

北京城建 (600266)

隐含价值高，业绩确定强

——2010 中报点评

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880209040413	S0880109074434

本报告导读：

京城地产龙头之一。地产为主，投资为辅，为国信证券上市最大受益股之一。

投资要点：

- 中期实现 EPS 0.49 元，同比增长 97%，其中投资收益贡献大半。上半年营业收入 4.5 亿元，同比下降 50%；净利润 3.6 亿元，增长 97%。业绩高增长主要由于上半年投资收益达 3.0 亿元，占比营业利润 66%。其中长期股权转让获得 2.4 亿收益，（转让建城中稷公司股权，即原舟山项目获得 2.1 亿元税前收益）；另外，国信分红 3430 万；北科建确认收益 1374 万，其余国奥村、污水、中科招商等确认 1070 万收益。
- 10 年业绩确定性强，账面预售账款 54.7 亿元，加上中期结算的 EPS 0.49 元，已经锁定我们预计的 10 年业绩。预收款中北京首城国际 44 亿、世华水岸 7 亿，另有部分未结的北苑家园等。
- 资金压力增加，但整体状况尚好，扣除预收账款的真实资产负债率为 38%。中期资产负债率、净负债率为 72%、49%，较年初增加 5%、12%。期末现金 14 亿，短期及一年内借款 20 亿、长期借款 2 亿。
- 上半年销售情况较好，回款 30 亿元，同比增加 63%。上半年销售面积 10 万平方米，销售额 25 亿元，其中世华水岸销售 3 万平米，销售额 7.2 亿元；首城国际销售 7 万平方米，销售额 18 亿元。
- 上半年新增储备 74 万平米，总储备增至 230 万平米，另有北京 176 万平米的一级开发。上半年收购世纪鸿城 45% 股权，新增储备规划 13.5 万平米，另外新增成都双流县华阳项目 60 万平米。
- 公司历年投资较为成功且将开花结果，使公司隐含价值高。公司在 99 年以 1.3 亿元获得国信证券 4.9% 股权，09 年以 2.6 亿获得锦州银行 4.7% 股权；环保日处理污水量达 58 万吨。
- 按目前 8.9 亿股股本计算，预计 10、11 年 EPS 1.02、1.25 元，RNAV 15.5 元，其中地产业务 RNAV 10.1 元、国信股权估值 4.2 元、其他北科建等估值 1.2 元。考虑到其大股东资源、一级开发优势，暂定目标价 14 元，相对 RNAV 折价 10%，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2440	3438	4237	6164	6960
(+/-)%	54%	41%	23%	45%	13%
经营利润 (EBIT)	465	1003	1176	2217	2632
(+/-)%	34%	115%	17%	89%	19%
净利润	316	850	908	1111	1346
(+/-)%	19%	169%	7%	22%	21%
每股净收益 (元)	0.43	1.15	1.02	1.25	1.51
每股股利 (元)	0.05	0.10	0.09	0.11	0.13

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	18%	35%	40%	36%	38%
市盈率	26	10	11	9	7
股息率 (%)	0.4%	0.9%	0.8%	1.0%	1.2%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：14.00

上次预测：14.00

当前价格：10.91

2010.08.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.89-22.98
总市值 (百万元)	9,701
总股本/流通 A 股 (百万股)	889/889
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	109

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,892
每股净资产	5.50
市净率	2.0
资产负债率	70%

52 周内股价走势图



相关报告

《北京城建：京城地产龙头之一，辅业投资逐渐开花结果》

2010.03.26

《北京城建：北京地方国企，关注大股东资源优势》

2009.08.14

《北京城建：国奥村将贡献收益，并参股创投环保券商》

2009.05.25

《北京城建：全年预测主营收入的94%已锁定》

2008.08.08

《房地产行业周报第 82 期 (6.20-6.27)：部分新盘房价低开 10% 后销量去化显著提升》

2010.06.28

《房地产行业周报第 71 期 (3.28-4.4) 二线城市房价涨幅追随北京，政策风险上升》

2010.04.06

表 1: 10 年业绩保障性较强

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2Q2009	2Q2010
主营业务收入增长率	17.9%	-26.3%	54.5%	40.9%	69.4%	-50.1%
净利润增长率	-26.2%	146.1%	19.4%	168.8%	15.6%	96.0%
经常性净利润增长率	62.8%	128.0%	51.4%	146.2%	43.1%	-22.8%
毛利率	30.9%	39.1%	42.7%	41.8%	46.0%	67.0%
ROE	5.5%	7.9%	9.0%	17.7%	5.1%	8.1%
三项费用率	12.7%	11.3%	7.8%	6.1%	8.0%	24.3%
净利率	5.0%	16.8%	13.0%	24.7%	20.7%	81.5%
存货周转率	0.40	0.16	0.23	0.24	0.08	0.01

数据来源: 国泰君安证券研究, 下同

表 2: 资金状况良好

(单位: 百万元)

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2Q2009	2Q2010
现金	859.2	1304.1	1211.1	1941.1	1980.5	1444.7
每股经营性净现金流	-0.24	-0.28	-0.21	2.30	2.67	1.95
预售房款	1063.8	1865.7	1158.3	3139.7	2178.7	5748.1
银行借款	2500	1862	3100	2320	3300	2250
银行借款/负债	49.8%	27.9%	44.2%	22.8%	41.1%	18.7%
速动比率	0.24	0.33	0.38	0.41	0.51	0.31
资产负债率	70.7%	65.4%	66.0%	67.5%	68.2%	72.3%
真实资产负债率	55.7%	47.1%	55.1%	46.6%	49.7%	37.7%
净负债率	83.5%	31.1%	67.8%	36.7%	49.5%	48.5%

表 3: 公司项目储备

(单位: 万平方米)

项目名称	产品类型	位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未结面积	权益比例	权益建面
北苑家园公园	住宅	北京	28.67	43.00	34.40	6.70	100%	6.70
北京世华水岸住宅	住宅	北京	29.20	29.20	21.02	9.22	100%	9.22
北京首城国际	商住	北京	23.00	60.00	43.81	43.81	50%	21.91
北京来广营 4 号地	商住	北京	32.00	37.73	29.84	29.84	100%	29.84
北京宣武商业项目	商业	北京	0.70	1.80	1.44	1.44	100%	1.44
北京北苑南区项目	居住、商业	北京	10.10	25.93	21.33	21.33	100%	21.33
北京房山长阳项目	住宅	北京	29.00	36.40	17.32	17.32	100%	17.32
其中	两限房	北京			16.00	16.00	100%	16.00
重庆尚源·熙城	住宅	重庆	12.10	31.60	31.62	31.62	100%	31.62
重庆尚源·印象	住宅	重庆		11.00	8.80	8.80	53%	4.67
成都市双流项目	住宅	成都	20.15	60.44	60.44	60.44	51%	30.82
北京崇文望坛项目	土地一级开发	北京	46.60	98.57	32.10	32.1	100%	32.10
其中	土地一级开发	北京	12.96	32.10	32.10	32.10	100%	32.10
其中	危改回迁区建设	北京	23.92	66.47	66.47	66.47	100%	66.47
北京小营项目	土地一级开发	北京	32.70	51.30	51.30	51.30	100%	51.30
北京动感花园项目	土地一级开发	北京	10.6	12.40	12.40	12.40	80%	9.92
北京东坝	土地一级开发	北京	8.10	14.00	14.00	14.00	100%	14.00
二级开发合计			184.91	337.10	270.02	230.52	76%	174.87
一级开发合计			98.00	176.27	109.80	109.80	98%	107.32
一二级开发合计			282.91	513.37	379.82	340.32	83%	282.19

附表：公司损益表及其预测

(单位：百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1579.6	2439.9	3438.1	4237.4	6163.9	6959.5
营业收入	1579.6	2439.9	3438.1	4237.4	6163.9	6959.5
二、营业总成本	1240.8	2001.3	2388.4	3112.5	4020.5	4411.3
营业成本	961.8	1398.6	2000.7	2343.3	2246.3	2428.3
营业税金及附加	93.9	405.5	197.4	424.1	1273.6	1417.1
销售费用	59.9	38.9	80.7	83.6	133.1	143.8
管理费用	115.5	131.5	156.5	210.6	293.5	338.7
财务费用	2.6	19.9	-27.4	50.8	74.0	83.5
资产减值损失	7.2	6.8	-19.6	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
投资净收益	80.8	-7.3	147.7	550.0	100.0	100.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	113.4	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	419.6	431.4	1197.4	1674.9	2243.4	2648.2
加：营业外收入	1.3	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	4.2	0.8	71.4	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	416.8	431.1	1126.4	1674.9	2243.4	2648.2
减：所得税	103.4	119.7	292.6	435.1	582.8	688.0
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	313.4	311.4	833.8	1239.8	1660.6	1960.3
减：少数股东损益	48.5	-4.8	-16.2	331.6	549.9	614.8
归属于母公司所有者的净利润	264.9	316.2	850.0	908.2	1110.7	1345.5
股本	741	741	741	889.2	889.2	889.2
EPS	0.36	0.43	1.15	1.02	1.25	1.51
主营收入增长率	-26%	54%	41%	23%	45%	13%
净利润增长率	146%	19%	169%	7%	22%	21%
毛利率	39%	43%	42%	45%	64%	65%
三项费用率	11%	8%	6%	8%	8%	8%
净利润率	17%	13%	25%	21%	18%	19%

数据来源：国泰君安证券研究

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，2009 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，从事地产行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		