

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 7.82  
合理价格区间(元): 8.67~9.69

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

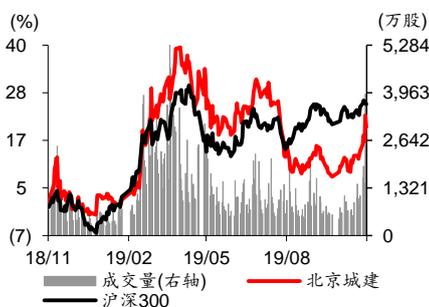
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 01056793959  
hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《北京城建(600266,增持): 地产业务平稳, 股权投资助推业绩增长》2019.04
- 2 《北京城建(600266,增持): 结转节奏放缓, 棚改稳中有进》2019.04
- 3 《北京城建(600266,增持): 三季度结转提速, 销售恢复正增长》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 城建住总整合, 资源禀赋优越

## 北京城建(600266)

### 核心观点

北京城建集团官网披露, 11月7日上午北京市委市政府召开4家市管企业合并重组宣布会, 宣告城建集团与住总集团实施合并重组, 将北京住总集团的国有资产无偿划转给北京城建集团。北京城建作为承担集团一二级开发的上市平台以及北京市棚改的先锋企业, 有望整合承接住总优质资源, 强化一二级开发市场资源禀赋。上调2019-2021年EPS至1.02、1.15、1.27元, 维持“增持”评级。

### 一级开发资源丰富, 巩固京内棚改龙头地位

北京住总集团成立于1992年, 为北京市国资委旗下建筑龙头之一。2019Q1住总在手一级开发项目8个(主要位于北京和天津), 涉及改造面积约3990万平, 计划总投资1326亿, 已完成投资457亿, 累计实现收入260亿, 2018年确认收入46亿, 毛利润9.5亿。北京城建作为承担集团一二级开发的上市平台以及北京市棚改的先锋企业, 2019H1在手棚改项目8个, 总建面688万平, 拟总投资额1034亿元, 重组完成后有望整合承接住总优质资源, 巩固京内棚改龙头地位, 贡献稳定收益的同时激活联动空间。

### 京津二级开发有望锦上添花

住总旗下地产开发业务以北京保障房和商品房为主, 主要位于北京和天津, 2018年地产业务实现营收129亿(保障房22.5亿+商品房106.1亿), 同比+66.4%, 商品房实现销售收入77.6亿元, 同比+76.4%。截至2019Q1, 住总在在建保障房总建面125.1万平, 在建商品房总建面119.4万平, 商品房土地储备73.7万平。2018年末北京城建未竣工口径项目储备约450万平, 集团整合带来公司在京津区域的资源整合空间。

### 股权投资带动业绩高速增长, 投拓力度加大稳定增长预期

前三季度北京城建营收同比+38.8%至106.6亿, 归母净利润同比+168.0%至18.0亿, 业绩增长源于开发业务结转增加以及怀柔棚改项目收益确认、交易性金融资产股价上涨实现8.8亿公允价值变动收益、持有上市公司股票权益法核算投资收益8.4亿。前三季度开发业务实现销售面积49.3万平, 同比-9.4%; 实现销售金额100.2亿, 同比+9.4%; 新增土储45.5万平, 同比+96.1%。投拓力度强化, 公司销售有望延续稳定增长。

### 一二级开发+股权投资多元并举, 维持“增持”评级

公司三季报预计全年净利润有望延续较大幅度增长, 我们预计全年股权投资所带来的业绩高速增长持续, 上调2019-2021年归母净利润至19.2、21.7、23.9亿元(前值15.4、18.0、21.1), 对应EPS为1.02、1.15、1.27元。参考可比公司2019年7.2倍PE估值, 我们认为重组完成后公司一二级资源禀赋优势有望强化区域市场地位和增长预期, 给予2019PE估值8.5-9.5倍, 目标价8.67-9.69元(前值10.78-11.76元), 维持“增持”评级。

风险提示: 一线城市调控严格; 一级开发及棚改加大资金链压力; 金融资产公允价值变动导致业绩波动加大; 集团重组及资源整合存在不确定性。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,880
流通A股(百万股)	1,880
52周内股价区间(元)	7.02-11.20
总市值(百万元)	14,705
总资产(百万元)	117,563
每股净资产(元)	13.18

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,043	13,381	17,074	22,093	28,390
+/-%	20.77	(4.72)	27.60	29.40	28.50
归属母公司净利润(百万元)	1,456	1,230	1,920	2,170	2,393
+/-%	0.87	(15.52)	56.06	13.04	10.27
EPS(元, 最新摊薄)	0.77	0.65	1.02	1.15	1.27
PE(倍)	10.10	11.95	7.66	6.78	6.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表（截至2019年11月8日，盈利预测数据来自Wind一致预期）

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
首开股份	202.50	7.85	1.23	1.43	1.62	1.97	6.39	5.47	4.86	3.98
南京高科	117.05	9.47	0.78	1.22	1.02	1.20	12.21	7.78	9.31	7.91
金融街	234.33	7.84	1.09	1.22	1.37	1.53	7.17	6.42	5.71	5.11
苏州高新	65.97	5.73	0.53	0.62	0.77	0.96	10.79	9.23	7.40	5.96
平均							9.14	7.23	6.82	5.74

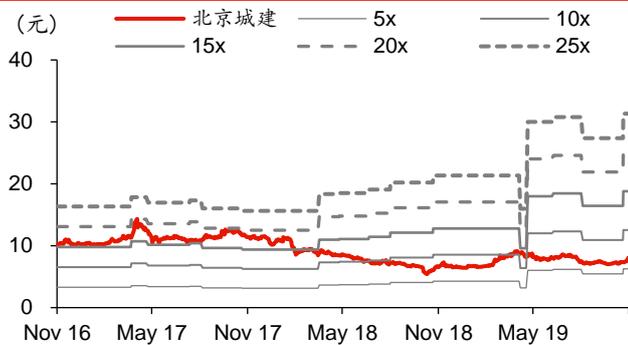
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 风险提示

一线城市延续当前严格的调控体系；一级开发及棚改项目开发周期的延长加大公司资金链压力；会计准则调整导致金融资产公允价值变动收益带动业绩波动加大；集团重组及资源整合存在不确定性。

### PE/PB - Bands

图表2：北京城建历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：北京城建历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	86,146	97,533	122,296	142,429	174,820
现金	12,076	9,186	10,244	12,151	14,195
应收账款	55.08	76.29	86.81	116.81	148.18
其他应收账款	1,233	2,179	2,351	3,227	4,068
预付账款	11,288	10,050	13,937	16,665	22,023
存货	60,918	74,846	90,300	104,655	128,557
其他流动资产	577.68	1,195	5,377	5,613	5,828
非流动资产	12,062	12,417	7,953	8,155	8,244
长期投资	1,391	1,390	2,300	2,415	2,536
固定投资	183.13	569.42	560.62	546.41	528.87
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	10,488	10,457	5,092	5,194	5,179
资产总计	98,209	109,950	130,249	150,584	183,064
流动负债	33,419	39,146	49,195	61,623	85,385
短期借款	10.00	0.00	5,623	10,004	23,640
应付账款	7,000	8,405	10,670	13,154	17,209
其他流动负债	26,409	30,741	32,902	38,466	44,535
非流动负债	42,617	44,842	52,424	58,221	64,613
长期借款	26,692	29,534	36,911	42,776	49,145
其他非流动负债	15,925	15,307	15,513	15,445	15,468
负债合计	76,036	83,987	101,619	119,844	149,997
少数股东权益	1,960	2,514	2,760	3,029	3,316
股本	1,567	1,567	1,880	1,880	1,880
资本公积	3,797	3,804	3,490	3,490	3,490
留存公积	10,080	10,807	19,622	21,216	22,958
归属母公司股东权益	20,213	23,449	25,870	27,711	29,750
负债和股东权益	98,209	109,950	130,249	150,584	183,064

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(13,936)	(8,621)	(11,235)	(7,474)	(16,695)
净利润	1,573	1,353	2,167	2,438	2,681
折旧摊销	18.65	40.85	45.41	48.24	50.13
财务费用	221.33	184.84	523.92	534.40	561.12
投资损失	(240.08)	(140.04)	(1,029)	(380.00)	(399.00)
营运资金变动	(14,987)	(9,873)	(14,137)	(10,317)	(19,986)
其他经营现金	(522.02)	(186.30)	1,195	202.52	397.97
投资活动现金	(1,549)	44.14	1,082	(50.68)	43.91
资本支出	19.93	137.84	20.00	20.00	20.00
长期投资	1,072	(31.00)	(4,407)	186.26	97.00
其他投资现金	(456.96)	150.98	(3,305)	155.57	160.91
筹资活动现金	17,812	5,605	11,211	9,431	18,695
短期借款	0.00	(10.00)	5,623	4,380	13,637
长期借款	16,446	2,842	7,377	5,865	6,369
普通股增加	0.00	0.00	313.41	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	6.41	(313.41)	0.00	0.00
其他筹资现金	1,366	2,767	(1,789)	(813.98)	(1,311)
现金净增加额	2,325	(2,972)	1,058	1,907	2,044

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,043	13,381	17,074	22,093	28,390
营业成本	10,372	8,977	12,566	14,979	19,816
营业税金及附加	1,101	1,684	1,758	2,354	3,082
营业费用	318.83	418.96	534.59	691.76	888.91
管理费用	495.41	533.06	680.18	880.15	1,131
财务费用	221.33	184.84	523.92	534.40	561.12
资产减值损失	6.11	17.16	13.48	14.70	14.29
公允价值变动收益	68.53	89.97	877.00	247.43	296.91
投资净收益	240.08	140.04	1,029	380.00	399.00
营业利润	1,861	1,811	2,903	3,267	3,592
营业外收入	9.26	6.45	6.45	6.45	6.45
营业外支出	3.71	4.05	4.05	4.05	4.05
利润总额	1,867	1,814	2,905	3,269	3,594
所得税	293.84	461.04	738.51	831.06	913.67
净利润	1,573	1,353	2,167	2,438	2,681
少数股东损益	116.63	122.53	246.94	268.08	287.54
归属母公司净利润	1,456	1,230	1,920	2,170	2,393
EBITDA	2,101	2,037	3,472	3,849	4,203
EPS (元, 基本)	0.93	0.79	1.02	1.15	1.27

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	20.77	(4.72)	27.60	29.40	28.50
营业利润	(9.97)	(2.67)	60.26	12.54	9.95
归属母公司净利润	0.87	(15.52)	56.06	13.04	10.27
获利能力 (%)					
毛利率	26.14	32.91	26.40	32.20	30.20
净利率	10.37	9.19	11.24	9.82	8.43
ROE	7.20	5.25	7.42	7.83	8.04
ROIC	3.66	2.50	3.47	3.38	2.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.42	76.39	78.02	79.59	81.94
净负债比率 (%)	44.22	46.44	50.34	51.47	54.40
流动比率	2.58	2.49	2.49	2.31	2.05
速动比率	0.75	0.58	0.65	0.61	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.13	0.14	0.16	0.17
应收账款周转率	155.01	141.91	148.79	153.16	151.54
应付账款周转率	1.54	1.17	1.32	1.26	1.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.65	1.02	1.15	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	(7.41)	(4.58)	(5.97)	(3.97)	(8.88)
每股净资产(最新摊薄)	10.75	12.47	13.76	14.74	15.82
估值比率					
PE (倍)	10.10	11.95	7.66	6.78	6.15
PB (倍)	0.73	0.63	0.57	0.53	0.49
EV_EBITDA (倍)	20.32	20.96	12.29	11.09	10.16

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com