

强烈推荐-A (维持)

北京城建 600266.SH

目标估值: NA 元  
当前股价: 13.94 元  
2017 年 08 月 15 日

首都棚改先锋, 资源优势显著

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	156704
已上市流通股(万股)	151704
总市值(亿元)	218
流通市值(亿元)	211
每股净资产(MRQ)	12.0
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	76.3%
主要股东	北京城建集团有限责
主要股东持股比例	40.39%

股价表现



相关报告

赵可 博士  
0755-82943231  
zhaoke@cmschina.com.cn  
S1090513110001

刘义  
0755-82940790  
liuyi5@cmschina.com.cn  
S1090512050003

研究助理:

黄梓钊  
huangzizhao@cmschina.com.cn

李洋  
liyana24@cmschina.com.cn

事件: 公司 8 月 11 日晚间发布半年报, 2017 年上半年归属于母公司所有者的净利润为 2.6 亿元, 较上年同期减 39%; 营业收入为 39.23 亿元, 较上年同期增 31%; 基本每股收益为 0.17 元。

点评:

1) 营收增幅显著, 净利润有所下滑。2017 年上半年营业收入为 39.2 亿元, 较上年同期增 31%; 归属于母公司所有者的净利润为 2.6 亿元, 较上年同期减 39%; 净利润下滑主要由于投资净收益减少和结算项目结构变化所导致。2017 年公司毛利率 27%, 较上年同期下降 2 个百分点; 净负债率 54%, 低于地产公司平均水平; 本期末公司在手现金 97.97 亿元, 高于短期有息负债 67.04 亿元, 加之公司持有可变性强的股权投资, 为公司营运资金提供了一定保障, 短期偿债能力较强。

2) 坐享首都得天独厚资源。北京城建集团唯一地产上市平台, 集团拥有六大产业、完整覆盖地产产业链, 北京市属建筑企业排名第一。地产业务上, 集团提供项目资源、资质门槛、资金、技术、团队等支持; 在股权投资上, 集团提供优质标的。公司目前土储量足质优, 深耕北京拓展潜力二三线, 当前权益未结建面 278.8 万平, 权益可结算货值 808.8 亿; 其中北京分别占比 50.4%、75.1%。随着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。

3) 京内棚改优势独一无二。2017 年上半年公司新增 6 个项目合计土地储备 150 万平方米, 其中二级项目 4 个, 一级和棚改各一个。公司从 2016 年开始大力布局棚改, 迄今已获得 5 个大型棚改项目, 分别位于怀柔、东城、丰台、顺义和延庆, 总计容面积 427.5 万平, 计划总投资额达 742.6 亿元, 成为名副其实的北京棚改先锋。公司已储备丰富操作经验和棚改团队, 形成标杆效应, 未来将助力公司顺利获取和推进其他优质棚改项目。

4) 股权投资效益显著。截至 2017 年 8 月 11 日, 公司按公允价值计量的可供出售金融资产包括国信证券、锦州银行、中科曙光、中信建投证券等价值合计 59.6

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E
主营收入(百万元)	10011	9178	11628	12795	14043
同比增长	30%	-8%	27%	10%	10%
营业利润(百万元)	1903	1889	2067	2272	2725
同比增长	2%	-1%	9%	10%	20%
净利润(百万元)	1500	1484	1631	1868	2220
同比增长	7%	4%	16%	15%	19%
每股收益(元)	0.88	0.91	0.92	1.06	1.25
PE	15.9	15.3	15.1	13.2	11.1
PB	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

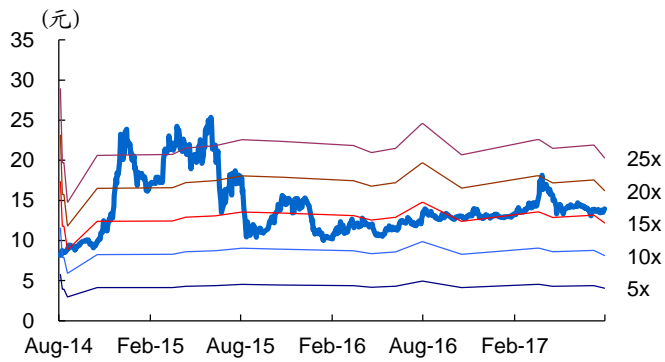
亿元，加上按成本法计量的可供出售金融资产和按权益法核算的长期股权投资后，公司目前管理股权资产总规模约 75 亿元。比初始投资总额 15.2 亿元溢价近 400%。公司股权投资效益显著，一方面可以为公司提供较强安全边际，另一方面为股权投资带来可观分红，增厚公司业绩。

**投资建议：**

北京城建深耕北京，京内开发资源丰富，集团大股东给予上市公司充分资源支持。棚改项目为公司未来利润释放和土地储备提供了良好的契机，同时股权投资每年可贡献稳定可观收益，未来业绩将逐步释放，预计 2017-2018 年 EPS 分别为 1.06、1.25 元，对应 PE 分别为 13.2X、11.1X，维持“强烈推荐-A”评级。

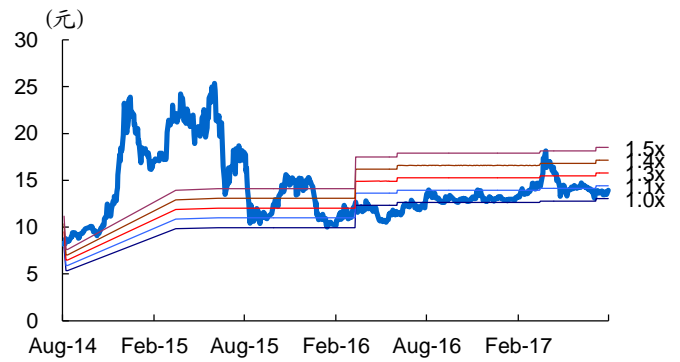
风险提示：北京市棚改政策的不确定性

**图 1：北京城建历史 PE Band**



资料来源：贝格数据、招商证券

**图 2：北京城建历史 PB Band**



资料来源：贝格数据、招商证券

## 参考报告:

1. 《地产股就是大盘缩影,强调蓝筹白马估值提升和地产上游机会 — 周观点&高频追踪报告》2017-6-25: <http://t.cn/RoNgd8f>
2. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好 -- A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22: <http://t.cn/RS5gfmF>
3. 《3 季度房地产上游或强于下游, 房地产股票仍遵循逆向投资和区域机会结合 -- 帮您“降噪”跟踪房地产月度全数据》2017-5-23
4. 《股票补涨 3 因素其 2 发生变化、配置上仍以蓝筹白马优先 — 帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2017-3-18
5. 《利差回升、杠杆高位、存量流动性仍较好 -- A 股代表房企财务综述及指标排名》2017-5-22
6. 《价值股可持续加仓摊薄成本, 粤港澳更符合市场风格 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-14
7. 《地产板块存量流动性仍相对宽松, 再次强调粤港澳主题 -- 招商房地产周观点&高频追踪报告》2017-5-8
8. 《基本面调整仍将继续, 粤港澳是短期更值得期待的“极”--周观点&高频追踪报告》2017-5-1
9. 《华侨城 A - 一季度业绩开门红、重申基本面大趋势已确立》2017-4-25
10. 《遵循逆向投资朴素逻辑, 认清基本面调整中段现实 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-23
11. 《保利地产 - 央企地产整合标杆、十三五剑指五千亿规模》2017-4-19
12. 《“逆向投资” 逻辑助力估值修复, 近期重仓获利的投资者均符合这个特点- 周观点&高频追踪报告》2017-4-16
13. 《华侨城 - “跨越式发展”成为主题、加快周转强化业绩释放预期》2017-4-11
14. 《华发股份 - 本轮周期拿地踩点精准、高折价与高成长兼备》2017-4-11
15. 《雄安已“停牌”, 短期流动性主导地产股 — 周观点&高频追踪报告》2017-4-4
16. 《雄安已“停牌”、深圳也不是一天建成的》2017-4-2
17. 《万科 - 业绩符合预期、“轨道+物业”模式有望更进一步》2017-3-29
18. 《世联行 - 电商高速增长、长租快速上量、新业务是核心亮点》2017-3-29
19. 《地产复苏扩散效应尾部、低于市场预期时点还未到 — 周观点&高频追踪报告》2017-3-26
20. 《分类调控、有保有压仍是 2017 年政策主基调 -- 北京等地调控政策进一步升级点评》2017-3-20
21. 《总量调整中的扩散效应与周末继续打地鼠 — 周观点&高频追踪报告》2017-3-19
22. 《季节效应是销量反弹主因、配置上偏高折价资源型(含国企改革) — 周观点&高频追踪报告》2017-3-12
23. 《华侨城 - 安全边际与积极变化兼备、重申左侧价值逻辑》2017-3-7
24. 《分类调控、有保有压仍是 2017 年政策主基调 -- 政府工作报告要点简评》2017-3-7

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	42187	51709	64198	75629	78139
现金	6600	6995	9728	10000	10000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	72	88	72	58	64
其它应收款	643	1297	1402	1543	1693
存货	32225	42050	50766	61586	63769
其他	2647	1278	2230	2442	2612
<b>非流动资产</b>	8165	12326	11859	10883	10904
长期股权投资	1397	1348	1385	1385	1385
固定资产	171	166	191	215	238
无形资产	0	0	0	0	0
其他	6597	10812	10283	9282	9282
<b>资产总计</b>	<b>50352</b>	<b>64035</b>	<b>76057</b>	<b>86511</b>	<b>89044</b>
<b>流动负债</b>	20222	26346	29707	38732	39547
短期借款	0	20	10	7840	7839
应付账款	6436	6242	6458	7065	7531
预收账款	7216	9570	13554	19391	19729
其他	6570	10514	9685	4436	4449
<b>长期负债</b>	13443	17283	25294	25294	25294
长期借款	11478	5783	10246	10246	10246
其他	1965	11501	15048	15048	15048
<b>负债合计</b>	<b>33665</b>	<b>43629</b>	<b>55001</b>	<b>64026</b>	<b>64841</b>
股本	1567	1567	1567	1567	1567
资本公积金	7047	9785	9034	9034	9034
留存收益	7052	8058	9063	10278	11740
少数股东权益	1021	995	1392	1606	1861
归属于母公司所有者权益	15666	19410	19664	20879	22341
<b>负债及权益合计</b>	<b>50352</b>	<b>64035</b>	<b>76057</b>	<b>86511</b>	<b>89044</b>

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	(6106)	(5631)	(1743)	(3005)	390
净利润	1373	1429	1444	1653	1965
折旧摊销	19	22	14	15	16
财务费用	151	146	165	156	192
投资收益	(99)	(211)	(351)	(345)	(345)
营运资金变动	(7721)	(6957)	(2980)	(4714)	(1700)
其它	171	(60)	(34)	229	261
<b>投资活动现金流</b>	(343)	485	68	962	(38)
资本支出	(124)	(9)	(8)	(38)	(38)
其他投资	(219)	493	76	1000	0
<b>筹资活动现金流</b>	7694	5542	4403	2316	(351)
借款变动	1953	(5520)	1630	2565	(2)
普通股增加	678	0	(0)	0	0
资本公积增加	5513	2738	(751)	0	0
股利分配	(391)	(423)	(439)	(439)	(503)
其他	(58)	8747	3962	189	153
<b>现金净增加额</b>	<b>1246</b>	<b>396</b>	<b>2728</b>	<b>272</b>	<b>(0)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	10011	9178	11628	12795	14043
营业成本	6541	5652	8056	8814	9395
营业税金及附加	790	1093	971	1068	1172
营业费用	284	230	282	310	341
管理费用	485	413	405	445	489
财务费用	136	90	127	156	192
资产减值损失	27	55	65	75	75
公允价值变动收益	57	32	(6)	(6)	(6)
投资收益	99	211	351	351	351
<b>营业利润</b>	1903	1889	2067	2272	2725
营业外收入	23	42	38	38	38
营业外支出	5	8	6	6	6
<b>利润总额</b>	1921	1923	2099	2304	2757
所得税	422	439	469	436	537
<b>净利润</b>	1500	1484	1631	1868	2220
少数股东损益	127	55	187	214	255
<b>归属于母公司净利润</b>	1373	1429	1444	1653	1965
<b>EPS (元)</b>	0.88	0.91	0.92	1.06	1.25

主要财务比率

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30%	-8%	27%	10%	10%
营业利润	2%	-1%	9%	10%	20%
净利润	7%	4%	1%	15%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35%	38%	31%	31%	33%
净利率	14%	16%	12%	13%	14%
ROE	9%	7%	7%	8%	9%
ROIC	5%	4%	5%	5%	5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67%	68%	72%	74%	73%
净负债比率	31%	22%	20%	21%	20%
流动比率	2.1	2.0	2.2	2.0	2.0
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
应收帐款周转率	146.6	114.7	145.2	196.2	229.2
应付帐款周转率	1.2	0.9	1.3	1.3	1.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.88	0.91	0.92	1.06	1.25
每股经营现金	-3.90	-3.59	-1.11	-1.92	0.25
每股净资产	10.00	12.39	12.55	13.32	14.26
每股股利	0.27	0.28	0.28	0.32	0.38
<b>估值比率</b>					
PE	15.9	15.3	15.1	13.2	11.1
PB	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.5	7.7	6.5	5.5	4.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**赵可：**现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

**刘义：**现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

**黄梓钊：**2015 年 7 月加入招商证券，美国东北大学金融学硕士。

**李洋：**2017 年 2 月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

**团队荣誉：**2016 年新财富房地产行业入围。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。