

北京城建 (600266)

强烈推荐

行业：房地产开发

首都圈一二级联动，核心竞争优势突出

公司公告 15 年业绩 实现营收 91.8 亿元 (-8.3%)，归母净利润 14.3 亿元 (+4.1%)，扣非净利润 13.7 亿元 (+20.7%)，基本 EPS0.91 元同比-18%。我们在策略及周报中持续推荐公司，2 月以来累计涨幅超 20%、最高涨近 30%。**公司将金融与房地产紧密结合、以资本运作为主线，追求高效，业绩和估值弹性大，当前价值低估，值得关注。**

投资要点：

- ◇ **受益市场回暖销售大增，净利略低预期。**15 年实现营业收入 91.8 亿元，同比-8.3%，归母净利润 14.3 亿元 (+4.1%) 略低于预期。除去 14 年内三亚樾城、乐健医疗的股权转让等所带来的非经常性损益，公司 2015 年非经常性损益仅 0.5 亿元同比-77%，而扣非净利润 13.7 亿元同比+20.7% 超过营收和归母净利润的增速。公司 2015 年进入北京市场销售额 TOP3，预计签约销售额同比增速近 60%，实现销售回款 112.5 亿元，销售面积 71.3 万方 (+36%)，受益于高毛利项目的结算，公司综合毛利率 38.4%、净利率 15.6%，分别比上年提高 3.8、1.9 个百分点；与此同时公司三费率降低一个百分点。**公司当前账面预收款 95.7 亿元同比增 33%，基本锁定未来一年的结算收入。**2016 年公司的经营目标是企业经营额 100 亿元，经营回款 90 亿元，销售面积 70 万方，由此预测 16 年销售额或与 15 年保持在相近水平。公司在售项目可售面积 170 万方、未预售建面 (不含车位) 99 万方，其中北京近 38 万方。公司现有二级开发项目中未竣工的建筑面积合计 454 万方、其中 263 万方位于北京。此外公司截至目前在北京有 6 个一级开发项目合计建面约 289 万方，未来有潜力实现一二级联动。
- ◇ **创新多渠道融资，流动性充足、资金成本降低。**公司账面货币资金 70 亿元同比增加 4 亿元，资产负债率 68%、净负债率 64%，行业中低水平。15 年公司融资规模超百亿，资本运作能力显著增强。发行公司债融资 58 亿元，利率 4.4%；以自有项目为募集对象，与工银瑞信、宏源汇富联合成立股权投资管理公司，先后成功发起完成了两期地产基金，共募集资金 52.428 亿元，为项目开发提供了强大的资金支持。**公司拟发行总数不超过 0.3 亿股优先股、募集资金不超过 30 亿元，票面股息率均将不高于该期优先股发行前公司最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率，即优先股每股 10 元，我们估算股息率约为 5.0%-7.0%。从优先股获得长期稳定的资金支持，有助于解决公司负债率过高、加杠杆空间的限制，为未来发展预留融资空间。**
- ◇ **在当前北京“地王”频出、“面粉贵过面包”的情况下，公司以相对低的成本获取超 100 万方土地储备，显示了高超的项目拓展能力。**公司年报披露 2015 年总共获得 8 宗土地，累计增加土地储备 145 万平方米同比增约 60%，土地购置金额 109.5 亿元同比增约 130% 创历史新高。我们根据公司日常公告整理其通过竞标及股权收购先后取得京内 4 个项目权益建面约 73 万方，一个成都项目建面 40.8 万方。公司同时中标密云县溪翁庄镇一级开发项目，用地面积 32.2 公顷、规划建面 15.8 万方。在 16 年初公司先后竞得北京朝阳北土城项目，用地 1.8 万方、建面 11.9 万方，楼面价 3.48 万/平米；收购取得顺义工业园区项目，规划建面 3.3 万方，代价为 1580 万元现金+2000 平米办公用房，成本极为低廉。
- ◇ **股权投资再创佳绩。**公司 15 年内分别收到此前投资的中科招商、国信证券、北京科技园建设公司的 2014 年现金分红 7860 万元、6860 万元和 5600 万元，2015 全年对外

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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： 18

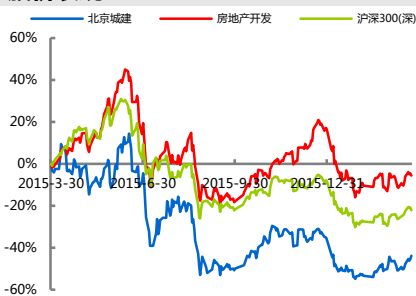
当前股价： 13.24

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)	1,517
总市值(亿元)	207
流通市值(亿元)	201
成交量(百万股)	51.83
成交额(百万元)	676.87

股价表现



相关报告

《北京城建-投资我国唯一商业运营全产业链空间技术应用企业》2015-12-01

《北京城建-四季度业绩有待发力，后期看点可期》2015-11-02

《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

股权投资收益 2.11亿元同比增113%。2015年12月,公司参股4.68%的锦州银行成功在港上市,上市价4.66港元/股,现价超6港元/股;2016年1月,公司以13.05元/股成本投资0.97亿元获得4.94%股权的二十一世纪空间技术应用股份成功挂牌新三板(证券简称:世纪空间, 835225)。早期以0.37元/股成本投资的国信证券3.43亿股可以在二级市场快速变现获取投资收益,业绩具备高弹性空间。

◇ 在当前地价高企土地资源极为稀缺的北京,公司通过多元化的渠道成功拓展了新的房地产项目储备,彰显了高超的土地获取能力,提早布局显著受益北京房价上台阶、市政府东迁和京津冀一体化带来的发展机遇.公司也具备多渠道融资和借助金融杠杆实现快速发展的能力,股权投资屡创佳绩,长短期颇有看点,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,城建的业绩及估值有很大弹性。公司每股资产估值22.8元,预测16-18年EPS1.05/1.22/1.44,对应PE13/11/9倍,当前股价严重被低估,目标价18元,再次“强烈推荐”。

◇ 风险提示:北京市场受政策调控销售低于预期,项目拓展进度滞后,股权投资风险。

主要财务指标

单位:百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9178	10389	11858	13597
收入同比(%)	-8%	13%	14%	15%
归属母公司净利润	1429	1644	1916	2259
净利润同比(%)	4%	15%	17%	18%
毛利率(%)	38.4%	37.4%	36.6%	36.6%
ROE(%)	7.4%	7.8%	8.5%	9.3%
每股收益(元)	0.91	1.05	1.22	1.44
P/E	14.52	12.62	10.83	9.18
P/B	1.07	0.99	0.92	0.86
EV/EBITDA	12	10	9	7

资料来源:中国中投证券研究总部

附：公司 15 年主要财务指标

图 1：经营情况

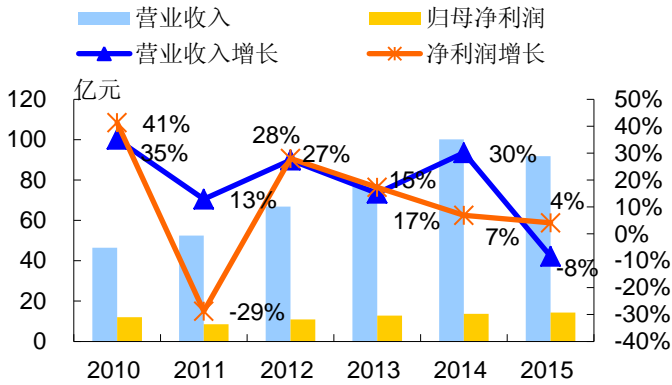


图 2：EPS 和 ROE

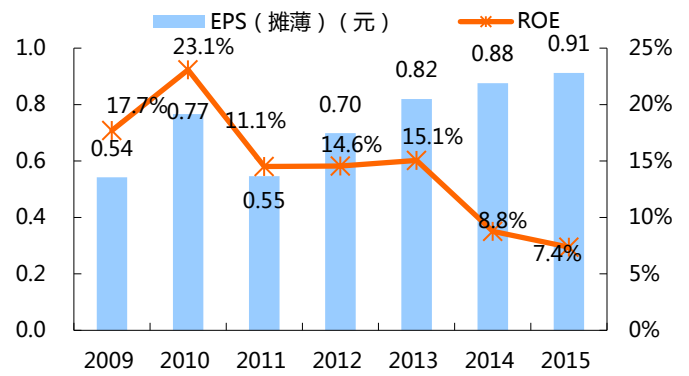


图 3：综合毛利率和净利率

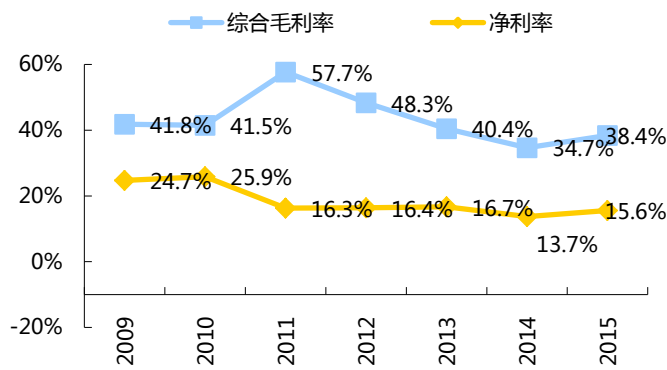


图 4：三费水平

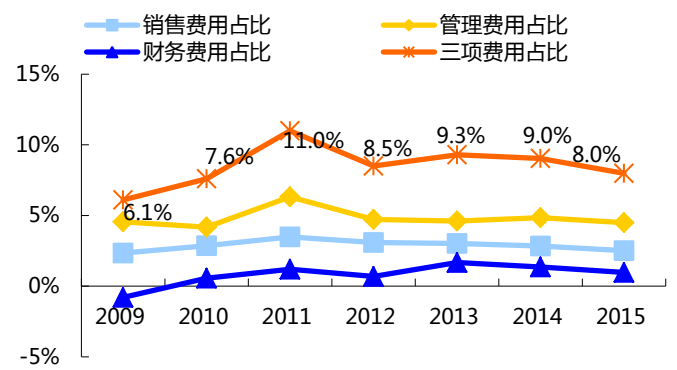


图 5：货币资金和短期负债

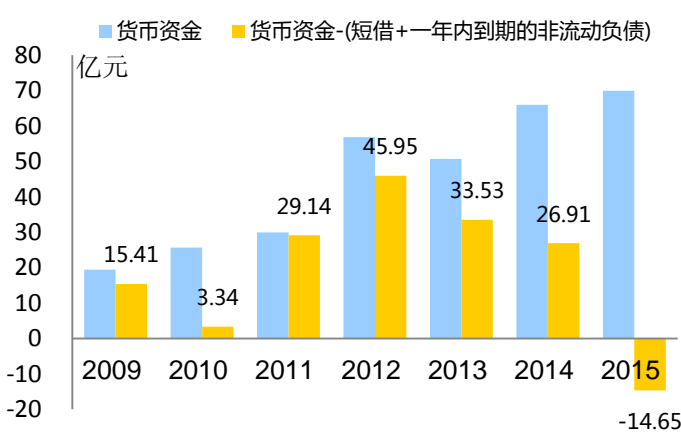
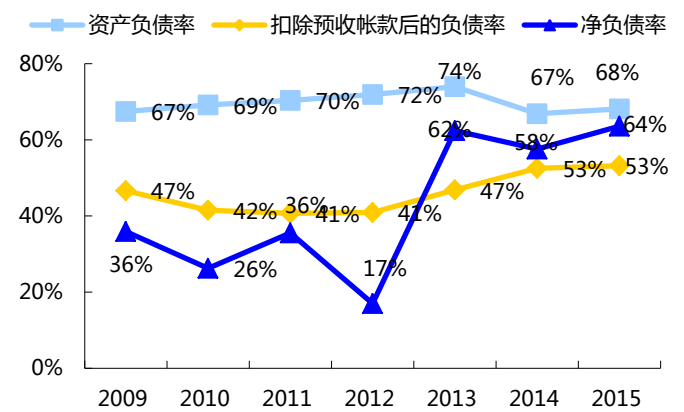


图 6：负债水平



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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	51709	53649	54321	62306
现金	6995	5194	5929	6798
应收账款	88	100	114	131
其它应收款	1297	1468	1676	1921
预付账款	995	1396	1470	1768
存货	42050	45393	45033	51589
其他	283	98	98	99
非流动资产	12326	12891	12860	12829
长期投资	1348	2054	2054	2054
固定资产	166	153	140	127
无形资产	0	0	0	0
其他	10812	10684	10666	10647
资产总计	64035	66540	67180	75135
流动负债	26346	34508	33178	39344
短期借款	20	16889	13309	18349
应付账款	6242	6242	6242	6242
其他	20084	11378	13628	14753
非流动负债	17283	9914	10382	10382
长期借款	5783	4560	5028	5028
其他	11501	5354	5354	5354
负债合计	43629	44422	43560	49726
少数股东权益	995	1063	1143	1247
股本	1567	1567	1567	1567
资本公积	3797	3797	3797	3797
留存收益	8058	15690	17113	18797
归属母公司股东权益	19410	21054	22477	24161
负债和股东权益	64035	66540	67180	75135

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-5631	-4335	3963	-4094
净利润	1484	1712	1996	2363
折旧摊销	22	24	24	24
财务费用	90	91	2	-41
投资损失	-211	-289	-390	-468
营运资金变动	-6905	-4187	2325	-5994
其它	-110	-1685	6	23
投资活动现金流	485	-243	379	457
资本支出	9	0	0	0
长期投资	570	706	0	0
其他	1063	463	379	457
筹资活动现金流	5542	2777	-3608	4506
短期借款	20	16869	-3580	5040
长期借款	-5695	-1223	468	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	11217	-12869	-496	-534
现金净增加额	396	-1801	735	869

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9178	10389	11858	13597
营业成本	5652	6499	7522	8617
营业税金及附加	1093	1039	1186	1360
营业费用	230	312	356	394
管理费用	413	467	522	585
财务费用	90	91	2	-41
资产减值损失	55	0	0	0
公允价值变动收益	32	0	0	0
投资净收益	211	289	390	468
营业利润	1889	2271	2661	3150
营业外收入	42	16	0	0
营业外支出	8	4	0	0
利润总额	1923	2283	2661	3150
所得税	439	571	665	788
净利润	1484	1712	1996	2363
少数股东损益	55	68	80	104
归属母公司净利润	1429	1644	1916	2259
EBITDA	2000	2385	2687	3133
EPS (元)	0.91	1.05	1.22	1.44

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-8.3%	13.2%	14.1%	14.7%
营业利润	-0.8%	20.2%	17.2%	18.4%
归属于母公司净利润	4.1%	15.0%	16.5%	17.9%
获利能力				
毛利率	38.4%	37.4%	36.6%	36.6%
净利率	15.6%	15.8%	16.2%	16.6%
ROE	7.4%	7.8%	8.5%	9.3%
ROIC	5.7%	5.7%	6.9%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	68.1%	66.8%	64.8%	66.2%
净负债比率	32.64	48.28	42.09	47.01
流动比率	1.96	1.55	1.64	1.58
速动比率	0.36	0.24	0.28	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.16	0.18	0.19
应收账款周转率	89	86	87	87
应付账款周转率	0.89	1.04	1.21	1.38
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.05	1.22	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.59	-2.77	2.53	-2.61
每股净资产(最新摊薄)	12.39	13.44	14.34	15.42
估值比率				
P/E	14.52	12.62	10.83	9.18
P/B	1.07	0.99	0.92	0.86
EV/EBITDA	12	10	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
2015-12-01	《北京城建-投资我国唯一商业运营全产业链空间技术应用企业》
2015-11-02	《北京城建-四季度业绩有待发力，后期看点可期》
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》
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,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20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、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

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。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

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