



买入

20% ↑

目标价格: 人民币 27.94

原目标价格: 人民币 12.62

600266.CH

价格: 人民币 23.28

目标价格基础: 15年净资产值溢价 35%

板块评级: 增持

股价表现

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.6)	184.2	(6.4)	128.0
相对上证综指	(15.7)	104.0	(23.3)	47.7

发行股数(百万)	1,567
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	24,841
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
15年末净负债比率(%)	20.70
15年末每股评估净资产值(人民币)	
主要股东(%)	40.39
北京城建集团	1,567

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015年3月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

北京城建

业绩小幅增长, 北京丰富土储赋予良好销售弹性

北京城建14年营业收入和净利润分别同比下降3%和增长4%, 受到保障房结算项目和新并表新城公司结算项目拖累导致毛利率下降至35%, 并拟每10股派2.7元; 14年公司销售估算约70多亿, 同比有所下降, 但鉴于公司在北京拥有优质土地储备, 并且目前一线城市已经先于市场回暖, 并且一线需求依然旺盛, 我们看好公司15年销售将获得稳定增长的表现; 7月, 北京出台棚改新政, 公司动感花园棚改项目成功实现一二级联动, 新增东北五年优质储备, 同时望坛棚改项目也已列入北京重大棚改项目, 后续一二级联动可能性较大, 有望新增南二环稀缺资源; 鉴于公司销售低于预期将影响结算节奏, 我们分别将2015-16年每股收益预测由1.38和1.64元下调至1.00元和1.13元, 但鉴于看好公司15年的销售弹性、国信证券较大的估值贡献、北京国企改革预期、以及地产板块估值水平的提升等因素, 上调目标价至27.94元, 相当于28倍2015年市盈率和35%的净资产值溢价, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 14年净利润增长4%, 毛利率受保障房和新城公司项目结算拖累。14年营业收入100亿元, 同比增长30% (较因收购新城公司而报表追溯调整后同比下降3%); 净利润14亿元, 同比增长7% (较调整后增长4%), 每股收益1.11元, 全面摊薄每股收益0.88元; 毛利率34.7%和13.7%, 分别较下降5.8和3.0个百分点 (较调整后提升1.4和0.9个百分点), 源于保障房结算较多以及并表新城公司结算项目毛利率较低; 净资产收益率13.2%, 下降2.6个百分点; 每10股派2.7元。
- 14年销售估算70多亿元, 预计15年销售将稳定增长。14年, 销售商品、提供劳务收到的现金为68亿元, 同比下降15%, 预计同期销售约70多亿元, 略低于我们80亿元的预测, 总体销售表现不佳; 不过鉴于目前一线城市已经先于市场回暖, 同时一线需求依然旺盛, 我们看好公司在15年的销售表现; 报告期末, 预收款项72亿元, 同比下降27%, 锁定我们对公司15年的房地产业务预测收入的68%。
- 7月北京出台棚改新政, 推动公司京内一二级联动。7月23日, 北京发布棚改新政策, 要求17年底基本完成四环路以内棚户区改造; 7月15日, 公司获得动感花园棚改项目的二级开发资格, 实现一二级联动, 该项目位于东北五环, 总建面13.04万方, 折楼面价仅7,500元/平; 此外, 公司超100万方望坛棚改项目也已列入北京重大棚改项目, 后续一二级联动可能性较大, 将新增南二环稀缺资源。
- 定增顺利发行降低负债率, 债务结构良好。8月20日, 定增顺利发行5亿股, 融资39亿元, 负债率得到有效降低; 资产负债率66.9%, 较年初下降7个百分点; 净负债率57.6%, 位于行业较低水平, 并较年初下降5个百分点; 货币资金66亿元, 为短债39亿元的1.7倍, 短期无偿债压力; 债务结构良好, 长期借款占有息负债达76%。

评级面临的主要风险

- 房地产市场销售复苏弱于预期; 跨区域经营风险。

估值

- 鉴于公司销售低于预期将影响结算节奏, 我们分别将15-16年每股收益预测由1.38和1.64元下调至1.00元和1.13元, 但鉴于看好公司15年的销售弹性、国信证券较大的估值贡献、北京国企改革预期、以及地产板块估值水平的提升等因素, 目标价由12.62元上调至27.94元, 相当于28倍15年市盈率和35%的净资产值溢价, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	7,692	10,011	11,007	12,634	14,508
变动(%)	15.1	30.1	9.9	14.8	14.8
净利润(人民币 百万)	1,284	1,373	1,565	1,772	2,006
全面摊薄每股收益(人民币)	0.820	0.876	0.999	1.131	1.280
变动(%)	17.3	6.9	14.0	13.2	13.2
先前预测每股收益(人民币)			1.377	1.638	
调整幅度(%)			(27.5)	(31.0)	
市盈率(倍)	28.4	26.6	23.3	20.6	18.2
每股现金流量(人民币)	(3.9)	(3.9)	(0.2)	(0.7)	(0.8)
价格/每股现金流量(倍)	(5.9)	(6.0)	(114.3)	(33.5)	(28.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	32.9	27.9	26.8	25.1
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 北京城建 2014 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 (调整后)	2013 年 (调整后)	2014 年	同比变动(% (较调整后))	同比变动(% (较调整后))
营业收入	7,692	10,344	10,011	30.1	(3.2)
营业成本	(4,582)	(6,906)	(6,541)	42.8	(5.3)
营业税	(787)	(935)	(790)	0.4	(15.4)
毛利润	2,323	2,503	2,679	15.3	7.0
其他收入	(15)	(15)	(27)	78.8	76.8
销售费用	(232)	(251)	(284)	22.5	13.1
管理费用	(354)	(398)	(485)	36.9	21.8
营业利润	1,721	1,838	1,883	9.4	2.4
投资收益	274	274	156	(43.1)	(43.1)
财务费用	(129)	(193)	(136)	5.2	(29.7)
营业外收支	12	11	18	54.7	61.4
税前利润	1,879	1,931	1,921	2.3	(0.5)
所得税	(458)	(475)	(422)	(7.9)	(11.2)
少数股东权益	(136)	(135)	(127)	(7.0)	(5.8)
归属上市公司					
股东净利润	1,284	1,322	1,373	6.9	3.9
主要比率(%)				百分点增减	百分点增减
毛利率	40.4	33.2	34.7	(5.8)	1.4
含税毛利率	30.2	24.2	26.8	(3.4)	2.6
经营利润率	22.4	17.8	18.8	(3.6)	1.0
净利率	16.7	12.8	13.7	(3.0)	0.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

注: 报告期, 公司对前期报表进行了追溯调整, 原因是: 1、报告期内, 公司从控股股东城建集团收购其持有的新城公司 100% 股权, 属同一控制下企业合并; 2、执行 2014 年财政部新颁布的会计准则。

图表 2. 北京城建 2014 年分业务业绩情况

	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同 期增减(%)	毛利率比上年同 期增减(百分点)
房地产开发销售收入	96.2	34.3	(4.2)	1.1
物业管理收入	1.6	(14.1)	14.2	(16.8)
拆迁收入	0.1	59.9	(70.2)	67.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 北京城建 2014 年营业收入构成情况

	营业收入(亿元)	同比(%)	毛利率(%)	百分点增减
筑华年	1.0	(94.3)	46.7	(19.7)
世华龙樾	27.5	上期未结	45.8	上期未结
顺悦居	11.5	上期未结	11.3	上期未结
世华泊郡	17.4	(34.7)	31.7	1.8
徜徉集	10.0	1.8	25.1	2.3
首诚国际	9.3	(44.2)	55.1	10.7
尚源·熙城	2.0	(37.2)	27.9	10.3
龙樾湾 (重庆)	1.6	上期未结	13.6	上期未结
龙樾湾 (成都)	5.1	上期未结	23.2	上期未结
兴业嘉园	3.8	(85.5)	41.6	29.5
汇景湾	5.1	上期未结	23.2	上期未结
南湖 1 号	1.2	上期未结	11.4	上期未结
其他	3.4	60.6	42.6	24.0
合计	96.2	(4.2)	34.3	1.1

资料来源: 公司数据和中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	7,692	10,011	11,007	12,634	14,508
销售成本	(5,369)	(7,332)	(7,848)	(9,029)	(10,390)
经营费用	(586)	(769)	(846)	(971)	(1,115)
息税折旧前利润	1,752	1,929	2,325	2,646	3,016
折旧及摊销	(16)	(19)	(12)	(12)	(13)
经营利润(息税前利润)	1,737	1,910	2,313	2,634	3,003
净利息收入/(费用)	(127)	(127)	(150)	(169)	(199)
其他收益/(损失)	269	138	116	116	117
税前利润	1,879	1,921	2,279	2,581	2,922
所得税	(458)	(422)	(570)	(645)	(730)
少数股东权益	(136)	(127)	(145)	(164)	(185)
净利润	1,284	1,373	1,565	1,772	2,006
核心净利润	1,284	1,373	1,565	1,772	2,006
每股收益(人民币)	0.820	0.876	0.999	1.131	1.280
核心每股收益(人民币)	0.820	0.876	0.999	1.131	1.280
每股股息(人民币)	0.250	0.270	0.308	0.349	0.395
收入增长(%)	15	30	10	15	15
息税前利润增长(%)	8	10	21	14	14
息税折旧前利润增长(%)	8	10	21	14	14
每股收益增长(%)	NA	17	16	20	19
核心每股收益增长(%)	NA	19	17	22	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	1,879	1,921	2,279	2,581	2,922
折旧与摊销	16	19	12	12	13
净利息费用	127	127	150	169	199
运营资本变动	(5,469)	(7,660)	(2,093)	(3,109)	(3,578)
税金	(458)	(422)	(570)	(645)	(730)
其他经营现金流	(275)	(92)	(98)	(98)	(99)
经营活动产生的现金流	(4,181)	(6,106)	(319)	(1,090)	(1,274)
购买固定资产净值	(10)	(98)	0	0	0
投资减少/增加	149	(361)	26	30	35
其他投资现金流	162	116	312	(838)	(48)
投资活动产生的现金流	301	(343)	339	(807)	(13)
净增权益	0	3,900	0	0	0
净增债务	3,963	5,039	821	4,354	3,188
支付股息	(901)	(1,409)	(482)	(546)	(618)
其他融资现金流	192	164	312	(838)	(48)
融资活动产生的现金流	3,255	7,694	650	2,970	2,522
现金变动	(625)	1,246	670	1,073	1,234
期初现金	5,686	5,341	6,586	7,256	8,329
公司自由现金流	(3,880)	(6,449)	19	(1,897)	(1,287)
权益自由现金流	83	(1,410)	840	2,457	1,901

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	5,070	6,600	7,256	8,329	9,565
应收帐款	1,003	903	993	1,139	1,308
库存	24,235	32,225	35,430	40,669	46,700
其他流动资产	1,334	2,459	1,776	2,044	2,352
流动资产总计	31,643	42,187	45,455	52,182	59,925
固定资产	128	173	159	148	136
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	4,486	7,992	8,304	8,687	9,125
长期资产总计	4,614	8,165	8,463	8,835	9,261
总资产	36,257	50,352	53,918	61,016	69,186
应付帐款	5,206	8,504	9,106	10,478	12,058
短期债务	1,718	3,909	4,730	9,083	12,272
其他流动负债	10,366	7,809	8,394	9,639	11,069
流动负债总计	17,289	20,222	22,230	29,200	35,398
长期借款	9,243	12,295	12,295	12,295	12,295
其他长期负债	287	1,147	1,148	1,150	1,152
股本	889	1,567	1,567	1,567	1,567
储备	7,643	14,099	15,556	15,570	17,411
股东权益	8,532	15,666	17,123	17,137	18,978
少数股东权益	905	1,021	1,121	1,234	1,363
总负债及权益	36,257	50,352	53,918	61,016	69,186
每股帐面价值(人民币)	8.00	10.00	10.93	10.94	12.11
每股有形资产(人民币)	0.12	0.11	0.10	0.09	0.09
每股净负债/(现金)(人民币)	5.52	6.13	6.23	8.33	9.57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.8	19.3	21.1	20.9	20.8
息税前利润率(%)	22.6	19.1	21.0	20.8	20.7
税前利润率(%)	24.4	19.2	20.7	20.4	20.1
净利率(%)	16.7	13.7	14.2	14.0	13.8
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.1	2.0	1.8	1.7
利息覆盖率(倍)	13.7	15.0	15.4	15.6	15.1
净权益负债率(%)	62.4	57.6	53.5	71.0	73.8
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	28.4	26.6	23.3	20.6	18.2
核心业务市盈率(倍)	28.4	26.6	23.3	20.6	18.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.1	31.9	28.0	24.7	21.8
市净率(倍)	2.9	2.3	2.1	2.1	1.9
价格/现金流(倍)	(5.9)	(6.0)	(114.3)	(33.5)	(28.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	32.9	27.9	26.8	25.1
周转率					
存货周转天数	1434.8	1405.4	1573.3	1538.1	1534.7
应收帐款周转天数	26.9	34.7	31.4	30.8	30.8
应付帐款周转天数	226.8	249.9	292.0	282.9	283.5
回报率					
股息支付率(%)	30.5	30.8	30.8	30.8	30.8
净资产收益率(%)	15.1	8.8	9.1	10.3	10.6
资产收益率(%)	4.0	3.4	3.3	3.4	3.5
已运用资本收益率(%)	9.9	7.3	6.9	7.1	7.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371