



下半年收入将有更好收获

——北京城建（600266）2011年半年报点评

2011年8月11日

推荐/维持

北京城建

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	电话：010-66554031	执业资格证号：S1480510120012
联系人：苏阳	电话：010-66554051	Zhengmg@dxzq.net.cn	

事件：

公司发布2011年半年报，上半年公司营业收入22.43亿元，同比增长402.70%；净利润4.38亿元，同比增长20.4%；基本每股收益0.49元，同比增长0.35%；其中房地产业务方面，上半年实现销售面积22.3万平方米，同比增长53%；销售合同额35.31亿元，同比增长40%；销售回款额30.96亿元，同比增长4%。

公司分季度财务指标

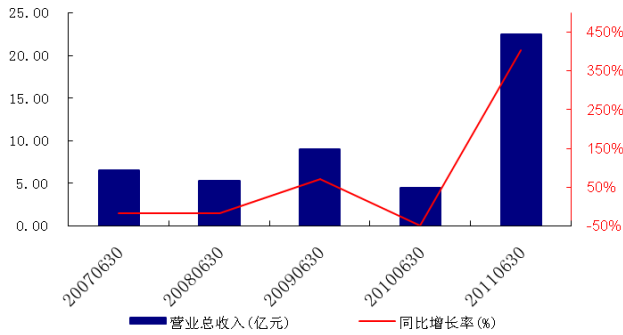
指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	1354.28	256.06	190.05	1386.62	2813.47	915.87	1326.72
增长率（%）	986.03%	-44.32%	-56.28%	16.60%	107.75%	257.68%	598.11%
毛利率（%）	42.04%	65.93%	68.44%	43.38%	36.47%	54.77%	57.54%
期间费用率（%）	6.40%	23.76%	24.91%	2.69%	7.38%	11.08%	7.17%
营业利润率（%）	47.84%	132.53%	61.98%	45.60%	26.99%	33.39%	48.11%
净利润（百万元）	435.56	263.67	87.40	484.96	580.24	217.29	477.38
增长率（%）	-509.37%	100.49%	82.19%	121.68%	33.22%	-17.59%	446.22%
每股盈利（季度，元）	0.657	0.365	0.125	0.519	0.424	0.175	0.317
资产负债率（%）	67.47%	69.58%	72.26%	71.94%	69.16%	68.60%	68.52%
净资产收益率（%）	8.89%	5.26%	1.89%	9.80%	10.48%	3.78%	7.83%
总资产收益率（%）	2.89%	1.60%	0.53%	2.75%	3.23%	1.19%	2.46%

评论：

积极因素：

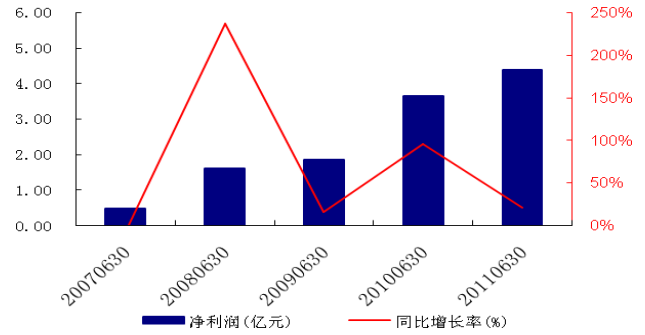
- 业绩增长好。**上半年公司营业收入22.43亿元，同比增长402.70%；净利润4.38亿元，同比增长20.4%；基本每股收益0.49元，同比增长0.35%；其中房地产业务方面，上半年实现销售面积22.3万平方米，同比增长53%；销售合同额35.31亿元，同比增长40%；销售回款额30.96亿元，同比增长4%；此外，公司的资本运作是次于房地产开发的另一主要业务，也是大股东四大业务之一。公司在资本运作上拥有较好的政府资源和很好的投资业绩，公司已投资项目具有规模并取得较好的收益回报。目前已投资的主要项目是国信证券、锦州银行、中科招商、国奥投资、北科建投资、南昌青山、君道勤合等。公司期内投资收益1.15亿元，其中来自于参股公司国信证券股份有限公司所发放现金分红达6,860万元。

图 1: 营业总收入及同比



资料来源: 东兴证券研究所

图 2: 净利润及同比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1: 主营业务分行业、产品情况表

单位: 万元

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入同比	营业成本同比	营业利润率同比
行业分类						
房地产	223,419.88	97,164.15	56.51%	405.41%	569.61%	减少 10.66 个百分点
污水处理	839.69	584.77	30.36%	107.24%	177.16%	减少 17.57 个百分点
产品分类						
商品房销售	217,738.58	94,290.86	56.7%	438.47%	595.96%	减少 9.79 个百分点
物业收入	2,399.64	1,871.24	22.02%			
拆迁收入	400	299.68	25.08%			
房屋租赁	2,881.66	702.36	75.63%	17.33%	-27.02%	增加 14.81 个百分点
污水处理	839.69	584.77	30.36%	107.24%	177.16%	减少 17.57 个百分点
合计	224,259.57	97,748.92	56.41%	402.7%	563.98%	减少 10.59 个百分点

资料来源: 公司年报, 东兴证券

- **开发项目充足, 开发有后劲。**土地一级开发方面。望坛项目加紧开展前期工作,初步拟定了项目一期拆迁方案。动感花园项目拆迁事宜与农广校达成基本共识, 报经农业部批准后签订拆迁补偿安置协议。目前二级开发项目实现开复工面积122.10 万平方米。另外公司上半年在北京市平谷区获取土地地上建筑面积 34.86 万平方米。

表 2: 2011 年上半年二级开发项目

序号	项目名称	项目位置	占地面积 (公顷)	地上建筑面积 (万 m ²)	规划用途
1	首城国际	广渠路 36 号	23.7	46	居住及配套
2	世华泊郡	朝阳区来广营乡	32	30.7	居住及配套
3	筑华年	朝阳区北苑南区	10.14	20.93	居住及配套
4	宣武商业	西城区骡马市大街	0.65	1.8	商业金融
5	长阳 4#地	房山区长阳镇	29	36.4	居住及配套

序号	项目名称	项目位置	占地面积 (公顷)	地上建筑面积 (万 m ²)	规划用途
6	重庆熙城	重庆九龙坡区	13.34	31.6	居住及配套
7	成都项目	成都双流县	20.13	59.7	城市综合体
8	青岛项目	青岛市	1.60	1.65	居住
9	世华水岸	丰台区石榴庄	51.70	21.06	居住及配套
10	小营一期	海淀区清河镇	17.61	28.1	居住及配套
11	小营二期	海淀区清河镇	14.79	23.7	居住及配套
12	平谷项目	平谷区马坊镇	26.65	34.86	居住、商业等
合 计				241.31	336.5

资料来源：公司公告、东兴证券

表 3：北京城建一级开发项目

序号	项目名称	项目位置	占地面积 (公顷)	规划面积(万 m ²)	规划用途
1	动感花园	朝阳区来广营乡	10.58	12.40	居住及配套
2	望坛危改	崇文区永外地区	47.50	98.60	居住及配套
3	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：公司公告、东兴证券

表 4：北京城建资本投资项目

公司名称	注册资本(万元)	初始投资金额(万元)	持股数量(万股)	持股比例
国信证券	700000	12740.00	34300	4.90%
锦州银行	377200	26000.00	13000	3.45%
中科招商	40000	12228.74	12000	30.00%
国奥投资	140000	28000.00	28000	20.00%
北科建集团	130000	28000.00	28000	21.54%
南昌青山	14500	2900.00	2900	20.00%
君道勤合	1500	3280.00	600	40.00%

资料来源：公司公告、东兴证券

业务展望：

- **下半年收入将有较好收获。** 首城国际项目商业7月底有望竣工。宣武商业项目主体结构竣工，进入全面装修阶段。世华泊郡、徜徉集、筑华年、重庆熙城等项目部分栋号结构封顶，进入公共部分装修阶段，筑华年项目保障房达到交付使用要求；青岛项目已实现土方开挖，下半年完成主体结构完工。今年结算的首城国际和世华水岸均有较高的毛利率和净利率，相信会对下半年收入有较强的提升。随着首城国际项目商业等项目即将竣工，下半年公司结算收入将有较大增长。
- **全年新增项目储备将超百万。** 公司将适时扩大土地规模，密切关注北京及外埠二三线城市房地产市场和政策，适时出手获取新的开发项目，实现全年新增土地储备超百万平方米的目标。另外将推进积极做好

项目名称	2011年	2012年	2013年	2014年	2011年	2012年	2013年	2014年
	销售面积(万平方米)				销售收入(亿元)			
小营二期商品房	0.00	0.00	1.30	7.60	0.00	0.00	4.72	30.35
小营二期安置房	0.00	3.00	3.80	0.00	0.00	5.28	7.36	0.00
重庆熙城(西彭项目)	0.00	6.60	7.80	12.00	0.00	4.36	5.66	9.58
成都东升	0.00	0.00	2.00	23.00	0.00	0.00	2.37	30.00
青岛黄岛	0.00	1.00	0.65	0.00	0.00	0.88	0.63	0.00
世华水岸(石榴庄)	0.50	1.50	0.00	0.00	1.40	4.62	0.00	0.00
小计	25.40	42.15	46.07	61.87	55.57	76.77	103.34	133.00

资料来源: 东兴证券

投资建议:

从公司的相对估值来看, 目前区域性公司2011年的平均市盈率在12.74。经销我们测算公司2011年的每股收益为1.528元/股, 按10倍PE测算股价应为15.28元。

公司目前的主要收入来源是房地产开发和股权投资项目。房地产开发项目我们按NAV进行估值, 股权投资项目我们按RNAV估值。目前公司房地产开发项目较充足, 北京的首城国际、世华泊郡、长阳徜徉集, 重庆的重庆熙城以及成都东升和青岛项目将给公司带来很好收益。我们将这些项目按8%进行折现, 公司房地产开发项目的NAV价值达每股12.57元。

公司股权投资项目国信证券、锦州银行、中科招商、国奥投资和北科建集团是目前主要投资收益来源, 2010年这些公司的经营状况取得不俗表现, 分别实现利润311032万元、125000万元、3873万元、31633万元和22451万元。我们认为这些公司2011年的净利润基本上能保持去年水平, 而国信证券将有30%的增长、南昌青山有5%的增长, 除锦州银行给予10倍市盈率和南昌青山给予35倍, 其它按市场上的20倍市盈率进行估值, 公司目前投资项目的价值为6.74元/股。

表 7: 北京城建股权投资项目估值重估

公司名称	初始投资金额(万元)	持股数量(万股)	持股比例	2010年净利润(万元)	注册资本(万元)	股权价值
国信证券	12740.00	34300	4.900%	311032.14	700000	396254.95
锦州银行	26000.00	13000	3.446%	125000.00	377200	46527.04
中科招商	12228.74	12000	30.000%	3873.36	40000	23240.18
国奥投资	28000.00	28000	20.000%	31633.30	140000	126533.18
北科建集团	28000.00	28000	21.540%	22451.40	130000	96713.72
南昌青山	2900.00	2900	20%	2677.98	14500	19683.12
小计	109868.74					708952.18
净增值	599083.44			投资业务 RNAV 每股价值		6.74 元/股

资料来源: 东兴证券

公司房地产开发和股权投资为公司带来强劲的发展动力, 我们重估的股权价值为19.31元, 其中房地产业务的NAV为12.57元, 股权投资的RNAV为6.74元。

表 8: 北京城建股价价值汇总表

项目	估值	单位
房地产开发项目 NAV 估值		
项目 NAV 总估值	132.59	亿元
负债	20.83	亿元
项目净资产	111.76	亿元
股本	8.89	亿股
NAV 每股价值	12.57	元/股
投资项目 RNAV 估值		
股权价值	59.91	亿元
股本	8.89	亿股
RNAV 每股价值	6.74	元/股
公司价值	19.31	元/股

资料来源: 东兴证券

3.3 投资评级“推荐”

我们预测公司2011年、2012年和2013年的营业总收入分别为64.07亿元、85.17 亿元和112.52亿元，每股收益为1.53元/股、2.00元/股和2.60元/股，对应的PE分别为8.65、6.60和5.07。公司2011年业绩按10倍市盈率测算的相对估值15.28元。公司的重估价值为19.31元，其中房地产业务的NAV为12.57/股，股权投资业务的RNAV为6.74元。我们给予六个月的目標价19元，目前公司股价13.21元有30%的上升空间，维持“推荐”的投资评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	15477	21384	29256	39474	营业收入	4646	6407	8517	11252
货币资金	2564	3588	4770	6301	营业成本	2720	3716	4940	6526
应收账款	12	18	23	31	营业税金及附加	356	449	596	788
其他应收款	645	889	1182	1561	营业费用	133	160	213	281
预付款项	754	1200	1793	2576	管理费用	194	320	426	563
存货	11501	15689	20856	27552	财务费用	26	3	14	15
其他流动资产	0	0	633	1453	资产减值损失	-1.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2474	2333	2309	2285	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1587	1587	1587	1587	投资净收益	630.74	200.00	220.00	242.00
固定资产	69.48	73.81	63.84	53.88	营业利润	1849	1959	2548	3321
无形资产	140	126	112	98	营业外收入	7.26	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	1.12	2.00	2.00	2.00
资产总计	17951	23717	31565	41759	利润总额	1855	1966	2555	3328
流动负债合计	10611	16044	22022	29997	所得税	440	393	562	799
短期借款	530	1710	1840	2108	净利润	1415	1573	1993	2530
应付账款	1965	2240	2977	3933	少数股东损益	214	214	214	214
预收款项	4961	8805	13916	20667	归属母公司净利润	1201	1359	1779	2315
非流动负债合计	1804	1040	1540	2040	EBITDA	2028	1986	2586	3360
长期借款	403	903	1403	1903	BPS (元)	1.35	1.53	2.00	2.60
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	12416	17084	23562	32037		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	330	544	758	972	成长能力				
实收资本(或股本)	889	889	889	889	营业收入增长	35.1%	37.90%	32.93%	32.11%
资本公积	1246	1246	1246	1246	利润总额增长	64.7%	5.98%	29.96%	30.28%
未分配利润	2726	3174	3761	4525	归属于母公司净利润增长	41.3%	13.11%	30.92%	30.18%
归母公司股东权益合计	5206	6089	7245	8750	获利能力				
负债和所有者权益	17951	23717	31565	41759	毛利率(%)	41.46%	42.00%	42.00%	42.00%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	30.46%	24.55%	23.40%	22.48%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	6.69%	5.73%	5.63%	5.54%
经营活动现金流	211	2740	968	1347	ROE(%)	23%	22%	25%	26%
净利润	1415	1573	1993	2530	偿债能力				
折旧摊销	153.61	0.00	24.01	24.01	资产负债率(%)	69%	72%	75%	77%
财务费用	26	3	14	15	流动比率	1.46	1.33	1.33	1.32
应付帐款的变化	0	275	738	956	速动比率	0.37	0.35	0.38	0.40
预收帐款的变化	0	3844	5110	6751	营运能力				
投资活动现金流	0	190	220	242	总资产周转率	0.28	0.31	0.31	0.31
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	347.41	430.73	416.60	415.49
长期投资	1587	1587	1587	1587	应付账款周转率	2.95	3.05	3.26	3.26
投资收益	631	200	220	242	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-1906	-7	-57	每股收益(最新摊薄)	1.35	1.53	2.00	2.60
短期借款	530	1710	1840	2108	每股净现金流(最新摊薄)	0.70	1.15	1.33	1.72
长期借款	403	903	1403	1903	每股净资产(最新摊薄)	5.85	6.85	8.15	9.84
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	9.79	8.65	6.60	5.07
财务费用	0.00	-3	-14	-15	P/B	2.26	1.93	1.62	1.34
现金净增加额	211	1024	1182	1531	EV/EBITDA	6.51	5.42	3.95	2.81

分析师简介

郑闵钢

房地产行业研究员，2007 年加盟东兴证券从事房地产研究至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。