东的权益187.85亿元。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	3584.45	1068.9	1934.39	3623.76	5000.79	2251.6	1670.95
增长率（%）	-18.86%	-54.96%	114.58%	56.25%	39.51%	110.65%	-13.62%
毛利率（%）	43.76%	44.84%	24.22%	24.59%	34.64%	21.67%	34.34%
期间费用率（%）	5.77%	13.65%	10.50%	6.15%	4.84%	7.67%	14.31%
营业利润率（%）	20.40%	23.15%	16.94%	13.17%	20.30%	6.27%	19.67%
净利润（百万元）	675.24	169.15	276.19	282.30	903.09	87.92	198.72
增长率（%）	03.56%	-23.45%	198.43%	-42.95%	33.74%	-48.02%	-28.05%
每股盈利（季度，元）	0.41	0.11	0.17	0.16	0.48	0.07	0.10
资产负债率（%）	68.13%	71.27%	71.89%	72.05%	72.32%	73.33%	76.32%
净资产收益率（%）	3.31%	0.86%	1.38%	1.40%	4.29%	0.42%	0.98%
总资产收益率（%）	1.05%	0.25%	0.39%	0.39%	1.19%	0.11%	0.23%

### 观点：

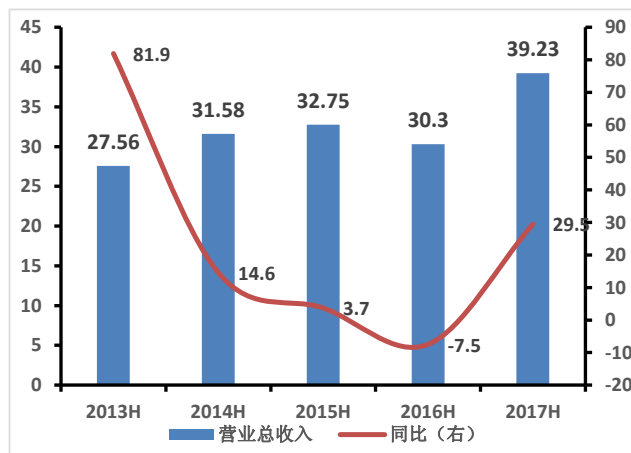
- **营业收入大幅增长，加速布局商业地产。**报告期内，公司实现营业收入39.23亿元，同比增长30.61%，其中房地产业务收入37.25亿元，同比增长31.72%，上半年归属于上市公司股东的净利润2.64亿元。截止报告期末，公司总资产854.13亿元，同比增长12.3%，归属于上市公司股东的权益187.85亿元。

公司已经形成了房地产开发、对外股权投资和商业地产经营三大业务板块协调发展的良性局面。开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼、旅游地产等多种业态，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚等重点区域；对外股权投资呈现出流动性强、资产处置灵活的特点，目前公司对外投资企业14家，其中上市公司4家，总投资额17.13亿元；商业地产经营能力持续提高，经营效益显著，在社区商业、酒店和写字楼运营等方面的管理和运营能力逐步增强。

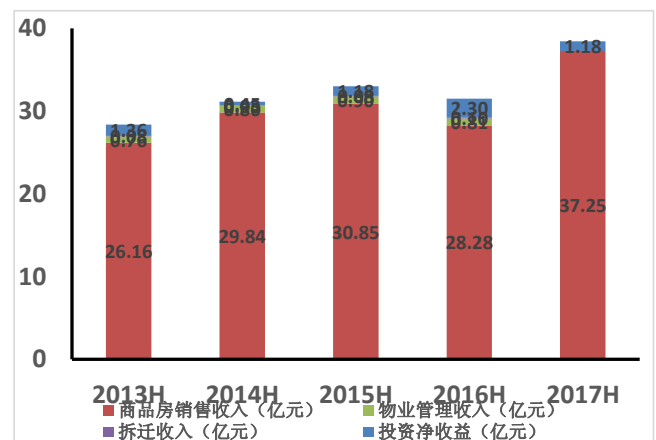
**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析（单位：亿元、百分比）**

项目	2017H	2016H	同比变动	原因分析
净利润	2.87	4.45	-35.64%	可供出售金融资产减值所致
营业收入	39.23	30.03	30.61%	项目结转增加所致
资产负债率（%）	76.32	72.32	5.53%	公司长期负债增加
费用比率（%）	10.50	11.62	-9.64%	控费能力增强
加权 ROE（%）	1.36	2.25	-39.56%	净利润显著降低
总资产	854.12	760.57	12.30%	预付账款和存货大幅增长
货币资金	98.85	97.28	1.61%	基本不变
预收账款	157.33	135.54	16.08%	预收房款增加
1年内到期非流动负债	67.04	52.65	27.33%	多项借款计划年内到期
经营活动净现金流	-60.01	-3.74	-1503.16%	预付土地拆迁款增加
稀释 EPS	0.17	0.28	-39.24%	净利润显著降低

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 1：近 5 年营业收入情况（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，东兴证券

**图 2：近 5 年营收业务构成（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，东兴证券

➤ **棚改+一二级联动，潜在土储大幅增加。**2013年6月，国务院常务会议部署加快棚户区改造。决定在过去5年大规模改造棚户区基础上，新增棚改1000万户。响应中央政策，北京的棚改项目预计2020年将基本完成中心城区棚改任务，全市主要棚改任务将在未来5-8年内完成。棚改项目的盈利有两个途径：一是**棚改直接利润**，按照成本加成模式，在项目总投资基础上，给予占总投资8-15%的固定利润额度（成本中已经包含了基本的税费）。二是**二级项目自持**，一次性招标的项目，拆迁结合一二级联动，开发主体可以低价获取平衡资金的商品房用以自持（具体方案在招标文件中明确），通过自己经营或出租，获得经营收益和租金、以及自持物业土地增值收益。值得注意的是，对于集体土地棚改项目，虽然不会一次性招标。但在土地收储入市后，公司作为一级土地开发商，仍然具有巨大拿地优势。

公司母公司为北京城建集团，依托母公司，公司持续强化与政府部门、金融机构、同行良好的关系，借助政府、市场、行业等外部资源和公司在技术、管理、资金上的优势，对各种资源进行充分整合利用，实现资源的有效互补，推动公司发展模式转型升级，以望坛为代表的棚户区改造模式逐渐成型并在临河

村、张仪村等项目推广，以云蒙山为代表的文化旅游地产模式也在积极探索推进。

上半年，公司继续坚持立足北京、拓展北京周边和一二线城市及中心城市拿地策略，通过联合竞买、合作开发、股权收购、公开竞标、棚户区改造、政府实施授权等模式，**共获得 6块土地，其中二级项目 4个，一级和棚改项目各 1个。**随着通州建设加速、北京城市功能调整优化落实可期，公司资源股属性凸显，土地增值红利显著。

**表 2：公司上半年拿地情况**

地块名称	城市	规划用途	规划建筑面积（万平）
朝阳区孙河乡西甸村 2902-71 地块	北京	商业/办公	9.21
朝阳区管庄乡塔营村 1208-605 地块	北京	住宅	10.26
三亚市海坡片区控规 HPA-01-11 地块和 HPA-01-12 地块内	三亚	综合（含住宅）	7.35
顺义区平各庄村 B 地块土地	北京	一级开发（居住、商业及多功能）	28.31
延庆区康庄镇一二三街村棚户区改造项目	北京	棚户区改造	49.89

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **依托集团平台，多渠道融资降低资金成本。**依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、棚改基金等多种融资方式，确保融资金额最大化，融资成本最小化，资产负债率水平稳定，保证了项目开发资金需求。2017年3月29日，本公司在北京金融资产交易所发行债权融资计划，发行额度20亿元人民币，期限2年，每半年付息一次，年综合资金成本 4.95%，由北京银行股份有限公司承销。
- **投资收益利润丰厚，现金分红稳步增长。**公司始终坚持以房地产开发为主体，以股权投资和商业地产为两翼的“一体两翼”业务格局，经过多年发展，目前股权投资业务已彰显出独特优势。目前公司持有四家上市公司股票，一家公司已启动 IPO 申请。公司未来将继续加大在高科技、互联网金融产业的投资力度，特别是在战略新兴产业的投资布局。积极关注与公司产业链关联度大的项目，实现投资板块与公司主业的良性互动。目前公司持有的可供出售金融资产市值约61亿元，按权益法计价的长期股权投资约14亿元，总计股权投资资产价值约为75亿元。

表 3: 公司可供出售的金融资产

投资标的	投资金额 (亿元)	持股比例 (%)	期末市值 (亿元)
北京首都国际投资管理	1.54	12.84	1.54 (成本法)
北京城建中地投资	0.0075	7.5	0.0075 (成本法)
二十一世纪空间技术应用	0.97	4.1	0.97 (成本法)
北京中和枣苑物业管理	0.0012	3.33	0.0012 (成本法)
北京市天银地热开发	-	-	0.25(权益法)
北京科技园建设	-	-	6.85(权益法)
深圳市中科招商创业投资	-	-	4.89(权益法)
国奥投资发展	-	-	1.30(权益法)
北京城建(上海)股权投资管理	-	-	0.50(权益法)
北京城建投资基金管理	-	-	0.30(权益法)
中科曙光	1.4	0.67	1.21
中信建投证券	1.38	0.31	1.36
锦州银行	2.60	1.92	9.93
国信证券	1.27	4.18	45.45
合计	9.17	-	74.55

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

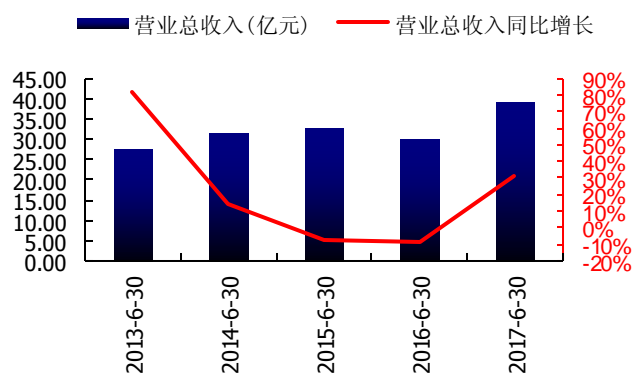
表 3: 公司控制的结构化主体情况

项目名称	基金规模	占比	投资标的
一期基金	28 亿	31%	北京门头沟永定镇项目
二期基金	24.43 亿	30%	北京大兴区瀛海镇项目
三期基金	30 亿	30%	奥体文化商务园区项目

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

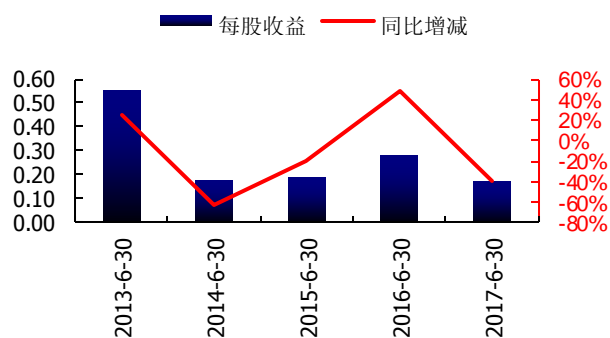
风险提示: 地产政策调控风险、北京市棚改政策的不确定性、一二级联动不及预期

图 3: 营业收入情况



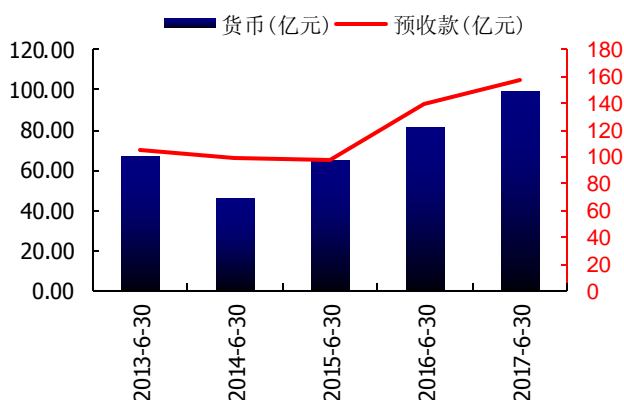
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



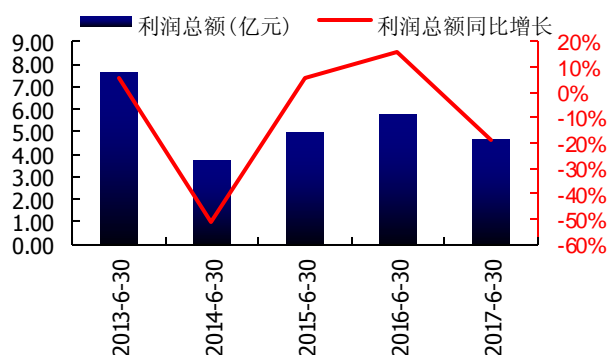
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



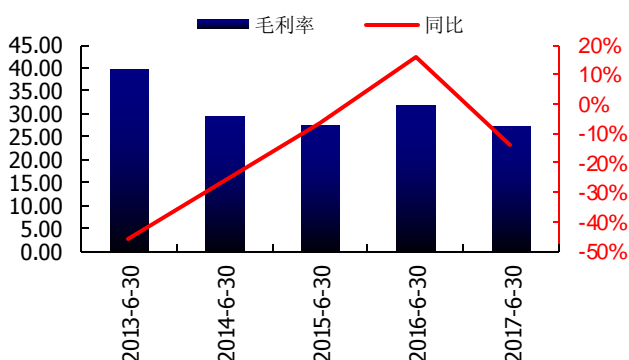
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况



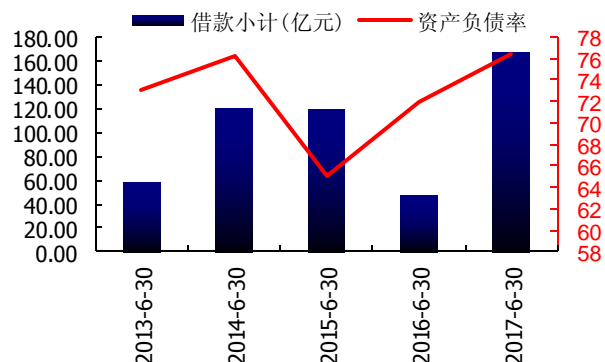
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



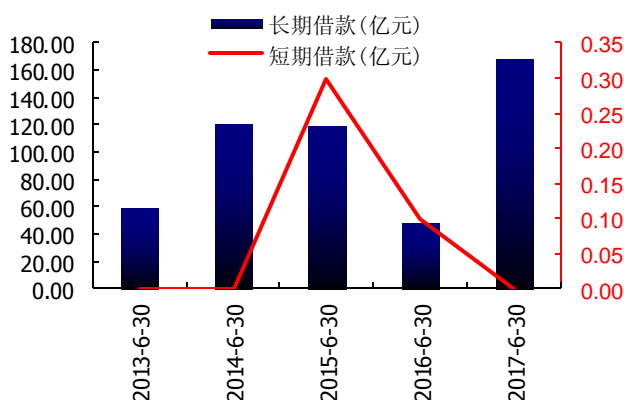
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 8: 资产负债率情况



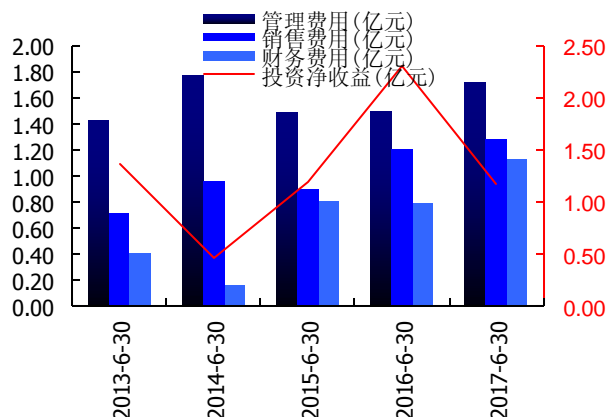
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告、东兴证券

结论:

公司作为北京国资委全资控股城建集团的下属公司，长期以来扎根北京，集团拥有六大产业，完整覆盖地产产业链。首先，公司作为其上市平台与集团通过一二级联动方式，在土地开发及储备方面核心竞争力突出，不仅当前业绩实现了高速增长，优良的土地储备也为未来业绩奠定了坚实基础。其次，公司在股权投资等方面彰显了独到运作能力及投资眼光，且收益可观。再次，公司商业地产也渐成规模。总体来看，公司是“国企改革”、“京津冀区域”和“北京棚改”三大题材股，公司及集团将受益于通州新城及雄安新区的建设带来的政策红利，未来公司表现可期。

基于此我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 144 亿元、170 亿元和 194 亿元，每股收益分别为 1.25 元、1.51 元和 1.72 元，对应 PE 分别为 10.77、8.95 和 7.85，维持公司“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	51709	64198	84058	96992	109551	<b>营业收入</b>	9178	11628	14362	16970	19405
货币资金	6995	9728	11489	13576	15524	<b>营业成本</b>	5652	8056	9888	11259	12580
应收账款	88	72	79	93	106	营业税金及附加	1093	971	1149	1358	1552
其他应收款	1297	1402	1731	2045	2339	营业费用	230	282	359	424	485
预付款项	995	1942	2931	4057	5315	管理费用	413	405	431	509	582
存货	42050	50766	67725	77119	86165	财务费用	90	127	240	407	458
其他流动资产	95	102	102	102	102	资产减值损失	55.07	65.23	60.00	60.00	60.00
<b>非流动资产合计</b>	12326	11859	10973	10951	10928	公允价值变动收益	32.10	-5.96	0.00	30.00	30.00
长期股权投资	1348	1385	1385	1385	1385	投资净收益	211.35	351.14	450.00	450.00	450.00
固定资产	165.75	190.51	167.88	145.26	122.64	<b>营业利润</b>	1889	2067	2685	3432	4167
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	41.91	38.13	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	7.96	5.93	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	64035	76057	95031	107943	120479	<b>利润总额</b>	1923	2099	2730	3477	4212
<b>流动负债合计</b>	26346	29707	51312	57828	62386	所得税	439	469	546	695	842
短期借款	20	10	23327	23613	21253	<b>净利润</b>	1484	1631	2184	2782	3370
应付账款	6242	11004	8127	9254	10340	少数股东损益	55	187	218	417	674
预收款项	9570	13554	17863	22954	28775	归属母公司净利润	1429	1444	1965	2365	2696
一年内到期的非流	8440	5265	0	0	0	EBITDA	1990	2208	2947	3862	4648
<b>非流动负债合计</b>	17283	25294	28664	35825	44478	<b>BPS (元)</b>	0.91	0.92	1.25	1.51	1.72
长期借款	5783	10246	15246	20246	25246	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	5728	5738	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	43629	55001	79976	93653	106864	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	995	1392	1610	2027	2701	营业收入增长	-8.32%	26.69%	23.51%	18.16%	14.35%
实收资本(或股本)	1567	1567	1567	1567	1567	营业利润增长	-0.76%	9.46%	29.88%	27.84%	21.40%
资本公积	3797	3797	3797	3797	3797	归属于母公司净利润	4.10%	1.02%	36.16%	20.31%	14.00%
未分配利润	7336	8218	6351	4105	1544	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	19410	19664	13445	12262	10915	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权益</b>	64035	76057	95031	107943	120479	净利率(%)	16.16%	14.02%	15.21%	16.39%	17.36%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.23%	1.90%	2.07%	2.19%	2.24%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.36%	7.34%	14.62%	19.28%	24.70%
<b>经营活动现金流</b>	-5631	-1743	-16795	-3578	-263	<b>偿债能力</b>					
净利润	1484	1631	2184	2782	3370	资产负债率(%)	68%	72%	84%	87%	89%
折旧摊销	11.41	13.23	0.00	22.62	22.62	流动比率	1.96	2.16	1.64	1.68	1.76
财务费用	90	127	240	407	458	速动比率	0.37	0.45	0.32	0.34	0.37
应收账款减少	0	0	-7	-14	-13	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	4308	5091	5821	总资产周转率	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17
<b>投资活动现金流</b>	485	68	577	420	420	应收账款周转率	115	145	191	198	195
公允价值变动收益	32	-6	0	30	30	应付账款周转率	1.45	1.35	1.50	1.95	1.98
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	211	351	450	450	450	每股收益(最新摊薄)	0.91	0.92	1.25	1.51	1.72
<b>筹资活动现金流</b>	5542	4403	17979	5244	1791	每股净现金流(最新)	0.25	1.74	1.12	1.33	1.24
应付债券增加	0	0	-5738	0	0	每股净资产(最新摊)	12.39	12.55	8.58	7.83	6.97
长期借款增加	0	0	5000	5000	5000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.85	14.68	10.77	8.95	7.85
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.09	1.08	1.57	1.73	1.94
<b>现金净增加额</b>	396	2728	1762	2086	1948	EV/EBITDA	17.16	14.81	16.37	13.32	11.22

资料来源: 东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

博士。2015年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。