

## 北京城建（600266）

## 估值大幅折价、国信“狼来了”故事可能成真

## ——2011 年中报点评

|                                                                                   |                       |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------|
|  | <b>孙建平</b>            | <b>李品科</b>        |
|  | 021-38676316          | 010-59312815      |
|  | sunjianping@gtjas.com | lipinke@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010044        | S0880511010037    |

## 本报告导读：

公司为北京龙头地产公司之一，同时多项投资逐渐进入开花结果期。国信若上市将带来公司的业绩高增长，同时目前城建股价低廉，相对估值大幅折价，推荐。

## 投资要点：

- 中报实现 EPS 0.49 元，增长 20%，其中投资收益贡献 EPS 0.12 元。上半年营业收入 22 亿元，增长 403%；净利润 4.4 亿元，投资收益 1.1 亿，其中国信分红 6860 万，权益法核算北科建贡献 1500 万、国奥投资贡献 2300 万、中科招商贡献 440 万、南昌污水厂贡献 270 万。
- 关注国信上市进程，公司在 99 年以 1.3 亿元获得国信证券 4.9% 股权，而国信目前年度分红可达 0.7 亿元。上市后可带来业绩的高增长。
- 财务安全，账面现金 29 亿元，略高于年初。资产负债率 69%、扣除预收账款的真实资产负债率 39%，与年初基本持平；净负债率 22%。
- 上半年销售额 35 亿、回款 31 亿，同比增长 41%、4%。近期加大销售力度，北京世华水岸、筑华年等团购促销，特价房优惠约 10%。
- 上半年新开工 8 万平米、开复工面积 122 万方，同比增长 11%、44%。项目储备 335 万方，56% 位于北京，预计下半年开工量将明显增加。
- 投资多面开花，预计未来投资收益占比会逐渐增加：（1）09 年以 2.6 亿获锦州银行 4.7%，目前上市进程中；（2）环保日处理污水超 60 万吨，增持环保公司股权 55% 至 70%；（3）欲进养老地产领域，上半年以 0.4 亿获君道勤合 40% 股权；（4）中科招商多项目上市进程中。
- 参与北京保障旧改等项目，预计获得相关保障房建设融资可能性大。大量项目配建保障房、且负责 130 万方的北京崇文危改安置房项目。
- 估值便宜，RNAV 21.2 元，股价大幅折价。其中地产开发类 RNAV 14.3 元、出租类 1.85 元、国信股权 4.0 元、其他北科建等 1.1 元。
- 预计 11-13 年 EPS 1.45、1.76、2.15 元。股价相对估值折价高、向上空间大。值得关注的是，国信上市进程在多年“狼来了”故事之后，可能将进入实质性的进程，维持增持评级，目标价 17 元，推荐。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：17.00

上次预测：14.00

当前价格：13.93

2011.08.12

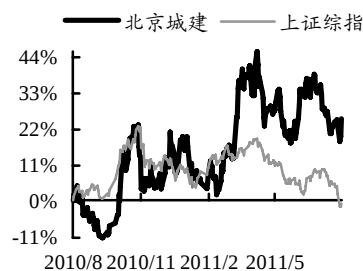
## 交易数据

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 52 周内股价区间（元）    | 9.78-16.60 |
| 总市值（百万元）        | 12,387     |
| 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）      | 8          |
| 日均成交值（百万元）      | 110        |

## 资产负债表摘要

|           |       |
|-----------|-------|
| 股东权益（百万元） | 5,514 |
| 每股净资产     | 6.20  |
| 市净率       | 2.2   |
| 资产负债率     | 69%   |

## 52 周内股价走势图



## 相关报告

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| 《隐含价值高，业绩确定强》         | 2010.08.13 |
| 《京城地产龙头之一，辅业投资逐渐开花结果》 | 2010.03.26 |
| 《北京地方国企，关注大股东资源优势》    | 2009.08.14 |
| 《国奥村将贡献收益，并参股创投环保券商》  | 2009.05.25 |
| 《国泰君安_北京城建高管电话会议记录》   | 2008.08.13 |

| 财务摘要（百万元）  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 3438  | 4646  | 5138  | 7017  | 8705  |
| (+/-)%     | 41%   | 35%   | 11%   | 37%   | 24%   |
| 经营利润（EBIT） | 1003  | 1243  | 1936  | 2343  | 2290  |
| (+/-)%     | 115%  | 24%   | 56%   | 21%   | -2%   |
| 净利润        | 850   | 1201  | 1288  | 1564  | 1914  |
| (+/-)%     | 169%  | 41%   | 7%    | 21%   | 22%   |
| 每股净收益（元）   | 1.15  | 1.35  | 1.45  | 1.76  | 2.15  |
| 每股股利（元）    | 0.10  | 0.15  | 0.16  | 0.20  | 0.24  |

| 利润率和估值指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%) | 35%   | 40%   | 45%   | 36%   | 29%   |
| 市盈率      | 12    | 10    | 10    | 8     | 6     |
| 股息率(%)   | 0.7%  | 1.1%  | 1.2%  | 1.4%  | 1.7%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**表 1: 由于去年同期业绩主要由转让股权贡献, 所以 2011 年中期经常性净利率大幅增长**

| 项目        | 2007A  | 2008A | 2009A  | 2010A | 2010Q2 | 2011Q2 |
|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 主营业务收入增长率 | -26.3% | 54.5% | 40.9%  | 35.1% | -50.1% | 402.7% |
| 净利润增长率    | 146.1% | 19.4% | 168.8% | 41.3% | 96.0%  | 20.4%  |
| 经常性净利润增长率 | 128.0% | 51.4% | 146.2% | -8.7% | -22.8% | 169.3% |
| 毛利率       | 39.1%  | 42.7% | 41.8%  | 41.5% | 67.0%  | 56.4%  |
| ROE       | 7.9%   | 9.0%  | 17.7%  | 23.1% | 8.1%   | 7.9%   |
| 三项费用率     | 11.3%  | 7.8%  | 6.1%   | 7.6%  | 24.3%  | 8.8%   |
| 净利率       | 16.8%  | 13.0% | 24.7%  | 25.9% | 81.5%  | 19.5%  |
| 存货周转率     | 0.16   | 0.23  | 0.24   | 0.24  | 0.01   | 0.08   |

数据来源: 国泰君安证券研究

**表 2: 财务安全, 扣除预收账款的真实资产负债率为 39% (单位: 百万元)**

| 项目        | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2010Q2 | 2011Q2 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金        | 1304.1 | 1211.1 | 1941.1 | 2564.3 | 1444.7 | 2878.2 |
| 每股经营性净现金流 | -0.28  | -0.21  | 2.30   | 0.24   | 1.95   | 3.24   |
| 预售房款      | 1865.7 | 1158.3 | 3139.7 | 4961.1 | 5748.1 | 5809.3 |
| 银行借款      | 1862   | 3100   | 2320   | 2633   | 2250   | 2693   |
| 银行借款/负债   | 27.9%  | 44.2%  | 22.8%  | 21.2%  | 18.7%  | 20.3%  |
| 速动比率      | 0.33   | 0.38   | 0.41   | 0.30   | 0.31   | 0.36   |
| 资产负债率     | 65.4%  | 66.0%  | 67.5%  | 69.2%  | 72.3%  | 68.5%  |
| 真实资产负债率   | 47.1%  | 55.1%  | 46.6%  | 41.5%  | 37.7%  | 38.5%  |
| 净负债率      | 31.1%  | 67.8%  | 36.7%  | 27.9%  | 48.5%  | 21.8%  |

数据来源: 国泰君安证券研究

**表 3: 公司权益项目储备 285 万方, 其中 56% 位于北京 (单位: 万平方米)**

| 项目名称        | 类型   | 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 2008 | 住宅   | 28.67 | 43.00 | 34.40 | 1.00  | 100% | 1.00  |
| 北京世华水岸住宅    | 住宅   | 51.70 | 29.20 | 21.02 | 3.30  | 100% | 3.30  |
| 北京首城国际      | 商住   | 23.70 | 60.00 | 46.00 | 24.00 | 50%  | 12.00 |
| 北京世华泊郡      | 商住   | 32.00 | 39.00 | 33.36 | 33.36 | 100% | 33.36 |
| 北京宣武商业项目    | 商业   | 0.65  | 1.80  | 1.80  | 1.80  | 100% | 1.80  |
| 北京筑华年       | 商住   | 10.14 | 25.93 | 20.93 | 20.93 | 100% | 20.93 |
| 北京房山徜徉集     | 住宅   | 29.00 | 36.40 | 17.32 | 17.32 | 100% | 17.32 |
| 其中          | 两限房  |       |       | 16.00 | 16.00 | 100% | 16.00 |
| 北京平谷马坊镇项目   | 商住   | 26.65 | 34.86 | 34.86 | 34.86 | 50%  | 17.43 |
| 重庆市九龙坡区项目   | 住宅   | 26.79 | 32.67 | 32.67 | 32.67 | 100% | 32.67 |
| 重庆熙城        | 住宅   | 13.34 | 40.00 | 31.60 | 31.6  | 100% | 31.60 |
| 成都东升项目      | 综合体  | 20.13 | 76.70 | 59.70 | 59.70 | 66%  | 39.38 |
| 天津市武清区项目    | 住宅   | 14.00 | 21.00 | 21.00 | 21.00 | 100% | 21.00 |
| 青岛项目        | 住宅   | 1.60  | 1.60  | 1.60  | 1.60  | 100% | 1.60  |
| 北京海淀小营地块 1  | 商住   | 17.61 | 37.98 | 28.14 | 28.14 | 100% | 28.14 |
| 北京海淀小营地块 2  | 住宅   | 14.79 | 23.72 | 23.72 | 23.72 | 100% | 23.72 |
| 北京崇文危改安置房   | 一级开发 | 46.60 | 98.57 | 55.00 | 55    | 100% | 55.00 |
| 北京动感花园项目    | 一级开发 | 10.6  | 29.68 | 29.68 | 29.68 | 80%  | 23.74 |
| 北京东坝        | 一级开发 | 8.10  | 22.68 | 22.68 | 22.68 | 100% | 22.68 |

|         |        |        |        |        |     |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|-----|--------|
| 二级开发合计  | 310.77 | 503.86 | 408.12 | 335.00 | 85% | 285.25 |
| 一级开发合计  | 65.30  | 150.93 | 107.36 | 107.36 | 94% | 101.42 |
| 一二级开发合计 | 376.07 | 654.79 | 515.48 | 442.36 | 87% | 386.68 |

数据来源：国泰君安证券研究

**附表：业绩预测表** （单位：百万元）

|                      | 2006A        | 2007A        | 2008A        | 2009A        | 2010A         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 一、营业总收入              | 2143.3       | 1579.6       | 2439.9       | 3438.1       | 4646.2        | 5137.6        | 7017.2        | 8705.2        |
| 营业收入                 | 2143.3       | 1579.6       | 2439.9       | 3438.1       | 4646.2        | 5137.6        | 7017.2        | 8705.2        |
| 二、营业总成本              | 1927.9       | 1240.8       | 2001.3       | 2388.4       | 3428.2        | 3230.5        | 4713.4        | 6463.8        |
| 营业成本                 | 1480.3       | 961.8        | 1398.6       | 2000.7       | 2719.8        | 2163.0        | 3137.5        | 4203.0        |
| 营业税金及附加              | 101.5        | 93.9         | 405.5        | 197.4        | 356.2         | 688.9         | 1050.7        | 1614.3        |
| 销售费用                 | 71.3         | 59.9         | 38.9         | 80.7         | 133.1         | 133.9         | 192.0         | 232.6         |
| 管理费用                 | 127.4        | 115.5        | 131.5        | 156.5        | 194.0         | 215.8         | 293.9         | 365.1         |
| 财务费用                 | 72.7         | 2.6          | 19.9         | -27.4        | 26.1          | 28.8          | 39.4          | 48.8          |
| 资产减值损失               | 74.7         | 7.2          | 6.8          | -19.6        | -1.0          | 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           | 0.0           |
| 投资净收益                | 24.5         | 80.8         | -7.3         | 147.7        | 630.7         | 384.0         | 250.0         | 250.0         |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益   | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 113.4        | 139.1         | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 四、营业利润               | 240.0        | 419.6        | 431.4        | 1197.4       | 1848.8        | 2291.1        | 2553.8        | 2491.5        |
| 加：营业外收入              | 0.4          | 1.3          | 0.5          | 0.5          | 7.3           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 减：营业外支出              | 3.5          | 4.2          | 0.8          | 71.4         | 1.1           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 五、利润总额               | 236.9        | 416.8        | 431.1        | 1126.4       | 1854.9        | 2291.1        | 2553.8        | 2491.5        |
| 减：所得税                | 89.4         | 103.4        | 119.7        | 292.6        | 439.7         | 494.3         | 593.4         | 577.9         |
| 加：未确认的投资损失           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 六、净利润                | 147.5        | 313.4        | 311.4        | 833.8        | 1415.2        | 1796.9        | 1960.3        | 1913.6        |
| 减：少数股东损益             | 39.9         | 48.5         | -4.8         | -16.2        | 214.1         | 509.0         | 395.9         | 0.0           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>107.7</b> | <b>264.9</b> | <b>316.2</b> | <b>850.0</b> | <b>1201.2</b> | <b>1287.8</b> | <b>1564.4</b> | <b>1913.6</b> |
| 股本                   | 600          | 741          | 741          | 741          | 889.2         | 889.2         | 889.2         | 889.2         |
| <b>EPS</b>           | <b>0.18</b>  | <b>0.36</b>  | <b>0.43</b>  | <b>1.15</b>  | <b>1.35</b>   | <b>1.45</b>   | <b>1.76</b>   | <b>2.15</b>   |
| 主营收入增长率              | 18%          | -26%         | 54%          | 41%          | 35%           | 11%           | 37%           | 24%           |
| 净利润增长率               | -26%         | 146%         | 19%          | 169%         | 41%           | 7%            | 21%           | 22%           |
| 毛利率                  | 31%          | 39%          | 43%          | 42%          | 41%           | 58%           | 55%           | 52%           |
| 三项费用率                | 13%          | 11%          | 8%           | 6%           | 8%            | 7%            | 7%            | 7%            |
| 净利润率                 | 5%           | 17%          | 13%          | 25%          | 26%           | 25%           | 22%           | 22%           |

数据来源：国泰君安证券研究

**作者简介:****孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

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、2008年、2009年、2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

**李品科:**

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

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。荣获2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 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       |                              |                               |