



买入

41% ↑

目标价格: 人民币 18.63

原目标价格: 人民币 20.00

600266.CH

价格: 人民币 13.24

目标价格基础: 16年净资产值平价

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	(9.6)	17.1	(15.2)	(43.3)
相对上证综指	6.3	8.4	2.7	(24.7)

发行股数(百万)	1,567
流通股(%)	97
流通股市值(人民币 百万)	20,086
3个月日均交易额(人民币 百万)	322
16年末净负债比率(%)	64
16年末每股评估净资产值(人民币)	18.63
主要股东(%)	
北京城建集团	40.39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2016年3月25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

融资能力大增, 助力京内拿地

北京城建15年营业收入和扣非净利润分别同比下降8%和增长21%, 主要源于京内结算项目毛利率提升、费用率持续下降, 并拟每10股派2.8元; 15年公司销售回款创新高, 达112亿, 同期大力拿地109亿元, 大部分位于北京, 北京土地储备进一步扩充, 而京内优质土储将有力支撑公司16年超计划完成100亿元企业经营额; 自15年起, 公司先后发行58亿元公司债、发起52亿元房地产基金和拟发行30亿元优先股, 合计将融资140亿元, 大幅增强资金实力, 将助力公司实施以通州为核心的京津冀新拿地策略。考虑到公司结算节奏慢于我们预期, 我们分别将2016-17年每股收益预测由1.13和1.28元下调至1.07元和1.21元, 目标价下调至18.63元, 但我们依然看好公司现有北京存量优质土储以及强大的北京增量拿地能力, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **扣非净利润同比增21%, 京内毛利率提升、费用率持续下降。**15年营业收入91.8亿元, 同比下降8%; 净利润14.3亿元, 同比增长4%, 扣非后13.7亿元, 同比增长21%; 每股收益0.91元; 毛利率34.7%和13.7%, 分别较下降38.4和15.6个百分点, 主要源于北京结算项目毛利率提升至40.0%, 此外, 公司三项费用率由上年的9%下降至8%, 近3年来持续不断改善; 净资产收益率8.2%, 下降5.0个百分点; 每10股派2.8元。
- **销售大幅增长、全年大力拿地, 京内土地储备再次提升。**115年销售回款创新高, 达112亿元, 较上年68亿元大幅增长; 16年公司计划企业经营额100亿元, 目前公司可售资源丰富和同时北京销售势头良好, 预计今年销售超计划完成可能性较大; 15年公司大力拿地, 全年新增土储145万平方米, 大部分位于北京, 对应金额109亿元, 占比当期销售额91%, 拿地非常积极, 截至报告期末, 公司未竣工土地储备已超580万平方米(一级+二级), 其中大部分位于北京。
- **多渠道超百亿融资增强资金实力, 助力把握京津冀拿地项目机会。**15年10月, 公司公开发行公司债58亿元, 利率4.4%; 同时自8月开始, 与工银瑞信、宏源汇富联合成立了北京城建(上海)股权投资管理有限公司, 以自有项目为募集对象, 先后成功发起完成了两期地产基金, 共募集资金52亿元; 16年3月, 公司计划发行30亿元优先股。公司债、地产基金、优先股融资大幅增强资金实力, 也将助力公司实施以通州为核心的京津冀新拿地策略。
- **集团6大业务赋予公司在北京国改中的产业链整合优势。**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)4.07, 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。

评级面临的主要风险

- 销售弱于预期; 跨区域经营风险。

估值

- 考虑到公司结算节奏慢于我们预期, 我们分别将2016-17年每股收益预测由1.13和1.28元下调至1.07元和1.21元, 目标价下调至18.63元, 但我们依然看好公司现有北京存量优质土储以及强大的北京增量拿地能力, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	10,011	9,178	10,973	12,603	14,481
变动(%)	30.1	(8.3)	19.6	14.9	14.9
净利润(人民币 百万)	1,373	1,429	1,678	1,889	2,127
全面摊薄每股收益(人民币)	0.876	0.912	1.071	1.206	1.357
变动(%)	6.9	4.1	17.4	12.6	12.6
先前预测每股收益(人民币)			1.131	1.280	
调整幅度(%)			(5.3)	(5.8)	
市盈率(倍)	15.1	14.5	12.4	11.0	9.8
每股现金流量(人民币)	(3.9)	(3.6)	0.3	(1.5)	(1.7)
价格/每股现金流量(倍)	(3.4)	(3.7)	43.9	(8.8)	(7.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.8	31.7	28.6	27.5	26.5
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
股息率(%)	2.0	2.1	2.5	2.8	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 北京城建 2015 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比变动(%)
营业收入	10,011	9,178	(8.3)
营业成本	(6,541)	(5,652)	(13.6)
营业税	(790)	(1,093)	38.3
毛利润	2,679	2,433	(9.2)
其他收入	(27)	(55)	101.9
销售费用	(284)	(230)	(19.0)
管理费用	(485)	(413)	(14.9)
营业利润	1,883	1,735	(7.9)
投资收益	156	243	56.0
财务费用	(136)	(90)	(34.0)
营业外收支	18	34	85.8
税前利润	1,921	1,923	0.1
所得税	(422)	(439)	4.1
少数股东权益	(127)	(55)	(57.0)
归属上市公司股东净利润	1,373	1,429	4.1
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	34.7	38.4	3.8
含税毛利率	26.8	26.5	(0.3)
经营利润率	18.8	18.9	0.1
净利率	13.7	15.6	1.9

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 2. 北京城建 2015 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	87.2	38.7	(9.3)	4.4
物业管理收入	2.2	(3.7)	36.8	10.4
拆迁收入	0.4	18.0	336.0	(41.9)

资料来源: 公司数据, 中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	10,011	9,178	10,973	12,603	14,481
销售成本	(7,332)	(6,746)	(8,045)	(9,259)	(10,657)
经营费用	(769)	(643)	(769)	(883)	(1,014)
息税折旧前利润	1,929	1,812	2,170	2,474	2,823
折旧及摊销	(19)	(22)	(11)	(12)	(13)
经营利润 (息税前利润)	1,910	1,790	2,159	2,462	2,810
净利息收入/(费用)	(127)	(82)	(81)	(92)	(111)
其他收益/(损失)	138	214	244	245	245
税前利润	1,921	1,923	2,323	2,615	2,944
所得税	(422)	(439)	(581)	(654)	(736)
少数股东权益	(127)	(55)	(64)	(72)	(81)
净利润	1,373	1,429	1,678	1,889	2,127
核心净利润	1,373	1,429	1,678	1,889	2,127
每股收益(人民币)	0.876	0.912	1.071	1.206	1.357
核心每股收益(人民币)	0.876	0.912	1.071	1.206	1.357
每股股息(人民币)	0.270	0.280	0.329	0.370	0.417
收入增长(%)	30	(8)	20	15	15
息税前利润增长(%)	10	(6)	21	14	14
息税折旧前利润增长(%)	10	(6)	20	14	14
每股收益增长(%)	7	4	17	13	13
核心每股收益增长(%)	7	4	17	13	13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	1,921	1,923	2,323	2,615	2,944
折旧与摊销	19	22	11	12	13
净利息费用	127	82	81	92	111
运营资本变动	(7,660)	(6,905)	(1,151)	(4,209)	(4,847)
税金	(422)	(439)	(581)	(654)	(736)
其他经营现金流	(92)	(314)	(210)	(211)	(211)
经营活动产生的现金流	(6,106)	(5,631)	472	(2,355)	(2,726)
购买固定资产净值	(98)	(1)	0	0	0
投资减少/增加	(361)	789	77	88	101
其他投资现金流	116	(303)	(252)	387	417
投资活动产生的现金流	(343)	485	(175)	475	519
净增权益	3,900	0	0	0	0
净增债务	5,039	7,389	1,851	3,314	3,871
支付股息	(1,409)	(1,765)	(515)	(580)	(653)
其他融资现金流	164	(82)	(252)	387	417
融资活动产生的现金流	7,694	5,542	1,084	3,121	3,636
现金变动	1,246	396	1,381	1,241	1,429
期初现金	5,341	6,586	6,982	8,363	9,606
公司自由现金流	(6,449)	(5,147)	297	(1,880)	(2,207)
权益自由现金流	(1,410)	2,242	2,148	1,435	1,665

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	6,600	6,995	8,363	9,606	11,037
应收帐款	903	1,573	1,881	2,160	2,482
库存	32,225	42,050	46,087	52,934	60,819
其他流动资产	2,459	1,090	1,191	1,370	1,578
流动资产总计	42,187	51,709	57,522	66,070	75,915
固定资产	173	170	155	143	132
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	7,992	12,156	12,917	13,739	14,664
长期资产总计	8,165	12,326	13,071	13,883	14,796
总资产	50,352	64,035	70,593	79,953	90,711
应付帐款	8,504	7,736	9,253	10,650	12,260
短期债务	3,909	8,460	10,311	13,625	17,496
其他流动负债	7,809	10,150	12,029	13,827	15,899
流动负债总计	20,222	26,346	31,593	38,102	45,655
长期借款	12,295	11,511	11,511	11,511	11,511
其他长期负债	1,147	5,772	6,497	7,164	7,933
股本	1,567	1,567	1,567	1,567	1,567
储备	14,099	17,843	18,386	20,519	22,900
股东权益	15,666	19,410	19,953	22,086	24,467
少数股东权益	1,021	995	1,039	1,089	1,145
总负债及权益	50,352	64,035	70,593	79,953	90,711
每股帐面价值(人民币)	10.00	12.39	12.73	14.09	15.61
每股有形资产(人民币)	0.11	0.11	0.10	0.09	0.08
每股净负债/(现金)(人民币)	6.13	8.28	8.59	9.91	11.47

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.3	19.7	19.8	19.6	19.5
息税前利润率(%)	19.1	19.5	19.7	19.5	19.4
税前利润率(%)	19.2	20.9	21.2	20.8	20.3
净利率(%)	13.7	15.6	15.3	15.0	14.7
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	15.0	21.9	26.8	26.9	25.3
净权益负债率(%)	57.6	63.6	64.1	67.0	70.2
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	15.1	14.5	12.4	11.0	9.8
核心业务市盈率(倍)	15.1	14.5	12.4	11.0	9.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.3	20.4	17.4	15.5	13.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	(3.4)	(3.7)	43.9	(8.8)	(7.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.8	31.7	28.6	27.5	26.5
周转率					
存货周转天数	1,405.4	2,009.5	1,999.3	1,951.8	1,948.1
应收帐款周转天数	34.7	49.2	57.4	58.5	58.5
应付帐款周转天数	249.9	322.9	282.6	288.2	288.7
回报率					
股息支付率(%)	30.8	30.7	30.7	30.7	30.7
净资产收益率(%)	8.8	7.4	8.4	8.6	8.7
资产收益率(%)	3.4	2.4	2.4	2.5	2.5
已运用资本收益率(%)	7.3	5.1	5.4	5.6	5.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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士，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8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371