



**买入**

**49% ↑**

目标价格: 人民币 27.94

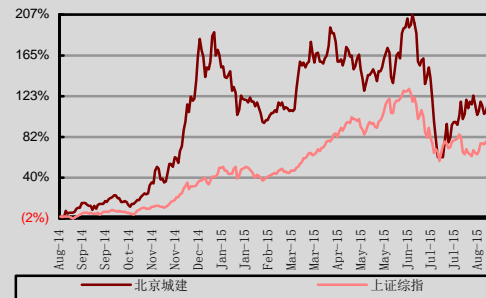
600266.CH

价格: 人民币 18.80

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	(19.1)	10.3	(14.2)	116.6
相对上证综指	(37.5)	9.2	(4.8)	36.9

发行股数(百万)	1,567
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	20,060
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,047
15年末净负债比率(%)	54
15年末每股评估净资产值(人民币)	20.70
主要股东(%)	
北京城建集团	40.39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015年8月14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

## 销售创新高, 国企改革中集团赋予产业链优势

北京城建上半年营业收入和净利润分别同比下降7%和增长12%, 毛利率略有下降, 但股权投资收益大幅增长61%; 上半年公司签约销售50亿元, 同比增长超40%, 同期销售回款56亿元, 均创同期历史新高, 我们维持全年销售预测115亿元, 同比增长超50%; 上半年拿地22亿元, 并且全年拿地计划由原先的60亿元上调至100亿元, 其中公司将积极关注以通州区为核心的京津冀拿地机会, 并积极参与通州的一级开发项目; 近期北京国企改革升温, 而城建集团目前拥有地产、工程、地铁设计、园林、商业地产和股权投资等6大业务, 这将赋予公司产业链整合优势; 此外, 近期公司成立了地产基金, 这将有效提升低成本融资规模, 并计划今明两年快速扩规模, 届时公司可以收取0.5%管理费+1%的跟投收益, 也将较为可观。我们维持公司2015-16年每股收益预测为1.00元和1.13元, 维持目标价27.94元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 上半年净利润增长12%, 投资收益大幅增长61%。上半年营业收入32.8亿元, 同比下降7%; 净利润2.9亿元, 同比增长12%, 每股收益1.11元, 全面摊薄每股收益0.19元; 毛利率和净利率分别为27.2%和8.9%, 分别下降3.6和提升1.5个百分点, 该变动主要源于股权投资而获得投资收益1.2亿元, 同比增长61%; 三项费用率由去年同期的9.2%提升至9.7%, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别持平、下降1.1和提升1.6个百分点。
- 上半年销售50亿元, 创历史新高, 维持全年销售预测115亿元。上半年公司签约销售50亿元, 同比增长超40%, 同期销售回款56亿元, 均创同期历史新高, 我们维持全年销售预测115亿元, 同比增长超50%; 上半年拿地22亿元, 并且全年拿地计划由原先的60亿元上调至100亿元, 其中公司将积极关注以通州区为核心的京津冀拿地机会, 并积极参与通州的一级开发项目; 报告期末, 预收款项98亿元, 分别锁定我们对公司15-16年的房地产业务预测收入的100%和14%。
- 北京国企改革升温, 集团6大业务赋予产业链整合优势。目前集团拥有6大业务, 包括: 地产、工程、地铁设计、园林、商业地产和股权投资, 具有产业链优势, 这将赋予未来北京城建较大的资产注入想象空间。其中, 在北京政府在推地铁线PPP过程中, 城建设计(1599.HK/港币6.47, 未有评级)有优先参与可能性, 其业务包括前期勘探、设计、工程总包和投资, 后续还将可能获得地产沿线项目, 而由于城建设计没有开发资质, 北京城建也有望预期合作开发。
- 地产基金提升低成本融资规模, 计划今明两年快速扩规模。近期公司在上海自贸区与浦发银行成立了基金公司, 公司做GP, 浦发做LP, 后者持股69%-75%, 并拿固定收益7.3%, 对于公司而言, 就是进行了7.3%成本的债权融资, 比信托便宜, 同时由于通过提升融资成本并提升基金收益, 有效降低土增税, 但不降低总收益。包括上述浦发合作基金之外, 公司计划今明两年快速扩规模, 届时公司可以收取0.5%管理费+1%的跟投收益, 也将较为可观。

### 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

- 我们维持公司2015-16年每股收益预测为1.00元和1.13元, 维持目标价27.94元, 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
市盈率(倍)	22.9	21.5	18.8	16.6	14.7
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)	(4.8)	(4.8)	(92.3)	(27.0)	(23.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.9	29.3	24.9	24.1	22.8
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	1.3	1.4	1.6	1.9	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 北京城建 2015 年上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2014 年上半年 (调整后)	2015 年上半年	同比变动(%)
营业收入	3,523	3,275	(7.1)
营业成本	(2,439)	(2,384)	(2.3)
营业税	(341)	(220)	(35.4)
毛利润	744	671	(9.8)
其他收入	6	16	162.9
销售费用	(96)	(90)	(6.2)
管理费用	(198)	(149)	(24.9)
营业利润	456	448	(1.6)
投资收益	47	118	151.0
财务费用	(31)	(80)	162.2
营业外收支	2	14	672.0
税前利润	474	500	5.5
所得税	(125)	(186)	48.9
少数股东权益	(88)	(22)	(75.5)
<b>归属上市公司</b>			
股东净利润	260	292	12.1
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点增减</b>
毛利率	30.8	27.2	(3.6)
含税毛利率	21.1	20.5	(0.6)
经营利润率	12.9	13.7	0.8
净利率	7.4	8.9	1.5

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: 将北京城建成都置业有限公司 (新设立) 和北京城建万科天运置业有限公司 (收购股权) 两公司纳入并表范围。

**图表 2. 北京城建 2015 年上半年分业务业绩情况**

	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	30.9	(7.5)	27.0	(2.5)
物业管理收入	0.9	12.2	(18.6)	(21.0)
拆迁收入	0.1	150.6	17.8	19.0

资料来源: 公司数据, 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(%)	17	7	14	13	13
核心每股收益增长(%)	17	7	14	13	13

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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	22.9	21.5	18.8	16.6	14.7
核心业务市盈率(倍)	22.9	21.5	18.8	16.6	14.7
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)	2.4	1.9	1.7	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	(4.8)	(4.8)	(92.3)	(27.0)	(23.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.9	29.3	24.9	24.1	22.8
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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