

# 北京城建 (600266)

## 强烈推荐

行业：房地产开发

### 四季度业绩有待发力，后期看点可期

公司公布 2015 年三季报，报告期实现营业收入 55.94 亿元 (+0.01%)，归母净利润 7.91 亿元 (+3.6%)，扣非后净利润 7.85 亿元 (+15.2%)，EPS0.51 元 (-29.5%)。

#### 投资要点：

◇ **前三季度业绩增速低于预期，但后续有望持续发力。**前三季度公司实现营业收入 55.9 亿元同比持平，归属母公司净利润 7.91 亿元同比增 3.6%，扣除投资性房地产公允价值变动等非经常性损益后，净利润 7.85 亿元同比增 15.2%。因报告期参股公司分红增加，投资收益 1.05 亿同比增 127%。作为主要收入来源的地产项目四季度将迎来结算高峰，全年营收仍将保持一定幅度增长，而由于早期股权投资带来的收益颇丰，净利增速有保障。根据克尔瑞研究的统计，1-9 月公司销售额达 80 亿元，超去年全年水平，全年有望达 115 亿元（同比约增 60%以上）。

◇ **毛利小幅下滑但净利回升，三费占比回落。**前三季度综合毛利率 35.0%同比下降 4.4 个百分点，但净利润率 14.1%比去年同期高 0.6 个百分点，也高于去年全年 13.7% 的水平。公司主要项目位于北京，受益于市场回暖房价上涨，盈利能力有望进一步回升。由于公司带息负债增加，本期财务费用同比增 76%，1-9 月财务费用占营业收入比例为 1.7%同比增加 1 个百分点，但管理费用和销售费用率分别减少了 1.3 和 0.6 个百分点，合计三项费用率为 9.4%比去年同期减少 1 个百分点。

◇ **财务稳健，多渠道资金助力业务扩张。**扣除不构成实际偿债压力的预收账款后负债率为 53%、净负债率 63%，虽较上年同期都有小幅增长，但仍处于行业低位水平。至 9 月底账面货币资金超短债 36 亿元，资金状况良好。公司通过发行债券（58 亿元，7 年期利率 4.4%）和搭建基金融资平台（目前已经公告两期：一期 28 亿元，二期 24.428 亿元，综合成本不足 6%，资金成本可计入开发成本将有效抵税，并且从季度的投资收益分配中提前实现收益变现。今年内设立的基金有望超 70 亿元，16 年计划达到 150 亿元的规模），实现低成本资金的充分运作。

◇ **公司短长期颇有看点，利好不断兑现。国企改革升温，大股东城建集团所拥有丰厚资源的整合预期，也有望在集团协同下更多担当通州等北京地区一二级开发，而公司同时开辟股权投资新增长极。受益市场回暖及新兴产业项目的投资，公司业绩及估值有很大弹性。当前公司合理估值每股 22.1 元=房地产 RNAV16.3+投资增值 5.8，目前股价 6.8 折交易仍低估。维持 15-17 年 EPS1.01、1.21、1.43 的预测，对应当前股价 PE15/12/10 倍，6 个月目标价 20 元，再次“强烈推荐”。**

◇ **风险提示：**行业回暖低于预期，项目拓展进度落后。

#### 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	1583	1895	2239
净利润同比(%)	4%	15%	20%	18%
毛利率(%)	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
ROE(%)	8.8%	9.4%	10.3%	10.9%
每股收益(元)	0.88	1.01	1.21	1.43
P/E	17.09	14.81	12.38	10.48
P/B	1.50	1.39	1.27	1.14
EV/EBITDA	13	11	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

当前股价： 14.97

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)	1,416
总市值(亿元)	237
流通市值(亿元)	214
成交量(百万股)	58.62
成交额(百万元)	882.82

#### 股价表现



#### 相关报告

《北京城建-集团协同加码首都开发，资金雄厚助力扩张》2015-10-26

《北京城建-营业收入及回款创新高，融资成本大幅降低》2015-08-18

《北京城建-参与国信配股，放弃航科收购，继续寻找新增长点》2015-05-18

附：公司 2015 年三季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

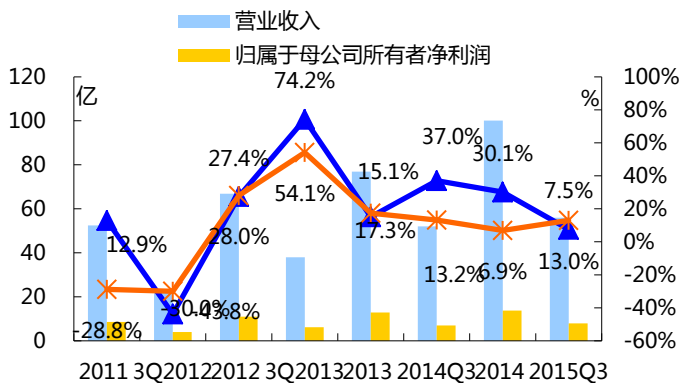


图 2：EPS 和 ROE

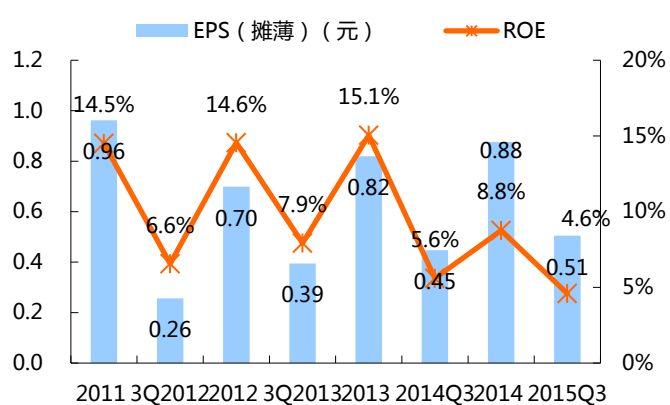


图 3：综合毛利率和净利率

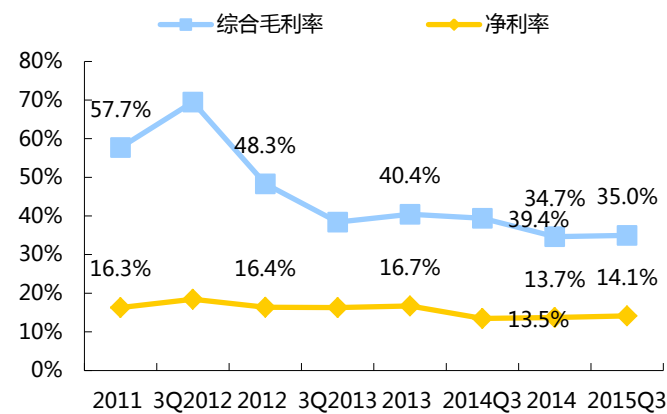


图 4：三费水平

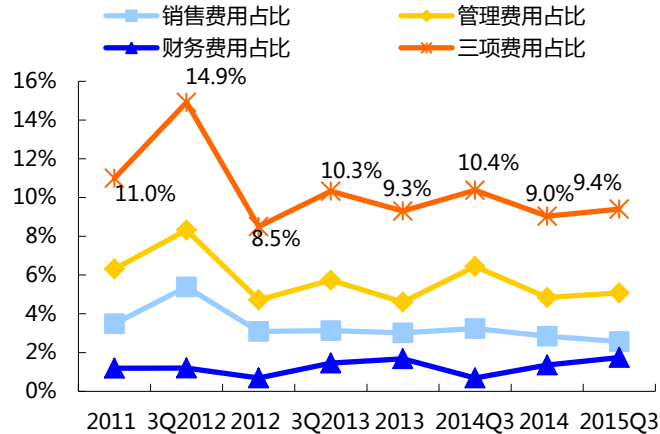


图 5：货币资金与短期负债

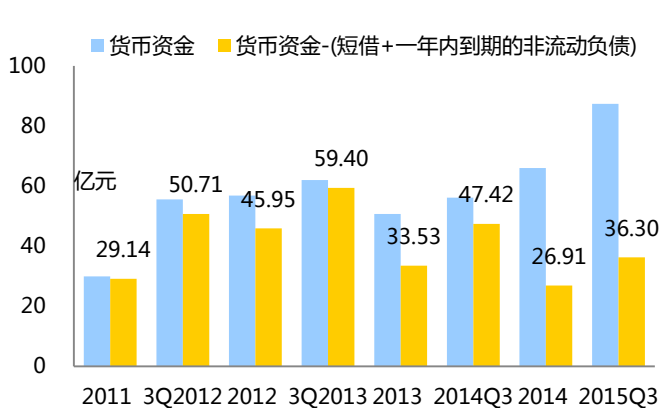
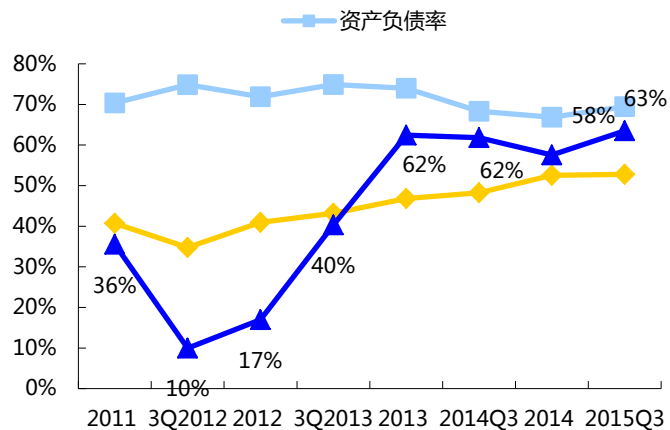


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，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
<b>流动资产</b>	<b>42187</b>	<b>45310</b>	<b>51360</b>	<b>55986</b>
现金	6600	6557	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
<b>非流动资产</b>	<b>8165</b>	<b>4976</b>	<b>4943</b>	<b>4910</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>50352</b>	<b>50286</b>	<b>56303</b>	<b>60897</b>
<b>流动负债</b>	<b>20222</b>	<b>20379</b>	<b>24085</b>	<b>26459</b>
短期借款	0	2	1987	739
应付账款	6436	6436	6436	6436
其他	13786	13940	15662	19283
<b>非流动负债</b>	<b>13443</b>	<b>11915</b>	<b>12383</b>	<b>12383</b>
长期借款	11478	10255	10723	10723
其他	1965	1660	1660	1660
<b>负债合计</b>	<b>33665</b>	<b>32293</b>	<b>36468</b>	<b>38842</b>
少数股东权益	1021	1166	1349	1565
股本	1567	1567	1567	1567
资本公积	3797	3797	3797	3797
留存收益	7052	11462	13122	15125
归属母公司股东权益	15666	16826	18486	20490
<b>负债和股东权益</b>	<b>50352</b>	<b>50286</b>	<b>56303</b>	<b>60897</b>

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-6106</b>	1246	<b>-543</b>	3570
净利润	1500	1729	2078	2455
折旧摊销	19	24	24	24
财务费用	136	116	212	435
投资损失	<b>-99</b>	<b>-143</b>	<b>-186</b>	<b>-242</b>
营运资金变动	<b>-7660</b>	298	<b>-2693</b>	875
其它	<b>-1</b>	<b>-777</b>	22	23
<b>投资活动现金流</b>	<b>-343</b>	3807	177	232
资本支出	124	0	0	0
长期投资	<b>-512</b>	<b>-3088</b>	0	0
其他	<b>-731</b>	719	177	232
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7694</b>	<b>-5096</b>	2006	<b>-1917</b>
短期借款	0	2	1985	<b>-1247</b>
长期借款	2930	<b>-1223</b>	468	0
普通股增加	678	0	0	0
资本公积增加	2503	0	0	0
其他	1584	<b>-3875</b>	<b>-447</b>	<b>-670</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>1246</b>	<b>-43</b>	1639	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
<b>营业收入</b>	<b>10011</b>	<b>13114</b>	<b>16393</b>	<b>20164</b>
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	116	212	435
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
<b>营业利润</b>	<b>1903</b>	<b>2292</b>	<b>2770</b>	<b>3273</b>
营业外收入	23	16	0	0
营业外支出	5	4	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1921</b>	<b>2305</b>	<b>2770</b>	<b>3273</b>
所得税	422	576	693	818
<b>净利润</b>	<b>1500</b>	<b>1729</b>	<b>2078</b>	<b>2455</b>
少数股东损益	127	145	183	216
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1373</b>	<b>1583</b>	<b>1895</b>	<b>2239</b>
EBITDA	2058	2432	3007	3732
EPS (元)	0.88	1.01	1.21	1.43

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.2%	31.0%	25.0%	23.0%
营业利润	-0.9%	20.4%	20.9%	18.1%
归属于母公司净利润	3.9%	15.3%	19.7%	18.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
净利率	13.7%	12.1%	11.6%	11.1%
ROE	8.8%	9.4%	10.3%	10.9%
ROIC	8.4%	9.7%	10.5%	13.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.9%	64.2%	64.8%	63.8%
净负债比率	45.71	31.76	34.85	29.51
流动比率	2.09	2.22	2.13	2.12
速动比率	0.49	0.48	0.51	0.57
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.01	1.21	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	<b>-3.90</b>	0.80	<b>-0.35</b>	2.28
每股净资产(最新摊薄)	10.00	10.74	11.80	13.08
<b>估值比率</b>				
P/E	17.09	14.81	12.38	10.48
P/B	1.50	1.39	1.27	1.14
EV/EBITDA	13	11	9	7

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-10-26	《北京城建-集团协同加码首都开发，资金雄厚助力扩张》
2015-08-18	《北京城建-营业收入及回款创新高，融资成本大幅降低》
2015-05-18	《北京城建-参与国信配股，放弃航科收购，继续寻找新增长点》
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》

## 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,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

## 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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：( 021 ) 62171434