

北京城建 (600266)

强烈推荐

行业：房地产开发

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：30

当前股价：21.50

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,567
流通股本(百万股)	1,067
总市值(亿元)	337
流通市值(亿元)	229
成交量(百万股)	52.38
成交额(百万元)	1,156.81

股价表现



相关报告

《北京城建-卡位首都圈资源，跨界投资育新增长极》2015-04-22

《北京城建-增发有望尽快获批，盈利保持高增长》2014-03-23

《北京城建-积极扩张高增长可期，增发符合政策方向有望率先获批》2013-12-04

参与国信配股，放弃航科收购，继续寻找新增长点

事件：北京城建拟以不超过人民币 8 亿元全额认购国信证券可获配股份，并终止收购江苏航科复合材料科技有限公司股权并对其增资。

投资要点：

◇ **大牛市下券商业绩增速迅猛，低价全额认购国信证券配股按市价溢利近 70 亿。**国信证券拟按照最高 10 配 3 的比例向全体股东配售不超过 2.46 亿股，募集资金不超过 180 亿元，增资将增强国信证券市场竞争优势和盈利能力。目前方案已获国资委批复。北京城建现持有国信证券 3.43 亿股（占比 4.18%），假设国信证券最终募得 180 亿，以最大配股数计约 7.32 元/股；北京城建需出资 7.5 亿，按其 5 月 15 日收盘价 27.79 元计算，相当于溢利 70.2 亿。国信证券 2015Q1 实现营收 63.8 亿（+169.6%）净利润 32.6 亿（+247.4%），按权益比归属北京城建净利 1.36 亿。保守估计若股市行情不出现重大转折，国信证券 15 年净利可达 100 亿，对应北京城建利润 4.2 亿。

◇ **政策暖风频吹，京楼市先于市场回暖，京津冀一体化愈加催化。**从观察的数据来看，北京 1-4 月一手房累计成交同比增 16%、二手房累计增+52%。4 月 30 日中央政治局会议审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，作为高层力推的国家级区域规划，将极大地改变目前京津冀三省市的产业格局，给京津冀区域房地产市场带来确定性投资机会。北京城建在该区域拥有近 600 万建面未结算资源，皆处于优质地段，增值潜力极大。

◇ **财务稳健，融资顺畅。**北京城建 2015 一季报显示，按合并会计报表调整后期内实现营业收入 23.73 亿（同比+0.65%）、归属母公司净利润 2.30 亿（-9.77%）、扣非净利润 2.26 亿（+27.10%）。截至 2015Q1 末，净负债率仅 49%，处于行业较低水平，货币资金超短债 36 亿。公司 58 亿公司债发行申请已获上海证券交易所受理。降息降准下发行成本将走低。

◇ **融资顺畅助力公司拓展。**今年公司计划新增二级开发项目近 300 万方，目前已经取得成都金牛区项目（建面 40.77 万方，地价 11.66 亿）、北京通州区（建面 17.65 万方，地价 10.6 亿），后续项目将不断落实兑现。

◇ **终止收购和增资江苏航科不改公司基本面向好趋势。**为控制风险，公司终止对江苏航科的股权收购及增资，因本次事项尚处于前期，不会对公司正常经营和盈利产生影响。在我们上一篇深度报告《卡位首都圈资源，跨界投资育新增长极》中也出于谨慎考虑并未将其纳入盈利预测中。公司仍将继续跨界寻找新的增长点。

◇ **不改我们之前的判断，公司“开发+投资”双轮驱动正进入新一轮高增长通道。**房地产市场回暖是确定趋势，公司项目加速去化，同时利润水平将有所回升。目前 PE 投资已获取丰厚的资本增值，包括投资的国信证券在大牛市下

突飞猛进，锦州银行赴港 IPO 即将完成，创投基金中科招商价值弥高。保守估计 15-17 年 EPS1.01/1.21/1.43,对应当前股价 PE21/18/15 倍，房地产 RNAV16.3，叠加投资增值及其他参控股公司，合理资产价值为 26.3 元/股。测算中未含楼市回暖销售超预期及多重催化因素释放带来的价值提升，如：集团资源整合及产业链支持，国企改革受益，金融投资价值持续显化。公司未来的估值更具弹性，但考虑到目前公司股价水平和行业普遍低估值，维持未来 6-12 月目标价 30 元，继续“强烈推荐”。

✧ **风险提示：**新品获批速度不达预期，估值过高的风险

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10011	13114	16393	20164
收入同比(%)	-3%	31%	25%	23%
归属母公司净利润	1373	1584	1903	2254
净利润同比(%)	4%	15%	20%	18%
毛利率(%)	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
ROE(%)	8.8%	9.2%	10.1%	10.8%
每股收益(元)	0.88	1.01	1.21	1.44
P/E	24.54	21.27	17.70	14.95
P/B	2.15	1.95	1.78	1.61
EV/EBITDA	18	15	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	42187	45732	51360	55986
现金	6600	6979	8197	10082
应收账款	72	94	118	145
其它应收款	643	843	1053	1296
预付账款	1659	1965	2596	3118
存货	32225	35448	38992	40942
其他	988	403	404	404
非流动资产	8165	4976	4943	4910
长期投资	1397	2054	2054	2054
固定资产	171	156	140	125
无形资产	0	0	0	0
其他	6597	2766	2749	2732
资产总计	50352	50708	56303	60897
流动负债	20222	20377	23653	26010
短期借款	0	0	1554	290
应付账款	6436	6436	6436	6436
其他	13786	13940	15662	19283
非流动负债	13443	11915	12383	12383
长期借款	11478	10255	10723	10723
其他	1965	1660	1660	1660
负债合计	33665	32292	36035	38392
少数股东权益	1021	1167	1350	1568
股本	1567	1567	1567	1567
资本公积	3797	3797	3797	3797
留存收益	7052	11886	13554	15573
归属母公司股东权益	15666	17250	18918	20937
负债和股东权益	50352	50708	56303	60897

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-6106	1246	-546	3565
净利润	1500	1729	2087	2471
折旧摊销	19	24	24	24
财务费用	136	115	200	413
投资损失	-99	-143	-186	-242
营运资金变动	-7660	298	-2693	875
其它	-1	-777	22	23
投资活动现金流	-343	3807	177	232
资本支出	124	0	0	0
长期投资	-512	-3088	0	0
其他	-731	719	177	232
筹资活动现金流	7694	-4674	1587	-1912
短期借款	0	0	1554	-1264
长期借款	2930	-1223	468	0
普通股增加	678	0	0	0
资本公积增加	2503	0	0	0
其他	1584	-3451	-435	-648
现金净增加额	1246	379	1217	1885

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10011	13114	16393	20164
营业成本	6541	8555	10744	13229
营业税金及附加	790	1311	1639	2016
营业费用	284	393	492	585
管理费用	485	590	721	867
财务费用	136	115	200	413
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动收益	57	0	0	0
投资净收益	99	143	186	242
营业利润	1903	2293	2782	3295
营业外收入	23	16	0	0
营业外支出	5	4	0	0
利润总额	1921	2306	2782	3295
所得税	422	576	696	824
净利润	1500	1729	2087	2471
少数股东损益	127	145	184	217
归属母公司净利润	1373	1584	1903	2254
EBITDA	2058	2432	3007	3732
EPS (元)	0.88	1.01	1.21	1.44

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-3.2%	31.0%	25.0%	23.0%
营业利润	-0.9%	20.5%	21.3%	18.4%
归属于母公司净利润	3.9%	15.4%	20.1%	18.4%
获利能力				
毛利率	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
净利率	13.7%	12.1%	11.6%	11.2%
ROE	8.8%	9.2%	10.1%	10.8%
ROIC	8.4%	9.7%	10.5%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	66.9%	63.7%	64.0%	63.0%
净负债比率	45.71%	31.76%	34.07%	28.68%
流动比率	2.09	2.24	2.17	2.15
速动比率	0.49	0.50	0.52	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.31	0.34
应收账款周转率	109	121	118	117
应付账款周转率	1.09	1.33	1.67	2.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.01	1.21	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.90	0.80	-0.35	2.27
每股净资产(最新摊薄)	10.00	11.01	12.07	13.36
估值比率				
P/E	24.54	21.27	17.70	14.95
P/B	2.15	1.95	1.78	1.61
EV/EBITDA	18	15	12	10

相关报告

报告日期	报告标题
2015-04-22	《北京城建-卡位首都圈资源，跨界投资育新增长极》
2014-03-23	《北京城建-增发有望尽快获批，盈利保持高增长》
2013-12-04	《北京城建-积极扩张高增长可期，增发符政策方向有望率先获批》
2013-08-09	《北京城建-经营稳健增长，再融资有利于增强竞争力》
2013-04-28	《北京城建 600266-销售靓丽财务安全，价值明显低估》
2013-03-31	《北京城建-“现金牛”拓展无忧，业绩增长可期》
2012-12-25	《销售增长领跑行业》
2012-10-27	《北京城建-资源丰富，经营安全，业绩增长可期》
2012-08-20	《北京城建-销售超预期，业绩保增长》
2012-07-23	《北京城建-可售丰富，销售高增长可期》
2012-07-09	《北京城建-销售超预期，国信上市积极推进中》
2012-06-10	《北京城建-资源为疆，现金为王，地产护航 X 点亮》
2011-04-28	《北京城建-收入大幅增加，业绩高增长可期》
2011-04-01	《北京城建-房地产增长有保障，亮点纷呈，更多惊喜随后》
2011-03-21	《北京城建-亮点纷呈，诸多主题投资尚待挖掘》
2011-01-28	《北京城建-低成本扩张，做大做强动力足》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

郑彬彬,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学软件与微电子学院,软件工程硕士。

王修宝,实习生,某著名大学研究生。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434