

北京城建 (600266)

强烈推荐

行业：房地产开发

沉淀蓄势，后劲十足

投资要点：

- 核心竞争优势突出，深耕北京持续受益。1) 大股东北京城建集团在京影响力突出、与各级政府关系良好，予以上市公司在资金、人脉、资源等各方面支持；借助集团背景公司可更多参与土地一级开发进而有潜力与二级开发联动，并有望受益集团产业链协同；2) 获取首都圈资源优势突出，15年获取京内6项目权益建面88.5万方，平均地价仅1.1万元/平米，总量和成本优于诸多同行；3) 金融与地产紧密结合，率先通过资本市场等融资平台，借助融资加力发展能力突出。14年定增39亿元、15年公司债、2期地产基金共募资110亿元，16年拟发优先股募资30亿元。15年综合融资成本降低至6.52%，将继续下降。
- 业绩稳健，后劲足。二级开发未结建面超400万方，权益货值超1000亿元，70%位于北京房价易涨难跌，15年销售116亿元同比增60%，预计16年销售额达130-150亿元同比+12%~29%。16Q1实现签约32亿元同比增77%，3月末116亿元预收款基本锁定今年结算。现有5个一级开发项目合计建面约227万方，有潜力实现一二级联动，不排除未来在通州、顺义等区县再获得一级开发项目。近期集团中标望坛棚改一次性招标项目，初定周期为5年，预计总投资近400亿元。该项目位于北京南二环崇文区永外地区，占地46.6万方、总规划面积为98.6万方，区位优势无可复制，若不考虑回迁该项目单体货值近1000亿元。
- 股权投资育极大增厚利润。早期投资的国信证券、锦州银行分别在A/H股上市，低成本且已经获得多年高分红，可灵活减持变现。世纪空间挂牌新三板、中科招商创投、北科建等盈利持续增长。目前公司对外投资企业10家，总投资额13.82亿元，15年投资收益2.11亿元同比大增133%，极大增厚公司利润，5家主要股权投资权益价值达79亿元。后续将继续投资新能源、互联网等新兴产业。
- 财务风险低，具备加杠杆发展空间。至16Q1货币资金86亿元短债缺口仅16亿元，资产负债率71%、净负债率仅56%、维持行业中低水平，具备加杠杆空间。
- 公司卡位深耕首都圈，丰厚资源储备和高超的项目拓展能力极大受益京房价易涨难跌、市政府东迁和京津冀一体化发展机遇，自身长于资本运作具备加杠杆空间，股权投资屡创佳绩，集团支持产业协同，未来有望持续受益国企改革，在资源获取、激励等方面取得新的突破，沉淀蓄势厚积待发，提速发展潜力十足。预测16-18EPS 1.05/1.22/1.44元，当前合理资产估值22.8元/股，股价6折，PB低于1，限售股解禁对股价上行压力小，再次“强烈推荐”，6个月目标价16元。
- 风险提示：后续项目获取不及预期，房地产市场波动

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	12.87	11.19	9.60	8.14
P/B	0.95	0.87	0.82	0.76
EV/EBITDA	10	9	8	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：16

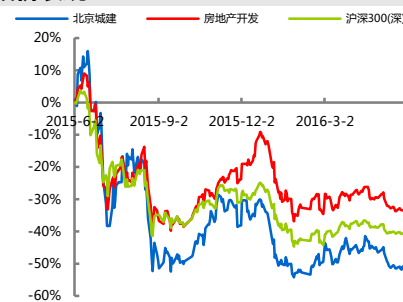
当前股价：11.27

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)	177
流通市值(亿元)	171
成交量(百万股)	10.26
成交额(百万元)	115.85

股价表现



相关报告

《北京城建-首都圈一二级联动，核心竞争优势突出》2016-03-26

《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

目 录

一、 核心竞争优势突出：京城资源获取、金融与地产紧密结合	4
1. 背靠京城建筑企业“一哥”城建集团，协同获取资源能力优势突出	4
2. 借助城建集团背景，北京一二级开发联动	6
3. 借助融资加力发展能力突出	8
二、 股权投资将极大增厚利润	9
三、 业绩稳增，后劲十足	11
1. 业绩持续平稳增长，财务稳健具备加杠杆空间	11
2. 400 万方未结算房地产储备，后劲十足	12
3. 股权投资可灵活变现	13
四、 价值低估待发掘，“强烈推荐”	14
1. 估值和盈利预测	14
2. 投资建议	14
3. 风险提示	15

图目录

图 1 北京城建集团主要业务及股权结构	4
图 2 历年新增土地储备面积	6
图 3 公司土地投资价款	6
图 4 非一次性招标土地一级开发基本流程	7
图 5 从国信证券/中科招商收到的分红（百万元）	10
图 6 世纪空间营收和利润保持持续增长	10
图 7 业绩保持稳健增长	11
图 8 EPS 和 ROE	11
图 9 16Q1 综合毛利率和净利率水平上升	11
图 10 三费水平	11
图 11 货币资金和短期负债	12
图 12 16Q1 资产负债率 71%、净负债率 56%	12
图 13 历年销售情况	12
图 14 至 16Q1 预收款 116.5 亿元	12
图 15 15 年底预收房款中 84% 位于北京（亿元）	13
图 16 估测公司二级开发项目情况（万方）	13
图 17 北京新建商品住宅价格在全国城市中涨幅居前	13
图 19 可比公司估值对比	14

表目录

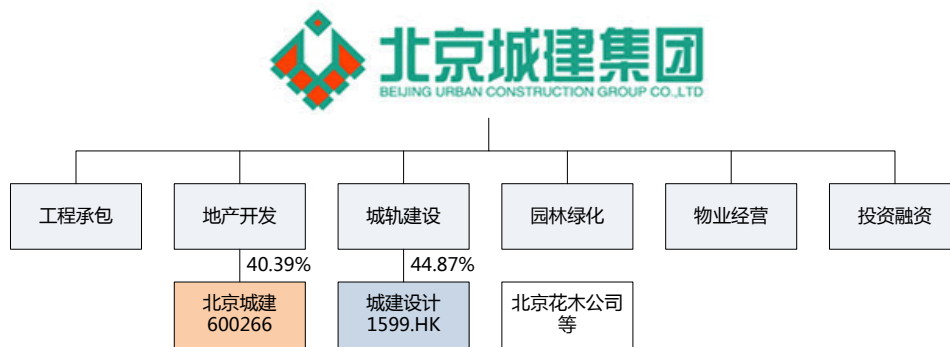
表 1 城建集团主要经济技术指标在北京市属建筑企业中均排名第一（2015 年）	4
表 2 北京城建 14 年至今土地获取（面积单位：万平方米）	5
表 3 万科 2015 年在北京获取的项目	5
表 4 首开 2015 年获取北京项目权益建面 70 万方	6
表 5 现有土地一级开发项目	8
表 6 两期地产基金概况	9
表 7 主要股权投资	10

一、核心竞争优势突出：京城资源获取、金融与地产紧密结合

1. 背靠京城建筑企业“一哥”城建集团，协同获取资源能力优势突出

大股东北京城建集团，是100%京国资委下属企业，工程承包、地产开发、城轨建设、园林绿化、物业经营、投资融资六大支柱产业，从前期投资规划至后期服务经营，贯穿上下游联动完整产业链。“中国企业500强”之一，“ENR250全球及国际工程大承包商”之一，荣获“中国最具影响力企业”“北京最具影响力十大企业”等称号。北京城建集团优质高效完成了国家体育场、国家大剧院、奥运村、首都机场3号航站楼等国家和市重点工程，109次荣获中国建筑业“鲁班奖”、国家优质工程奖和詹天佑大奖。北京城建集团是北京奥运工程建设唯一一家受到党中央、国务院表彰的施工企业集团。

图1 北京城建集团主要业务及股权结构



资料来源：公司公告、集团官网、中国中投证券研究总部

表1 城建集团主要经济技术指标在北京市属建筑企业中均排名第一（2015年/亿元）

	总资产	净资产	营业收入	利润总额	自有员工	年营销额
北京城建集团	1133	259.0	508	29.4	约2.45万人	2015年营销额1016亿元
北京建工集团	561	72.1	337	6.0	约1.8万人	综合经营额超过500亿元
北京住总集团	513	82.4	217	4.9		综合经营额200
北京市政路桥	325	35.1	245	5.4	约1.6万人	年综合经营额400亿

资料来源：wind、各公司网站、北京市国资委、中国中投证券研究总部

在京经营多年以及其在市属建筑企业中的地位，获得政府的高度赏识，也与北京各区政府建立的良好合作关系，以及产业链之间的协同作用，将帮助上市公司在京获取更多土地一级开发、股权项目收购等机会。

例如，城建集团下属的港股上市公司北京城建设计发展集团（城建设计，1599.HK），在轨道设计及勘察领域独占鳌头，能够提供涵盖城市轨道交通工程全产业链的业务解决方案，业务遍布国内50多个城市，承担了全国30多个城市近百条城市轨道交通线路的总包设计任务，在国内该项业务中运营总里程排名第一。“城建设计”在轨道交通勘察、设计、咨询领域的竞争优势显著，在京津冀乃至全国的轨道交通大发展之际，业务前景广阔。城市轨道交通可以提升城市价值，推动沿线房价的上涨和物业增值，新模式下的开发将轨道建设和沿线土地开发综合进行，未来有望借此取得轨道沿线土地开发。

15 年公司共获得 8 宗土地，累计土地储备 145 万平方米，土地购置金额 109.5 亿元同比增约 130%创历史新高，其中北京近 100 万方，是我们所统计 A 股上市房企中在京新增权益储备最多的企业。从现有公告统计，2015 年在北京获取 6 个项目权益建面约 88.5 万方、合计地价款 94.3 亿元，平均地价仅 1.1 万元/平米。

2016 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。对比首开和万科，可以看到在 2015 年公司北京项目的获取无论在规模还是成本上都占有一定优势。

表 2 北京城建 14 年至今土地获取（面积单位：万平方米）

项目/地块	城市	用地性质	用地面积	容积率	规划建面	成交总价（亿元）	楼面价（元/平米）	备注
李沧区九水路南,习水路北,合川路东地块	青岛	商住	4.1	3.1	12.7	5.9	4607	
三亚市红塘湾旅游度假区控规 c-05 地块	三亚	综合	9.3	1	9.7	5.4	5581	
门头沟区永定镇 mc00-0015-0059 等地块	北京	住宅	9.9	2	20.2	25.9	12842	
北京动感花园项目	北京	住宅	5.3	2.5	13			
14 年小计					55.6	37.2		
通州台湖光电 104、109 地块	北京		9.7	1.8	17.6	16.6	6012	
大兴瀛海镇 DX08-0002-0304 等地块	北京	住宅	5.8	2.4	13.8	22.8	16558	限价房、公建
顺义仁和镇 SY00-0005-6007、6005 地块	北京	居住	11.8	1.8	20.9	26.5	12678	限价房 3.9 万方
北京顺义 SY00-0005-6001 等地块	北京	商住	14	1.5	20.4	23.4	11458	限价房 7.5 万方
顺义世纪仁和工业项目	北京	商住	3.6	0.9	3.3	0.38	1152	货币+实物
通州嘉创二路项目	北京				12.45	4.61	3703	
成都市金牛区金泉街何家堰村项目	成都	商住	10.9	3.8	40.8	11.7	2860	
15 年小计					129.3	106.0	8367	
朝阳北土城中路北侧 OS-06A/OS-10B	北京	商服	1.8	6.5	11.9	41.5	34757	权益 83%
16 年小计					11.9			

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 万科 2015 年在北京获取的项目

新增项目	权益	占地面积（万方）	容积率	计容建面（万方）	权益建面（万方）	需支付交易价款（亿元）	楼面地价（元/平米）
北京延庆沈家营项目	20%	16.6	1.4	23.3	4.7	1.40	3004
北京通州台湖 020 项目	33%	14.4	1.8	25.9	8.5	6.60	7722
北京海淀稻香湖项目	100%	2.1	3.0	6.2	6.2	8.10	13065
丰台四合庄 12-A 项目。	50%	2.8	3.9	11.0	5.5	8.80	16000
昌平北七家海鹈落项目	50%	25.5	1.7	43.1	21.6	24.25	11253
合计					46.5	49.2	

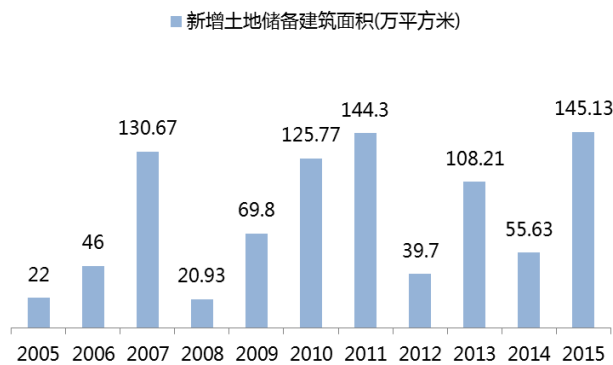
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 4 首开 2015 年获取北京项目权益建面 70 万方

时间	新增项目	土地性质	权益	项目占地面积 (万方)	容积率	计容建面 (万方)	权益建面 (万方)	项目总地价 (亿元)	楼面地价 (元/平米)
Jan-16	丰台区花乡白盆窑村 1516-0665	商品房	34%	15.6	2.7	41.9	14.2	86.25	2.06
Jan-16	朝阳区东坝南区 692、634、693	住宅房	50%	4.6	1.5	6.8	3.4	11.25	1.65
Mar-16	通州区台湖镇 4-1-020 等地块	保障房	51%	23.9	1.1	25.9	13.2	20.00	0.77
Jun-16	大兴区瀛海镇区地块	住宅	50%	6.1	2.5	15.3	7.6	25.95	1.70
Aug-16	朝阳区孙河北甸西村 2902-18 等	住宅	25%	12.1	1.2	14.4	3.6	64.83	4.51
	朝阳区东坝南区 1106-657 地块	住宅	33%	6.4	2.5	16.0	5.3	42.50	2.66
Oct-16	朝阳区小红门乡肖村保障房用地	保障房	50%	4.2	3.5	14.7	7.3	12.16	0.83
Dec-16	通州宋庄 TZ00-0302-6002 地块	居住	85%	4.3	2.6	11.2	9.5	7.72	0.69
	朝阳区常营乡 1201-602、603 地	住宅	50%	4.2	2.8	11.7	5.9	33.00	2.81
合计				81.4		157.8	70.1	303.7	1.92

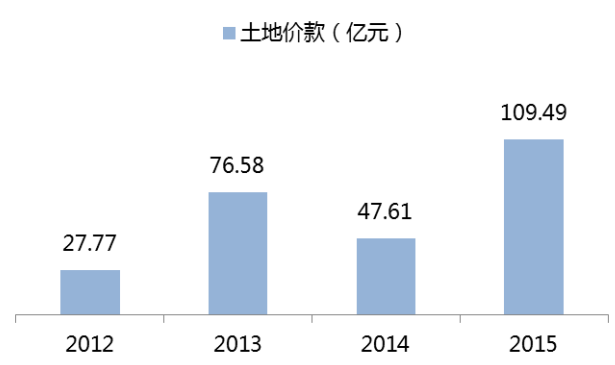
资料来源：首开股份公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 历年新增土地储备面积



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 公司土地投资价款



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 借助城建集团背景，北京一二级开发联动

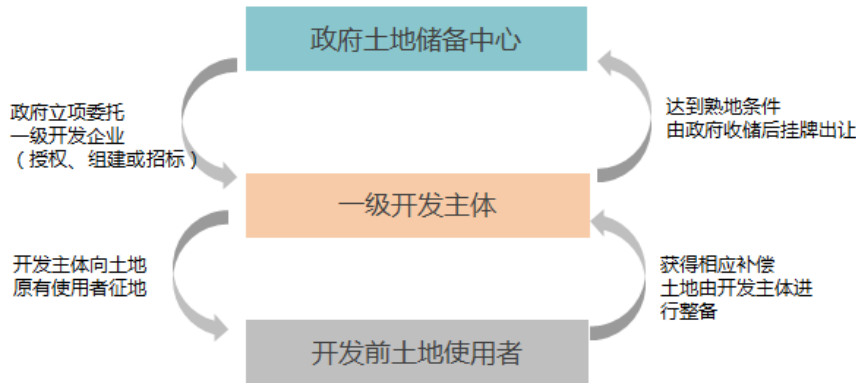
土地一级开发，是指由政府或其授权委托的企业，对一定区域范围内的城市国有土地、乡村集体土地进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，使该区域范围内的土地达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件(熟地)，再由政府收储并进行有偿出让或转让的过程。

一级开发往往资金需求量大，与当地政府需紧密配合，且北京现行规定要求参与招投标的项目公司必须是 100% 全资项目公司。这就意味着北京城建集团在这方面拥有强大优势，可以协同北京城建开展一二及开发联动。

根据北京市现行管理办法，通常一级开发管理费(即利润率)按照一年内完成 15%、2 年完成 14% 来计算，即越早完成利润率越高，否则逐年递减 1%，具体项目之间略有差异。待土地整理完成出让，政府会连本带利偿还给整理主体。目前地价走高的情况下，通常房地产项目的净利润率近 10% 左右，接近房企标杆万科 2015 年的净利润率。可见一级开发的回报可观。

北京目前的一级开发主要有两种模式：其一是一次性招标，即一二级开发都由同一家企业来做；其二，是一二级开发分开，先做一级开发整理，二级需要在政府土地收储后进行公开招拍挂。对于第一种形式，开发主体可以一次性取得一二级开发权，第二种，开发公司在二级招拍挂中也具有一定优势，因为一级转二级时，通常是以特定的规划方案，而这一方案基本上是由一级开发公司做的，对土地、对其未来的开发价值了解的更透彻。

图 4 非一次性招标土地一级开发基本流程



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

截至 2015 年底，公司在北京进行中的一级开发项目 5 个，规划总建面合计约 227 万方，主要为望坛项目、昌平马池口项目等，此前进行中的顺义平各庄项目已进入二级阶段并由公司顺利摘取，大兴雪花项目商业地块已于 2016 年 3 月 31 日挂出。

望坛项目是北京市区规模最大的棚户区改造项目，位于北京南二环崇文区永外地区，占地 46.6 万方、总规划面积为 98.6 万方，拆迁户数约 5570 户。该项目所需资金规模预计近 400 亿元，但由于其属于纳入国家计划的棚改项目，可以获得国家开发贷（基准利率下浮），一定程度上缓解公司资金压力，且在区政府推动下进度有望超预期。2015 年 11 月初经与区征收办、征收中心充分沟通后，公司完成了《望坛棚改项目征收方案（初稿）》及《望坛项目资金平衡方案（初稿）》编制工作，并向东城区重大办进行了专题汇报和详细研讨。2016 年 5 月 18 日，望坛棚户区改造前期工作及拟改造土地使用权一次性招标在北京市土地交易市场开标，北京城建集团以显著优势一举中标。中标后，集团将与东城区重大项目协调办公室签订《棚户区改造项目协议》，按照《招标文件》的有关要求，在东城区注册成立一家全资子公司，负责该项目的开发建设，初步确定棚改前期工作完成时间和周期为 5 年。

而昌平马池口、密云走马庄等公司参与的一级开发项目，完成后土地将由政府收储，根据投入成本将获得 8%-15% 的收益。后期公司将根据实际情况决定是否参与二级土地开发权的竞争。

公司有过多次一级开发后通过招拍挂获取二级开发的案例，如在售高毛利项目世华龙樾，为当年旧改项目；2015 年 11 月公司获取的顺义区仁和镇 2 地块，计容积率建面合计约 41.3 万方，总地价 49.89 亿元，楼面均价（计容积率口径，未考虑配建商品

房) 约 12075 元/平米。

北京土地资源相对有限，尤其是主城区，几乎全部要靠旧城的改造来获取，北京城建协同大股东在一级开发中独具优势，一二级联动助力京城的深耕。

表 5 现有土地一级开发项目

	位置	用地类型	土地面积 (万平米)	容积 率	建筑面积 (万平米)	进度
望坛项目	崇文永外	居住配套	46.59	1.73	98.57	已中标
昌平马池口项目	昌平区马池口镇	居住商业	121	0.72	87.2	拆迁入户完成
雪花城市综合体项目	大兴区兴华大街	居住商业	14.7	1.84	29.1	完成一级前期手续和 二级材料上报
张仪村项目	丰台区张仪村		8.1	1.96	16.0	完成规划调整，并准 备进行一次性招标
密云县溪翁庄镇走马庄	密云县溪翁庄镇	居住商业	13.53	1.14	15.8	取得土地预审意见
合计			204		227	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 借助融资加力发展能力突出

率先通过资本市场等融资平台，增加资本提高杠杆实现房地产业快速发展。

2014 年公司完成定向增发，以 7.8 元/股募集资金 39 亿元。2015 年成功通过发行公司债、地产基金等方式融资规模超百亿，综合融资成本降低至 6.52%，10 月发行公司债融资 58 亿元 7 年期利率 4.4% 成本再度降低。16 年 1 月计划在北京金融资产交易所发行不超过 15 亿元债权融资，2 年期利率 6.5%，公司的全资子公司北京城建兴华地产有限公司为该笔融资提供担保。

2016 年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，估算股息率约为 5.0% 左右。**在不稀释股东控制权的情况下，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。截至目前来看，地产公司发优先股尚属第一家。**

公司在 2015 年开辟了新的融资渠道，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。2016 年，将继续推进地产基金的设立，从而使得公司流动性更加充裕。

一期基金 28 亿元拟采用委托贷款的方式投资于公司开发的北京门头沟项目。2014 年 10 月以 25.9 亿元竞得门头沟地块，建筑面积 20.2 万方。二期基金 24.428 亿元同样拟采用委托贷款的方式投资于北京市大兴区瀛海镇项目。15 年 7 月以 22.8 亿元竞得该地块，建筑面积 13.77 万方。

除了用基金募集的资金替换公司高成本资金，公司还能从中受益：**首先，资金成本直接计入项目开发成本降低税费；其次，公司将资金投入项目过程中可以额外再加 1% 左右的利差收益；最后，季度分配收益相当于使得项目收益提前变现而非等到竣工结算。**

表 6 两期地产基金概况

	一期 (2015 年 9 月)	二期 (2015 年 11 月)
规模	28 亿元	24.428 亿元
存续期	1+1 年	1+1 年
股权构成	GP: 北京城建投管公司, 出资 0.28 亿, 1% 优先 LP: 上海浦银安盛资管, 出资 19.32 亿元, 69% 次级 LP: 北京城建, 出资 8.4 亿元, 占 30%。	GP: 北京城建投管公司, 出资 0.244 亿, 1% 优先 LP: 申万, 天津银行出资 17.1 亿元, 70% 次级 LP: 北京城建, 出资 7.084 亿元, 占 29%。
管理费	实际出资额的 0.5%/年	实际出资额的 0.5%/年
成本与收益	优先级 LP(银行)的资金成本为 7.3%/年(含费用)。分配季度利息收入作为投资收益。	优先级 LP(银行)的资金成本为 7.15%/年(含费用)。分配季度利息收入作为投资收益。
投资方式	委托贷款方式投资于北京门头沟项目 14 年以 25.9 亿元竞得。	委托贷款方式投资于北京大兴区瀛海镇项目 2015 年以 22.8 亿元竞得。
项目简况	建面 20.2 万方 楼面价 1.28 万元/平米 住宅 17.6 (商品房 11.3) 万方, 中学 2.2 万方, 托幼 0.4 万方。 计划投资额 45.6 亿元。	建面 13.77 万方, 楼面价 1.66 万元/平米。 其中限价房 9.4 万方 1.35 万元/平米, 公建 4.0 万方, 教育 0.3 万方。

资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

二、股权投资将极大增厚利润

公司已形成住宅开发、销售为主体, 对外股权投资和商业地产开发经营为两翼的“一体两翼”协调发展的三大业务板块。地产主业保持增长, 对外投资也取得丰硕成果。目前公司对外投资企业 10 家, 总投资额 13.82 亿元。2015 年对外股权投资收益 2.11 亿元, 同比大增 133%。对外股权投资呈现出流动性强、资产处置灵活的特点。所投资的国信证券、锦州银行、世纪空间等都已经公开市场挂牌, 容易退出变现, 且因为早期投资成本较低以及历年分红摊薄成本, 超额收益可期。

公司早期投资的国信证券、锦州银行、中科招商创投均业绩向优。15 年底公司又投资了一家优秀科技企业: 二十一世纪空间技术应用股份有限公司, 已于 16 年 1 月 6 日起挂牌新三板(简称: 世纪空间, 代码: 835225), 公司以 13.05 元/股参与其定增, 投资 9735.3 万元认购了 746 万股, 占该公司定向增发后总股本的 4.94%。

中科招商创业投资有限公司(简称“中科招商创投”)成立于 2000 年, 中国第一支公司制创业投资基金, 累计投资锌业股份、杰赛科技等多家创业企业, 是当前新三板挂牌的中科招商投资管理集团股份有限公司(简称“中科招商”, 代码 832168)早期管理的主要基金之一。至 2015 年底, 公司净资产 18.1 亿元、15 年净利润 3.6 亿元, 按照“中科招商”当前 1.5xPB 和 19xPE 来看, 其市值应在 27-69 亿元之间, 我们给与其中间价 50 亿元估值。

北京科技园以科技地产为特色, 住宅地产、商业地产协同发展, 截至 2015 年底, 北科建总资产 259.0 亿元, 净资产 47.0 亿元, 15 年营收/净利润 51.3/3.6 亿元。其正在开发或运营的 7 个产业园区包括中关村核心商务区、生命科技园、医药产业园等, 分布在北京、青岛和无锡, 合计用地约 835 万方, 规划建面不低于 400 万方, 具有极大的开发价值和增值潜力。参照园区开发企业和地产公司的估值水平, 给予其 14 倍 PE

估值，市值 50 亿元。

世纪空间是国内首家商业运营、全产业链的空间技术应用服务公司，我国唯一一家拥有遥感卫星星座“北京 2 号”，集遥感卫星测控、数据接收、产品生产、应用开发、综合服务于一体的高新技术企业。公司手握“卫星遥感数据高效获取技术、遥感影像自动化处理技术、地表信息智能化提取技术、和多源遥感数据应用服务技术”四个方面的关键技术，提供空间信息服务和系统集成服务两类产品，应用范围广阔，国内市场规模超百亿级。2015 年营业收入 1.94 亿元、净利润 0.57 亿元，同比增 4.4%，经营业绩实现连续多年的稳定增长。【详情可参看我们 2015 年 12 月 1 日报告《投资我国唯一商业运营全产业链空间技术应用企业》】

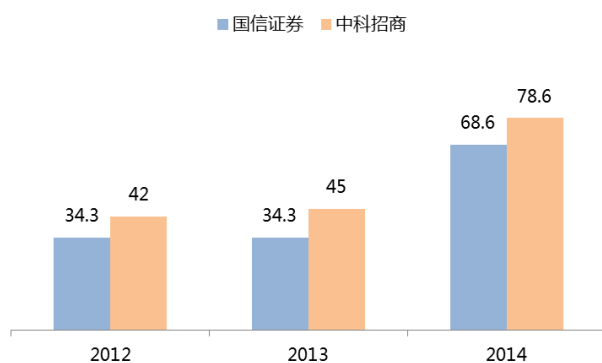
公司将继续加大在高科技、互联网金融产业的投资力度，特别是在战略性新兴产业的投资布局。积极关注与公司产业链关联度大的项目，实现投资板块与公司主业的良性互动。

表 7 主要股权投资

	股权比例	最初投资 (亿元)	15 年宣告发放现金股利或利润 (亿元)	市值 (亿元)	股权价值 (亿元)	简介
国信证券	4.18%	1.274	0.69	1197	50.0	综合性券商、A 股上市
锦州银行	2.25%	2.6	0.16	276	6.2	实力城商行、港交所上市
世纪空间	4.94%	0.97		20	1.0	商业运营全产业链空间服务商
中科招商创投	30%	1.22	0.79	50	15.0	创投公司，母公司已上新三板
北科建	14%	2.8	0.56	50	7.0	产业园区开发商
合计		8.87	2.19	1593	79.2	

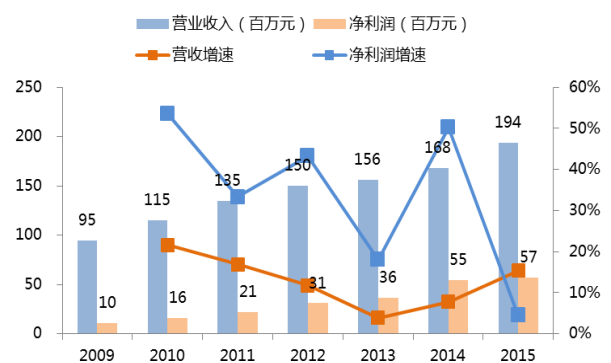
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部 注：以 5 月 30 日收盘价为准

图 5 从国信证券/中科招商收到的分红 (百万元)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 世纪空间营收和利润保持持续增长



资料来源：世纪空间年报、中国中投证券研究总部

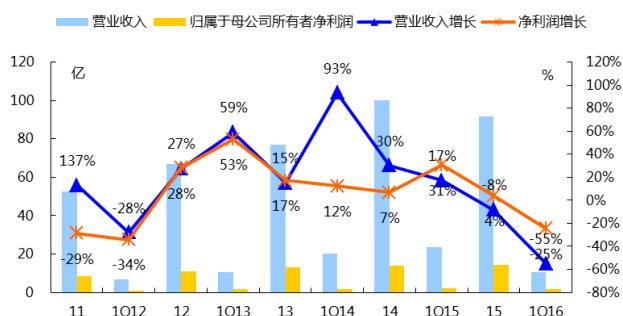
三、业绩稳增，后劲十足

1. 业绩持续平稳增长，财务稳健具备加杠杆空间

2015 年实现营业收入 91.8 亿元-8.3%，归母净利润 14.3 亿元+4.1%。2015 年非经常性损益仅 0.5 亿元同比-77%，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，扣非净利润 13.7 亿元同比+20.7%。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。16Q1 实现营收 10.7 亿元-55%，归母净利润 1.7 亿元-25%。**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，公司年度业绩超计划完成概率大。**截至 3 月底账面预收款 116 亿元，基本锁定今年的结算收入。

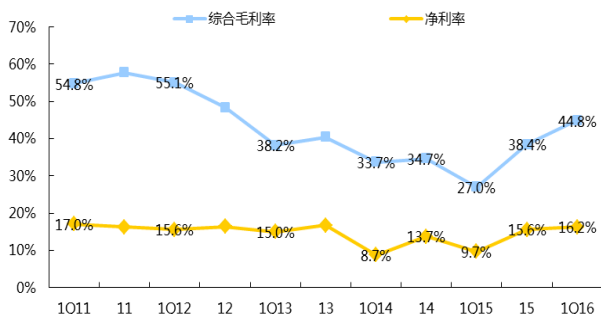
至 16Q1，账面货币资金 86 亿元，资产负债率 71%、净负债率 56%，行业中低水平。合并报表下净资产合计 188 亿元，按 40% 计算可发债额度高达 75 亿元，公司 09 年发行的 8.2 亿公司债今年到期偿还，除去近期已发行 58 亿债券外仍有空间。同时，若成功优先股融资，将进一步降低资产负债率、增加股东权益，给以更多加杠杆空间。

图 7 业绩保持稳健增长



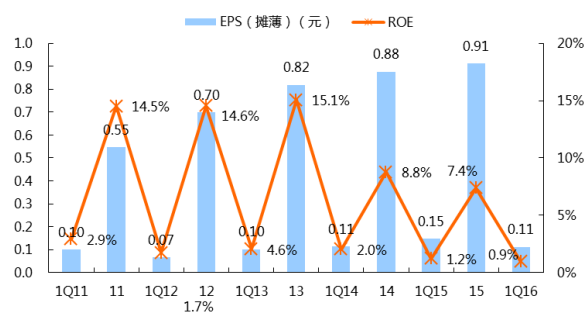
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 9 16Q1 综合毛利率和净利率水平上升



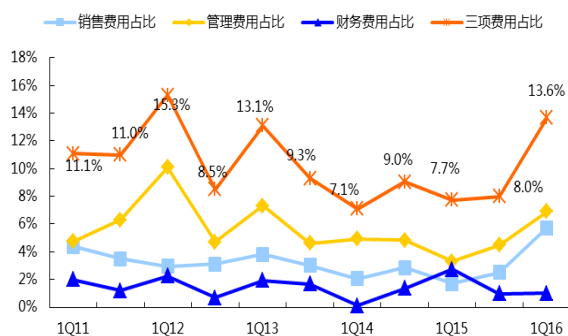
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 EPS 和 ROE



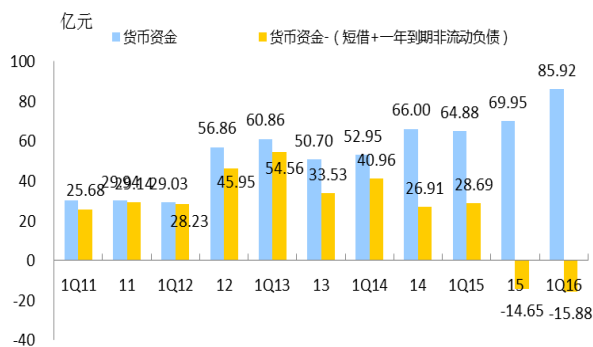
资料来源：世纪空间年报、中国中投证券研究总部

图 10 三费率水平



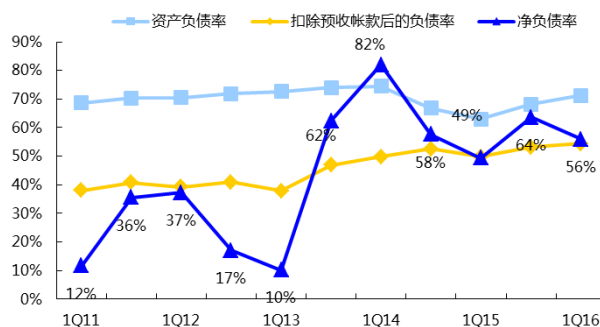
资料来源：世纪空间年报、中国中投证券研究总部

图 11 货币资金和短期负债



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 16Q1 资产负债率 71%、净负债率 56%



资料来源：世纪空间年报、中国中投证券研究总部

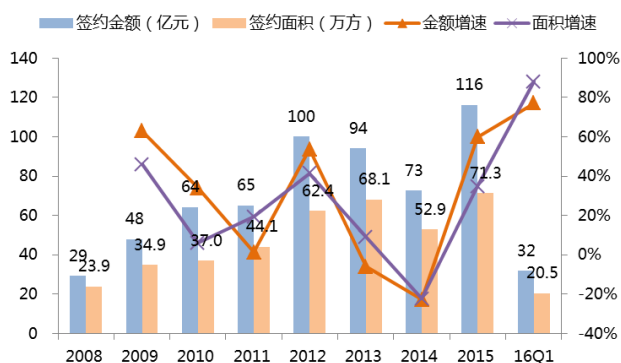
2. 400 万方未结算房地产储备，后劲十足

2015 年实现销售回款 112.5 亿元,销售面积 71.3 万方(+36%),签约销售额 116 亿元同比增 60%,我们预计 2016 年销售额有望达 130-150 亿元(增 12%~29%)。16 年前 3 月,公司实现销售面积 20.48 万方/金额 31.79 亿元,同比分别增 88%/77%。

公司现有二级开发项目总规划建面超过 800 万方,我们估算其未结算面积超 450 万方、按权益计算未结算建面超 400 万方,其中 70%位于北京、30%位于天津、重庆、成都、青岛和三亚,预计权益货值超过 1000 亿元。

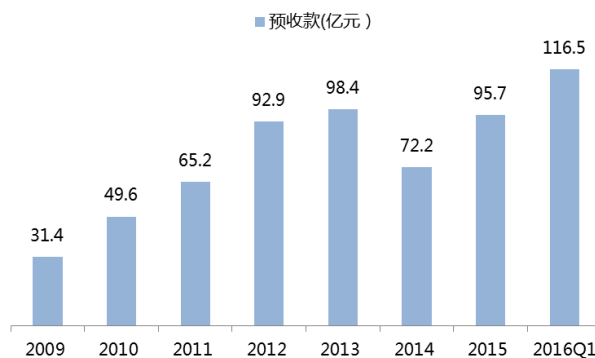
依靠大股东城建集团优势,公司卡位首都圈资源,主要项目充分受益北京用地减少以及 15 年来北京房价的新一轮上涨。我们认为在行业分化格局下,一线尤其是北京作为政治中心,地位特殊,将持续吸引资金、人才等的集聚,供应受限,房价易涨难跌,深耕北京将持续受益。

图 13 历年销售情况



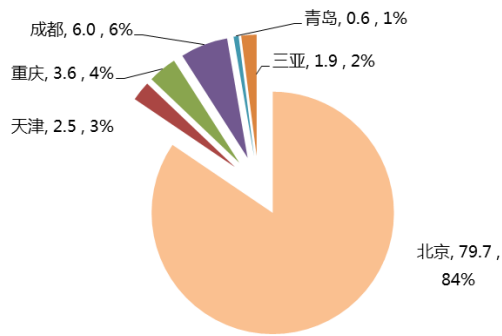
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 14 至 16Q1 预收款 116.5 亿元



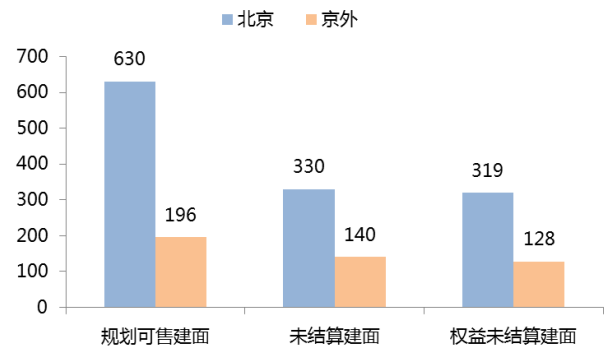
资料来源：世纪空间年报、中国中投证券研究总部

图 15 15 年底预收房款中 84%位于北京 (亿元)



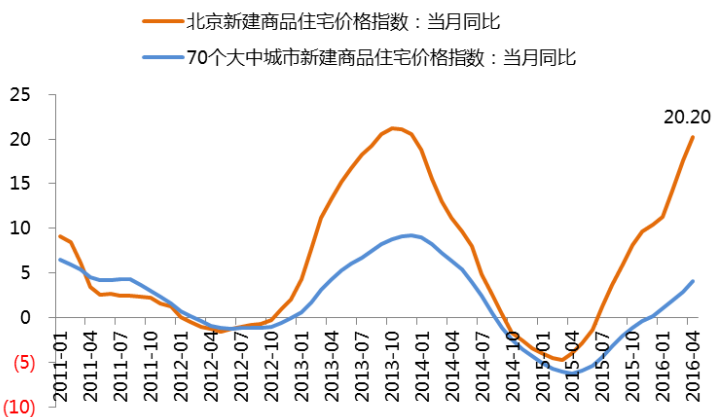
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 16 估测公司二级开发项目情况 (万方)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 17 北京新建商品住宅价格在全国城市中涨幅居前



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

3. 股权投资可灵活变现

公司所持国信证券、锦州银行分别在 A 股、H 股上市，可灵活减持变现。以公司年度 14 亿左右的净利润来看，即使是微量的减持也足以保证最终利润的不滑坡。

1999 年，公司以 1.274 亿元投资国信证券现股权占比 4.18% (2015 年度配股已中止审核，暂不考虑)，以 5 月 30 日收盘价 14.6 元计算，市值 50 亿元，增长超 39 倍，且公司仅 12-14 年三年收到的分红就达到 1.372 亿元。

2006 年，公司出资 2.6 亿元认购锦州银行 1.3 亿股，当前股权占比 2.25%。2015 年底锦州银行在港上市，年报显示其 15 年营业收入 115.2 亿元+99%、净利润 49.1 亿元+132%。以 4 月 30 日收盘价 5.68 港币、汇率 0.84 计算，市值约 6.2 亿元人民币。未来锦州银行可能回归 A 股，估值将比港股更具优势。

四、价值低估待发掘，“强烈推荐”

1. 估值和盈利预测

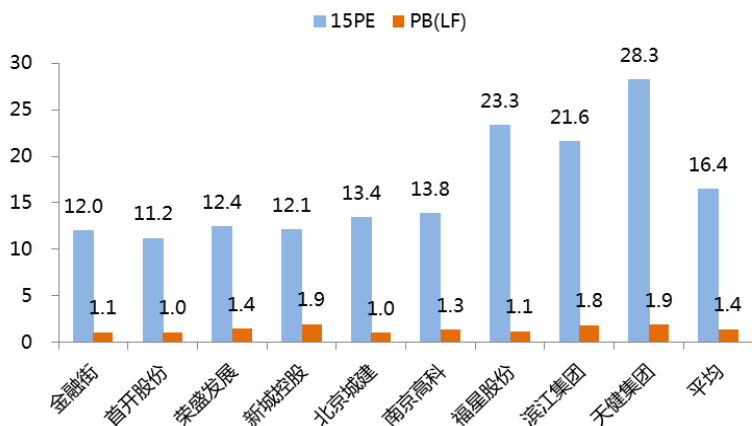
绝对估值

我们对公司房地产项目 RNAV 及股权投资项目进行重估，得公司合理资产价值 357 亿元、每股 22.8 元/股。

相对估值

选择区域型地产开发公司，可比公司目前股价对应 15 年 PE 水平在 19 倍左右，平均 PB1.4 倍。公司 16Q1BPS12 元，我们预计 16EPS1.05 元，我们认为 16 年合理价格水平应在 15xPE，即每股 16 元。

图 18 可比公司估值对比



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部 注：5月27日收盘价为基准

2. 投资建议

公司 2014 年定增 5 亿股，除去大股东认购的 5000 万股锁定 3 年后，其他 7 名认购对象分别于 2015 年 8 月和 2016 年 1 月解除限售。至最新公告（2016 年 3 月 31 日），共剩余财通基金持有公司 0.217 亿股（原 1.006 亿股），占公司总股本的 3.89%、易方达资产管理有限公司持有北京城建 0.64 亿股的股份（原 1 亿股），占北京城建总股本的 4.08%。双方表示不排除在未来 12 个月内继续减持。我们认为 **4.5 亿股限售股仅剩 1 亿股左右，对股价上行压力小。**

当前股价未充分反映公司的实际价值，公司卡位深耕首都圈，丰厚资源储备和高超的项目拓展能力极大受益北京土地资源稀缺、市政府东迁和京津冀一体化带来的发展机遇，自身长于资本运作具备加杠杆空间，股权投资屡创佳绩，集团支持，未来有望持续受益国企改革，在资源获取、激励等方面取得新的突破，沉淀蓄势厚积待发，提速发展潜力十足。预测 16-18EPS 1.05/1.22/1.44 元，当前合理资产估值 22.8 元/股，股价 6

折，PB 低于 1 倍，定增股流通对股价上行压力小，继续“强烈推荐”，6 个月目标价 16 元。

3. 风险提示

- ✓ 主要房产销售不及预期
- ✓ 土地一级开发进度不及预期

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	12.87	11.19	9.60	8.14
P/B	0.95	0.87	0.82	0.76
EV/EBITDA	10	9	8	7

相关报告

报告日期	报告标题
2016-03-26	《北京城建-首都圈一二级联动，核心竞争优势突出》
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、城投控股、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,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434