

## 棚改铸就新看点 未来业绩可期待

——北京城建（600266）2016年三季度报点评

2016年10月31日

强烈推荐/维持

北京城建

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

### 事件:

公司10月28日公布2016年三季度报,中报显示在报告期内,公司实现营业收入66.3亿元,同比增长18.5个百分点;实现归属于母公司所有者的净利润6.8亿元;每股收益0.4元,加权平均净资产收益率3.55%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入(百万元)	2373.08	901.49	2319.17	3584.45	1068.9	1934.39	3623.76
增长率(%)	0.65%	-22.64%	12.02%	-18.86%	-54.96%	114.58%	56.25%
毛利率(%)	26.98%	27.81%	45.97%	43.76%	44.84%	24.22%	24.59%
期间费用率(%)	7.73%	15.05%	8.91%	5.77%	13.65%	10.50%	6.15%
营业利润率(%)	11.56%	23.44%	28.96%	20.40%	23.15%	16.94%	13.17%
净利润(百万元)	220.98	92.55	494.83	675.24	169.15	276.19	282.30
增长率(%)	-31.99%	289.79%	-00.81%	03.56%	-23.45%	198.43%	-42.95%
每股盈利(季度,元)	0.15	0.04	0.32	0.41	0.11	0.17	0.16
资产负债率(%)	62.98%	65.13%	69.44%	68.13%	71.27%	71.89%	72.05%
净资产收益率(%)	1.10%	0.45%	2.71%	3.31%	0.86%	1.38%	1.40%
总资产收益率(%)	0.41%	0.16%	0.83%	1.05%	0.25%	0.39%	0.39%

### 观点:

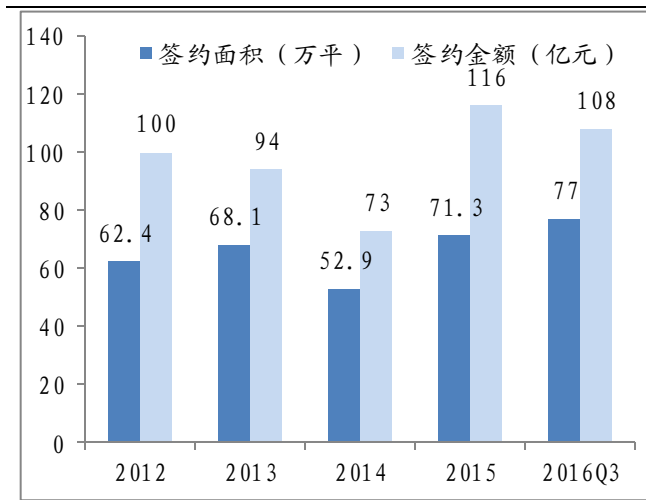
- **提前完成年度销售计划。**报告期内,公司实现营收66.27亿元,同比增长18.5%,净利润6.85亿元,同比降低13.47个百分点,主要归因于项目毛利润水平大幅降低;前三季度销售签约面积77万平方米,实现签约金额108亿元,同比增长35%,已经超过全年的销售计划100亿元,预期年内销售金额有望达到140亿元。

报告期内以司新增土地储备9万平,开复工面积384万平,新开工面积35万平,竣基面积67万平,实现销售面积23万平,销售额37亿元。前三季度,公司总计新增土地储备面积156万平方米,超过去年全年新增的145万平,新开工面积101万平,竣工面积89万平。

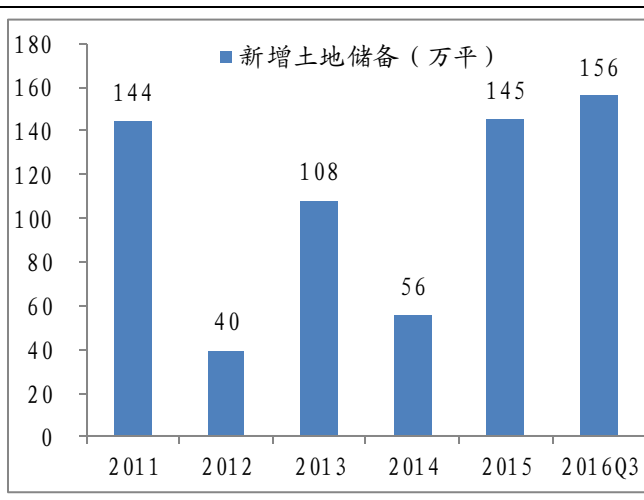
**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析（单位：亿元、百分比）**

项目	2016H	2015H	同比变动	原因分析
净利润	6.85	7.91	-13.47%	得益于投资收益的大幅增长
营业收入	66.27	55.93	18.5%	项目结转周期所致
资产负债率（%）	71.89%	65.13%	6.76	公司长期负债增加
费用比率（%）	8.63%	9.4%	0.77	控费效果显著
加权 ROE（%）	3.55%	4.97%	-1.42	净利润显著降低
总资产	721.55	598.32	%	存货大幅增长
货币资金	86.46	87.38	%	销售商品和劳务大幅增加
预收账款	136.68	99.83	%	销售回款带来预收账款显著增加
1年内到期非流动负债	60.54	50.78	%	多项借款计划年内到期
经营活动净现金流	14.81	-35.58	%	销售商品和劳务大幅增加
稀释 EPS	0.4	0.51	-13.73%	净利润大幅降低

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 1：近 5 年房地产业务销售情况**


资料来源：公司公告，东兴证券

**图 2：近几年土地储备情况**


资料来源：公司公告，东兴证券

➤ **依托母公司一二级联动京内土地拓展取得重大突破。**公司母公司为北京城建集团，作为北京市国资委100%控股的老牌国企，在北京市具有良好的品牌形象及政企关系，依托母公司，公司一二级联动频频拿地，不管是从拿地总量还是拿地成本，均处于同地区行业领先地位。上半年，公司以授权模式获得了怀柔府东棚改项目，以招标方式获得了奥体文化商务园和望坛棚改项目。其中望坛项目前期改造及土地使用权由母公司城建集团一次性中标取得，公司将与集团公司合作开发望坛项目，且集团全权委托公司进行开发管理。

北京市主城区目前土地资源十分紧缺，新增土地基本依靠旧城改建工程，公司依托北京城建集团在一级开发中的雄厚实力背景，在获取土地方面具有无可比拟的优势，有力的京内土地资源保障是公司独一无二的竞争力。

进入 10 月以来, 公司总计获得 3 个棚改项目, 即顺义项目、张仪村项目和杯柔项目, 建面分别为 75 万平、16 万平和 30 万平, 总投资规模分别为 185 亿元、40 亿元和 432 亿元, 公司持股比例分别为 91%、92%和 98%。以投资回报率 12%进行计算, 预期这三个项目分别可为公司带来超过 70 亿元净利润。

- **资本运作能力凸显融资渠道多元畅通。** 公司充分发挥金融机构融资功能, 并积极拓展从资本市场获取资金的能力。银行、信托借款成本始终保持当期同业最低水平, 并实现新增贷款无项目抵押, 为后续项目融资创造了条件。

2016年6月21日, 公司发布公告与太平资产管理有限公司合作设立“北京城建基础设施投资基金”, 公司出资8.7亿占比29%, 共计募集资金30亿, 拟投资于公司控股子公司位于奥体文化商务园区内的项目。同时公司拟发行3000万优先股, 计划募集资金不超过30亿, 将用于偿还股份公司债务及补充流动资金, 目前公司优先股申报材料已上报北京市国资委进行审核。

- **“一体两翼”业务格局渐显优势。** 公司始终坚持以房地产开发为主体, 以股权投资和商业地产为两翼的“一体两翼”业务格局, 经过多年发展, 目前已彰显出独特优势。

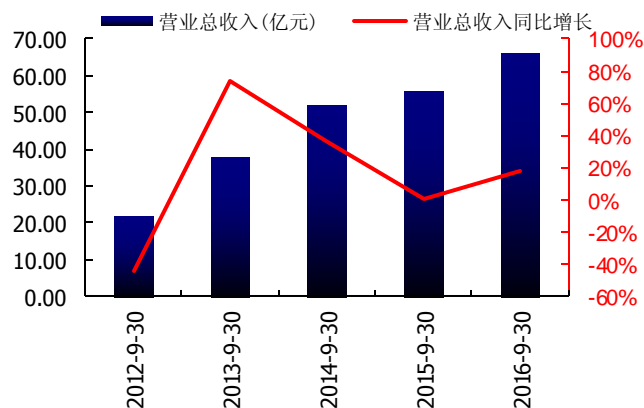
公司未来将继续加大在高科技、互联网金融产业的投资力度, 特别是在战略新兴产业的投资布局。积极关注与公司产业链关联度大的项目, 实现投资板块与公司主业的良性互动。

**表 2: 公司主要对外股权投资状况**

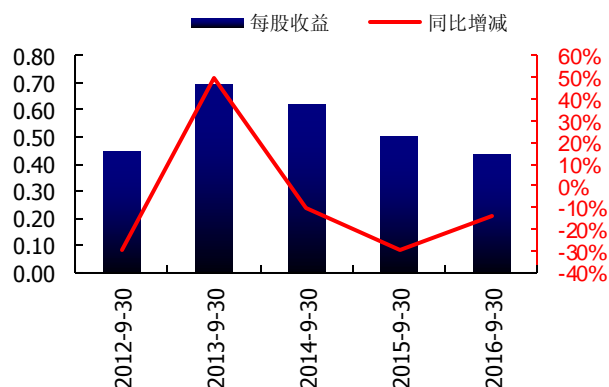
企业名称	初始投资额 (亿元)	权益占比	期末账面价值 (亿元)	2015 年度投资收益情况
国信证券	1.27	4.18%	59.17	已收到现金股利 20580 万元
锦州银行	2.6	2.25%	6.91	已经收到现金分红 1755 万元
世纪空间	0.97	4.94%	1.0	-
中科招商创投	1.22	30%	15.0	已宣告发放股利 7900 万元
北科建	2.8	14%	7.0	已宣告发放股利 5600 万元
中科曙光	1.4	0.67%	1.71	报告期内参与非公开发股认购
北京城奥置业	0.42	83%		报告期内新投资成立公司

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

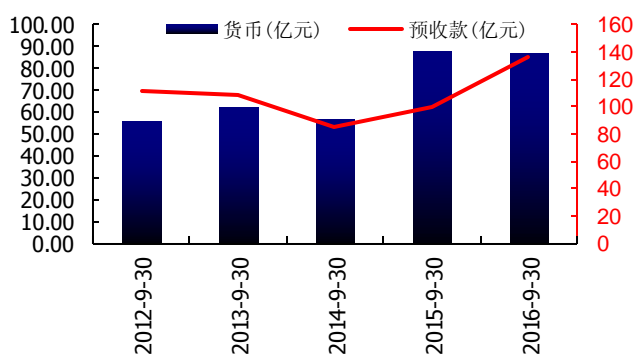
公司的商业地产也渐成规模。报告期内持续加强持有型物业的经营管理, 不断加大招商力度, 保证持有商业的出租率和续租率, 实现了30%的同比增速。随着海南红塘湾、奥体文化商务园、成都金牛等商业项目逐步推进, 公司商业地产规模达19万平, 已经渐成规模。

**图 3: 营业收入情况**


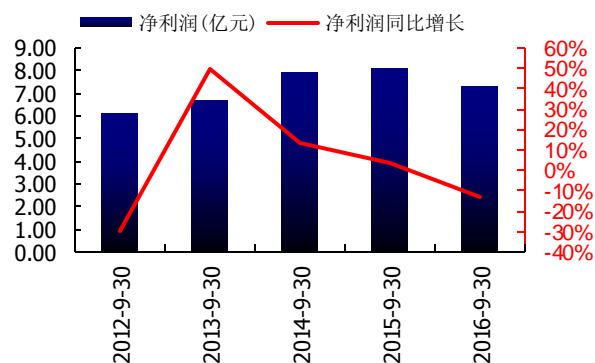
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 4: 每股收益情况**


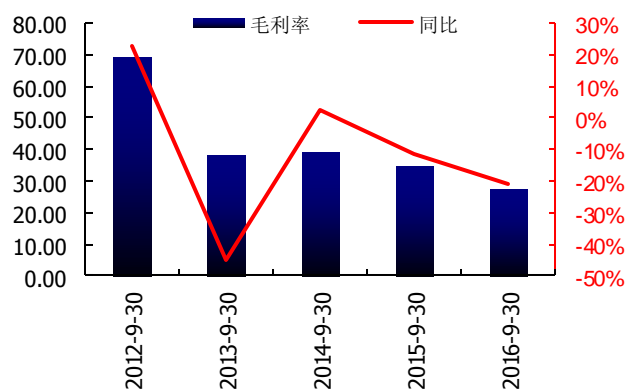
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 5: 货币和预收款情况**


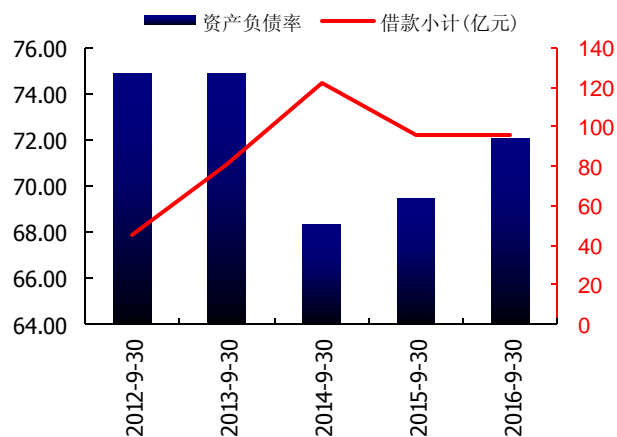
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 6: 净利润情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

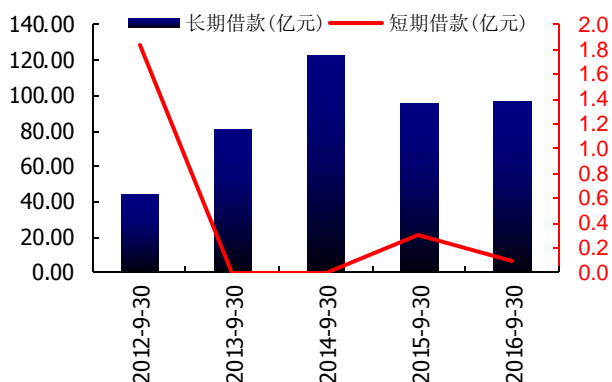
**图 7: 销售毛利率情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 8: 资产负债率情况**


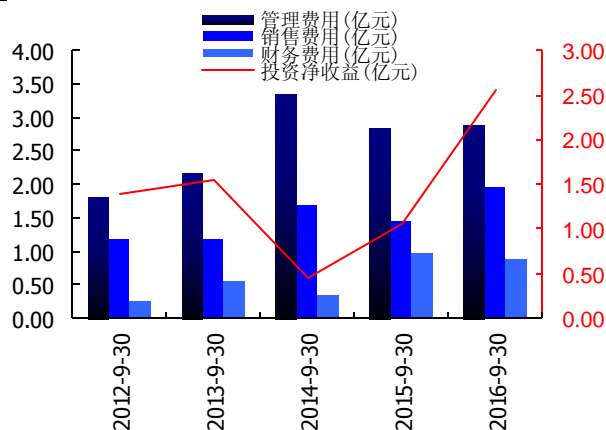
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告、东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告、东兴证券

## 结论:

公司作为北京国资委全资控股城建集团的下属公司, 长期以来扎根北京。与集团公司一二级联动频繁, 在土地开发及储备方面核心竞争力突出, 不仅当前业绩实现了高速增长, 优良的土地储备也为未来业绩奠定了坚实基础。公司还在多元融资, 股权投资等方面彰显了独到运作能力及投资眼光, 且收益可观; 同时公司商业地产也渐成规模, 总体来看, 公司是“国企改革”、“京津冀区域”和“业绩超预期增长”三大题材股, 未来公司表现可期。

基于此我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 123.91 亿元、158.35 亿元和 198.41 亿元, 每股收益分别 0.93 元、1.06 元和 1.25 元, 对应 PE 分别为 14.34、12.57 和 10.66, 维持公司“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	42187	51709	58611	76192	95859	<b>营业收入</b>	10011	9178	12391	15835	19841
货币资金	6600	6995	9293	11876	14881	<b>营业成本</b>	6541	5652	8302	10768	13492
应收账款	72	88	102	130	163	营业税金及附加	790	1093	1363	1742	2183
其他应收款	643	1297	1751	2238	2804	营业费用	284	230	310	396	496
预付款项	1659	995	1078	1186	1321	管理费用	485	413	558	713	893
存货	32225	42050	45489	59002	73930	财务费用	136	90	76	218	392
其他流动资产	401	95	898	1759	2761	资产减值损失	27.27	55.07	50.00	50.00	50.00
<b>非流动资产合计</b>	8165	12326	4815	4795	4776	公允价值变动收益	57.03	32.10	0.00	40.00	40.00
长期股权投资	1397	1348	1348	1348	1348	投资净收益	99.03	211.35	200.00	200.00	200.00
固定资产	171	166	146	126	107	<b>营业利润</b>	1903	1889	1933	2189	2576
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	23.11	41.91	50.00	60.00	60.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.84	7.96	10.00	10.00	10.00
<b>资产总计</b>	50352	64035	63426	80987	100635	<b>利润总额</b>	1921	1923	1973	2239	2626
<b>流动负债合计</b>	20222	26346	27168	39170	53169	所得税	422	439	454	515	604
短期借款	0	20	4416	12199	21304	<b>净利润</b>	1500	1484	1519	1724	2022
应付账款	6436	6242	8870	11505	14416	少数股东损益	127	55	60	60	60
预收款项	7216	9570	10809	12392	14377	归属母公司净利润	1373	1429	1459	1664	1962
一年内到期的非流	3909	8440	1120	1120	1120	EBITDA	2049	1990	2028	2427	2987
<b>非流动负债合计</b>	13443	17283	14477	19477	24477	<b>BPS (元)</b>	1.11	0.91	0.93	1.06	1.25
长期借款	11478	5783	10783	15783	20783	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	818	5728	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	33665	43629	41645	58647	77647	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1021	995	1055	1115	1175	营业收入增长	30.15%	-8.32%	35.00%	27.80%	25.30%
实收资本(或股本)	1567	1567	1567	1567	1567	营业利润增长	1.95%	-0.76%	2.32%	13.27%	17.69%
资本公积	3797	3797	4675	4675	4675	归属于母公司净利润	2.09%	14.06%	2.09%	14.06%	17.92%
未分配利润	6455	7336	6607	5775	4794	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	15666	19410	14738	15237	15826	毛利率(%)	34.66%	38.41%	33.00%	32.00%	32.00%
<b>负债和所有者权益</b>	50352	64035	57438	74999	94647	净利率(%)	14.98%	16.16%	12.26%	10.89%	10.19%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.73%	2.23%	2.30%	2.05%	1.95%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	8.76%	7.36%	9.90%	10.92%	12.40%
<b>经营活动现金流</b>	-6106	-5631	-1538	-9007	-9525	<b>偿债能力</b>					
净利润	1500	1484	1519	1724	2022	资产负债率(%)	67%	68%	73%	78%	82%
折旧摊销	10.23	11.41	0.00	19.68	19.68	流动比率	2.09	1.96	2.16	1.95	1.80
财务费用	136	90	76	218	392	速动比率	0.49	0.37	0.48	0.44	0.41
应收账款减少	0	0	-14	-28	-33	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1239	1584	1984	总资产周转率	0.23	0.16	0.20	0.24	0.23
<b>投资活动现金流</b>	-343	485	7829	190	190	应收账款周转率	147	115	130	137	135
公允价值变动收益	57	32	0	40	40	应付账款周转率	1.80	1.45	1.64	1.55	1.53
长期股权投资减少	0	0	7491	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	99	211	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	1.11	0.91	0.93	1.06	1.25
<b>筹资活动现金流</b>	7694	5542	-3993	11401	12339	每股净现金流(最新摊薄)	0.79	0.25	1.47	1.65	1.92
应付债券增加	0	0	-5728	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.00	12.39	9.41	9.72	10.10
长期借款增加	0	0	5000	5000	5000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	678	0	0	0	0	P/E	12.03	14.67	14.34	12.57	10.66
资本公积增加	2264	0	878	0	0	P/B	1.34	1.08	1.42	1.37	1.32
<b>现金净增加额</b>	1246	396	2298	2583	3005	EV/EBITDA	14.90	17.04	13.78	15.72	16.48

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

### 王希峰

实习生, 天津大学金融学硕士, 对此报告有贡献。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。