

推荐 (首次)

京城棚改标杆 “更名” 凸显三大业务并驾提升强烈需求

风险评级：中风险

北京城建（600266）研究报告

2019年11月19日

投资要点：
何敏仪

SAC 执业证书编号：

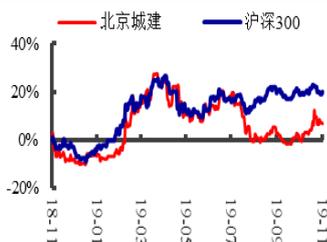
S0340513040001

电话：0769-23320072

邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据
2019年11月18日

收盘价(元)	7.67
总市值(亿元)	144.23
总股本(亿股)	1,880.45
流通股本(亿股)	1,880.45
ROE(TTM)	9.51%
12月最高价(元)	11.57
12月最低价(元)	6.95

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 滚动开发策略启动 结转利润改善可期。**公司前三季度共实现营业收入106.63亿元，同比增长38.83%；实现利润总额23.15亿元，同比增长198.3%；归属于上市公司股东的净利润17.97亿元，同比大幅增长167.97%。其中上半年公司扣非后归属净利润出现亏损，三季度业绩出现明显改善。利润大幅增长，主要由于会计政策变更以及房地产结转带来。公司作为国企践行社会责任积极，拿到棚改项目后，保证保障房先开工，商品房后开工，优先保障安置居民的利益。前期由于保障房先建设先竣工入住，进入结转，而商品房没进入结转，出现结转错配，导致上半年财报上单个项目出现暂时性的结转亏损。而三季度随着商品房的结转，地产收获了近5个亿的利润。目前公司吸取了经验，后续会更好的利用分地块出让，滚动开发策略，带来更好的现金流及结转收益。
- 前三季度公司实现销售面积49.3万平方米，同比下降9.4%；实现销售金额100.2亿，同比增长9.4%。**四季度可销售货值充裕，全年销售增速有望进一步上升。其中望坛项目进展良好，预计2020年可销售货值充裕，按当前市场情况预判，充足的可售货量能带来稳定的销售。我们认为，公司项目储备充裕，能支撑后续房地产开发业务的持续提速发展。另外通过滚动开发也能更好的保障公司未来现金流及结转业绩的改善。
- 棚改标杆 京内外持续拓展。**棚改已经成为公司地产开发业务的主要模式。通过棚改切入也能更好的避开二级市场直接拍地的激烈竞争。公司棚改项目8个，总规划建筑面积687.96万平方米，总投资额预计1034亿元。公司以总资产收益率最大化为目标稳健推进棚改项目。其中怀柔03街区项目作为北京市唯一一个两年内完成的棚改项目，也是公司第一个实现二级入市的棚改项目。
- 除了环京区域，京外也实现持续的拓展。**公司地产开发的京外项目有16个，主要分布在天津、南京、成都、重庆、三亚、青岛等省会及重点地区。公司未来考虑项目时，仍以固有区域继续深耕为主，寻求有利润的项目而不盲目扩大区域布局。如当前进入的青岛、重庆、成都等，以及新进入的保定，公司将会持续跟踪有机会的项目。公司获取项目层面，有赖于大股东的资源及影响力、国企的品牌效应，与地方政府签署项目时，一期完成理想，预计后续仍会有较好的合作机会。
- 融资渠道通畅 综合平均成本较低。**公司将继续拓宽融资渠道，扩大融资规模，保持资产负债率基本稳定。截止三季报资产负债率为76.62%，在行业中处于中等水平。公司明年到期的58亿公司债，预计通过借新还

- 旧方式去完成。而从当前利率水平预判，明年发债利息有可能比前期发债利率（4.4%）要下降。公司整体融资成本较低，截止 18 年年末平均融资成本 5.07%。
- **股权投资持续发力。**公司持有国信证券、锦州银行、中科曙光三家上市公司，分别占该公司股权比例 4.18%、1.67%和 0.37%。公司间接持有的南微医学年内完成科创板 IPO 发行，实现较大的增值收益。另外公司拥有二十一世纪空间，后续也有上市预期。公司有专业的团队，持续跟踪优秀企业项目，股权投资方面预计后续还将继续发力，总的投资方向是瞄准 Pre-IPO；未来如果科创板的战略投资放开，还可争取战略配售优质项目。股权投资对公司整体业绩能有积极的提升作用。2018 年公司获得现金分红 1.21 亿元。投管公司 2 支私募股权基金已分别完成基金备案和工商注册，ABN 业务取得进展，获得了中国银行间市场交易商协会会员资格。
- 我们预计，公司后续持续增加投资性股权可期。优质项目分红、成功上市带来增值收益、成熟企业股权出售等，也将能持续为公司股权投资业务带来良好的收益。
- **商业文旅养老积极推进。**经营性物业近年持续增长。公司当前持有商业地产面积约 26 万平米。海兴大厦竣工，预计明年进入出租，将提升整体租金金额。租金收入实现持续提升，且收入相对稳定，也能平滑整体业绩。预计 2019 年租金收入达到 2 个亿。当前经营性物业公允价值估值偏低，未来也有增值的空间与潜力。
- 文旅地产方面，公司目前已经落地黄山、海南三亚、云蒙山三个项目。养老地产也是未来积极发展的一个方向，将与养老产业链企业、保险公司等战略合作，在项目开发运营、资金、资源等方面进行优势互补，探索适合中国国情的养老地产盈利模式。
- **住总并入集团 后续资源整合值得期待。**11 月 13 日，公司收到控股股东城建集团转来的《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于北京城建集团有限责任公司与北京住总集团有限责任公司合并重组的通知》，经北京市人民政府国有资产监督管理委员会研究，并报北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对城建集团与北京住总集团有限责任公司实施合并重组，将北京住总集团的国有资产无偿划转给城建集团，并由城建集团对其行使出资人职责。我们认为，城建集团承若公司作为其旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，持续在房地产业务方面优先支持公司，协助公司做大做强主营业务。未来住总房地产开发资源并入公司预期较高。
- 另外公司确立房地产开发、对外股权投资和商业地产经营三大业务板块，为更好配合发展需要及体现主营现状，决定 11 月 22 号起更名为“城建发展”。公司后续国企改革进一步激发活力，三大业务协同发展实现持续较快增长值得期待。
- **总结与投资建议：**公司作为京城棚改标杆企业，通过棚改获取丰富优质资源；京外项目也实现积极推进；住总并入集团，后续整合地产资源进一步做大做强值得期待。另外股权投资表现理想，价值上升将提升业绩贡献度；商业文旅养老等产业持续发展也值得期待。更名为“城建发展”也体现公司未来三大主业协同发展提升的强烈

需求。预测公司 2019 年——2020 年 EPS 分别为 1.07 元和 1.19 元，对应当前股价 PE 分别为 7 倍和 6.5 倍，估值偏低，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**棚改推进缓慢房地产销售不达预期；股权投资受市场影响收益波动较大

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13380.52	17100.31	22059.39	28015.43
营业总成本	11815.88	15264.07	19303.44	24685.49
营业成本	8977.49	11628.21	14823.91	19050.49
营业税金及附加	1684.38	2137.54	2757.42	3501.93
销售费用	418.96	513.01	661.78	840.46
管理费用	533.06	649.81	838.26	1064.59
财务费用	184.84	250.00	200.00	200.00
其他经营收益	230.02	1200.00	600.00	600.00
公允价值变动净收益	89.97	400.00	300.00	300.00
投资净收益	140.04	800.00	300.00	300.00
营业利润	1794.66	3036.24	3355.96	3929.94
加营业外收入	6.45	0.00	0.00	0.00
减营业外支出	4.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	1797.05	3036.24	3355.96	3929.94
减所得税	461.04	819.78	889.33	1041.44
净利润	1336.01	2216.45	2466.63	2888.51
减少数股东损益	122.53	212.54	234.92	275.10
归母公司所有者的净利润	1230.08	2003.92	2231.71	2613.41
基本每股收益(元)	0.78	1.07	1.19	1.39

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn