

北京城建(600266)

北京地方国企，关注大股东资源优势

2009 年中报点评

孙建平 李品科
 021-38676316 010-59312815
 sunjianping@gtjas.com lipinke@gtjas.com

本报告导读：北京区域地产龙头，持有国信证券，每股增厚8元。

投资要点：

- 中期实现 EPS 0.25 元，符合预期。实现营业收入 8.95 亿元，净利润 1.85 亿元，经常性净利润 1.7 亿元，分别同比增长 69%、16%、43%。主要来自世华水岸项目的收益确认和所持国信证券 3430 万元的分红。
- 9 亿公司债过审未发，资金状况良好。09 年中期账面现金 19.8 亿元。资产负债率 68%，扣除预收账款的真实资产负债率 50%，净负债率 50%。
- 业绩确定性强，预收账款加中期结算收入达 09 年预测收入的 124%。中期账面预收账款 22 亿元，中期已结算收入 9 亿元，合计达 31 亿。
- 开发类项目储备建筑面积 812 万平米，其中一级开发 129 万平米。京城国企，项目约 66% 位于北京。京外主要有舟山长峙岛、重庆尚源项目。
- 城建每 1 股含有 0.5 股国信，使城建每股增厚 8 元。持有国信 3.43 亿股，计 4.9% 股权，于 1999 年出资 1.27 亿元获得，每股成本 0.37 元。国信 09 年 EPS 约 0.58 元，按券商 09 年 30 倍 PE 计算，每股国信值 17.4 元。
- 持有拟上市公司北京科技园建设 21.54% 股权，使城建每股增厚 1.9 元。北科建为负责北京中关村一二级开发的国企，开发土地逾 7 平方公里。
- 直接受益于创业板。作为第一大股东，持有中科招商公司 30% 股权，参与创投业务，包括广州捷赛、先锋软件、青牛软件等 PIPO 项目。
- 大力推进水务投资。出资 5500 万成立环保公司，控股 55%，先后参股 5 家污水处理公司，其中绩溪污水处理厂已投入试运行并产生经济效益。
- 按目前房价保守预测，并且不考虑一级开发可能转为二级开发所带来的收益，公司地产业务 RNAV 16 元。另国信证券和北科建股权增厚 RNAV 9.9 元。在完全不考虑创投业务和水务对 RNAV 增厚的情况下，公司 RNAV 已达 25.9 元。
- 预计 09、10、11 年 EPS 分别为 0.65、0.90、1.18 元。目前一二线主流公司 10 年动态 PE 18-25 倍之间，RNAV 溢价 30-35%。公司地产业务 RNAV 按行业 30% 溢价，加上国信、北科建股权，合理价格将在 31 元。考虑到行业 10 年 25 倍 PE 对应的价格在 23 元左右。综合 PE、RNAV，给予公司目标价 27 元，维持增持。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1579.59	2439.93	2472.15	4344.12	6333.24
(+/-)%	-26%	54%	1%	76%	46%
经营利润 (EBIT)	348.52	465.37	640.71	922.05	1596.30
(+/-)%	-4%	34%	38%	44%	73%
净利润	264.88	316.16	485.06	663.47	875.04
(+/-)%	146%	19%	53%	37%	32%
每股净收益 (元)	0.36	0.43	0.65	0.90	1.18
每股股利 (元)	0.10	0.05	0.10	0.13	0.18

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	27%	18%	29%	23%	25%
市盈率	52.87	44.30	28.87	21.11	16.00
股息率 (%)	0.5%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持
 上次评级：增持
 目标价格：¥27.00
 上次预测：¥16.50
 当前价格：¥18.88

2009.08.17

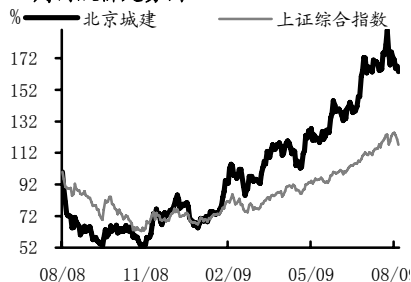
交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.36 ~ 22.28
总市值 (百万元)	13,990
总股本/流通 A 股 (百万股)	741/721
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.97
日均成交量 (百万股)	12.0
日均成交值 (百万元)	141.2

资产负债表摘要 (06/2009)

股东权益 (百万元)	3654.94
每股净资产	4.93
市净率	3.83
资产负债率	68.15%

52 周内股价走势图



相关报告

《北京城建：国奥村将贡献收益，并参股创投环保券商》，2009.5.25

《北京城建：预售房款规模猛增，项目开发提速》，2008.4.9

《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，2009.2.3
 行业事件快评《1-7 月全国房地产开发投资数据点评》，2009.8.11

《地产周报第 43 期 (8.3-8.9) 一销量环比开始改善，坚持推荐房地产行业》，2009.8.11

行业事件快评《房地产行业趋势不变，调整是买入机会》，2009.7.31

《2009 年中期策略报告：更上一层楼》，2009.6.18

行业更新报告《春江水暖鸭先知》，2009.3.3

《房价定乾坤---2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.03

1. 城建1股中含有0.5股国信，增厚北京城建每股8元

公司目前持有国信证券3.43亿股，占比国信目前总股本的4.9%。该项股权于1999年出资1.27亿元获得，每股成本0.37元。经过历年分红（仅08年就获得国信分红3430万元，于09年1季报确认收入），成本几乎可忽略不计。

国信证券06年实现净利润14.54亿元、07年75.57亿元、08年21.46亿元，09年中期实现净利润17.4亿元，按目前国信70亿总股本计算，折合中期EPS 0.25元。根据我们证券行业研究员估算，预计09年EPS将在0.55-0.60元。

按证券行业目前平均09年30倍PE计算，预计国信证券每股合理价值应在16.5-18元之间。按城建目前7.4亿总股本，持有3.43亿国信证券计算，每1股北京城建中含有0.463股国信证券股权，即每股城建股权中含有的国信股权价值7.6-8.3元。

表1 国信09年约EPS 0.58元，按行业平均30倍PE计算将增厚城建每股8元

对应 PE 倍数	25	30	35	40
国信证券每股价值	14.5	17.4	20.3	23.2
增厚城建每股价值 (每股城建持有 0.463 股国信)	6.71	8.05	9.40	10.74

2. 持有拟上市公司北科建21.54%股权，每股增厚1.9元

公司持有北京科技园建设（集团）股份有限公司，即北科建的21.54%股权，截止目前，投资总成本为3.4亿元。按PB及PE估值计算，约增厚公司每股1.9元。

按PE计算：目前主流的一二线公司，剔除PE异常高的公司之外，目前行业08年平均PE约为50倍。北科建08年净利润1.67亿元，按08年行业50倍PE计算，折合83亿元。城建持有21.54%股权，折合约值18亿元，减去3.4亿元成本，增厚城建每股1.96元左右。

按PB计算：09年中期北科建净资产16亿元，按目前开发类公司平均5倍PB计算，公司约值80亿元，21.54%股权价值约17亿元，成本3.4亿元，折合增厚城建每股1.84元。

北科建，是全面负责中关村一二级开发的负有政府职能的北京市国企。于1999年成立，注册资本13亿元，定位是集城市功能区开发、专业园区建设和房地产开发于一体的大型综合性房地产集团。前几大股东分别为北京市国资委、北京城建、北京海淀区房地产集团以及北京城市开发集团。

北科建在北京开发土地逾7平方公里，资产总额120亿元，净资产16亿元，成功开发了中关村广场、中关村软件园、中关村生命科学园、中关村大兴生物医药基地、中关村国际商城、大型住宅居住区领秀硅谷等一批国家及北京市重点建设项目。其中仅中关村广场项目总占地面积就达51公顷，建筑面积150万平米，总投资约150亿人民币。

3. 利用中科招商作为参股创投的平台

参股创投项目：公司作为第一大股东，通过控股中科招商公司参与创投业务。

中科招商创投团队先后成功投资了数十个项目，其中很多企业已经先后在国内外资本市场成功上市，拟上市的包括广州捷赛、先锋软件、青牛软件等，投资产业集中在资源类、快速消费品、高科技、教育、医疗、金融等行业。

深圳市中科招商创业投资管理有限公司成立于2000年12月，由中科院、招商局、北京城建、中国华录、鄂尔多斯等著名机构和大型企业集团联合发起设立，是中国首家经政府批准的创业投资基金大型专业管理机构，是我国第一家由政府批准成立的以受托管理创业资本为主营业务，按照基金管理公司模式运作的规范化、专业化创业投资（基金）管理公司。截至目前，中科招商管理三类基金，包括创投基金、产业基金、并购基金，总规模超过100亿元。中科招商团队成功投资了数十个项目，很多企业先后在国内外资本市场成功上市。

表2 不完全统计下北京城建创投业务资产概况

(单位：万元，%)

投资标的	持股比例	投资金额	备注
北京科技园建设股份公司	21.54%	34374	从事城市功能区、专业园区和房地产开发的大型综合房地产集团
深圳中科招商创业投资公司	30.00%	14579	创业投资基金管理机构
中科招商创投项目举例：			
三北种业	26%	29345	玉米、水稻、棉花等种业/拟上市
彩虹精化	7.47%	650	环保涂料/中国A股上市
深圳九鼎	---	---	安防设备/美国OTCBB转板
粤富华	0.56%	193	发电及玻璃纤维/中国A股上市
锌业股份	0.49%	547	有色金属冶炼/中国A股上市
广州捷赛	20%	1613	通讯和电子/拟上市
南京微创	46.43%	405	微创医疗器械/拟上市
先锋软件	22%	2000	电子信息化知识管理软件供应商/拟上市
钢研高纳	20%	1980	高温材料硬质合金/拟上市
青牛软件	0.8%	828	电信增值服务/拟上市

数据来源：《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，国泰君安证券销售交易总部。

4. 加大投资环保的力度，目前绩溪项目已开始盈利

参股环保项目：为培育新的利润增长点，公司出资5500万元、持股55%成立了北京城建环保投资发展股份公司，主营水务环保投资、建设与运营。通过收购和直接投资，参股5家污水处理公司，其中绩溪污水处理厂已投入试运行并产生经济效益。

表3 公司投资环保项目细表

(单位：万元，%)

子公司名称	投资金额	持股比例	业务性质	与本公司关系
北京城建环保投资发展股份有限公司	5500.00	55%	环保项目投资管理	控股子公司
绩溪县华辰污水处理有限公司	800.00	100%	污水处理	环保公司 之子公司
巢湖市城建花山污水处理有限公司	800.00	100%	污水处理	环保公司 之子公司
大城县城建环保污水处理有限公司	960.00	100%	污水处理	环保公司 之子公司
宁国市城建污水处理有限公司	2000.00	100%	污水处理	环保公司 之子公司
南昌青山湖污水处理有限公司	3268.93	20%	污水处理	参股子公司

5. 地产主业实力雄厚，北京区域地产龙头之一

5.1. 项目储备总建筑面积达 812 万平米，其中 129 万平米一级开发

北京城建为北京市区域房地产龙头国企之一，具有一级开发资质，大股东北京城建集团为北京市国资委 100%控股。公司 2001 年与大股东资产置换，完成从建筑企业到房地产企业的转型。

公司以房地产为主业，包括二级开发及一级开发 2 种模式。目前持有开发类项目储备总建筑面积 812 万平米，其中一级开发 129 万平米。公司约 66%的项目储备位于北京，京外二级开发有舟山长峙岛、重庆尚源项目，一级开发有重庆九龙坡项目。

公司目前的业绩贡献项目为公园 2008、世华水岸住宅、世华诚合写字楼。而与首开股份合作开发，各占 50%权益的首城国际项目，将于 10 年开始结算。

5.2. 一级开发项目优势明显

公司原来的一级开发项目北苑南区地块，08 年通过公开招拍挂转为二级开发，公司通过公开竞该地块时的总地价为 12 亿，楼面地价 4000 元左右。由于地价主要包括两部分，一部分是给政府的土地出让金，另外一部分是给一级开发商的成本补偿等。因此截至 09 年中报披露，北苑南区项目的总开发成本仅为 3.2 亿元，楼面地价仅 1000 元左右。

表 4 北京城建项目储备情况表

(单位: 万平米)

项目名称	产品类型	地理位置	建筑面积	权益比例	权益建面
北苑家园公园 2008	住宅	北京	43	100%	43
北京世华诚合写字楼	写字楼	北京	7.5	74%	5.6
北京世华水岸住宅	住宅	北京	29.2	100%	29.2
北京首城国际	商住	北京	60	50%	30
北京清河村 4 号地	商住	北京	30.8	55%	16.9
北京崇文危改安置房	商住	北京	130	100%	130
重庆尚源.印象	住宅	重庆	11	53%	5.84
北京国家体育馆	公建	北京	8.1	20%	1.62
北京奥运村公寓	高档住宅	北京	38	20%	7.6
北京五棵松体育馆	公建	北京	35	25%	8.75
浙江舟山长峙岛项目	别墅/住宅/商业	浙江	259.2	39%	101.1
朝阳区北苑南区居住项目	住宅	北京	30	100%	30
宣武商业项目	商业	北京	1.8	100%	1.8
二级开发总计			683.47	60%	411.34
北京小营项目	土地一级开发	北京	70	100%	70
北京动感花园项目	土地一级开发	北京	12	80%	9.6
北京东坝	土地一级开发	北京	14	100%	14
重庆市九龙坡区西彭组团	土地一级开发	重庆	33	100%	33
一级开发总计			129.00	98%	126.60
合计			812.47	66%	537.94

数据来源：国泰君安证券销售交易总部。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

4 of 9

6. 中期业绩保持增长，另有 9 亿公司债过审未发

中报实现营业收入 8.95 亿元，净利润 1.85 亿元，经常性净利润 1.7 亿元，分别同比增长 69%、16%、43%。实现 EPS 0.25 元。主要来自世华水岸项目的收益确认和所持国信证券 3430 万元的分红。

公司资金状况良好，另有 9 亿公司债过审未发。09 年中期账面现金 19.8 亿元。资产负债率 68%，扣除预收账款的真实资产负债率 50%，净负债率 50%。

表 5 业绩增长主要由于世华水岸收益确认和国信 3430 万元分红

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
主营业务收入增长率	17.9%	-26.3%	54.5%	-18.3%	69.4%
净利润增长率	-26.2%	146.1%	19.4%	236.8%	15.6%
经常性净利润增长率	62.8%	128.0%	51.4%	212.9%	43.1%
毛利率	30.9%	39.1%	42.7%	52.2%	46.0%
ROE	5.5%	7.9%	9.0%	4.6%	5.1%
三项费用率	12.7%	11.3%	7.8%	17.2%	8.0%
净利率	5.0%	16.8%	13.0%	30.4%	20.7%
存货周转率	0.40	0.16	0.23	0.04	0.08

数据来源：国泰君安证券销售交易总部。

表 6 资金状况良好，另有 9 亿公司债未发

(单位：百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2008Q2	2009Q2
现金	859.2	1304.1	1211.1	984.6	1980.5
每股经营性净现金流	-0.24	-0.28	-0.21	1.33	2.67
预售房款	1063.8	1865.7	1158.3	2012.8	2178.7
银行借款	2500	1862	3100	2062	3300
银行借款/负债	49.8%	27.9%	44.2%	29.5%	41.1%
速动比率	0.24	0.33	0.38	0.27	0.51
资产负债率	70.7%	65.4%	66.0%	66.1%	68.2%
真实资产负债率	55.7%	47.1%	55.1%	47.0%	49.7%
净负债率	83.5%	31.1%	67.8%	44.4%	49.5%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部。

7. 09、10、11 年 EPS 0.65、0.90、1.18 元，RNAV26 元，维持

增持评级

预计 09、10、11 年 EPS 分别为 0.65、0.90、1.18 元。主要结算项目如下表所示。2009 年预计 EPS 为 0.65 元，主要收入来源为公园 2008、世华水岸住宅、世华诚合写字楼、奥运村公寓；2010 年 EPS 为 0.85 元，主要收入来源为世华水岸住宅、首城国际以及奥运村公寓等。

另，奥运村公寓假设 09、10 年两年结算，每年均贡献投资收益 6000 万元。而国信分

红假设每年均维持 08 年的 3430 万元。

按目前房价保守预测，并且不考虑一级开发可能转为二级开发所带来的收益，公司地产业务 RNAV 16 元。另国信证券和北科建股权共增厚 RNAV 10 元。在完全不考虑创投业务和水务对 RNAV 增厚的情况下，公司 RNAV 已达 26 元。

目前一二线主流公司 10 年动态 PE 18-25 倍之间，RNAV 溢价 30-35%。公司地产业务 RNAV 按行业 30%溢价，加上国信、北科建股权，合理价格将在 31 元。综合考虑 PE、RNAV，保守给予公司目标价 27 元，维持增持。

表 7 09-11 年主要结算项目情况

(单位: 万平米, 元/平米, 百万元)

项目名称	产品类型	09 年			10 年			11 年		
		面积	房价	收入	面积	房价	收入	面积	房价	收入
北苑家园公园 2008	住宅	7.00	10500	735.00	3.00	11500	345		12420	0.00
北京世华诚合写字楼	写字楼	6.70	13320	892.44		13320	0		14386	0.00
北京世华水岸住宅	住宅	4.60	12500	575.00	11.00	14500	1595	10.00	16200	1620.00
北京首城国际	商住		16000	0.00	15.00	15000	2250	24.32	17280	4203.24
重庆尚源.印象	住宅	7.00	3853	269.71	4.00	3853	154.12		4161	0.00
合计		25.30		2472.15	33.00		4344.12	37.32		6333.24

附表 1: 公司损益表及其预测

(单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1818.2	2143.3	1579.6	2439.9	2472.2	4344.1	6333.2
营业收入	1818.2	2143.3	1579.6	2439.9	2472.2	4344.1	6333.2
二、营业总成本	1690.5	1927.9	1240.8	2001.3	1843.5	3450.4	4773.1
营业成本	1313.5	1480.3	961.8	1398.6	1377.1	2510.2	3490.2
营业税金及附加	102.6	101.5	93.9	405.5	278.9	606.1	799.0
销售费用	88.2	71.3	59.9	38.9	39.5	69.3	101.1
管理费用	129.2	127.4	115.5	131.5	136.0	236.5	346.6
财务费用	56.9	72.7	2.6	19.9	12.1	28.3	36.1
资产减值损失	0.0	74.7	7.2	6.8	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	134.4	24.5	80.8	-7.3	94.4	94.4	34.4
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	292.1	240.0	419.6	431.4	723.0	988.1	1594.6
加: 营业外收入	0.5	0.4	1.3	0.5	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	2.7	3.5	4.2	0.8	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	289.9	236.9	416.8	431.1	723.0	988.1	1594.6
减: 所得税	116.8	89.4	103.4	119.7	180.8	247.0	398.6
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	173.2	147.5	313.4	311.4	542.3	741.1	1195.9
减: 少数股东损益	27.3	39.9	48.5	-4.8	57.2	77.6	320.9
归属于母公司所有者的净利润	145.8	107.7	264.9	316.2	485.1	663.5	875.0
股本	600	600	741	741	741	741	741
EPS	0.24	0.18	0.36	0.43	0.65	0.90	1.18
主营收入增长率	0%	18%	-26%	54%	1%	76%	46%
净利润增长率	66%	-26%	146%	19%	53%	37%	32%
毛利率	28%	31%	39%	43%	44%	42%	45%
三项费用率	15%	13%	11%	8%	8%	8%	8%
净利润率	8%	5%	17%	13%	20%	15%	14%

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科: 工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008年3月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com