

地产业务有望大增 投资蓝图有序铺开

2015年08月16日

强烈推荐/上调

北京城建

财报点评

——北京城建（600266）2015年半年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn	021-65465582
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件: 报告期内, 公司总资产 586.11 亿元, 归属于母公司股东的权益 193.76 亿元; 上半上公司实现归属于母公司股东净利润 2.92 亿元, 同比增长 12.09%; 公司实现营业收入 32.75 亿元, 同比减少 7.05%; 实现每股收益 0.19 元, 同比降低 23.68%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	6548.48	2357.71	1165.33	1678.1	4809.91	2373.08	901.49
增长率(%)	45.36%	125.04%	-31.78%	61.44%	-26.55%	0.65%	-22.64%
毛利率(%)	30.25%	35.10%	22.04%	57.45%	29.55%	26.98%	27.81%
期间费用率(%)	6.88%	7.01%	13.68%	12.80%	7.60%	7.73%	15.05%
营业利润率(%)	14.74%	18.88%	2.31%	37.64%	16.62%	11.56%	23.44%
净利润(百万元)	789.43	324.91	23.74	440.16	710.73	220.98	92.55
增长率(%)	-02.33%	130.45%	-94.24%	287.14%	-09.97%	-31.99%	289.79%
每股盈利(季度, 元)	0.79	0.29	0.01	0.28	0.43	0.15	0.04
资产负债率(%)	74.61%	74.46%	76.23%	68.32%	66.86%	62.98%	65.13%
净资产收益率(%)	8.03%	3.36%	0.26%	3.27%	4.26%	1.10%	0.45%
总资产收益率(%)	2.04%	0.86%	0.06%	1.04%	1.41%	0.41%	0.16%

观点:

- **营业收入同比降低但净利润大幅增长。** 2015年上半年公司营业收入总额为32.75亿元, 同比降低7.05%; 归属于上市公司股东的净利润2.92亿元, 同比增长12.09%, 扣除非经常性损益的净利润为2.87亿元, 同比增长50.23%, 集中体现了主营业务盈利能力的大幅提升; 实现每股收益0.19元, 同比降低23.68%。

➤ 表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 万元、百分比)

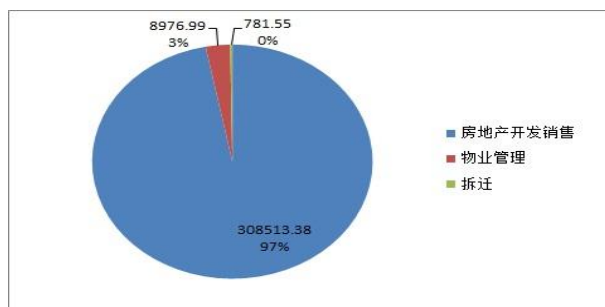
项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
营业收入	327457.88	352303.89	-7.05	项目结转周期性差异
毛利率(%)	27.21%	29.19%	-6.78%	营业收入降幅较大而营业成本降幅较小

销售净利率（%）	9.57%	8.80%	8.75%	压缩期间费用所致
资产负债率（%）	65.13%	62.98%	3.41%	报告期内发行公司债 58 亿元
费用比率（%）	9.75%	9.18%	6.10%	利息支出中费用化的部分大幅增长
ROE（%）	1.51%	2.23%	-32.29%	去年下半年公司完成 39 亿元定增
总资产	5861053.83	3889094.59	7.48%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	647070.61	458689.90	41.07%	项目投资减少
预收账款	981982.53	984993.84	-0.31%	与去年同期差别不大
一年内到期非流动负债	366877.79	87401.52	319.76%	非流动负债集中到期
经营活动净现金流	-6602.07	302297.74	97.82%	项目投资减少
投资活动净现金流	60132.68	3013.20	2095.64	投资收回增加
稀释 EPS	0.19	0.24	-23.68%	去年上半年进行定向增发

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

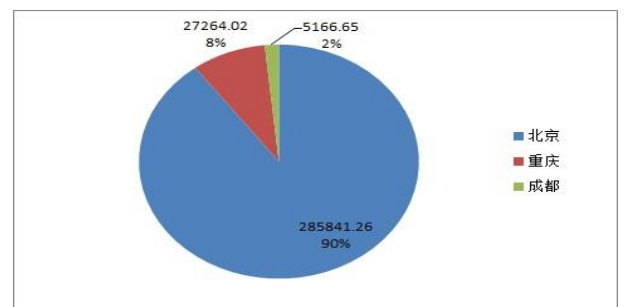
从产品构成角度来看，房地产开发业务仍然是公司的绝对贡献力量；从区域来源来看，北京地区的占比约为 90%，显示了公司对北京市场仍然有较高的依赖度。公司的多数项目位于北京，我们推断下半年公司的签约金额受销售回暖影响将显著增长。

图 1：营业收入产品构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：营业收入区域来源



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **快速回款的经营策略起效。**公司以实现销售回款为第一要务的经营策略，突出强调营销的重要作用。上半年公司销售金额**51.37亿元**，销售面积**20.79万平方米**，销售金额排名北京区域房地产开发企业**第5名**，销售面积排名**第4名**；上半年公司完成经营额**59.23亿元**，经营回款**56.31亿元**，两项指标均创历史同期最高水平。由前述两类指标可以看出，公司以实现销售回款为第一要务的经营策略是对当前市场的良性反应，为公司地产业务规模扩张和业务多元化提供了资金支持。

另外，上半年58亿公司债的发行充裕了公司的运营资金，同时以项目为对象的地产基金也有利于公司资金的快速回笼和高效运作。

- **地产业务有望受益于销售回暖。**公司目前有26个项目，其中8个项目为京外项目，其余全部为京内项目。18个京内项目有12个项目位于六环内，截止2014年末京内可售面积约为230万平方米，京外约为200万平方米，考虑到保障房对整体房价的拉低，我们以2万元的销售均价进行估计，京内项目货值约为**460亿元**。

表 2：2015 年上半年房地产开发业务销售情况

（单位：万元、元/平方米）

	销售套数	销售面积	销售均价	销售金额
商品房	1563	175768.3	17995	316302.4
保障房	641	53121.98	12925	68657.74

数据来源：CRIS，东兴证券研究所

我们对公司上半年在京的 6 个主要商品房销售情况进行统计，销售金额就已经高达近 30 亿元，考虑到下半年销售延续回暖行情的概率较大，我们认为公司全年商品房销售收入可能突破 70 亿元。随着公司的保障房项目和其他商品房项目进入销售期，我们预期年内公司签约金额有望突破 120 亿元。

表 3：2015 年上半年公司主要商品房项目销售情况

城市等级	销售套数(套)	销售面积(m ²)	销售均价(元/m ²)	销售金额(万元)	预售比率
世华泊郡	57	5984.3	38791	23213.92	99.76%
畅悦居	636	52716.41	12976	68407.11	99.68%
上河湾	305	28921.95	14731	42604.05	77.69%
世华龙樾	163	19648.36	48519	95332.62	80.00%
琨廷	94	9004.93	15281	13760.69	39.88%
首城汇景湾	92	9743.39	12360	12042.86	30.35%
海梓府	174	16649.32	34280	57073.18	22.00%
熙城	60	6670.49	4906	3272.59	52.00%
龙樾湾（成都）	336	38764.24	6235	24167.62	67.00%
龙樾湾（重庆）	39	4851.79	6126	2972.2	73.71%
首城南湖 1 號	114	15054.77	6704	10093.34	17.07%

数据来源：CRIS，东兴证券研究所

- **积极进行土地储备。**报告期内，公司开复工面积 367.23 万平方米，4 月通过竞拍方式获得丰台小屯和成都金牛地块，土地购置投资 60.2 亿元，7 月公司以 48.57 亿元的总价竞得大兴瀛海地块，2015 年 1-7 月新增土地储备购置投资额同比增长 1300% 以上，新增土地储备面积同比增长 400% 以上。目前公司有多个一级开发项目，预期公司将受益于一二级联动效应，从而降低土地获得难度系数。

公司一方面积极在二级市场上拿地，另一方面积极参与一级项目，形成二级市场拿地的先发优势，这两种举措都体现了公司进行土地储备的积极性，间接反映了公司对于未来市场的看好，我们认为公司凭借区域资源优势，未来在拿地方面仍然会处于比较优势地位。

表 4：2015 年 1-7 月新增土地储备

项目简称	规划用途	占地面积 (万 m ²)	规划建筑面积 (万 m ²)	成交金额 (亿元)	楼面价 (元/m ²)	平均溢价率 (%)	拿地时间
丰台小屯	综合用地(含住宅)	12.59	29	48.57	16749	--	2015-04-20
大兴瀛海	综合用地(含住宅)	5.79	13.77	22.8	16553	50	2015-07-03
成都金牛	综合用地(含住宅)	10.87	40.77	11.66	2860	0	2015-04-02

数据来源：CRIS，东兴证券研究所

- **投资仍然是关注重点。**公司预计今年可获得参股公司 2.2 亿元现金分红，占利润总额比例有望超过 10%；报告期内公司股权投资额为 12350 万元，同比增长 626.47%，新增持有北京城建（上海）股权投资管理有

限公司、北京城建成都置业有限公司、北京城建万科天运置业有限公司股权比例分别为40%、100%和57%；国信证券配股的认购和锦州银行上市都可能为企业带来良好的投资收益，仅此两个投资项目其合理估值已经接近90亿元；对于节能环保、大数据、保险等项目的关注和新三板的研究保障了公司未来投资收益的可持续性。

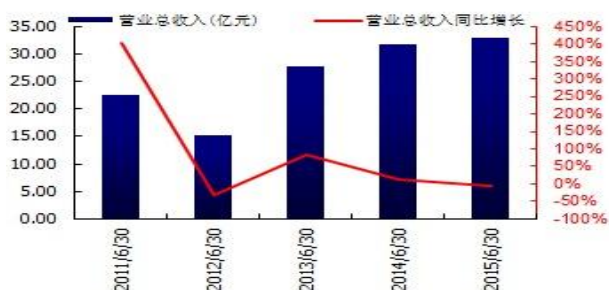
表 5：对外股权投资企业列表

被投资公司名称	持股比例	投资额	合理估值	投资方式
北京城建（上海）股权投资管理有限公司	40%	1200	-	报告期内新增
北京城建成都置业有限公司	100%	10000	-	报告期内新增
北京城建万科天运置业有限公司	57%	1150	-	报告期内新增
国信证券	4.18%	12700	860600	持有
锦州银行	2.95%	26000	36000	持有

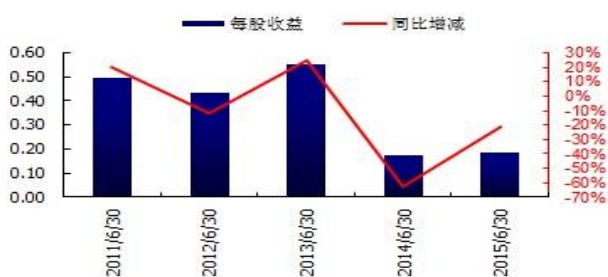
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

虽然公司股权投资项目并非全部实现盈利，但能够在投资项目出现风险时终止投资或通过转让等方式退出，显示了投资团队偏谨慎的投资风格，作为公司贡献利润的重要一极，我们认为股权投资规模和投资收益将保持稳步增长。

- **借力国企改革东风。**公司控股股东北京城建集团旗下上市公司包括北京城建和城建设计，2014年营销总额为926亿元，营业收入480亿元，开复工面积4000万平方米以上，自营房地产开发面积500万平方米以上。国企改革顶层设计方案正式出台已经进入倒计时，为实现经营效率的进一步提升，控股股东的优质资本有望部分或全部整合进入公司，从而实现集团层面的资源配置优化。

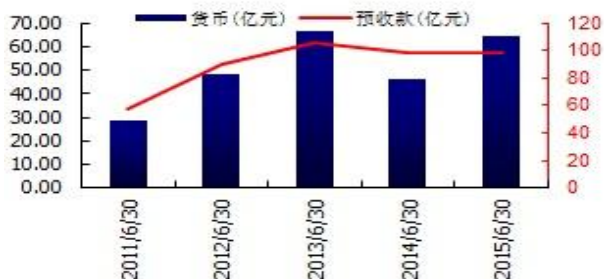
图 1：营业收入情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：每股收益情况


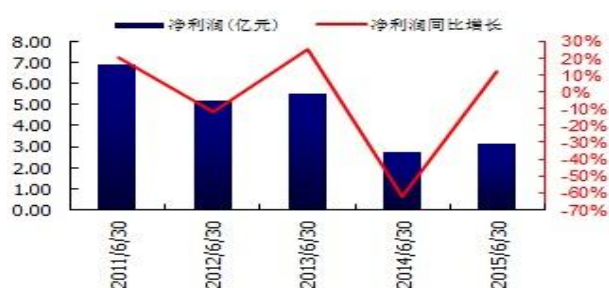
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：货币和预收款情况



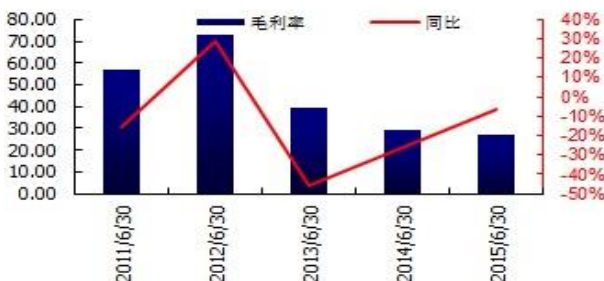
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：净利润情况



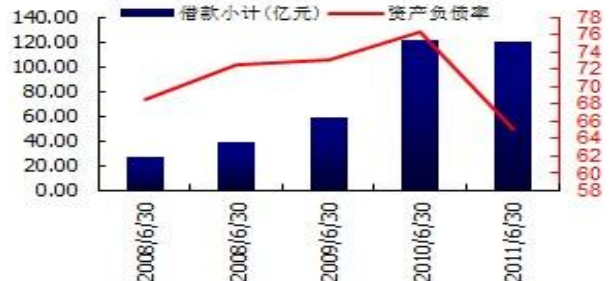
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：销售毛利率情况



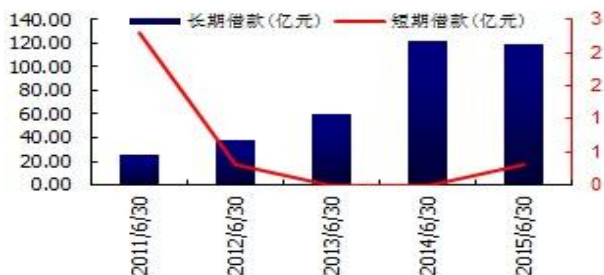
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 6：资产负债率情况



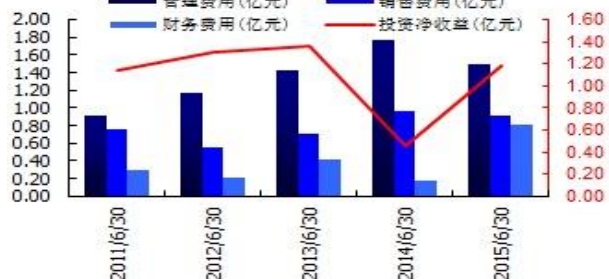
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 7：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 8：销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

结论：

公司大部分项目位于北京，受益于北京销售回暖，下半年地产业务温和增长可期，预期全年签约金额或可突破 120 亿元，同时，股权投资标的账面价值稳定增长，投资收益实现的风险较小，两大业务板块的稳健增长为公司基本面提供保证，加上集团优质商业地产资产的注入预期，我们看好公司的发展。短期仍需关注非公开发行部分限售股上市流通所带来的供给压力。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 130.43 亿元、155.83 亿元和 167.62 亿元，每股收益分别为 1.17 元、1.30 元和 1.58 元，对应 PE 分别为 16.11、14.43 和 11.91，我们上调公司至“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	31643	42187	39978	46696	54398	营业收入	7692	10011	13043	15583	16762
货币资金	5070	6600	7734	6437	11064	营业成本	4582	6541	8527	10480	10968
应收账款	65	72	107	128	138	营业税金及附加	787	790	1004	1169	1207
其他应收款	749	643	838	1001	1077	营业费用	232	284	274	327	352
预付款项	1334	1659	2682	3940	5256	管理费用	354	485	402	480	516
存货	24235	32225	28034	34454	36058	财务费用	129	136	140	147	163
其他流动资产	0	401	583	735	806	资产减值损失	15.25	27.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4614	8165	8009	8128	8187	公允价值变动收益	2.67	57.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1784	1397	1397	1397	1397	投资净收益	271.73	99.03	0.00	0.00	0.00
固定资产	127.50	171.04	423.53	542.02	601.50	营业利润	1867	1903	2696	2981	3557
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	15.54	23.11	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.73	4.84	33.00	33.00	33.00
资产总计	36257	50352	47987	54824	62585	利润总额	1879	1921	2718	3003	3579
流动负债合计	17289	20222	15397	19773	23697	所得税	458	422	680	751	895
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1421	1500	2039	2252	2684
应付账款	4709	6436	3644	4479	4687	少数股东损益	136	127	210	210	210
预收款项	9837	7216	10085	13514	17201	归属母公司净利润	1284	1373	1829	2042	2474
一年内到期的非流	1718	3909	0	0	0	EBITDA	2003	2049	2894	3209	3810
非流动负债合计	9531	13443	14120	14615	16115	BPS (元)	1.44	1.11	1.17	1.30	1.58
长期借款	8347	11478	12978	14478	15978	主要财务比率					
应付债券	896	818	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	26820	33665	29517	34387	39812	成长能力					
少数股东权益	905	1021	1231	1441	1651	营业收入增长	15.08%	30.15%	30.29%	19.47%	7.56%
实收资本(或股本)	889	1567	1567	1567	1567	营业利润增长	-1.12%	1.95%	41.68%	10.54%	19.32%
资本公积	1533	3797	3797	3797	3797	归属于母公司净利润	33.22%	11.66%	33.22%	11.66%	21.15%
未分配利润	5545	6455	7442	8545	9881	获利能力					
归属母公司股东权益	8532	15666	13990	15746	17873	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	36257	50352	44738	51574	59336	净利率(%)	18.47%	14.98%	15.63%	14.45%	16.01%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.54%	2.73%	3.81%	3.72%	3.95%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	15.05%	8.76%	13.07%	12.97%	13.84%
经营活动现金流	-4181	-6106	4672	-2164	3786	偿债能力					
净利润	1421	1500	2039	2252	2684	资产负债率(%)	74%	67%	66%	67%	67%
折旧摊销	7.10	10.23	0.00	81.51	90.51	流动比率	1.83	2.09	2.60	2.36	2.30
财务费用	129	136	140	147	163	速动比率	0.43	0.49	0.78	0.62	0.77
应收账款减少	0	0	-35	-21	-10	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2870	3428	3688	总资产周转率	0.23	0.23	0.27	0.32	0.30
投资活动现金流	301	-343	278	-200	-150	应收账款周转率	144	147	146	132	126
公允价值变动收益	3	57	0	0	0	应付账款周转率	1.76	1.80	2.59	3.84	3.66
长期股权投资减少	0	0	400	0	0	每股指标(元)					
投资收益	272	99	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.44	1.11	1.17	1.30	1.58
筹资活动现金流	3255	7694	-3816	1067	991	每股净现金流(最新)	-0.70	0.79	0.72	-0.83	2.95
应付债券增加	0	0	-818	0	0	每股净资产(最新摊)	9.59	10.00	8.93	10.05	11.41
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	0	678	0	0	0	P/E	13.06	16.94	16.11	14.43	11.91
资本公积增加	53	2264	0	0	0	P/B	1.96	1.88	2.11	1.87	1.65
现金净增加额	-625	1246	1134	-1297	4627	EV/EBITDA	11.29	19.06	11.99	11.69	9.02

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年 6 月加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。