

北京城建（600266）：多元稳定发展的区域龙头

增持（维持）

房地产开发行业 2009年10月9日

联系人：赵洁 (010) 66045566-8068 zhaoj@txsec.com

事件描述：

公司作为北京市区域房地产龙头国企之一，兼具一、二级开发资质，在北京地区具有资源优势；投资项目优质，环保项目开始盈利，正渐渐形成三足鼎力的结构。针对公司的特点，近日我们对北京城建进行了调研，与公司高管就上述关注点进行了深入的交流，要点如下。

调研信息简报：

1. 房地产方面，区域资源优势明显，立足北京，放眼全国。

公司房地产项目90%以上位于北京。目前在售的项目有北京世华水岸住宅、北京首城国际，而北苑家园公园2008、重庆尚源·印象已售完。

公司的房地产业务有以下特点：

(1) **股东实力雄厚，区域资源优势明显。**公司大股东北京城建集团，是同时具有双特级资质的大型建筑企业集团公司，是国家120家大型企业试点单位之一。公司作为城建集团唯一一家上市公司，得到了股东的大力支持。2001年集团公司与公司进行资产置换，主营业务由建筑变成房地产，置入资产盈利能力高，公司受益至今。

(2) **以大股东施工为渠道，开辟京外资源，全国布局。**大股东在京外地区进行施工，先行建立了公司与当地政府的联系，公司利用此渠道资源，引入二级开发，从而进行全国布局，完成公司从区域性公司向全国性公司转变。

(3) **“能力+风控+收益”的挑选项目标准。**公司在选择项目和城市上，有自己独到、有效的标准，一方面公司要有承建能力，另一方面项目要风险可控、收益高。秉承这样的标准，在全国范围内筛选优质项目，实现北京为重点的全国布局。公司较强的风险意识，使公司在扩张过程中保持了稳健的经营风格，有益于未来的可持续发展。

2. 投资方面，精选项目，前期项目进入回报期。

公司重视对外投资，意在增强公司的盈利能力和抗风险能力，平滑地产行业的强周期性，以及保证公司充裕的资金。经过了前期公司对投资项目的选择清理，盈利能力差的项目已经全部结束，目前公司持有的均为高质量的项目，且已经入回报期。

公司以0.37元/股的成本持有国信证券3.43亿股，约每股公司股票持有国信证券0.463股，2008年国信证券分红3430万元，且已申请上市；公司还持有北京科技园建设21.54%股权，投资成本3.4亿元，该公司全面负责中关村一二级开发，未来计划上市。若公司投资的这两家公司任意一家上市成功，公司都将获得丰厚的Pre-IPO收益。



公司控股中科招商，参股创投业务。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，拟上市的包括数码视讯等。

3. 环保方面，新兴产业，项目开始盈利。

公司投资环保项目，看好环保业未来的发展，是世界的发展趋势。前期以低成本获得的项目，后期将带来丰厚的收益。控股的绩溪、宁国项目和参股的南昌项目已经产生经济效益，巢湖和大城的项目今年年底也能实现盈利。公司未来还将继续筛选优质的环保项目，期望环保业务做大做强，成长为能够与房地产和对外投资相匹敌的三大支柱业务之一，且不排除未来分割上市的可能。

图表1：公司控股、参股的环保项目情况

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	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	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	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	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	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

数据来源：公司公告

4. 多元稳定发展的区域龙头，维持“增持”评级。

公司秉承多元化的发展战略，立足北京放眼全国，稳中求进。公司房地产方面区域资源优势明显，在市场趋稳的情况下，收入波动有限；投资的分红收益与环保项目收益稳定；若持有股权的公司成功上市，公司少量出售股权，即可获得可观的额外收益。在不考虑公司大量出售股权的情况下，我们预计公司2009和2010年EPS分别是0.65元和0.78元，对应2009年9月28日收盘价16.23元，动态PE分别是25倍和21倍，处于同行业的较低水平，维持“增持”投资评级。

5. 主要风险提示。

2009年下半年房地产市场出现较大调整，公司及持股公司房地产业务收入差于预期；股市低迷不振，使得持股证券公司收益差于预期；环保项目由于工期拖延等原因不能实现盈利。

图表 2：北京城建盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入	157,959	243,993	265,037	367,148
增长率(%)	-26.30	54.47	8.62	38.53
减：营业成本	96,179	139,860	148,951	211,844
税金及附加	9,387	40,554	31,804	55,072
减：销售费用	5,989	3,895	3,976	4,039
管理费用	11,552	13,147	13,782	14,319
财务费用	257	1,989	1,325	1,836
期间费用率(%)	11.27	7.80	7.20	5.50
投资净收益	8,082	-731	6,585	7,032
营业利润	41,964	43,136	71,784	87,070
增长率(%)	74.87	2.79	66.41	21.29
营业利润率(%)	26.57	17.68	27.08	23.72
加：营业外收入	131	51	0	0
减：营业外支出	416	78	0	0
利润总额	41,679	43,110	71,784	87,070
增长率(%)	75.90	3.43	66.51	21.29
利润率(%)	26.39	17.67	27.08	23.72
减：所得税	10,342	11,970	17,946	21,768
净利润	31,337	31,140	53,838	65,303
归属于母公司所有者的净利润	26,488	31,616	48,454	57,466
增长率(%)	146.07	19.36	53.26	18.60
净利率(%)	16.77	12.96	18.28	15.65
少数股东损益	4,848	-476	5,384	7,836
每股收益（元）（摊薄）	0.36	0.43	0.65	0.78
每股净资产（元）	4.54	4.73	5.39	6.16
净资产收益率(%)	7.88	9.02	12.14	12.59

数据来源：公司年报，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100