

北京城建：业绩超预期 项目含金量高

2010 年三季报点评

报告关键点：

- 前三季度实现EPS1.07元，略超预期。
- 项目含金量高。
- 作为北京市国企性质的开发企业，有望进一步完善激励机制，以更好肩负国企重任。
- 维持增持-A评级。上调盈利预测及RNAV值。上调目标价。

报告摘要：

- 前三季度实现EPS1.07元，略超预期。净利润8.24亿元，投资收益5.38亿元。项目结算毛利率高。
- 项目含金量高。首城国际项目LOFT售价38000元/平米。北苑南区项目9月推2栋楼700套房抢购一空，下一批售价预计将达到23000元/平米。来广营(世华泊郡)年底前有望开盘，售价预计约23000元/平米。新取得的小营一期地块37万平米，附近项目售价27000元/平米；二期地块公司争取购得。
- 激励机制或将完善，促进企业高效发展。作为北京市国企性质的开发企业，有望进一步完善激励机制，以更好肩负国企重任。
- 维持增持-A评级。上调盈利预测，2010-2012预测EPS分别为1.21、1.22、1.31元，上调RNAV值至每股16.5元。上调6个月目标价至15元。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：15.00 元

期限：6 个月 上次预测：13.80 元

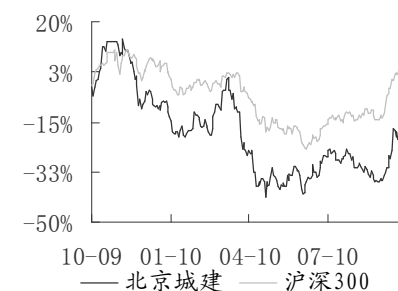
现价：13.30 元

报告日期：2010-10-28

市场数据

总市值(百万元)	11,826.36
流通市值(百万元)	11,826.36
总股本(百万股)	889.20
流通股本(百万股)	889.20
12 个月最高/最低	9.78/22.98 元
十大流通股股东(%)	48.43%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.07	(3.83)	(16.25)
绝对收益	33.01	14.82	(14.20)

研究员

徐胜利	行业分析师
010-66581636	xusl@essence.com.cn
证书编号	S1450209090272
柳世庆	行业分析师
010-66581630	liusq@essence.com.cn
证书编号	S1450209100295

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,439.9	3,438.1	3,680.0	5,760.0	5,615.0
Growth(%)	54.5%	40.9%	7.0%	56.5%	-2.5%
净利润	316.2	850.0	1,071.8	1,083.5	1,166.7
Growth(%)	19.4%	168.8%	26.1%	1.1%	7.7%
毛利率(%)	42.7%	41.8%	44.9%	63.6%	60.2%
净利润率(%)	13.0%	24.7%	29.1%	18.8%	20.8%
每股收益(元)	0.36	0.96	1.21	1.22	1.31
每股净资产(元)	4.06	5.51	6.64	8.60	10.29
市盈率	37.4	13.9	11.0	10.9	10.1
市净率	3.3	2.4	2.0	1.5	1.3
净资产收益率(%)	8.6%	17.0%	21.8%	24.2%	17.7%
ROIC(%)	7.6%	12.8%	18.7%	22.9%	18.2%
EV/EBITDA	27.3	10.0	18.9	13.2	14.4
股息收益率	0.6%	0.3%	2.1%	3.1%	3.4%

前期研究成果

开发盈利强 项目回报好	2010-08-13
北京城建：业绩可期 估值合理	2010-03-26
北京城建：住宅仍旺销 投资拟调整	2009-11-02

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,439.9	3,438.1	3,680.0	5,760.0	5,615.0	成长性					
减: 营业成本	1,398.6	2,000.7	2,026.8	2,098.5	2,236.0	营业收入增长率	54.5%	40.9%	7.0%	56.5%	-2.5%
营业税费	405.5	197.4	465.8	1,151.7	1,058.6	营业利润增长率	2.8%	177.6%	25.4%	55.2%	-10.4%
销售费用	38.9	80.7	92.0	144.0	168.5	净利润增长率	19.4%	168.8%	26.1%	1.1%	7.7%
管理费用	131.5	156.5	147.2	172.8	196.5	EBITDA 增长率	7.2%	156.4%	26.7%	53.4%	-9.3%
财务费用	19.9	-27.4	-4.8	-32.6	-5.8	EBIT 增长率	6.9%	159.3%	27.9%	53.6%	-9.4%
资产减值损失	6.8	-19.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	4.9%	143.4%	59.0%	42.3%	-11.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.8%	9.0%	16.2%	11.6%	17.5%
投资和汇兑收益	-7.3	147.7	548.3	105.0	127.0	净资产增长率	2.0%	35.7%	20.5%	29.5%	19.7%
营业利润	431.4	1,197.4	1,501.4	2,330.6	2,088.2	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	-70.9	-	-	-	毛利率	42.7%	41.8%	44.9%	63.6%	60.2%
利润总额	431.1	1,126.4	1,501.4	2,330.6	2,088.2	营业利润率	17.7%	34.8%	40.8%	40.5%	37.2%
减: 所得税	119.7	292.6	245.8	581.2	497.8	净利率	13.0%	24.7%	29.1%	18.8%	20.8%
净利润	316.2	850.0	1,071.8	1,083.5	1,166.7	EBITDA/营业收入	19.0%	34.5%	40.9%	40.0%	37.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.5%	34.0%	40.7%	39.9%	37.1%
货币资金	1,211.1	1,941.1	2,500.0	3,400.0	2,700.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	9	7	6	4	4
应收帐款	337.4	737.0	680.4	624.4	482.2	流动营业资本周转天数	583	535	577	438	535
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,277	1,116	1,342	1,011	1,145
预付帐款	1,031.3	1,271.9	800.0	1,022.4	508.5	应收帐款周转天数	12	3	2	3	3
存货	6,202.5	8,480.0	10,959.3	12,360.8	14,624.8	存货周转天数	902	769	951	729	865
其他流动资产	39.3	60.1	1.2	0.7	1.1	总资产周转天数	1,538	1,345	1,583	1,140	1,259
可供出售金融资产	-	580.0	330.0	-	-	投资资本周转天数	785	687	724	526	619
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,094.7	1,203.5	1,316.3	1,120.0	1,120.0	ROE	8.6%	17.0%	21.8%	24.2%	17.7%
投资性房地产	336.1	372.7	373.0	320.0	320.0	ROA	2.9%	5.5%	7.4%	9.6%	8.1%
固定资产	61.6	63.4	67.5	64.6	64.6	ROIC	7.6%	12.8%	18.7%	22.9%	18.2%
在建工程	47.0	85.0	-	-	-	费用率					
无形资产	-	24.2	-	-	-	销售费用率	1.6%	2.3%	2.5%	2.5%	3.0%
其他非流动资产	264.2	239.6	272.3	272.3	272.3	管理费用率	5.4%	4.6%	4.0%	3.0%	3.5%
资产总额	10,625.1	15,058.3	17,299.9	19,185.2	20,093.5	财务费用率	0.8%	-0.8%	-0.1%	-0.6%	-0.1%
短期债务	500.0	400.0	400.0	300.0	300.0	三费/营业收入	7.8%	6.1%	6.4%	4.9%	6.4%
应付帐款	1,988.3	2,786.4	1,117.3	1,177.9	1,261.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	66.0%	67.5%	65.9%	60.2%	54.5%
其他流动负债	1,419.1	3,505.0	7,252.7	7,355.7	6,512.8	负债权益比	194.3%	207.4%	193.1%	151.0%	119.7%
长期借款	2,300.0	1,920.0	1,000.0	1,000.0	1,200.0	流动比率	2.10	1.86	14.94	17.41	15.26
其他非流动负债	505.2	1,509.2	1,503.3	1,503.3	1,503.3	速动比率	0.62	0.59	3.98	5.05	3.08
负债总额	7,015.2	10,160.2	11,396.8	11,542.0	10,946.6	利息保障倍数	22.69	-42.72	-311.78	-70.49	-360.60
少数股东权益	103.4	98.8	106.0	871.0	1,324.8	分红指标					
股本	741.0	741.0	889.2	889.2	889.2	DPS(元)	0.08	0.04	0.28	0.42	0.45
留存收益	2,765.5	4,058.4	4,907.9	5,883.0	6,933.0	分红比率	23.4%	4.4%	6.9%	10.0%	10.0%
股东权益	3,610.0	4,898.1	5,903.1	7,643.2	9,147.0	股息收益率	0.6%	0.3%	2.1%	3.1%	3.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	311.4	833.8	1,071.8	1,083.5	1,166.7	EPS(元)	0.36	0.96	1.21	1.22	1.31
加: 折旧和摊销	12.5	17.1	6.8	8.1	8.9	BVPS(元)	4.06	5.51	6.64	8.60	10.29
资产减值准备	6.8	-19.6	-	-	-	PE(X)	37.4	13.9	11.0	10.9	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.4	2.0	1.5	1.3
财务费用	57.9	1.8	-4.8	-32.6	-5.8	P/FCF	-33.1	29.9	-19.0	-5.4	266.9
投资收益	7.3	-147.7	-548.3	-105.0	-127.0	P/S	4.8	3.4	0.9	0.6	0.6
少数股东损益	-4.8	-16.2	213.8	765.0	453.8	EV/EBITDA	27.3	10.0	18.9	13.2	14.4
营运资金的变动	-525.1	1,088.7	56.9	-1,412.8	-2,346.5	CAGR(%)	81.1%	24.8%			
经营活动产生现金流量	-154.3	1,704.7	796.2	306.2	-850.0	PEG	0.5	0.6			
投资活动产生现金流量	-204.8	-296.8	742.3	629.2	124.9	ROIC/WACC	1.0	1.8	2.6	3.2	2.5
融资活动产生现金流量	266.1	-699.6	16.8	-875.7	289.1	REP	1.9	1.0	1.4	1.1	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

柳世庆：房地产行业分析师，北京大学经济学硕士。2007 年加入安信证券，先后从事宏观经济和银行业研究，并获得“新财富”2008 年宏观经济第四名（小组）和 2009 年银行业第六名（小组）。2010 年开始从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

李昕

010-59113565

潘冬亮

010-59113590

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘艳

021-68766516

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034