

北京城建(600266)

公司研究/调研报告

推荐 维持评级

合理估值: 18.27 元

多因素催化，业绩保障，重估优势明显

—北京城建(600266)调研报告

民生精品---调研报告/房地产行业

2010 年 11 月 9 日

报告摘要:

● 公司销售进度较快，锁定2011年我们预测收入的102%

公司目前在售项目 3 个，销售情况非常好。明年除今年在售项目继续销售外，计划新开盘 3 个项目。因预售资金监管措施将要实行，公司正在抓紧预售证的办理。

● 开工进度提速，加快资金回笼，用以拓展土地储备

公司加快开工速度，原因有二，一是抓紧开工抓紧销售，快速回笼资金，抓住目前拿地成本较低的时机，拓展土地储备。二是新的预售资金监管制度实行后，公司预售资金被监管的比例随开工进度的增加而释放，开工进程提速利于公司节约财务成本。

● 股权激励计划有望适时出台

公司近几年经营策略较为保守，相比之下与公司同为北京市国资委旗下的首开股份由于实行股权激励计划，近几年发展更快。公司推出激励计划已得到大股东支持，出台只是时间问题。

● 长期股权投资收益逐步显现，污水处理业务渐入正轨

公司持有国信证券 4.9% 的股权，北京科技园 21.54% 的股权，此外还持有锦州银行，中科招商等公司股权，国信证券上市工作正稳步进行，其他控股子公司也将陆续实现上市目标，公司股权投资将进入收获期。水务环保业务目前规模达到日处理污水 58 吨，未来计划达到 100 吨，并最终实现上市。目前旗下 5 个污水处理厂已逐渐步入正轨。

● 公司合理价值为18.27元，给予“推荐”评级

公司未来三年每股收益分别为 1.18 元，1.29 元和 1.64 元，保守给予 2011 年 15 倍 PE，则股价为 19.35 元。RNAV 估值得出公司合理股价为 17.19 元。我们给予两者中值 18.27 元为公司合理价值，给予“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,438	3,430	5,578	7,465
增长率(%)	36.68%	-0.24%	62.65%	33.82%
归属母公司股东净利润(百万元)	850	1,051	1,144	1,455
增长率(%)	160.60	23.71	8.81	27.14
每股收益(元)	1.15	1.18	1.29	1.64
毛利率(%)	41.8%	42.0%	41.8%	41.1%
净资产收益率 ROE(%)	19.5%	19.3%	17.3%	18.4%
每股净资产(元)	5.51	6.87	8.17	9.82
PE	11.93	11.57	10.63	8.36
PB	2.48	1.99	1.67	1.39
EV/EBITDA	/	20.43	16.62	15.27

资料来源: 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

民生证券研究所

分析师: 王新亮

执业证号: S0100210060003

电话: (8610)85127648

邮箱: wangxinliang@mszq.com

分析师: 赵若琼

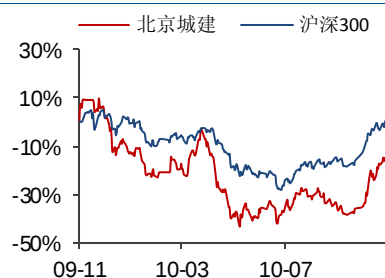
执业证书编号: S0100210090002

电话: (8610)8512 7648

Email: zhaoruqiong@mszq.com

 地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-11-07)

收盘价(元)	13.69
近 12 个月最高/最低	19.01/9.03
总股本(百万股)	889.20
流通股本(百万股)	889.20
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	121.73
流通市值(亿元)	121.73

相关研究

1.

目 录

一、 项目销售进度较快，已锁定 2011 年预测收入的 102%	3
(一) 在售三个项目销售良好	3
(二) 2011 年推盘量值得期待	4
二、 快速开工回笼资金，除北京外积极拓展二三线城市土地	5
(一) 加快开工进度，回笼资金拓展土地储备	5
(二) 拓展土地储备是公司当前的工作重点	5
三、 股权激励或将适时推出	6
四、 北京房地产市场仍可长期看好	7
(一) 新政下商品房成交情况并没有明显萎缩	7
(二) 一线城市土地资源稀缺，未来房价长期看涨	7
五、 股权投资业务锦上添花	8
(一) 股权投资成果将逐渐显现	8
(二) 污水处理带来稳定现金流，覆盖城市不断扩大	9
六、 盈利预测与估值	9
(一) 盈利预测	9
(二) 估值与投资建议：目标价 18.27 元，给予“推荐”评级	10
(三) 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

一、项目销售进度较快，已锁定 2011 年预测收入的 102%

公司近期项目销售情况良好，目前在售项目有三个，世华水岸、首城国际和北苑南区，其中北苑南区为今年下半年新推盘项目。北苑家园已销售完毕，进入结算期。公司上半年商品房预售款 54.71 亿元，下半年预收账款继续增加，三季度达到 57.16 亿元，锁定 2011 年我们预测收入的 102%。

保证了近几年营业收入和净利润的高速增长。

表 1：公司 2010 年中期商品房预收账款已达 54.71 亿元

项目名称	2010-6-30 (百万元)	2009-12-31 (百万元)	预售/销售比例
首城国际中心项目	4415.48	2381.33	A 区 98.12%，B 区 36.85%， C 区 98.60%
北苑家园项目大盘	357.37	671.69	100.00%
世华水岸项目 B 区、CF 区	695.20	58.60	100.00%
花市枣苑项目	1.56	5.10	100.00%
富海中心项目	0.03	2.04	100.00%
尚源印象	1.78	0.00	100.00%
合计	5471.42	3118.76	

资料来源：民生证券研究所

由于北京市 12 月 1 日开始实行《商品房预售资金监督管理暂行办法》，12 月 1 日之前取得预售许可证的房屋可不受监管措施限制，因此公司在目前销售良好的情况下，抓紧争取在 12 月之前再拿到北苑南区 and 首城国际的部分商品房预售许可证，避免增加财务成本。

(一) 在售三个项目销售良好

➤ 北苑南区（筑华年）

项目今年开工，一期于下半年开盘，一期共 2 栋楼，约 700 套，5.5 万平方米，25000 元/平，公司采取全款 9.8 折的销售策略，目前已售罄，并且全部为全额付款，说明京内房屋需求旺盛。公司计划 12 月前再开盘 1-2 栋楼，仍采取全款 9.8 折的销售策略，开盘价预计在 25000 元以上。项目将在明后年进入结算期。

北苑南区项目又称筑华年，位于北五环北苑区域，紧邻地铁 13 号线北苑站和地铁 5 号线立水桥南站。占地面积 10.10 万平方米，规划地上建筑面积 20.90 万平方米。

➤ 世华水岸

世华水岸项目现已竣工。销售进展顺利，目前仅剩 2 万平方米左右，均为 140 平以上大户型。目前售价 27800 元/平，在地产调控压力的大环境下，公司采取折扣销售策略，加快资金回笼速度。

世华水岸位于天坛南路，凉水河岸北，南三环与南四环之间。项目依河而建，总建筑面积 21 万平方米，容积率 1.96。户型较大，130m²-190m²。

➤ 首城国际

优越的地理位置支撑该项目房价上涨，售价由 2008 年一期开盘时的 13000 元/平涨至今年年初的 28000 元/平。下半年开盘的酒店式公寓均价 38800 元。公司正在争取 12 月前再拿到一部分预售许可证，年底前开盘。

首城国际为公司与首开股份合作开发项目，公司占 50% 股权。项目位于东三环，双井桥向东 600 米路南，距离 CBD 中心国贸不到 2 公里，地理位置珍稀优越。

图 1：公司北京项目分布图



资料来源：民生证券研究所

(二) 2011 年推盘量值得期待

除了世华水岸、北苑南区和首城国际继续销售外，公司计划 2011 年新开盘三个项目，分别是世华泊郡、房山长阳项目和重庆西彭项目。

➤ 世华泊郡

世华泊郡已于 11 月 5 日拿到部分楼盘预售许可证。目前周边楼盘售价在 20000 元以上，我们预计其开盘价将不低于与其较近的筑华年项目。

该项目位于清河东岸，北苑公园 2008 北侧，定位于打造水岸宜居生活示范区，地上规划建筑面积 29.84 万平方米。

➤ 房山长阳项目

房山长阳项目占地面积 29 万平方米，规划地上建筑面积 36.4 万平方米，其中包含 16

万平方米两限房规划。项目紧邻规划中的地铁房山线长阳站，距离约 500 米，交通便利。

项目已与今年开工，将于明年年初开始销售。周边商品房目前售价在 14000 元/平左右。

➤ 重庆西彭项目（尚源熙城）

该项目位于重庆市九龙坡区，紧邻规划中的轻轨 5 号、7 号线，东接 15 公顷城市休闲公园。建成后此地区将是重庆未来西部新城的城市中心所在。目前周边在售项目售价在 3800 元/平左右。

项目今年已开工，预计明年年初开始销售。

表 2：公司二级开发项目储备情况

项目名称	占地 (万平)	规划建筑面积(万平)	权益比例	权益建面(万平)	目前状态
房山长阳 4 号地	29	36.4	100%	36.4	在建，2011 年销售
宣武区商业项目	0.7	1.8	100%	1.8	在建
北苑南区（筑华年）	10.1	20.9	100%	20.9	在建在售
来广营 4 号地（世华泊郡）	32	29.84	100%	29.84	在建，已取得预售证
尚源印象	4.13	11	50%	5.5	竣工
重庆西彭项目（尚源熙城）	12.1	31.6	100%	31.6	在建，2011 年销售
成都华阳	20.15	60	66%	39.6	前期开发
小营一期	17.61	28.14	100%	28.14	前期开发
北京世华水岸	51.7	21	100%	21	竣工
首城国际	23	46	50%	23	在建在售

资料来源：民生证券研究所

二、快速开工回笼资金，除北京外积极拓展二三线城市土地

（一）加快开工进度，回笼资金拓展土地储备

在开发贷紧缩等政策调控下，一些资金紧缺的企业无力拿地，而此时正是拿低价土地的好时机，公司亦看好此时的拿地时机。抓紧开工销售，回笼资金来加速土地拓展。

另一方面，北京市 12 月 1 日开始施行预售资金监管政策后，商品房销售款被第三方监管，随开工进度增加而逐渐释放。加快开工进度，可有效节约财务费用。

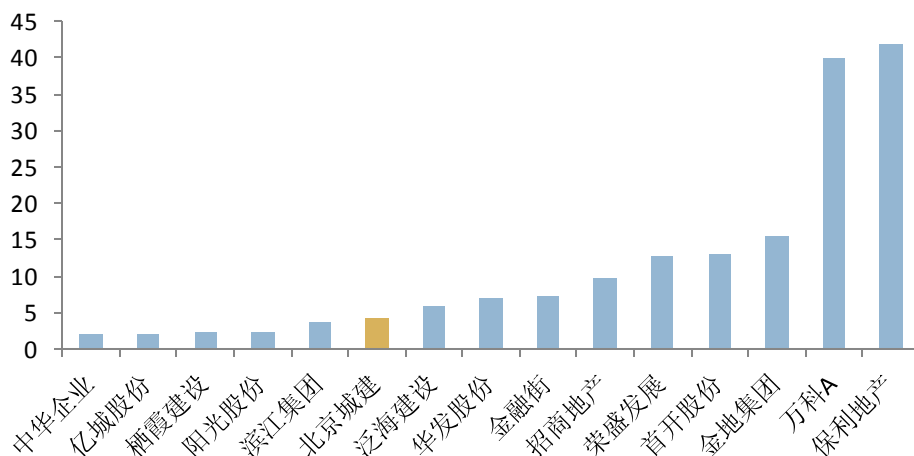
公司现有项目除成都华阳为新取得外，其余项目均已开工，原本计划明年开工的项目也提前至今年。

（二）拓展土地储备是公司当前的工作重点

1、立足京城，开拓外埠

公司是北京市国资委旗下地产企业，目前项目储备以北京市为主，外地项目目前只有重庆 2 个，成都 1 个。公司一二级土地开发储备总量为 425 万平方米，在地产企业中不算大，与同为北京国资委控股的金融街和首开股份相比，有一定差距。因此未来一段时间土地拓展是公司工作重点。

图 2: 公司土地储备与金融街和首开股份有一定差距



资料来源: 民生证券研究所

公司未来的拿地计划将仍以北京为主, 逐步开拓二三线市场, 公司近期在西安、长沙、沈阳、丹东等地考察, 将选择合适的时机进入这些城市。

2、一二级开发联动, 项目储备有保障

公司国资委背景为其得到一级土地开发带来优势, 公司目前拥有一级土地开发项目 4 个, 其中小营项目的一级开发工作已接近尾声, 今年 9 月公司竞得小营一期居住及商业金融用地, 二期土地也将参与竞拍。可见公司土地一二级开发联动的优势。

公司目前一级土地储备为其后续的二级开发提供土地储备的保障。

表 3: 公司一级土地开发储备丰富

项目名称	项目位置	规划用途	占地 (万平)	规划建筑面积(万平)
小营项目	北京海淀区清河镇小营地区	居住及配套	32.7	51.3
动感花园项目	北京朝阳区 来广营乡	居住及配套	10.6	12.4
望坛危改项目	北京崇文区永外地区, 南二环外	居住及配套	46.6	98.6
东坝项目	北京朝阳区 东坝三岔河村南	居住	8.1	14

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

三、股权激励或将适时推出

公司实施激励措施的计划得到大股东城建集团的支持。作为国有企业, 股权激励措施的推出有一定难度, 但与公司同属北京市国资委控股的首开股份已与 2009 年推出激励计划, 从今年前三季度业绩看, 首开股份激励计划的实现已无悬念, 激励计划的二期内容也在酝酿之中。既然已有先例, 我们认为公司激励计划的推出只是时间问题。

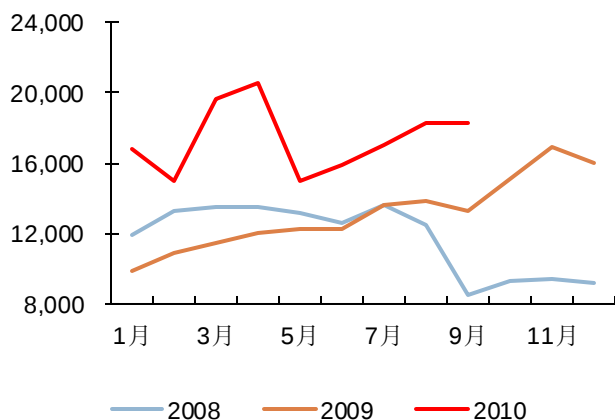
北京城建经营较为稳健, 未来发展空间巨大。相比之下, 首开股份属于国企中经营策略较为激进的公司, 截至今年 10 月, 首开股份拥有项目储备总量为 1300 多万平方米, 而其中今年新取得项目权益建面为 290.89 万平方米。我们认为公司积极的经营态度部分受益于其激励措施。同为国资背景, 北京城建推出激励计划的概率较大, 这无疑为激发管理层动力, 促进公司业绩增长起到催化作用。

四、北京房地产市场仍可长期看好

(一) 新政下商品房成交情况并没有明显萎缩

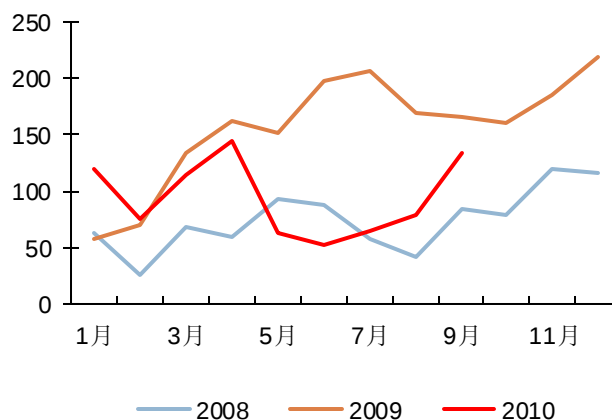
地产调控政策逐渐严厉,但在政策压力下北京期房成交均价依然保持高位,明显高于2008年和2009年,但环比保持稳定,上升趋势不明显。成交面积虽低于2009年水平,但多数月份好于2008年,且差距明显。

图 3: 北京 2010 年商品房销售均价明显高于前两年(元/平)



资料来源:中指数据,民生证券研究所

图 4: 2010 年新政下商品房销售面积仍高于 2008 年(万平)



资料来源:中指数据,民生证券研究所

我们认为随着调控政策深入,商品房销售均价将有小幅下滑,在目前购房预期分散化、流动性充裕的市场环境下,商品房成交量不会随房价调整出现大幅下滑,最悲观的预期也要好于2008年。

(二) 一线城市土地资源稀缺,未来房价长期看涨

随着经济发展及城市化进程的推进,一线城市人口逐渐增加,而土地稀缺,由近两年北京市推出土地情况来看,住宅用地地块数量减少,政策性用地增加,商品房建筑面积在减少,同时市区(城八区)土地数量占比明显下降,多为郊区用地。受土地稀缺的支撑,北京市土地成交价不断上升,短期房价小幅调整并不改变房价长期的态势。

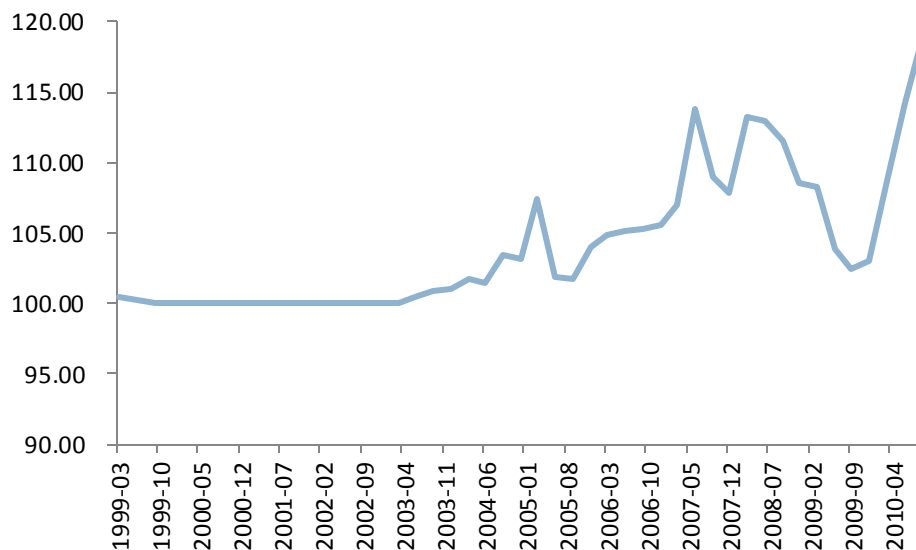
表 4: 北京市推出土地宗数郊区占比增加

	住宅用地总量			城八区住宅用地		
	地块宗数	占地面积(平方米)	规划建面(平方米)	地块宗数	占地面积(平方米)	规划建面(平方米)
2009年1-10月	65	4842315.52	10077791.87	16	847954.53	1941496.78
2010年1-10月	49	4584889.5	8488703.49	9	760678.1	1785226.5

资料来源:中指数据,民生证券研究所

北京城建多数项目集中在北京,我们判断北京市商品房短期成交量不会出现大幅下滑,公司的品牌及土地储备使得公司未来在北京的地产项目有良好的发展前景。

图 5: 北京土地交易价格指数明显上升 (上年=100)



资料来源: Wind, 民生证券研究所

五、股权投资业务锦上添花

(一) 股权投资成果将逐渐显现

公司持有的非上市公司股权正逐步产生收益, 股权投资主要包括国信证券, 北京科技园, 锦州银行, 中科招商股权等。

1、国信证券

公司持有国信证券 4.9% 的股权, 初始投资成本为 1.27 亿元。国信上市得到深圳市政府的大力支持, 目前障碍已不大。

根据国信证券 2009 年财报显示, 净利润为 41.70 亿元, 净资产为 158.55 亿元。根据目前证券行业上市企业估值水平来看, PE/TTM30 倍, 国信上市后市值应在 1000 亿元以上, 而公司持有国信的 4.9% 的股权, 价值将在 40 亿元以上。较截止 2010 年 6 月 30 日账面成本 1.27 亿元溢价接近 40 亿元。

2、北京科技园

北京科技园上市计划也在积极推进中。公司持有北京科技园 21.54% 的股权, 初始投资成本 2.8 亿元, 截止 2010 年 6 月 30 日, 账面价值为 3.75 亿元。2009 年北京科技园实现营业收入 23.65 亿元, 净利润 1.78 亿元, 净资产 17.55 亿元。根据目前地产园区开发行业平均 PE/TTM28.74 估计, 公司上市后市值将达到 55 亿元左右, 而公司所持股权将价值 12 亿元, 较目前账面价值溢价 8.25 亿元。

除国信证券和北京科技园外, 公司还持有锦州银行 4.68% 的股权, 中科招商创业投资 30% 的股权。这部分资产也正逐步给公司带来分红收益, 2008 年和 2009 年公司分别收到

中科招商的现金红利 1260 万和 900 万元。若未来这部分资产上市将为公司带来更为丰厚收益。

（二）污水处理带来稳定现金流，覆盖城市不断扩大

公司 2008 年 6 月与北京城建道桥工程有限公司共同发起设立北京城建环保投资有限公司，进入水务环保投资建设领域。公司选择进入水务环保行业主要看中其稳定的现金流，计划设立 5 年之后单独上市，目前正在正常轨道中运行。

目前公司共拥有 5 个污水处理厂，日污水处理能力达到 58 万立方米，集中在江西、安徽和河北，计划未来五年内污水处理能力达到 100 万立方米，覆盖城市继续扩大，目前正在向山东、河南等地进一步拓展，仍然采取 BOT 投资方式。

2010 年上半年南昌青山湖污水处理厂实现营业收入 4035 万元，净利润 1074 万元。其余四个厂上半年实现收入 405 万元，毛利率达 47.92%。

表 5：公司污水处理厂日处理能力达 58 万吨

名称	股权比例	设计规模 (万 m ³ /日)	一期工程 设计规模 (万 m ³ /日)	特许经营期 (年)	进度
江西南昌青山湖污水处理厂	20%	100	50	20	2009 年实现收益
安徽绩溪污水处理厂	100%	4	1.5	30	2009 年实现收益
安徽宁国污水处理厂	100%	8	4	30	2010 年实现收益
安徽巢湖污水处理厂	100%	2	1	30	2010 年实现收益
河北大城污水处理厂	100%	4	1.5	25	清水调试
合计		118	58		

资料来源：公司公告，民生证券研究所

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

根据公司项目销售和结转情况，预计公司未来三年结算收入如下：

2010 年主要计算项目为世华水岸，北苑家园和首城国际，预计结算面积合计 19.70 万平方米。

2011 年世华水岸将结算完毕，首城国际继续有部分达到结算条件。此外筑华年、世华泊郡和重庆西彭项目部分进入结算期，预计 2011 年公司结算面积合计 32.49 万平方米。

2012 年首城国际、筑华年、世华泊郡和重庆西彭项目继续结算，合计结算面积 45.9 万平方米。

表 6: 公司近三年预测结算面积和计算收入

项目名称	预计销售均价 (元/平)	预计结算面积 (万平方米)			收入 (百万元)		
		2010 E	2011 E	2012 E	2010 E	2011 E	2012 E
北京世华水岸住宅	19000	6	3.19	0	1140	606.1	0
北苑家园公园 2008	10000	6.7	0	0	670	0	0
首城国际	22000	7	10	4.9	1540	2200	1078
房山长阳 4 号地	14000	0	0	5	0	0	700
宣武区商业项目	35000	0	1.8	0	0	630	0
北苑南区项目 (筑华年)	20000	0	2	13	0	400	2600
来广营 4 号地 (世华泊郡)	20000	0	6.5	13	0	1300	2600
尚源印象	6000	0.03	0	0	1.8	0	0
重庆西彭项目 (尚源熙城)	4000	0	9	10	0	360	400
成都华阳	6000	0	0	0	0	0	0
小营一期	25000	0	0	0	0	0	0
合计		19.73	32.49	45.9	3351.8	5496.1	7378

资料来源: 民生证券研究所

假定: 除商品房销售以外, 预计公司租赁业务收入每年增长 5%, 污水处理业务年增速 10%, 毛利率保持不变。

表 7: 近三年公司总收入和成本预测

	收入 (百万元)			成本 (百万元)		
	2010E	2011 E	2012 E	2010 E	2011 E	2012 E
房地产	3351.80	5496.10	7378.00	1953.93	3212.06	4359.47
房屋租赁	70.00	73.50	77.18	31.50	33.08	34.73
污水处理	8.00	8.80	9.68	3.44	3.78	4.16
合计	3429.80	5578.40	7464.86	1988.87	3248.92	4398.36

资料来源: 民生证券研究所

预计公司 2010-2012 年分别实现营业收入 34.30 亿元, 55.78 亿元和 74.65 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 10.51 亿元, 11.44 亿元和 14.55 亿元。每股收益分别为 1.18 元, 1.29 元和 1.64 元。

(二) 估值与投资建议: 目标价 18.27 元, 给予“推荐”评级

1、相对估值: 19.35 元

公司房地产项目已基本全部开工, 未来可结算资源丰富, 一级土地开发为公司未来土地储备奠定了基础, 给予公司 2011 年 15 倍市盈率, 则公司合理价值为 19.35 元。

2、RNAV 估值: 17.19 元

公司一二级土地开发分别溢价 3.18 亿元和 5.19 亿元, 国信证券和北京科技园股权投资溢价分别为 40 亿元和 8.25 亿元。由此得出公司 RNAV 估值为 17.19 元, 当前股价折价 20%。

表 8: 公司土地二级开发权益净利润现值测算表

项目名称	权益比例	权益建面(万平)	09 年底未结面积 (万平)	楼面地价(元/平)	预计销售均价(元/平)	权益净利润现值(百万元)
北京世华水岸住宅	100%	21	9.19	3103	19,000	358.71
北苑家园	100%	39.24	6.70	1000	10,000	110.07
首城国际	50%	23	21.90	5652	22,000	844.76
房山长阳 4 号地	100%	36.4	36.40	4148	14,000	784.07
宣武区商业项目	100%	1.8	1.80	7478	35,000	134.31
筑华年	100%	20.9	20.90	5746	20,000	671.42
世华泊郡	100%	29.84	29.84	5965	20,000	918.05
尚源印象	50%	5.5	0.03	800	6,000	0.30
重庆西彭项目	100%	31.6	31.60	499	4,000	73.73
成都华阳	66%	39.6	39.60	743	6,000	299.26
小营一期	100%	28.14	28.14	9993	25,000	958.58
合 计		453.32	226.10			5194.75

资料来源: 民生证券研究所

表 9: 公司 RNAV 测算表

土地一级开发权益净利润现值	百万元	318.33
土地二级开发权益净利润现值	百万元	5194.75
国信证券股权投资溢价	百万元	4000
北京科技园投资溢价	百万元	825
账面净资产	百万元	4947.42
重估净资产	百万元	15285.5
总股本	百万股	889.2
RNAV	元	17.19

资料来源: 民生证券研究所

我们取相对估值与绝对估值两者中值作为目标价, 则公司目标价为 18.27 元, 当前股价有 25% 的溢价, 给予“推荐”评级。

(三) 风险提示

房地产调控政策的不确定性给公司销售带来负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3,438	3,430	5,578	7,465
减：营业成本	2,001	1,989	3,249	4,398
营业税金及附加	197	309	502	672
销售费用	81	103	167	224
管理费用	157	171	279	373
财务费用	(27)	(8)	(10)	(12)
资产减值损失	(20)	0	0	0
加：投资收益	148	550	150	150
二、营业利润	1,197	1,416	1,541	1,959
加：营业外收支净额	(71)	0	0	0
三、利润总额	1,126	1,416	1,541	1,959
减：所得税费用	293	354	385	490
四、净利润	834	1,062	1,156	1,469
归属于母公司的利润	850	1,051	1,144	1,455
五、基本每股收益 (元)	1.15	1.18	1.29	1.64
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	20.43	16.62	15.27
成长能力:				
营业收入同比	36.7%	-0.2%	62.6%	33.8%
营业利润同比	170.2%	18.3%	8.8%	27.1%
净利润同比	159.4%	27.4%	8.8%	27.1%
营运能力:				
应收账款周转率	143.55	103.94	82.57	76.31
存货周转率	0.47	0.41	0.51	0.46
总资产周转率	0.27	0.23	0.31	0.30
盈利能力与收益质量:				
毛利率	41.8%	42.0%	41.8%	41.1%
净利率	24.7%	30.7%	20.5%	19.5%
总资产净利率 ROA	6.5%	7.2%	6.5%	6.0%
净资产收益率 ROE	19.5%	19.3%	17.3%	18.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.86	2.10	1.68	1.55
资产负债率	67.5%	56.4%	64.8%	68.2%
长期借款/总负债	18.9%	23.6%	14.0%	10.1%
每股指标 (元)				
每股收益	1.15	1.18	1.29	1.64
每股经营现金流量	1.92	0.64	(3.15)	(2.37)
每股净资产	5.51	6.87	8.17	9.82

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,941	2,490	2,611	3,554
应收票据	0	0	0	0
应收账款	15	51	84	112
预付账款	1,272	1,269	2,064	2,762
其他应收款	722	720	1,171	1,568
存货	8,480	8,353	13,645	18,473
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	12,490	13,062	19,754	26,647
长期股权投资	1,203	1,203	1,203	1,203
固定资产	63	60	57	54
在建工程	85	85	85	85
无形资产	24	22	19	17
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,568	1,370	1,365	1,359
资产总计	15,058	14,254	20,940	27,828
短期借款	400	0	2,758	5,648
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,183	1,193	1,949	2,639
预收账款	3,140	3,182	5,198	7,037
其他应付款	1,604	1,600	1,600	1,600
应交税费	335	250	250	250
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	6,731	6,226	11,756	17,174
长期借款	1,920	1,920	1,920	1,920
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1,920	1,920	1,920	1,920
负债合计	10,160	8,146	13,676	19,094
股本	741	889	889	889
资本公积	2,115	2,115	2,115	2,115
留存收益	1,944	2,995	4,139	5,594
少数股东权益	99	109	121	136
所有者权益合计	4,898	6,108	7,264	8,734
负债和股东权益合计	15,058	14,254	20,940	27,828
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	1,705	569	(2,797)	(2,108)
投资活动现金流量	(297)	550	150	150
筹资活动现金流量	(700)	(392)	2,768	2,901
现金及等价物净增加	708	727	121	943

插图目录

图 1: 公司北京项目分布图	4
图 2: 公司土地储备与金融街和首开股份有一定差距	6
图 3: 北京 2010 年商品房销售均价明显高于前两年 (元/平)	7
图 4: 2010 年新政下商品房销售面积仍高于 2008 年 (万平)	7
图 5: 北京土地交易价格指数明显上升 (上年=100)	8

表格目录

表 1: 公司 2010 年中期商品房预收账款已达 54.71 亿元	3
表 2: 公司二级开发项目储备情况	5
表 3: 公司一级土地开发储备丰富	6
表 4: 北京市推出土地宗数郊区占比增加	7
表 5: 公司污水处理厂日处理能力达 58 万吨	9
表 6: 公司近三年预测结算面积和计算收入	10
表 7: 近三年公司总收入和成本预测	10
表 8: 公司土地二级开发权益净利润现值测算表	11
表 9: 公司 RNAV 测算表	11

分析师简介

王新亮，房地产行业分析师，经济学硕士，曾在房地产公司从事投资管理工作2年，熟悉房地产项目运作流程，对房地产实务有深入了解。2008年6月加入民生证券，从事房地产行业研究工作。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。擅长估值模型建立，从数据出发对行业与公司基本面分析，负责地产行业与公司研究，估值模型建立与更新。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	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%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。