

北京城建 (600266)

强烈推荐

行业：房地产开发

盈利超预期，资产价值远高于市值获险资增持

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

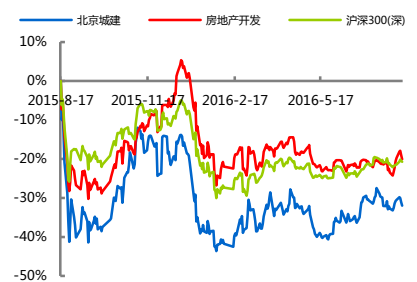
当前股价： 13.03

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)	204
流通市值(亿元)	198
成交量(百万股)	45.85
成交额(百万元)	589.25

股价表现



相关报告

《北京城建-一次性招标，开启望坛项目模式》2016-06-12

《北京城建-沉淀蓄势，后劲十足》
2016-05-31

《北京城建-首都圈一二级联动，核心竞争优势突出》2016-03-26

公司16半年报,实现营收/净利润30.03/4.35亿元同比-8.3%/+49.0%,基本EPS0.28元+49%。

投资要点：

◆ **净利润增速超预期,营收及预收款锁定1年半业绩。**上半年营收30.03元同比-8.28%,归母净利润4.35亿元同比48.96%,扣非净利润4.39亿元+53.22%。分业务看,房地产开发销售营收28.28亿元同比-9.1%,毛利率31.81%较上年增加4.82个百分点;其中目前主要开发世华龙樾、海梓府、北京密码等项目的全资子公司兴华公司实现营收10.81亿元/净利润2.75亿元。期内公司收到国信证券2015年现金分红2.058亿元,占上半年净利润的半数,股权投资对利润的增厚显著。分地区,京、渝、蓉营收分别22.49亿元、1.89亿元、4.80元,同比-21.3%、-30.6%、+829%。财务保持稳健,资产负债率72%、净负债率54%,维持行业中低水平。账面预收款139.5亿元同比大增42%,业绩锁定强。

◆ **房屋销售创新高,北京土地拓展持续突破。**上半年签约销售54.0万方同比增67%、70.8亿元+46%,完成2015全年销售总额的60%,预计全年可达130-150亿元同比+12%~29%。新增土储面积146.9万方+152%,新开工面积65.8万方+86%,竣工面积21.6万方+42%。期间以授权模式获得怀柔府东棚改项目,招标获得奥体文化商务园和望坛棚改项目。在手一级开发项目中,雪花项目综合商业地块入市,吴家村棚改项目已具备一次性招标条件,密云走马庄、昌平马池口项目有序推进。

◆ **望坛棚改项目计划3年完成开发,区位稀缺开发价值诱人,公司将耗资49亿元在大兴购置安置房29万平用于部分项目拆迁,4-5年内完成盈利结算。**项目位于东城区南二环外永外地区,总建面136万方,总投资预计433亿元,公司将获取该项目总开发额的15%盈利回报,预计将为公司带来不低于40亿元净利,并将获得项目配套经营管理权以及10多万方物业持有权。项目拆迁有望2017年底完成:1)政府主导,执行力超预期。东城区重点棚改项目,立项提前,并成立100多个工作组负责协调拆迁等手续。2)集团2007年就介入项目调查,前期扎实的工作为项目顺利开发奠基。近期公司团购首创华业在大兴开发的住宅项目用于拆迁安置。该项目位于大兴区团河沐新路东侧,3214套、建面29万平,总价款49.55亿元,均价1.71万元/平。团购房产18年底/19年中交付。3)项目将采取产业化、模块化等高效的施工技术来建设。预计项目17年开始贡献利润。

◆ **业绩稳定增长,资产价值远大于市值,获稳定价值投资人险资等持续增持。**近年公司深耕北京,资源拓展迅速,锁定未来5年以上高成长发展,每股未分配利润高达4.68元,账面净值12.02元,PB仅1.08倍,价值严重被低估。公司二级开发可结算权益货值超1500亿元,在手一级开发项目超200万方有潜力一二级联动,仍有继续在京获取一级开发项目。借助集团影响力获取首都圈资源优势显著,而股权投资增值及收益丰厚均将增厚公司价值及利润。在固定收益回报持续大幅下行背景下,优质地产拥有稳定增长回报,成为险资等重点配置资产选择。中报显示,中再保险等及关联人今年首次进入公司前10大流通股股东,持股4.344%;中国人寿资产则持有公司股份达2.53%。公司资产价值远大于市值已被险资及公募基金发掘,并将持续被发掘,这也是我们持续推荐公司最重要的因素。

◆ **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 1.05/1.22/1.43元,当前合理资产估值24.883元/股,再次“强烈推荐”。**

◆ **风险提示：**棚改进度滞后;后续项目获取、房地产市场波动风险,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
同比(%)	-8%	13%	14%	15%
归属母公司净利润	1429	1638	1905	2247
同比(%)	4%	15%	16%	18%
毛利率(%)	38.4%	37.4%	36.6%	36.6%
ROE(%)	7.4%	7.9%	8.6%	9.5%
每股收益(元)	0.91	1.05	1.22	1.43
P/E	14.29	12.46	10.72	9.09
P/B	1.05	0.99	0.93	0.86
EV/EBITDA	11	10	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：公司 16H 主要财务指标

图 1：经营情况

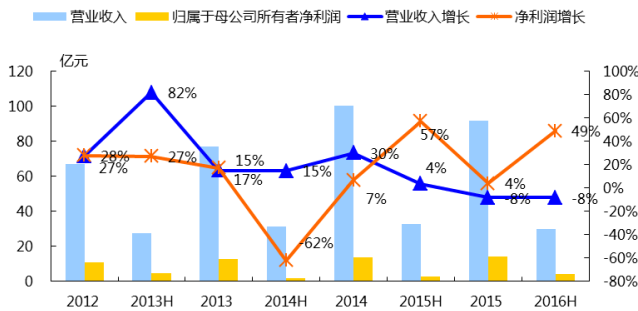


图 2：EPS 和 ROE

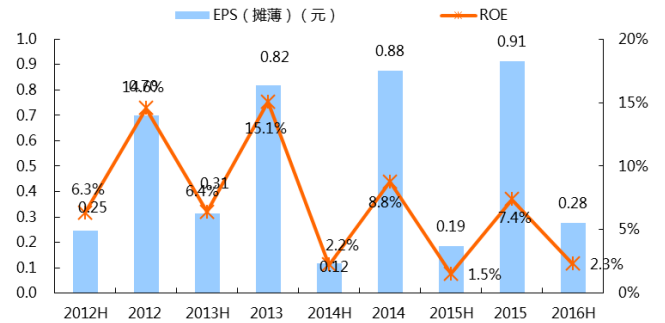


图 3：综合毛利率和净利率

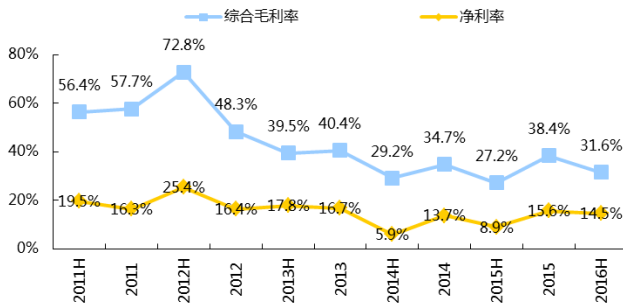


图 4：三费水平

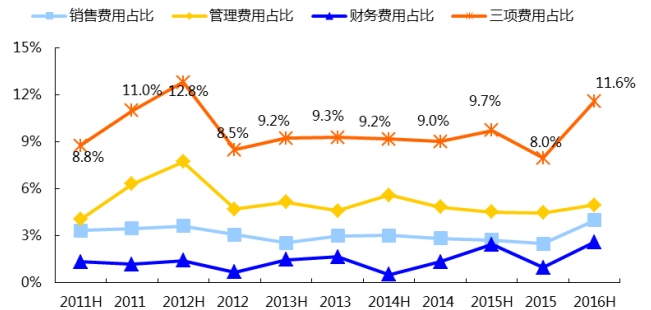


图 5：货币资金和短期负债

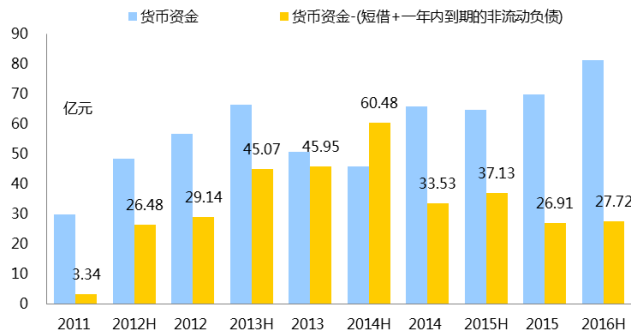
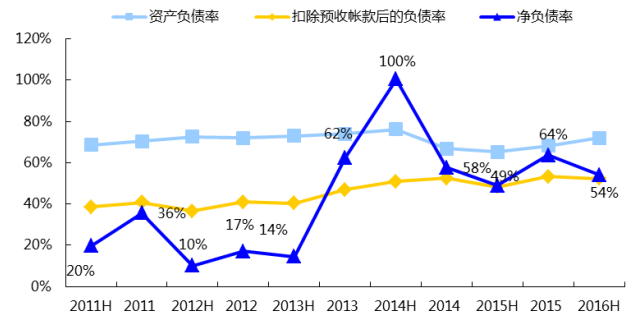


图 6：负债水平



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	34953	33633	39808
短期借款	20	17333	13763	18812
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	44867	44015	50190
少数股东权益	995	1063	1142	1246
股本	1567	1567	1567	1567
资本公积	3797	3797	3797	3797
留存收益	8058	15246	16659	18335
归属母公司股东权益	19410	20610	22023	23699
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	-4333	3967	-4090
净利润	1484	1707	1984	2351
折旧摊销	22	24	24	24
财务费用	90	98	18	-25
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	2775	-3612	4502
短期借款	20	17313	-3570	5049
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	-13315	-510	-547
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	98	18	-25
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	2263	2645	3134
营业外收入	42	16	0	0
营业外支出	8	4	0	0
利润总额	1923	2275	2645	3134
所得税	439	569	661	784
净利润	1484	1707	1984	2351
少数股东损益	55	68	79	103
归属母公司净利润	1429	1638	1905	2247
EBITDA	2000	2385	2687	3133
EPS (元)	0.91	1.05	1.22	1.43

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%	19.8%	16.9%	18.5%
归属于母公司净利润	4.1%	14.6%	16.3%	18.0%
获利能力				
毛利率	38.4%	37.4%	36.6%	36.6%
净利率	15.6%	15.8%	16.1%	16.5%
ROE	7.4%	7.9%	8.6%	9.5%
ROIC	5.7%	5.7%	6.9%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	68.1%	67.4%	65.5%	66.8%
净负债比率	32.64%	48.80%	42.69%	47.50%
流动比率	1.96	1.53	1.62	1.57
速动比率	0.36	0.23	0.27	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	1.43
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	13.15	14.05	15.12
估值比率				
P/E	14.29	12.46	10.72	9.09
P/B	1.05	0.99	0.93	0.86
EV/EBITDA	11	10	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
2016-06-12	《北京城建-一次性招标，开启望坛项目模式》
2016-05-31	《北京城建-沉淀蓄势，后劲十足》
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》

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。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

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