

北京城建(600266)

研究员: 张平 执业证书编号: S0570510120048

☎ 84457351 ✉ qiao.zz@hotmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4106

地产业务运行平稳 资本投资渐入佳境

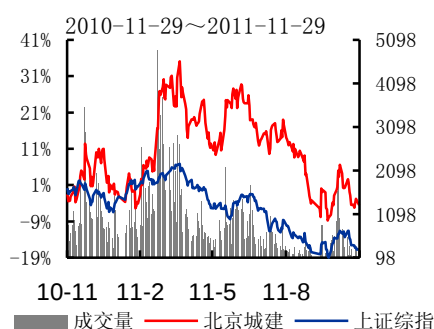
投资评级: 推荐

房地产开发 II

当前价格(元): 11.35

目标价格(元): 15.00

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 北京城建是北京城建集团旗下的房地产开发平台及资本投资平台, 主要在北京市场进行地产项目开发, 近两年逐步往京外城市拓展业务。公司目前共有在建拟建项目 17 个, 合计规划建筑面积达 336.5 万平方米, 足够未来 5 年开发运营所用。

◆ 公司依托集团的背景实力, 积极参与北京市保障性住房的建设。公司目前在建拟建的保障房项目共有五个, 合计建面达 58.1 万平方米, 是北京市主要承建保障房项目的开发企业之一。公司参与保障房建设将在包括融资渠道、拿地能力、经营规模的维持等多个方面受益。同时也使公司在目前调控仍持续的行业中较其他中小型开发商具有更强的生存能力和发展空间。

◆ 地产业务运行平稳。行业调控虽导致北京市下半年市场成交量大幅下挫, 但北京城建项目的销售在上半年完成度较好, 因此今年销售波动性不大。公司近年开拓京外项目, 已布局重庆、成都、青岛、天津等地, 一方面规避市场风险, 另一方面提前布局, 把握新的市场机遇。

◆ 公司资本投资业务运行趋于成熟, 已现良好投资收益。包括国信证券、锦州银行在内的多家被投资企业正在上市进程中。未来如成功上市, 将为公司带来丰厚的投资回报。

◆ 估值与评级: 预测公司 2011-2013 年可实现每股收益 1.34 元、1.48 元和 1.7 元, 对应 PE 分别为 8.6 倍、7.8 倍和 6.7 倍。公司 NAV 达 19.84 元/股, 目前股价较 NAV 折价达 42%。公司基本面良好, 资金较宽裕。同时投资业务渐入佳境, 多个项目已在上市流程中, 未来有望为公司带来丰厚的投资回报。综合以上判断, 给予公司 15 元的目标价格, 并给与推荐评级。

公司基本资料

总股本(万)	88920.00
流通 A 股(万)	88920.00
52 周内股价区间(元)	10.48-16.6
总市值(亿)	100.92
总资产(亿)	200.85
每股净资产(元)	6.35

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	46.46	50.98	65.56	90.40
+/-%	35.14	9.72	28.59	37.90
净利润(百万)	1201.15	1193.41	1312.57	1521.75
+/-%	69.73	-0.64	9.99	15.94
EPS(元)	1.35	1.34	1.48	1.71
P/E	8.40	8.56	7.78	6.71

目录:

一、公司概况

..... 4

二、长期受益保障房开发

..... 4

三、商品房开发业务趋向京外市场拓展

..... 7

1、商品房开发业务总体保持稳定 7

2、京外项目拓展成为发展新方向 8

3、一级土地开发带动商品房开发业务 9

四、资本投资业务将进入收获期

..... 10

五、盈利预测与估值

..... 12

1、盈利预测 12

2、估值分析 13

3、投资建议 14

图表目录:

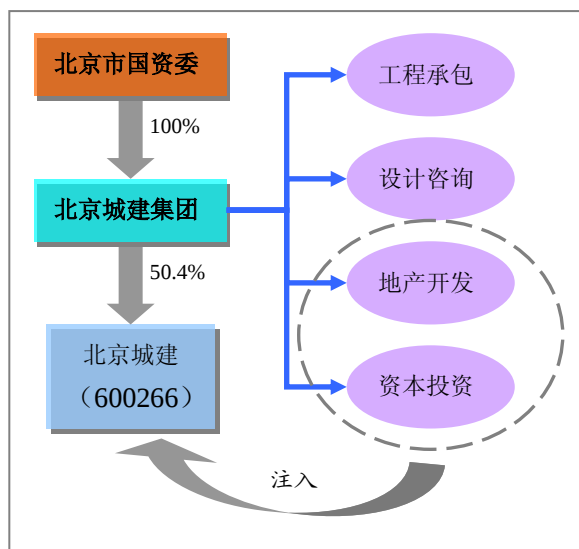
图表 1: 公司股权结构及业务构成.....	4
图表 2: 北京城建开发保障房项目情况 (万平方米)	5
图表 3: 房地产企业受益保障房建设分析.....	5
图表 4: 北京城建房地产开发项目 (二级土地开发)	7
图表 5: 北京城建商品房开发业务情况.....	7
图表 6: 公司销售面积及同比增长 (累计: 万平方米)	8
图表 7: 公司销售收入及同比增长 (累计: 亿元)	8
图表 8: 北京城建 2011 年新获得项目情况.....	8
图表 9: 北京城建土地储备地区分布 (占地面积)	9
图表 10: 北京城建土地储备地区分布 (建筑面积)	9
图表 11: 北京城建土地储备地区分布 (占地面积)	9
图表 12: 北京城建投资净收益 (百万元)	10
图表 13: 北京城建投资净收益 (除去一次性收益)	10
图表 14: 北京城建主要投资项目情况.....	10
图表 15: 北京城建 2011-2013 年房地产业务收入情况.....	12
图表 16: 北京城建 2011-2013 年业绩预测.....	13
图表 17: 北京城建地产业务每股增值额敏感性分析.....	14
图表 18: 北京城建 NAV 估值.....	14
图表 19: PE Band.....	15
图表 20: PB Band.....	15
图表 21: 公司 2007 年以来股价走势.....	15

一、公司概况

北京城建是北京城建集团旗下的房地产开发业务平台及资本投资业务平台，主要在北京市场进行地产项目开发。公司于 1998 年在上交所上市。截至 2011 年 9 月底，公司资产规模达 200.8 亿元，净资产规模达 56.49 亿元。公司目前经营平稳性较强，资金实力良好，截至今年三季度末，公司已实现营业收入 38.75 亿元，归属上市公司股东净利润 5.73 亿元。公司目前手中货币资金达 24.76 亿元，而同期短期借款及一年内到期债务总和仅为 1.3 亿元，不存在短期偿债风险。

北京城建的控股股东是北京城建集团，集团公司为北京市国资委 100% 控股。北京城建集团是以工程承包、地产开发、设计咨询为主业，经营生产和资本运作相结合的大型综合性建筑企业集团。集团公司目前资产规模达到 450 亿元，自组建以来承建并优质的完成了北京市多项重点工程的建设任务。集团承建的重点工程包括了奥运村、国家大剧院、中央电视台、首都机场 3 号航站楼、银泰中心等，积累了丰富的开发建设经验。

图表 1：公司股权结构及业务构成



资料来源：公司资料，华泰证券

北京城建作为北京城建集团的房地产开发业务平台及资本运作平台，其发展备受集团公司关注，在资源配置、资金支持上均为其提供便利。

二、长期受益保障房开发

2010 年以来，保障房建设已成为中央政府改善中低收入居民生活质量的重点方向，也将成为未来房地产市场的发展重心之一。中央政府要求在“十二五”期间全国建设保障性住房 3600 万套，其中 2011 年要求开工 1000 万套，2012 年计划 1000 万套，2013-2015 年的三年间还有 1600 万套的建设任务。至“十二五”末期，要求保障性住房对居民的覆盖率达到 20% 以上。北京市政府也提出在“十二五”期间，全市计划建设、收购各类保障性住房 100 万套，较“十一五”翻一番的要求。其中 2011 年北京全市将

筹集保障性住房 20 万套以上，发放租赁补贴 2 万户，竣工保障性住房 10 万套。

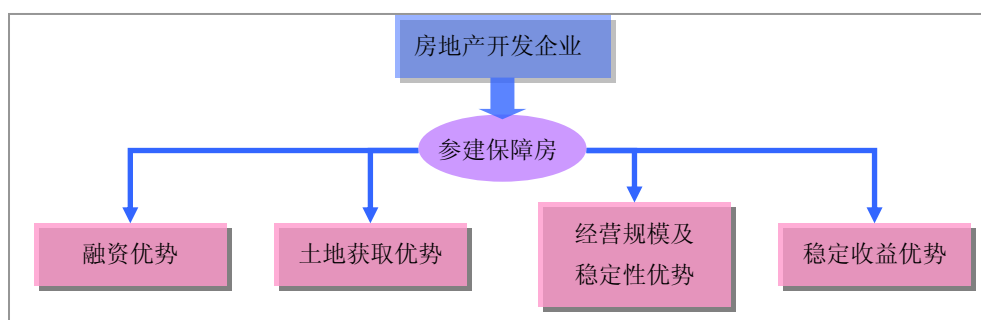
作为北京市国资委管辖下的房地产开发企业，北京城建依托集团公司的背景，积极参与北京市保障性住房的建设。截至 2011 年 11 月底，公司在建及拟建的保障性住房共有五个，分别为北苑南区（配建公租房及廉租房共计 5 万平方米）、长阳 4#地（配建限价房 16 万平方米）、小营一期（配建公租房 9.3 万平方米）、小营二期（配建拆迁安置房 7.8 万平方米）、顺义新城项目（拟建限价房，共 20.02 万平方米），合计将建设 58.1 万平方米的保障性住房，是北京市主要承建保障房项目的开发企业之一。

图表 2：北京城建开发保障房项目情况（万平方米）

	项目名称	区域	类别	状态	占地面积	规划建面	可售面积	保障房面积
1	北苑南区（筑华年）	北京朝阳		在建	10.14	20.93	20.93	
	配建公租房							3.4
	配建廉租房							1.6
2	长阳 4#地（徜徉集）	北京房山		在建	29.00	36.38	36.38	
	限价房							16.0
3	小营一期	北京海淀	公租房	在建	17.61	28.14	28.14	
	配建公租房							9.3
4	小营二期	北京海淀	安置房	在建	14.79	23.72	23.72	
	配建拆迁安置房							7.8
5	顺义新城项目	北京顺义	限价	拟建	8.01	20.02	20.02	20.0
	合计				79.55	129.19	129.19	58.1

资料来源：公司公告，华泰证券

图表 3：房地产企业受益保障房建设分析



资料来源：华泰证券

我们认为北京城建积极参与保障房建设，可使其在包括融资渠道、土地获取、经营规模及经营稳定性和收益稳定性等方面受益。

融资渠道方面：

北京城建于 10 月份向保障房投资中心申请了 7 亿元的贷款，目前该申请已获批，贷款利率为 7.53%，低于目前市场的平均融资成本。另外公司还以北苑南区项目向保障房投资中心申请了 3.1 亿元贷款，目前正在审批过程中。公司通过参建保障房项目，可从保障房投资中心融得资金，缓解目前由整个市

场信贷收紧所引发的资金面偏紧的状态。

北京市保障房投资公司是北京市在今年 6 月底成立的，专营公租房的持有和运营。投资中心初步拟融资 500 亿元，目前资金都已落实，北京市财政出资 100 亿元，其余资金由几家银行、保险公司和国有企业投资。设立保障房投资公司的目的是用来完成“十二五”时期 100 万套保障性住房建设收购任务，加快公租房的发展，解决资金难题。

另外在北京市十二五规划中提到，在保障房建设运营方面，“除加大政府投入外，支持公共租赁住房建设运营单位通过公积金贷款、商业银行贷款、信托资金和发行债券等多种方式融资，拓宽融资渠道”，同时“按照财政部、国家税务总局的通知，”在公共租赁住房建设和运营方面，均有税收优惠政策。因此从政策面来看，各级政府对参与保障房建设企业的融资面监管较宽松，包括公司债、中期票据等的发行都能得到政府支持。因此参与保障房建设的企业较其他企业具有更强的融资优势。

土地获取方面：

北京城建目前主要的商品房项目均配建有保障房。公司表示，由于 2010 年以来中央政府对保障房关注度的不断增强，各地政府在土地出让方面也对配建保障房提出了相应要求。公司作为已开发有保障房项目的企业，在土地获取时更受政府层面的青睐，同时参与保障房开发也增强了与政府间关系的维护，有利于公司未来在北京市场的拿地行为。

经营规模及经营稳定性方面：

由于受到调控政策影响，今年以来北京市商品房的成交面积大幅下挫。尤其是 9、10 月份的成交非常惨淡，成交面积同比下滑分别达到 55% 及 28.6%，且短期无好转迹象。在此行业背景下，在北京市进行商品房开发的企业面临严峻的市场挑战，预计大量开发企业未来将逐步调低开工量及经营规模，这对企业整体的经营稳定性会产生一定影响。而保障房项目的建设并不受调控政策影响，反而为政府所提倡。因此北京城建参与建设保障房项目，一方面可保证公司每年的开发规模维持在稳定水平，同时也可保留住公司已发展成熟的开发运营团队，防止人员流失。

贡献稳定收益方面：

虽然开发商参建保障房项目的收益率偏低，但由于保障房属于政府统一回购、统一分配，因此开发商在房屋销售上没有压力。同时由于长期发展的不均衡，保障房的供需面仍是很强的“人等房”状态。在商品房市场销售不畅、去化率严重下滑的背景下，公司通过建设保障房项目将为公司提供稳定的收益，长期为公司贡献业绩。

综合以上分析，我们认为参与保障房建设将长期有利公司的发展。公司在包括融资渠道、拿地能力、经营规模的维持等多个方面均能受益。因此公司在目前地产行业调控力度不减、北京市住宅成交量持续下滑的恶劣市场环境中较其他中小型开发商具有更强的生存能力和发展空间。另外，保障房融资情况有望持续成为未来 1-2 年房地产板块的一个重要投资主题，信贷政策的局部放松及各类融资渠道对保障房的放开均将利好北京城建。

三、商品房开发业务趋向京外市场拓展

1、商品房开发业务总体保持稳定

北京城建的商品房开发业务主要集中在北京地区，近两年来逐步开始向京外区域扩展。截至 2011 年 11 月底，公司共有各类在建拟建项目 17 个，合计规划建筑面积达 336.5 万平方米。公司目前年开发能力在 50 万平方米左右，目前的项目储备已足够公司未来 5 年开发运营所用。

图表 4：北京城建房地产开发项目（二级土地开发）

	项目名称	区域	状态	权益	占地面积	规划建面
1	首城国际	北京	在建	50%	23.70	46.00
2	清河营 4#地（世华泊郡）	北京	在建	100%	32.00	30.70
3	北苑南区（筑华年）	北京朝阳	在建	100%	10.14	20.93
4	宣武区骡马市大街项目	北京西城	在建	100%	0.65	1.80
5	长阳 4#地（徜徉集）	北京房山	在建	100%	29.00	36.38
6	小营一期	北京海淀	在建	100%	17.61	28.14
7	小营二期	北京海淀	在建	100%	14.79	23.72
8	重庆熙城（尚源熙城）	重庆	在建	100%	13.34	31.60
9	成都东升	成都双流	在建	66%	20.13	59.70
10	青岛黄岛	青岛	在建	100%	1.60	1.65
11	世华水岸	北京丰台	竣工	100%	51.70	21.06
12	平谷马坊镇项目	北京平谷	拟建	50%	21.73	34.86
13	泰和国际大厦	北京	在建	100%	0.63	2.82
14	天津武清 2011-164 地块	天津武清	拟建	50%	7.60	11.50
15	北京顺义新城 9 号	北京顺义	拟建	100%	8.01	20.02
16	天津武清住宅地块	天津武清	拟建	50%	14.00	21.00
17	重庆九龙坡 K 分区 1、2 号地	重庆九龙坡区	拟建	100%	26.79	32.67
	合计				236.39	336.54

资料来源：公司资料，华泰证券

2009 及 2010 年北京市房价的快速上涨使公司近两年商品房业务收入增速较快。2010 年公司实现合约销售金额 64.21 亿元，创下历史新高。今年上半年公司在京外项目逐步开始销售，规模的扩大提升了公司商品房业务的收入水平。截至今年 6 月底，公司商品房业务的合约销售面积达 22.3 万平方米，合约销售金额达 35.31 亿元，较去年同期分别上升了 118%和 40.5%。

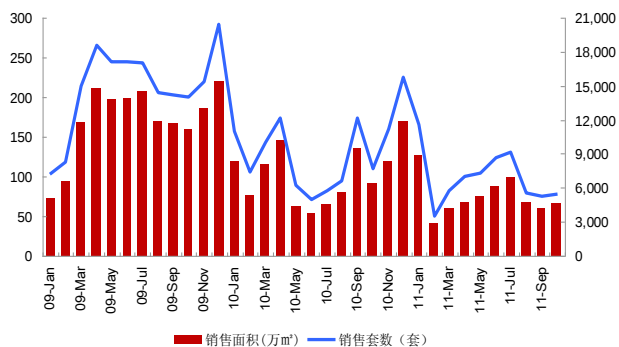
图表 5：北京城建商品房开发业务情况

	2009Q2	2009	2010Q2	2010	2011Q2
销售面积（万平方米）	21.3	34.9	10.24	-	22.3
销售金额（亿元）	24.75	47.9	25.13	64.21	35.31
新增土地储备（万平方米）	69.80	-	73.50	-	34.86

资料来源：公司资料，华泰证券

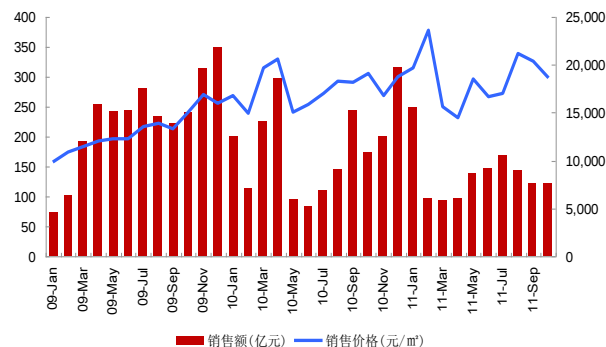
下半年以来，受行业调控及限购政策的持续影响，北京市商品房市场销售持续低迷，销售面积及金额均出现了较大幅度的下滑。其中 9 月份全市销售面积及金额同比下滑分别达-55.09%及-49.90%，10 月份同比分别下滑-28.57%及-30.32%。同时由于上市量的增加，各楼盘的去化率水平持续下降，目前市场中上市项目推盘后 1 个月的去化率仅能达到 25%-35%左右的水平。

图表 6：公司销售面积及同比增长（累计：万平方米）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券

图表 7：公司销售收入及同比增长（累计：亿元）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券

受北京市房地产市场环境的影响，今年下半年北京城建在北京市项目的销售速度也在放缓。但由于上半年销售情况总体良好，首城国际、世华水岸、世华泊郡、城建熙城、徜徉集等项目均实现了良好销售，因此预计全年仍能维持平稳增长。

2、京外项目拓展成为发展新方向

北京城建在前两年已开始进行对外扩张。2011 年受北京市调控政策影响，公司加快了对外业务拓展的步伐。在今年新获得的 5 个项目中有 3 个位于京外，合计占地面积为 48.39 万平方米，规划建筑面积达 65.17 万平方米。

图表 8：北京城建 2011 年新获得项目情况

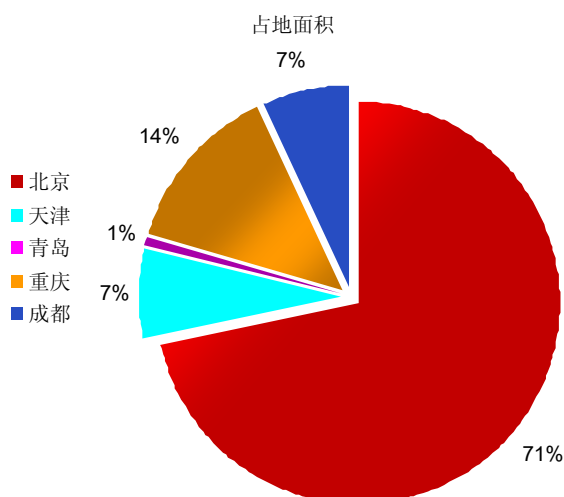
	项目名称	获取时间	区域	状态	权益	占地面积	规划建筑面积
12	平谷马坊镇项目	2011	北京平谷	拟建	50%	21.73	34.86
15	天津武清 2011-164 地块	2011	天津武清	拟建	50%	7.60	11.50
16	北京顺义新城 9 号	2011	北京顺义	拟建	100%	8.01	20.02
17	天津武清住宅地块	2011	天津武清	拟建	50%	14.00	21.00
18	重庆九龙坡 K 分区 1、2 号地	2011	重庆九龙坡区	拟建	100%	26.79	32.67
	合计					78.13	120.05

资料来源：公司资料，华泰证券

截至 2011 年 11 月底，公司共有各类项目 17 个。其中位于北京的项目有 11 个，其余 6 个分别位于天津、青岛、重庆、成都四座城市。从公司土地储备的占比情况来看，北京市仍是公司地产业务的主要运营地区，同时也是目前公司收入的主要来源地。但近两年来公司对外扩张速度呈明显加快趋

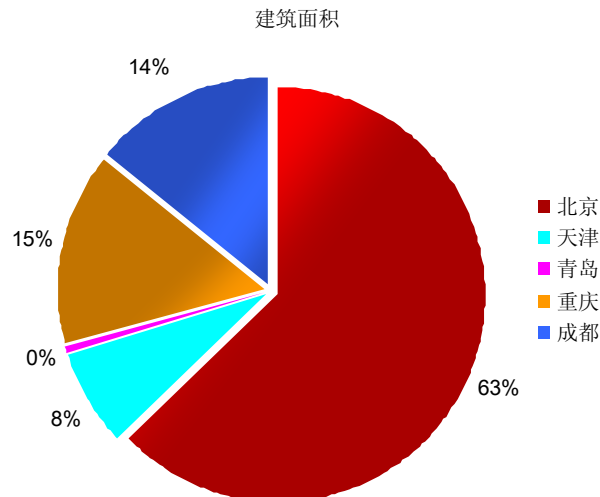
势，京外项目的规划建筑面积已占公司总规划建面的 47%。目前重庆熙园项目已实现销售，预计未来两年将有更有京外项目开始为公司贡献率利润。

图表 9：北京城建土地储备地区分布（占地面积）



资料来源：公司资料，华泰证券

图表 10：北京城建土地储备地区分布（建筑面积）



资料来源：公司资料，华泰证券

公司认为，通过对京外市场的拓展，一方面可规避因单一地区运营所带来的市场风险，如目前北京市过严的市场调控环境；另一方面可使公司提前布局热点城市，享受到未来该地区房价上涨所带来的溢价水平。公司表示，在项目及地块合适的前提下，公司仍将持续拓展京外商品房开发项目，预计 2014 年左右公司在京外的项目数量将超过在北京市的项目数。

3、一级土地开发带动商品房开发业务

公司除二级土地开发外，还参与了多个一级土地开发项目，目前在运作的项目有三个，分别为动感花园项目、望坛危改项目及东坝项目，合计占地 66.16 公顷，规划建筑面积达 125 万平方米。目前望坛项目已完成项目规划，准备拆迁工作；动感花园项目进展也较为顺利，待有关部门批复后即可签订拆迁补偿协议。

参与一级土地开发拓宽了公司获取商品房项目的来源渠道。公司之前运作的小营项目在完成一级土地开发后已顺利获得二级土地开发权。因此公司目前运作的一级土地开发项目未来也有望转为二级土地开发。而公司通过一二级联动运作的方式在拿地上获得了便利。

图表 11：北京城建土地储备地区分布（占地面积）

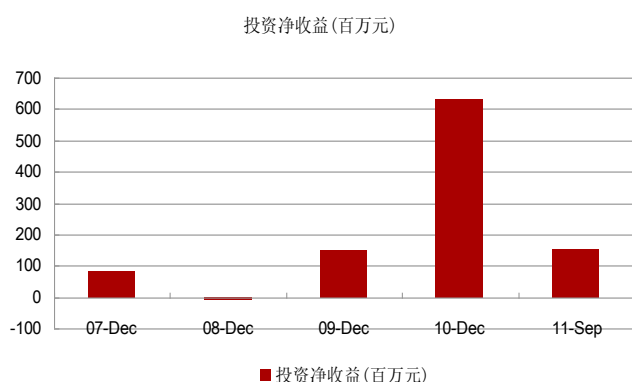
项目名称	项目位置	占地面积（公顷）	规划面积（万平方米）	规划用途
动感花园	朝阳区来广营乡	10.58	12.40	居住及配套
望坛危改	崇文区永外地区	47.50	98.60	居住及配套
东坝	朝阳区东坝地区	8.08	14.00	居住及配套
合计		66.16	125.00	

资料来源：公司资料，华泰证券

四、资本投资业务将进入收获期

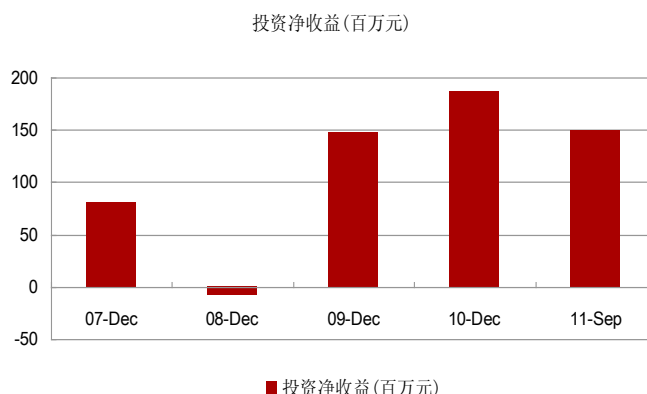
投资业务是北京城建旗下仅次于房地产开发的另一主要业务。通过多年的经验积累，公司已形成较为成熟的投资理念，并获得了良好的投资回报。2010 年公司投资净收益达 6.31 亿元，（其中出售五棵松文化体育中心和中稷发展收益 4.44 亿元），除去一次性投资收益后为 1.87 亿元。今年前三季度，公司已实现投资收益 1.49 亿元。近三年公司投资收益呈现稳定增长趋势。公司在股权投资方面以金融和投资平台类企业为主，其中金融股权类包括锦州银行、国信证券；投资平台类企业包括中科招商、国奥投资、北科建等。

图表 12：北京城建投资净收益（百万元）



资料来源：公司资料，华泰证券

图表 13：北京城建投资净收益（除去一次性收益）



资料来源：公司资料，华泰证券

图表 14：北京城建主要投资项目情况

公司名称	持股数（万股）	持股比例	表决权比例	初始投资金额（万元）	核算方法
国信证券	34300	4.90%	4.90%	12740.00	成本法
锦州银行	13000	3.45%	3.45%	26000.00	成本法
中科招商	12000	30.00%	30.00%	12228.74	权益法
国奥投资	28000	20.00%	20.00%	28000.00	权益法
北科建	28000	21.54%	21.54%	28000.00	权益法
南昌青山	2900	20.00%	20.00%	2900.00	权益法
君道勤合	600	40.00%	40.00%	3280.00	权益法

资料来源：公司资料，华泰证券

国信证券：

国信证券是中国大型证券公司之一，在全国 47 个城市拥有 69 家营业网点，截至 2010 年 12 月 31 日，公司总资产 648.69 亿元，净资产 173.75 亿元，净资本 124.90 亿元。2010 年，公司实现营业收入 78.05 亿元，利润总额为 40.51 亿元，净利润达 31.10 亿元，净资产收益率达 19.01%，2010 年全年实现每股收益 0.44 元。今年上半年，公司实现净利润 12.79 亿元。公司资质良好，盈利能力较强，同时各项业务均在行业中排名靠前。

北京城建持有国信证券 3.43 亿股，持股比例达 4.9%，是国信证券的第五大股东。国信证券目前每

年为北京城建贡献约 7000 万元左右的分红。国信证券目前上市进程仍在快速推动中，材料已申报证监会。预计明年上半年有望获准上市。未来国信证券如成功上市，将为公司带来丰厚的投资收益。

锦州银行：

锦州银行成立于 1998 年，属于地区性商业银行。截至 2011 年上半年，锦州银行资产规模突破一万亿元，并在北京、天津、沈阳、大连、哈尔滨、丹东设立 6 家分行，28 个一级支行及 77 个二级支行。锦州银行 2010 年实现营业收入 21.69 亿元，实现净利润 8.41 亿元，同比增长分别达到 58.1% 及 64.3%。截至 2010 年底，公司的净资产为 86.12 亿元，对应每股净资产 2.28 亿元。

北京城建持有锦州银行 1.3 亿股股权，持股比例为 3.45%。锦州银行的上市进程也在积极推动中，今年 9 月份已将材料申报至证监会。未来如上市成功将提升北京城建的投资收益。

中科招商：

中科招商成立于 2000 年，由中科院、招商局、北京城建、中国华录、鄂尔多斯等企业和机构联合发起设立，是中国首家经政府批准的创业投资基金管理机构之一。公司设立并管理 80 多支股权投资基金，支持和投资企业达 50 多家，其中近 20 家已经成功上市或者实现产业并购。

北京城建持有中科招商 30% 的股权，为其第一大股东。中科招商发展前景光明收益良好，目前有数家被投资企业在准备上市的进程中。2010 年中科招商为北京城建贡献了 900 万元的分红收益。

国奥投资：

国奥投资发展有限公司是国家体育馆及奥运村项目的项目法人，由北京城建集团联合北京市数家大型企业共同出资设立、国奥投资主要负责国家体育馆及奥运村项目的设计、投融资、建设、运营等工作。奥运会后，国家体育馆将成为北京的大型多功能娱乐、运动、休闲和健身中心。奥运村将作为商品房出售或出租。北京城建目前拥有国奥投资 20% 的股权。

北京科技园建设：

北科建是一家以科技地产为龙头、商业地产、住宅地产协同发展的大型国有企业集团。截至 2011 年 5 月底，集团总资产为 156 亿元，连续四年被评为中国房地产百强企业。北科建主要的开发项目包括中关村西区、中关村软件园、生命科学园、领秀硅谷等一批科技园区类项目。北科建目前在园区建设及运营上渐入佳境，2010 年为北京城建贡献了 2240 万元的现金红利收益。

北京城建拥有北科建 2.8 亿股股份，持股比例为 21.54%。

君道勤合：

北京城建今年上半年以增资方式投资 3280 万元入股君道勤合投资咨询有限公司，占其股份的 40%。君道勤合已投资爱普益检验中心。爱普益医学检验中心是一家集临床检验服务、科研与开发、临床实验服务为一体的医学检验中心，也是我国北方地区医学独立实验室的新生代的医疗服务机构。中心下设多个专业实验室，并与多家三甲医院合作，提供从基因检验、健康体检到医疗保健的一体化服务，形成了完整的产业链。爱普益检验中心目前正在改制阶段，未来当时机成熟时将寻求上市。

南昌青山:

南昌青山是北京城建投资的污水处理业务平台。目前营运状况良好，在公司污水处理业务中盈利能力最强。北京城建未来有将公司整合后上市预期。

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

房地产业务方面，我们将商品房与保障房的结算数据统一计算，其中保障房部分按固定的利润率计算其收入及利润情况。由于当前市场环境对开发商销售情况产生较为严重的影响，因此我们在测算公司结转速度及比例上持保守态度，预测公司 2011-2013 年房地产开发业务收入情况如下：

- 2011 年商品房及保障房结算面积合计为 33.96 万平方米，结算收入 50.47 亿元。主要结算项目为首城国际、世华泊郡、筑年华、徜徉集及重庆熙城项目。另外宣武区商业项目预计今年竣工，预计可结算少部分。
- 2012 年结算面积合计为 40.83 万平方米，结算收入为 64.9 亿元。主要结算项目为世华泊郡、筑年华、徜徉集、小营一期、重庆熙城等项目。
- 2013 年结算面积合计为 56.95 万平方米，结算收入为 89.50 亿元。主要结算项目为世华泊郡、筑年华、徜徉集、小营一期、重庆熙城、成都东升等项目。

图表 15：北京城建 2011-2013 年房地产业务收入情况

	项目名称	结算面积			结算收入		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
1	首城国际	9.00	1.50	-	189,000	31,500	-
2	清河营 4#地（世华泊郡）	6.50	9.00	9.00	162,500	225,000	225,000
3	北苑南区（筑年华）	-	-	-	-	-	-
	商品房		5.00	7.00	-	127,500	178,500
	公租房	2.50	0.90	-	13,750	4,950	-
	廉租房	1.00	0.60	-	5,500	3,300	-
4	宣武区骡马市大街项目	0.90	0.90	-	31,500	31,500	-
5	长阳 4#地（徜徉集）	-	-	-	-	-	-
	商品房	-	8.00	7.45	-	136,000	126,650
	限价房	5.50	6.00	4.50	30,800	33,600	25,200
6	小营一期	-	-	-	-	-	-
	商品房	-	-	6.00	-	-	156,000
	公租房	-	-	5.50	-	-	30,250
7	小营二期	-	-	-	-	-	-
	商品房	-	-	-	-	-	-
	安置房	-	-	3.00	-	-	16,500
8	重庆熙城（尚源熙城）	7.00	8.00	8.50	42,000	48,000	51,000

9	成都东升	-	-	4.00	-	-	42,000
10	青岛黄岛	-	0.90	0.75	-	7,650	6,375
11	世华水岸	1.56	-	-	29,640	-	-
12	马坊镇 B09-1, B10-1 地块	-	-	-	-	-	-
13	马坊镇 A03、04、05 五地块	-	-	-	-	-	-
14	泰和国际大厦	-	-	1.25	-	-	37,500
15	天津武清 2011-164 地块	-	-	-	-	-	-
16	北京顺义新城 9 号	-	-	-	-	-	-
17	天津武清住宅地块	-	-	-	-	-	-
18	重庆九龙坡 K 分区 1、2 号地	-	-	-	-	-	-
	合计	33.96	40.80	56.95	504,690	649,000	894,975

资料来源：公司资料，华泰证券

公司污水处理及物业管理业务收入占营业收入比重较低，合计尚不到 1.5 个百分点，因此我们按照稳定增长率估算着两项业务的收入及利润增速。

综合以上分析和预测，我们预计北京城建 2011-2013 年营业总收入分别为 50.98 亿元、65.56 亿元及 90.40 亿元，将分别实现净利润 11.93 亿元 13.13 亿元及 15.22 亿元。以当前公司总股本 8.89 亿股计算，公司 2011-2013 年每股受益分别为 1.34 元/股、1.48 元/股及 1.71 元/股。

图表 16：北京城建 2011-2013 年业绩预测

利润表				单位：百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4646	5098	6556	9040
营业成本	2720	2714	3683	5359
营业利润	1849	1762	1973	2234
利润总额	1855	1762	1973	2234
净利润	1415	1331	1475	1676
少数股东损益	214	137	163	154
归属母公司净利润	1201	1193	1313	1522
EBITDA	1891	1874	2143	2604
EPS (元)	1.35	1.34	1.48	1.71

资料来源：公司资料，华泰证券

2、估值分析

在绝对估值方面，我们对影响公司重估资产价值的房地产业务及资本投资业务均做了价值重估。

房地产业务方面，我们对公司目前所拥有的 17 个地产项目进行价值重估，得出公司 2012 年底每股地产业务的增值额为 7.08 元/股。由于当前调控政策对房价已开始产生负面影响，因此我们对地产业务增值情况做敏感性分析，得出当公司目前项目的销售价格下跌 20%时，公司地产业务的每股增值额为 4.52 元/股。

图表 17: 北京城建地产业务每股增值额敏感性分析

7.08	房价涨跌幅								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
6.5%	4.80	5.47	6.15	6.82	7.50	8.17	8.85	9.52	10.20
7.0%	4.72	5.39	6.06	6.72	7.39	8.05	8.72	9.38	10.05
7.5%	4.65	5.31	5.97	6.62	7.28	7.94	8.59	9.25	9.91
8.0%	4.59	5.23	5.88	6.53	7.18	7.82	8.47	9.12	9.77
8.5%	4.52	5.16	5.80	6.44	7.07	7.71	8.35	8.99	9.63
9.0%	4.45	5.08	5.71	6.34	6.97	7.61	8.24	8.87	9.50
9.5%	4.39	5.01	5.63	6.26	6.88	7.50	8.12	8.74	9.37
10.0%	4.33	4.94	5.55	6.17	6.78	7.40	8.01	8.62	9.24
10.5%	4.26	4.87	5.48	6.08	6.69	7.29	7.90	8.51	9.11

资料来源: 华泰证券

资本投资业务方面, 未来会对公司重估价值产生影响的主要因素是国信证券、锦州银行及中科建上市后所带来的增值。

图表 18: 北京城建 NAV 估值

项目	重估价值 (亿元)
房地产业务增值	62.98
国信证券增值	40.38
其他股权投资	17.96
账面净资产	55.14
合计	176.46
总股本 (亿股)	8.89
每股 NAV (元/股)	19.84

资料来源: 华泰证券

在相对估值方面, 我们预测公司 2011-2013 年可实现每股收益 1.34 元、1.48 元和 1.71 元, 当前股价对应 PE 分别为 8.6 倍, 7.8 倍和 6.7 倍, 估值具有一定优势。

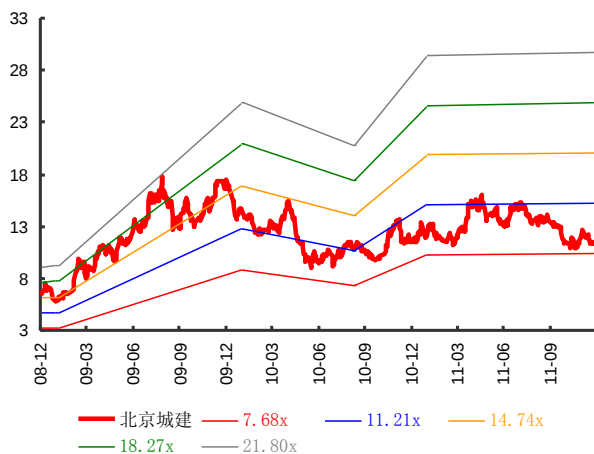
3、投资建议

公司基本面良好, 项目储备较丰富, 足以满足公司未来几年的开发运作。虽然目前北京市偏紧的市场及行业环境会影响公司在京项目的销售, 但外市项目总体受冲击程度较轻, 未来几年能持续为公司提供利润, 公司资本投资业务运行良好, 所投多个项目目前正在上市流程中, 未来如上市成功将为公司带来丰厚的投资回报。

从资产价值的角度而言, 公司股价已具投资价值, 公司目前重估净资产价值达 19.84 元/股, 目前股价为 11.50 元/股, 较其每股 NAV 有 42% 的折价。即使不考虑资本投资业务的增值情况, 其每股 NAV 仍有 13.28 元/股, 现股价仍有 13.4% 的折价。但由于市场环境暂无好转迹象, 行业调控仍在持续, 因此整个地产板块的估值水平难以上升, 仍将维持估值状态。综上所述, 我们给予公司 15 元的目标价格,

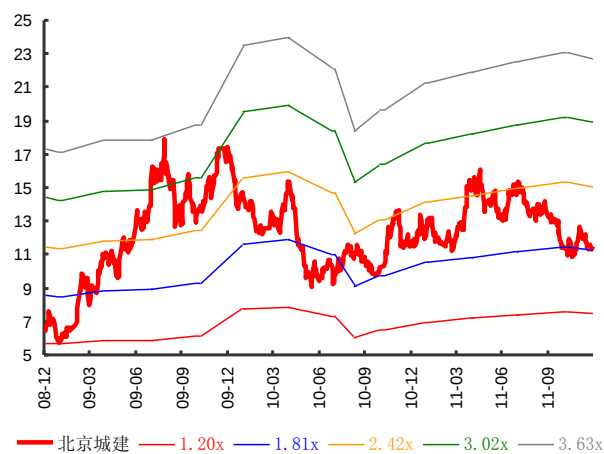
并给予推荐评级。

图表 19: PE Band



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券

图表 20: PB Band



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券

图表 21: 公司 2007 年以来股价走势



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券

三表:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15477	14287	20320	31694	营业收入	4646	5098	6556	9040
现金	2564	2775	3607	4959	营业成本	2720	2714	3683	5359
应收账款	12	0	0	0	营业税金及附加	356	358	475	648
其他应收款	645	0	0	0	营业费用	133	137	180	247
预付账款	754	0	0	0	管理费用	194	219	279	386
存货	11501	11512	16712	26735	财务费用	26	106	164	364
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	2474	206	200	194	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1587	0	0	0	投资净收益	631	198	198	198
固定资产	69	65	59	53	营业利润	1849	1762	1973	2234
无形资产	140	140	140	140	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	677	1	1	0	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	17951	14494	20520	31888	利润总额	1855	1762	1973	2234
流动负债	10611	7358	11909	21600	所得税	440	431	497	558
短期借款	530	906	3116	9256	净利润	1415.23	1330.75	1475.49	1676
应付账款	1965	1787	2462	3614	少数股东损益	214	137	163	154
其他流动负债	8117	4665	6330	8731	归属母公司净利润	1201.15	1193.41	1312.57	1522
非流动负债	1804	403	403	403	EBITDA	1891	1874	2143	2604
长期借款	403	403	403	403	EPS (元)	1.35	1.34	1.48	1.71
其他非流动负债	1401	0	0	0					
负债合计	12416	7761	12312	22003	主要财务比率				
少数股东权益	330	467	630	784	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	889	889	889	889	成长能力				
资本公积	1246	1246	1246	1246	营业收入	35.14%	9.72%	28.59%	37.9%
留存收益	3071	4131	5443	6965	营业利润	54.4%	-4.7%	12.0%	13.2%
归属母公司股东权益	5206	6266	7578	9100	归属于母公司净利润	41.32%	-0.64%	9.99%	15.9%
负债和股东权益	17951	14494	20520	31888	获利能力				
					毛利率 (%)	41.5%	46.8%	43.8%	40.7%
现金流量表					净利率 (%)	25.9%	23.4%	20.0%	16.8%
单位: 百万元					ROE (%)	23.1%	19.0%	17.3%	16.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	31.1%	26.8%	19.7%	13.4%
经营活动现金流	211	881	-1412	-4622	偿债能力				
净利润	1415	1331	1475	1676	资产负债率 (%)	69.2%	53.5%	60.0%	69.0%
折旧摊销	16	6	6	6	净负债比率 (%)	21.21%	16.86%	28.58%	43.90%
财务费用	26	106	164	364	流动比率	1.46	1.94	1.71	1.47
投资损失	-631	-198	-198	-198	速动比率	0.37	0.38	0.30	0.23
营运资金变动	-441	-503	-2860	-6470	营运能力				
其他经营现金流	-174	140	0	0	总资产周转率	0.28	0.31	0.37	0.34
投资活动现金流	296	2296	198	198	应收账款周转率	315	786	-	-
资本支出	40	0	0	0	应付账款周转率	1.73	1.45	1.73	1.76
长期投资	190	-2096	0	0					

其他投资现金流	526	200	198	198	每股指标（元）				
筹资活动现金流	117	-2966	2046	5776	每股收益(最新摊薄)	1.35	1.34	1.48	1.71
短期借款	130	376	2210	6140	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.99	-1.59	-5.20
长期借款	-1517	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.85	7.05	8.52	10.23
普通股增加	148	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-869	0	0	0	P/E	8.51	8.56	7.78	6.71
其他筹资现金流	2224	-3342	-164	-364	P/B	1.96	1.63	1.35	1.12
现金净增加额	623	211	832	1352	EV/EBITDA	5	5	5	4

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。