

2017年08月14日
北京城建 (600266.SH)

公司动态分析

证券研究报告
住宅地产

黎明将至，静待收获

——2017 中报点评

■ **事件**：公司公布 2017 半年报，公司上半年实现营业收入 39.23 亿，同比+30.61%；实现归属上市公司股东净利润 2.64 亿，同比-39.23%；基本 EPS 0.17 元，同比-39.24%。

■ **H1 投资收益及递延所得税拖累，业绩有所下滑**：公司业务分为房地产开发、商业地产和股权投资三大板块。其中：1) **H1 地产竣工 71.4 万方 (同比+231%)**：在收入结算增长驱动下，毛利上升 12%，但毛利率下降 4.4 个 pct，主要由于毛利占比较大的世华龙樾、海梓府、成都龙樾湾（政策性用房交付等）结构性原因所致。2) **持有物业**：2017 年 H1 公司租赁业务贡献毛利润 7963 万元，目前三亚万豪酒店、三亚建国酒店及奥体文化商务园尚未竣工，未来业绩贡献比例将逐步增加。3) **股权投资**：公司持有 4 家上市公司股票，1 家 IPO 申请已启动。公司 H1 投资收益减少了 1.12 亿元，主要是持有上市公司国信证券今年分红 6,860 万，少于上年的 2.06 亿元。4) **所得税及少数股东权益增加**：除投资收益外，公司上半年所得税费用增加 0.51 亿（递延所得税增 0.45 亿），少数股东损益 0.12 亿元，拖累业绩下滑 39.23%。

■ **销售量平价增，京内高毛利项目预计年内陆续结算**：公司 H1 销售面积 53.83 万方（开工 64.3 万方），销售额 108.55 亿，分别同比-0.3%和 53.3%。根据公司公告，截至期末的公司地产销售预收款为 142.6 亿元，同比增长 17.2%，其中占比较大为京内的世华龙樾、北京密码、门头沟上悦居，预计于今年内竣工结算。

■ **在手 5 个棚改项目，进军保定市场**：公司上半年通过联合竞买、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，新增土储总建面 150 万方（同比+2.1%）。2016 年至今，公司以望坛为代表的棚改模式逐渐成型。目前公司在手棚改项目 5 个、一级开发项目 3 个，其中今年 5 月新增北京市延庆区康庄项目，另外公司 8 月 11 日公告出资 65% 参股成立保定项目公司，进军保定棚改市场。目前在手棚改项目合计总投资 777 亿元（截至中报），预计总回报 106 亿元（回报率 12%-15%）。其中，望坛项目回报 60 亿元，8 月 11 日项目正式签约期已经结束，签约率近 100%。

■ **基金模式逐步成熟，降低棚改资金沉淀**：公司 15 年来开始以权益类产业基金的模式，引入金融机构资金，减少了自有资金沉淀。2015 年，公司通过与城建集团联合设立的基金平台城建投资，分别设立一期、二期基金投资于门头沟及大兴区瀛海项目。报告期内，公司一期基金已期满清算，收回全部本金及获得投资收益 6,344 万。而二期基金按比例收回本金 1.33 亿，目前剩余额 18.4 亿。公司今年 7 月成立棚改基金（兴润基金），用于投资张仪村棚改项目。

■ **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，潜在大量环北京地区项目获取机会。公司 16 年开始大幅加大棚改投资力度（15-16 年未有业绩贡献），按照平均 1.5-2 年左右开发周期，预计公司 17-18 年将进入收获期，预测 2017-2019EPS 为 1.13、1.33、1.69 元，对应目标价 20.3 元，给予买入-A 评级。

■ **风险提示**：棚改回报期不确定性较强、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	1,776.4	2,083.0	2,641.9
每股收益(元)	0.91	0.92	1.13	1.33	1.69
每股净资产(元)	12.39	12.55	11.21	11.52	13.55

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	14.8	14.7	11.9	10.2	8.0
市净率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.0
净利润率	15.6%	12.4%	12.6%	12.3%	13.0%
净资产收益率	7.4%	7.3%	10.1%	11.5%	12.4%
股息收益率	2.1%	2.1%	2.6%	3.0%	3.8%
ROIC	7.9%	7.6%	10.2%	13.9%	16.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

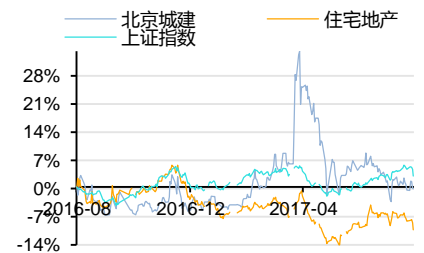
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**20.3 元**
股价 (2017-08-11) **13.51 元**

交易数据

总市值(百万元)	21,170.71
流通市值(百万元)	20,495.21
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	12.88/18.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.22	-4.61	3.78
绝对收益	-2.52	-0.55	8.96

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 2016 年报 点评/陈天诚	2017-04-10
北京城建：公司 16 年半年 报点评/陈天诚	2016-08-15

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%	33.2%	8.5%	30.6%
销售费用	230.3	282.0	297.7	397.8	464.7	净利润增长率	4.1%	1.0%	23.1%	17.3%	26.8%
管理费用	412.5	404.5	596.8	689.2	795.1	EBITDA 增长率	-2.9%	11.0%	33.3%	9.0%	29.7%
财务费用	89.6	127.2	176.6	204.8	241.1	EBIT 增长率	-3.0%	10.9%	33.5%	9.0%	29.8%
资产减值损失	55.1	65.2	40.7	47.1	52.0	NOPLAT 增长率	-4.1%	11.7%	33.4%	8.8%	29.9%
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	531.0	631.0	504.4	净资产增长率	22.3%	3.2%	-8.1%	3.9%	17.8%
营业利润	1,888.6	2,067.3	2,752.6	2,987.4	3,900.9	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	2,787.2	3,020.9	3,934.4	营业利润率	20.6%	17.8%	19.5%	17.6%	19.3%
减:所得税	439.0	468.7	623.5	680.0	881.4	净利润率	15.6%	12.4%	12.6%	12.3%	13.0%
净利润	1,429.0	1,443.6	1,776.4	2,083.0	2,641.9	EBITDA/营业收入	21.7%	19.0%	20.9%	18.9%	20.5%
						EBIT/营业收入	21.6%	18.9%	20.8%	18.8%	20.4%
资产负债表						运营效率					
货币资金	6,995.2	9,727.6	12,187.4	12,876.8	15,393.3	固定资产周转天数	7	6	5	4	4
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	896	880	711	578	515
应收账款	1,385.1	1,473.5	1,269.9	2,509.1	1,969.3	流动资产周转天数	1,841	1,794	1,672	1,519	1,423
应收票据	-	-	0.8	0.2	0.3	应收账款周转天数	41	44	35	40	40
预付账款	995.4	1,942.5	1,260.6	3,265.4	1,638.8	存货周转天数	1,457	1,437	1,308	1,156	1,082
存货	42,050.0	50,765.6	51,786.0	57,073.0	64,715.6	总资产周转天数	2,243	2,169	1,998	1,801	1,665
其他流动资产	283.0	289.2	386.8	319.7	331.9	投资资本周转天数	821	695	512	402	365
可供出售金融资产	7,491.1	6,840.1	8,742.1	7,791.1	9,132.1	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	7.3%	10.1%	11.5%	12.4%
长期股权投资	1,347.6	1,385.3	1,252.5	1,204.4	1,156.6	ROA	2.3%	2.1%	2.7%	2.6%	3.1%
投资性房地产	2,595.0	2,456.7	2,609.7	2,708.6	2,746.5	ROIC	7.9%	7.6%	10.2%	13.9%	16.1%
固定资产	165.8	190.5	197.6	196.2	199.6	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	2.5%	2.4%	2.1%	2.3%	2.3%
无形资产	-	-	-	-	-	管理费用率	4.5%	3.5%	4.2%	4.1%	3.9%
其他非流动资产	726.3	986.3	880.0	999.6	1,077.8	财务费用率	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%
资产总额	64,034.6	76,057.4	80,573.4	88,944.2	98,362.0	三费/营业收入	8.0%	7.0%	7.6%	7.6%	7.4%
短期债务	20.0	10.0	-	882.7	527.2	偿债能力					
应付账款	7,674.0	10,149.7	12,405.2	16,363.3	15,376.5	资产负债率	68.1%	72.3%	76.0%	77.4%	75.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	213.8%	261.2%	316.6%	342.7%	315.5%
其他流动负债	18,652.0	19,547.3	21,843.6	21,842.1	27,796.0	流动比率	1.96	2.16	1.95	1.95	1.92
长期借款	5,782.8	10,245.6	12,312.1	13,912.5	15,699.8	速动比率	0.37	0.45	0.44	0.49	0.44
其他非流动负债	11,500.5	15,048.8	14,672.0	15,852.0	15,286.7	利息保障倍数	22.08	17.25	16.59	15.59	17.18
负债总额	43,629.3	55,001.4	61,232.9	68,852.5	74,686.1	分红指标					
少数股东权益	994.8	1,391.6	1,778.9	2,036.8	2,447.9	DPS(元)	0.28	0.28	0.35	0.41	0.52
股本	1,567.0	1,567.0	1,567.0	1,567.0	1,567.0	分红比率	30.7%	30.4%	30.6%	30.7%	30.7%
留存收益	11,855.7	12,860.5	15,994.5	16,487.8	19,660.9	股息收益率	2.1%	2.1%	2.6%	3.0%	3.8%
股东权益	20,405.3	21,055.9	19,340.4	20,091.7	23,675.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.91	0.92	1.13	1.33	1.69
净利润	1,483.6	1,630.7	1,776.4	2,083.0	2,641.9	BVPS(元)	12.39	12.55	11.21	11.52	13.55
加:折旧和摊销	22.2	14.0	13.9	14.9	16.3	PE(X)	14.8	14.7	11.9	10.2	8.0
资产减值准备	55.1	65.2	-	-	-	PB(X)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.0
公允价值变动损失	-32.1	6.0	-	-	-	P/FCF	11.0	7.1	2.7	17.1	7.1
财务费用	145.9	164.9	176.6	204.8	241.1	P/S	2.3	1.8	1.5	1.2	1.0
投资损失	-211.4	-351.1	-531.0	-631.0	-504.4	EV/EBITDA	13.1	10.7	7.3	7.2	5.1
少数股东损益	54.6	187.2	387.3	257.9	411.1	CAGR(%)	16.4%	23.2%	13.0%	16.4%	23.2%
营运资金的变动	-2,052.9	309.9	4,668.9	-2,148.3	-1,182.6	PEG	0.9	0.6	0.9	0.6	0.3
经营活动产生现金流量	-5,631.3	-1,743.0	6,492.1	-218.8	1,623.4	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.9	2.6	3.0
投资活动产生现金流量	484.5	67.6	-1,545.0	1,469.6	-894.2	REP	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3
融资活动产生现金流量	5,542.3	4,403.0	-2,487.3	-561.4	1,787.3						

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	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
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