

北京城建 (600266.SH)

房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

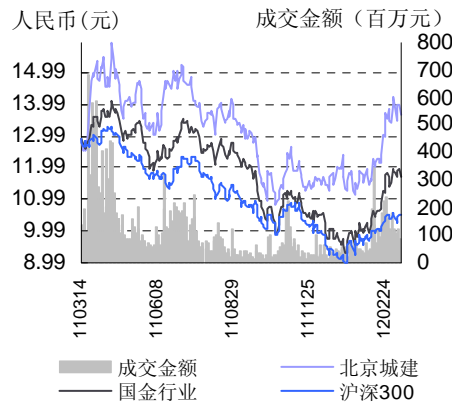
市价(人民币): 13.78元

逆市扩张与锦上添花

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	889.20
总市值(百万元)	12,253.18
年内股价最高最低(元)	15.93/10.85
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.147	1.351	1.247	1.644	2.250
每股净资产(元)	6.48	5.85	6.95	8.55	10.75
每股经营性现金流(元)	2.30	0.24	3.88	-1.61	-0.28
市盈率(倍)	15.60	9.04	11.05	8.38	6.12
行业优化市盈率(倍)	45.56	45.56	45.56	45.56	45.56
净利润增长率(%)	168.84%	41.32%	-7.68%	31.84%	36.87%
净资产收益率(%)	17.71%	23.07%	17.94%	19.24%	20.94%
总股本(百万股)	741.00	889.20	889.20	889.20	889.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **北京城建是11年为数不多实现了逆市扩张的地产公司**, 当年储备规模增长32%。公司并非盲目扩张, 新增项目都有较好盈利前景。除新增一保障房项目外, 其余项目平均地价每平米2230元, 平均售价8548, 预计整体毛利率水平可达到42%。
- **将受益国家推进普通商品住房建设战略**。北京城建自身产品结构以普通商品住房为主, 并且公司目前有约百万平米在建项目中都配套有保障房, 普通商品住房和保障房都是国家支持的对象, 如果未来国家在普通住房建设资金支持层面有所进展, 公司将最为受益。因为公司项目中保障房和商品房是捆绑建设的, 如果此类项目获得了资金支持, 公司整体项目的资金流都会得最直接的优化和缓解, 会给公司留出更多现金以拓展新资源。
- **在评价地产公司的各项指标中, 北京城建都位居前列**。目前公司可供销售建筑面积有303万平米, 相对公司12年预计的47万平米结算面积而言, 储备足够丰富; 三季度销售收入和预收款合计为11年预计收入的1.91倍, 业绩锁定率高; 目前账面现金是短期负债的19倍, 是资金链最宽松的地产公司之一。
- **一二级联动拿地有优势**: 公司的国企背景使公司在获取一二级联动项目上具有相对优势, 10年北京一级开发收归国有, 更加有利于公司获取此类项目。目前公司在主城区仍有一级开发项目, 构成潜在可开发资源。
- **投资收益锦上添花**: 创投业务是公司的另一亮点, 公司投资的国信证券和北科健等公司都有上市可能, 投资的中科招商下属多家公司也具备上市潜力, 未来相关公司的成功上市将对公司估值水平有较大提升。

投资建议

- 预计公司11-12年每股收益1.25、1.64元, 市盈率11.1、8.4倍。由于公司下属多家投资公司都有上市可能, 这部分投资退出将为公司提供丰厚收益, 给予公司12年10-11倍市盈率, 目标价格16.4-18.04元, 建议买入。

风险

- 公司产品主要集中在北京地区, 受调控影响较大; 由于结算进度原因, 11年报业绩存在下滑风险。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

内容目录

为数不多实现逆市扩张的公司	3
国家推动普通商品住房建设的最受益者	3
储备可售 结算一个都不少	4
销售从一枝独秀到百花齐放	4
成本优势可保证较灵活销售策略的实施	5
新增项目接力下半年销售	7
一二级联动 主城仍有潜在资源	8
保障房建设带来实际支持	9
投资收益锦上添花	9
投资业务锦上添花	9
水务业务燃起星星之火	10
盈利预测与估值	11
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	13

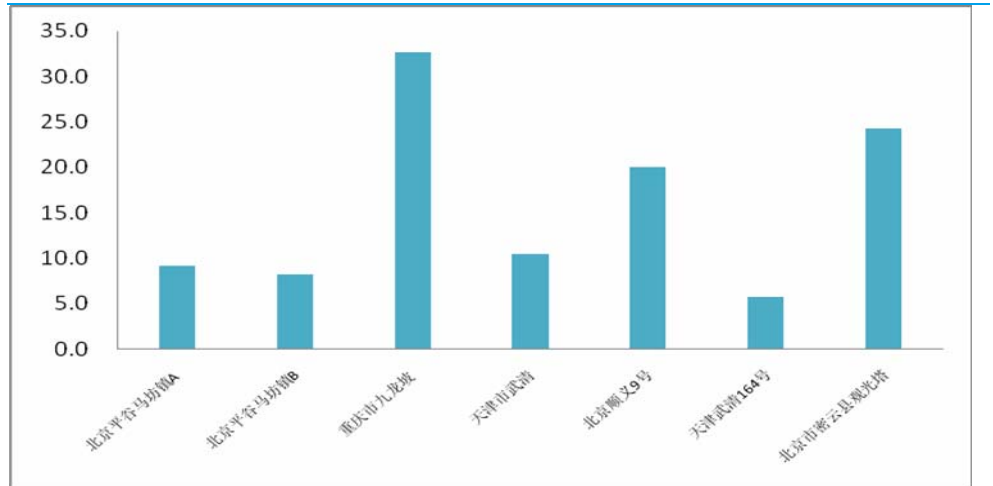
图表目录

图表 1: 公司 2011 年新增项目权益建面 单位: 万平方米	3
图表 2: 2011 年新增项目盈利水平分析	3
图表 3: 公司北京地区在建项目	4
图表 4: 公司项目表	5
图表 5: 11 年北京项目销售分月情况	5
图表 6: 徜徉集与周边项目相对位置图	6
图表 7: 徜徉集土地成本与周边比较	6
图表 8: 筑华年、世华水岸与周边项目相对位置图	7
图表 9: 储备项目情况	7
图表 10: 密云项目及周边土地成交楼面价	8
图表 11: 马坊镇项目及周边土地成交情况	8
图表 12: 一级开发项目分布	8
图表 13: 一级开发项目分布	9
图表 14: 公司保障房项目	9
图表 15: 投资公司情况	10
图表 16: 污水处理公司情况	10
图表 17: 开发项目盈利预测	11
图表 18: 开发物业重估净资产值	12
图表 19: 公司重估每股净资产	12

为数不多实现逆市扩张的公司

- 北京城建是 11 年为数不多实现了逆市扩张的地产公司，当年新增项目权益建面 110 万平方米，帮助公司储备规模增长 32%。

图表1: 公司 2011 年新增项目权益建面 单位: 万平方米



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 公司并非盲目扩张，新增项目都有较好盈利前景。新增储备除了有 20 万平方米限价房，预计毛利率为 21%，其余项目平均地价每平方米 2230 元，平均售价 8548，预计整体毛利率水平可达到 42%。

图表2: 2011 年新增项目盈利水平分析

	建筑面积	均价	容积率	销售额	地价款	建安总支出
天津市武清区 2011-164 号地块	21	6500	1.5	136500	28432	52500
天津市武清区住宅地块	12	6500	1.5	74750	15933	28750
重庆市九龙坡大渡口组团 K 分区	33	5500	1.2	179685	47400	81675
北京市平谷区马坊镇	35	13000	1.2	453180	121754	104580
北京市密云县观光塔	24	9000	2.0	218250	63600	72750
总计	124			1062365	277119	340255
每平米单价		8548		8548	2230	2738

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 公司能够逆势扩张的基础是良好的现金流。即使在拓展资源力度较大的情况下，三季报期末公司短期借款与一年内到期的非流动负债仅为 1.3 亿元，而现金达到 24.8 亿元，是短期负债的 19 倍；从绝对额分析，目前现金也与去年年初水平持平，北京城建是地产企业中现金流最为宽松的公司之一。
- 一二级联动与政府职能的承担是公司拿地优势。公司在北京和重庆都从事土地一级开发业务，这帮助公司更对称的了解一级开发项目的未来盈利前景；并且作为北京市国有企业，公司在保障房建设方面承担了更多的社会职能，也使公司更容易得到政府信任而获得拓展资源的机会，所以公司能够在弱市中实现扩张。

国家推动普通商品住房建设的最受益者

- 在 11 年的中央经济工作会议中，国家提出要加快普通商品住房的建设速度，意味着未来在相关产品的土地供给尤其是资金方面会给相关企业以实质支持。

- 北京城建自身的产品结构以普通商品住房为主，并且公司目前有 109 万平米的在建项目中都配套有保障房项目，普通商品住房和保障房都是国家支持的对象，如果未来国家在普通住房建设资金支持层面有所松动，公司将最为受益。因为公司项目中保障房和商品房是捆绑建设的，如果此类项目获得了资金支持，公司整体项目的资金流都会得最直接的优化和缓解，会给公司留出更多现金以拓展新项目。

图表3: 公司北京地区在建项目

项目名称	项目位置	占地面积 (公顷)	建筑面积 (万平方米)	保障房 (万平方米)	保障房类别
筑华年	朝阳区北苑南区	10.14	20.93	4.6	公租、廉租
徜徉集	房山区长阳镇	29	36.4	16	限价
小营一期	海淀区清河镇	17.61	28.1	8	公租
小营二期	海淀区清河镇	14.79	23.7	6.8	拆迁安置

来源: 公司数据 国金证券研究所

储备可售 结算一个都不少

- 在评价地产公司的各项指标中，北京城建都位居前列。
 - 目前公司可供销售建筑面积有 303 万平米，相对公司 12 年预计的 47 万平米结算面积而言，储备足够丰富。
 - 12 年公司推货量预计可达到 100 万平米，按每平米平均售价 1.3 万元计算，可售金额 130 亿元，而 11 年公司全年销售额约为 65 亿元，如果 12 年公司项目去化率达到 65%，全年销售可达到 85 亿元，同比增长 30%。
 - 三季度销售收入和预收款合计为 11 年预计收入的 1.91 倍，业绩锁定率高。

销售从一枝独秀到百花齐放

- 目前市场最关心上市公司的销售，有必要详细梳理公司项目和 12 年的销售前景。
- 市场之前对公司主打项目首城国际比较了解，但在该项目销售接近尾声之后会担心业绩会明下降，但公司的销售实际已从首城国际的一枝独秀过渡到百花齐放，在保证可售和业绩锁定的同时，更分散了风险。
- 11 年公司在售的主要有筑华年、世华泊郡、首城国际、徜徉集以及重庆熙城项目，主力销售仍来自北京地区。12 年除了世华泊郡、徜徉集继续担当销售主力外，公司天津武清、平谷、顺义以及成都项目也将进入销售周期。

图表4: 公司项目表

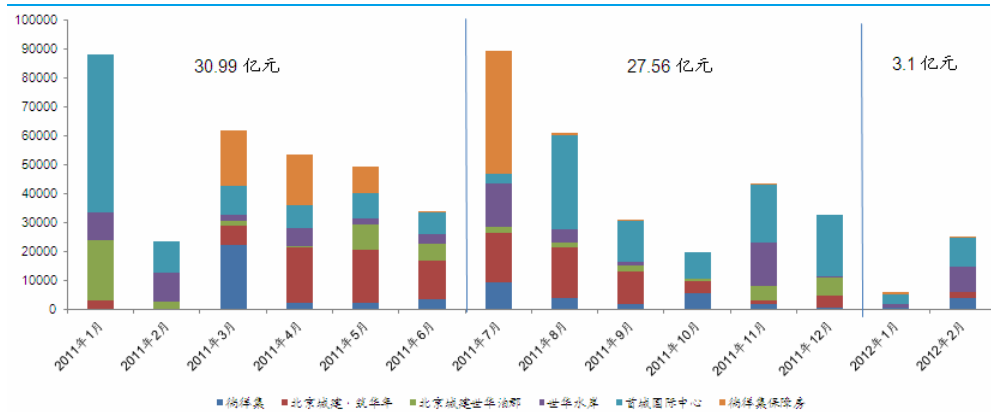
项目名称	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	保障房 (万平方米)	保障房 类别	楼面地价	可售面积 (万平方米)	权益比例
首城国际	23.7	46			5652	5	50%
世华泊郡	32	30.7			5804	27.1	100%
筑华年	10.14	20.93	4.6	公廉租	5738	4.1	100%
泰和国际大厦	0.65	1.8			7478	计划自持	100%
徜徉集	29	36.4	16	限价	4151	16.9	100%
重庆熙城	13.34	31.6			499	26.8	100%
成都项目	20.13	59.7			960	59.7	66%
青岛项目	1.6	1.65				1.65	51%
世华水岸	51.7	21.06			2947		100%
小营一期	17.61	28.1	8	公租房	6293	20.1	100%
小营二期	14.79	23.7	6.8	安置	6293	16.9	100%
平谷项目	26.65	34.86			3488	34.86	50%
九龙坡项目	26.79	32.67			1451	32.67	100%
武清项目 1	14.00	21.00			1385	21.00	50%
顺义项目	8.20	20.02	20.02	限价	2338		100%
武清项目 2	7.60	11.50			1354	11.50	50%
密云项目	12.13	24.25			2623	24.25	100%
合计	310.03	445.94	55.42			302.50	

来源: 公司数据 国金证券研究所

成本优势可保证较灵活销售策略的实施

- 世华泊郡和徜徉集预计将成为公司 12 的主力销售项目，因为公司具有地价成本优势，销售策略调整空间更大。
 - 11 年上、下半年公司分别实现销售额 31 和 27.6 亿元，分类别看，商品住宅实现 40.8 亿元，徜徉集保障房 8.9 亿元，世华水岸和首城国际商业 6.4 亿元，其他车库等实现 2.5 亿元。
 - 11 年世华泊郡、徜徉集和筑华年分别推盘 5.2、6.6 和 7.3 万平方米，分别销售 2.5、3.4 和 4.7 万平方米，去化 48%、52% 和 64%。世华泊郡去化较低主要由于同区有公司另一项目筑华年，非区内力推项目；而徜徉集则定价较周边相对较高。

图表5: 11 年北京项目销售分月情况



来源: 公司数据 国金证券研究所

- 徜徉集的拿地成本较低，可承受的降价空间较大。
 - 与周边中粮万科 16259 元/平米精装房和首开 13714 元/平米相比，公司 15306 元/平米的定价相对较高。而从中粮万科、中铁建长阳国际城分别 2011 年成交 21.4 和 19.9 万平米并居北京销售榜第一、第二位的销售成绩看，长阳地区需求有很大空间。
 - 按项目 4151 的土地成本，如果降价至 12000 元/平米，仍可维持 50% 毛利。如果公司降价促销，预计可以取得更好的销售成绩。
 - 预计 3 月公司推出 198 套团购房源，均价仅为 12900，公司已经开始实施降价促销的策略。

图表6: 徜徉集与周边项目相对位置图



来源：搜房网 国金证券研究所

图表7: 徜徉集土地成本与周边比较

地块	土地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	成交价 (亿元)	楼面均价 (元/平方米)	竞得方	成交时间
长阳起步镇 1 号	22.0	34.1	22.0	6442	中粮万科	2009 年 9 月 7 日
长阳起步镇 2 号、3 号北	22.6	44.3	22.6	5102	首开	2010 年 5 月 20 日
长阳起步镇 3 号南	9.8	10.5	9.8	6223	万科中粮	2010 年 5 月 12 日
长阳起步镇 4 号	15.1	36.4	15.1	4151	北京城建	2009 年 9 月 30 日
长阳起步镇 5 号	29.3	51.2	29.3	5726	中粮万科	2009 年 9 月 28 日
长阳起步镇 6 号	14.6	24.0	14.6	6095	中铁建	2010 年 5 月 20 日

来源：国土局网站 国金证券研究所

- 世华泊郡定价与虽与周边项目相比处于较低水平，但 11 年仅去化 48%。这一方面是由于该区域均价相对较高，房屋总价较高，在受信贷紧缩的影响更为明显；另一方面是同区内有公司另一项目筑华年在售，存在一定分流现象。
 - 11 年公司更主要将北苑地区销售主力定位在筑华年项目，该项目全年实现销售 11.5 亿元，为北苑地区销售冠军。
 - 北苑地区配套成熟，公司在该区域可售量也较为充足，如果 12 年信贷能够定向首套置业有所放松，或公司能够采取降价促销策略，仍能取得较好的销售成绩，保持区域内销售前列位置。
 - 目前公司已经加大世华泊郡促销力度，贷款 9.7 折。还推出了商业立项不限购的 21 号楼，均价仅为 17500 元/平方米。

图表8: 筑华年、世华水岸与周边项目相对位置图



来源: 搜狐焦点网国金证券研究所

新增项目接力下半年销售

- 除世华泊郡等项目外, 公司还有重庆熙城、成都双流项目、平谷、密云等合计 288 万平米的项目储备, 将在下半年和明年进入销售期。其中重庆、成都和密云项目成本优势也较为明显, 平谷项目周边住宅类用地出让少, 竞争并不激烈。
- 重庆熙城、成都双流项目已于 11 年开盘, 平谷、武清以及顺义保障房项目预计能够于 12 年进入销售周期。
 - 重庆熙城项目一期规划全部是别墅, 后期规划有住宅、商业。项目定位于西彭地区高品质的标志性小区。目前售价 4800, 楼面地价 499 元, 毛利率 38%。
 - 成都双流项目规划建筑面积约为 60 万平米, 住宅 54 万平米, 商业 9 万平米。项目最大优势在于楼面地价较低, 仅为 960 元。目前周边售价在 5-6 千元/平方米, 预计项目售价 5500 元/平米, 毛利率将达到 43%。
 - 平谷项目周边多为物流、工业用地, 竞争并不激烈。公司竞得地价为 3488 元/平米, 初步估算毛利率可达到 43%。
 - 顺义项目为保障房项目, 市场需求不必担心, 预计 12 年即可实现交付, 贡献销售额 12 亿元。

图表9: 储备项目情况

	获取时间	土地价格	土地面积	建筑面积	楼面地价	预计售价	预计毛利
小营居住项目	2010年9、11月	32.64	32.4	51.86 (14.8保障房)	7409.61	25000.0	60%
尚源熙城(西彭)	2009年11月18日	1.5757	12.1	31.60	498.64	4800.0	38%
成都双流项目	2010年3月4日	5.760472	20.1	60.00	960.08	5500.0	43%
天津市武清区住宅地块	2011年7、9月	4.4665	21.6	32.50	1374.31	6300.0	39%
重庆市九龙坡区大渡口	2011年7月13日	4.74	26.79	32.67	1450.87	6000.0	34%
北京市平谷区马坊镇	2011年5、6月	12.16	26.6	34.9	3488.24	13000	43%
北京市密云县观光塔	2011年12月16日	6.36	12.13	24.25	2622.68	8000.0	36%
北京市顺义区新城9号地西侧	2011年8月19日	4.68	8.20	20.02	2338.19	6000.0	限价房

资料来源: 公司数据 国金研究所

图表10: 密云项目及周边土地成交楼面价



来源: 国金证券研究所

图表11: 马坊镇项目及周边土地成交情况



一二级联动 主城仍有潜在资源

- 一二级联动是公司主要的拿地方式之一。目前公司已通过一二级联动获得北苑南区、重庆西彭和小营等项目。
 - 一级开发收归国有，有利于公司获取项目。10年起北京一级开发收回国有，但预计仍将采取政府委托的方式确定一级开发主体，公司的国企背景以及基础设施建设上的优势有助于公司在获得更多的一级开发项目。
- 主城区仍有潜在资源。目前公司在开发的有动感花园和望坛危改两个一级开发项目，
 - 动感花园是公司05年收购北京大东房地产开发有限公司获得的一级开发项目。占地4.7万平方米，规划建筑面积12万平方米。项目位于小营东南紧挨五环，位置较好。
 - 望坛危改项目回迁区23.92万平方米，规划建面138万平方米，由公司建设。回迁区外建设用地13万平方米，规划建筑面积约有50万平方米。项目位于崇文永外地区，南二环外，预计未来售价在40000元/平米，如果取得二级项目开发权将获得收入200亿。

图表12: 一级开发项目分布



来源: 公司数据 国金证券研究所

图表13: 一级开发项目分布

项目名称	项目位置	占地面积 (万平方米)	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	12.4	
望坛危改	崇文区永外地区	47.5	138	85 万方回迁 +50 万方商品房
合计		66.16	125	

来源: 公司数据国金证券研究所

保障房建设带来实际支持

- 公司是北京地区主要的保障性住房承建单位, 目前公司在建保障房有 55 万平方米, 未来预计需要开发的望坛还迁安置房有 80 万平方米。通过参建保障房, 公司能够获得融资和拿地上的便利。
 - 此外, 目前土地供给多有设定配建保障房的相关指标, 公司作为国企在拿地时更易于获得政府青睐, 获取相关土地。

图表14: 公司保障房项目

项目名称	占地面积 (公顷)	建筑面积 (万平方米)	保障房(万 平方米)	保障房类别	预计投资	权益比例
筑华年	10.14	20.93	4.6	公租、廉租	3.56	100%
徜徉集	29	36.4	16	限价	12.49	100%
小营一期	17.61	28.1	8	公租	5.03	100%
小营二期	14.79	23.7	6.8	拆迁安置	4.28	100%
顺义项目	8.20	20.02	20.02	限价	8.68	100%
合计	310.03	445.94	55.42		34.04	

来源: 公司数据 国金证券研究所

- 北京市 6 月底成立了保障房投资中心, 专营公租房的持有和运营。投资中心初步拟融资 500 亿元, 解决公租房建设相关的资金问题。
 - 公司已于 10 月向保障房投资中心申请 7 亿元贷款, 利率 7.53%, 低于市场平均的资金成本。
 - 此外, 公司还以北苑南区项目申报了 3.1 亿元的保障性住房贷款, 正在审批进程之中。
 - 10 亿元的保障房资金, 尽管限制了资金用途, 但可置换出已投入的资金, 且融资成本较低, 能够缓解公司资金压力。

投资收益锦上添花

投资业务锦上添花

- 创投业务是公司另一大亮点。目前公司投资收益主要来源于国信证券、锦州银行、中科招商和北科建。其中国信证券、锦州银行和北科建均有上市可能, 如上市将对公司估值水平将有很大的提升作用。

图表15: 投资公司情况

被投资单位名称	持股比例	投资成本	11年半年度账面值	核算方法	股权收益确认时点
国信证券有限公司	4.90%	12740	12740	成本法	发放股利时确认收益
锦州银行股份有限公司	3.45%	26000	26000	成本法	
北京科技园建设(集团)股份有限公司	21.54%	28000	39844.4	权益法	被投资单位实现净利润时确认投资收益,并调整账面值
深圳市中科招商创业投资有限公司	30.00%	12228.7	31097.8	权益法	
北京君道勤合投资咨询有限公司	40.00%	3280	3286.7	权益法	

来源: 公司数据国金证券研究所

- **国信证券。**公司持有国信证券 3.43 亿股, 比例为 4.9%。目前以成本法计量, 投资收益主要来源于股利分配, 每年通过分红实现收益 7000 万元左右。
 - 10 年底国信证券净资产 173.75 亿元, 如果给以 2.5 倍 PB, 市值应为 434 亿元, 公司享有部分为 21.28 亿元, 溢价 20 亿元, NAV 每股增厚 2.25 元。
- **锦州银行。**公司持有锦州银行股份 1.3 亿股, 占其总股本的 4.58%, 成本价 2 元每股。10 年底锦州银行净资产为 86.12 亿元。锦州银行近期上市可能性不大, 但仍为公司重要的业绩蓄水池。
- **中科招商蕴藏利润。**公司持有中科招商 30% 的股权, 初始投资 1.22 亿。10 司通过中科招商获得投资收益 1156 万元。
 - 中科招商管理创投基金、产业基金和并购基金三类基金。中科招商团队成功投资了数十个项目, 其投资的钢研高纳、数码视讯和杰赛科技已经上市, 此外同捷科技、南京微创等未来也有望上市。
- **北科建经营稳健。**北科建主要的开发项目有中关村西村、中关村软件园、生命科学园等科技园区类项目。
 - 公司持有北科建 21.54% 的股权, 10 年北科建实现净利润 2.24 亿元, 净利率 9.1%, 为公司贡献 4783 万元的投资收益。

水务业务燃起星星之火

- 污水处理是公司 08 年开始涉足的业务, 目前公司旗下有 6 个污水处理公司, 加上 11 年新中标的济南济源污水处理 BOT 项目, 共有 7 个 BOT 项目。
 - 10 年污水处理业务贡献净利润 336 万元, 测算污水处理每吨年可贡献净利润 0.15 元, 目前项目全部达产后, 每年可为公司贡献净利润 1814 万元, 每股收益 0.02 元。
 - 暂时对收益没有直接影响, 但未来公司会继续扩大污水处理业务规模, 并有望将污水处理业务培育上市。

图表16: 污水处理公司情况

	注册资本 (万元)	持股比例	工程预算 (百万元)	特许经营 年限	设计规模 (万立方/日)	状态
北京城建环保投资发展股份有限公司		70%				
靖溪县城建污水处理有限公司	800	100%	23	30年	4	09年上半年投入运营
宁国市城建污水处理有限公司	2000	100%	51.13	30年	8	10年投入运营
莱湖市城建花山水污水处理有限公司	800	100%	26.16	30年	2	调试
大城县城建环保污水处理有限公司	960	100%	32.2	25年	4	10年投入运营
禹城东郊城建污水处理有限公司	1000	100%				施工
南昌青山湖污水处理有限公司	9932.64	20%			100	09年上半年投入运营
中标河南济源玉川污水处理BOT项目					10	施工

来源: 公司数据 国金证券研究所

盈利预测与估值

- 公司开发类物业每股增值 7.68 元，国信证券和锦州银行每股增值 2.46 元，中科招商等股权投资收益增值 1.34 元，综合重估每股净资产 17.4 元，目前折价 21%。
- 预计公司 11-12 年每股收益 1.25、1.64 元，市盈率 11.1、8.4 倍。由于公司下属多家投资公司都有上市可能，这部分投资退出将为公司提供丰厚投资收益，给予公司 12 年 10-11 倍市盈率，目标价格 16.4-18.04 元，建议买入。

图表17：开发项目盈利预测

	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益	土地增值税		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013		2011	2012	2013
北苑家园	1.0			10000	10000		46%			100%	7		
筑华年	8.0	10.0	6.0	24000	24000	24000	59%	59%	59%	100%	216	270	162
筑华年公租房		1.6		5000	5000	5000		10%		100%		1	
首城国际	8.0	6.0	7.0	25000	28000	32000	63%	56%	62%	50%	126	85	136
世华泊郡		6.0	6.0	24000	24000	24000		63%	63%	100%		184	184
徜徉集	0.0	8.0	8.0	11000	11000	11550		35%	38%	100%		9	34
房山长阳镇两限房		8.0	8.0	7700	7700	7700		10%	10%	100%		6	6
小营公租房			4.0	6500	6500	6500			8%	100%			3
小营商品住宅			5.0	25000	25000	25000			60%	100%			146
小营定向安置			6.8	6500	6500	6500			8%	100%			4
尚源熙城(西彭)	10.00	8.0	8.0	4800	4800	4800	38%	38%	38%	100%	17	13	13
华阳项目			10.0	5500	5500	5500			43%	66%			19
小计	28.1	47.6	68.8	16797	15714	13879	59%	51%	50%		395	568	707

来源：公司数据 国金证券研究所

图表18: 开发物业重估净资产值

	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	增值额	公司权益	权益增值额
北苑家园	4.11	10000	46%	1.3747	0.226	2.122	0.747	100%	0.747
筑华年	24.33	15783	59%	3.8142	2.112	12.717	10.209	100%	10.209
筑华年公租房	1.60	24000	10%	0.92	0.211	0.900	(0.020)	100%	(0.020)
世华水岸	9.19	18259	62%	6.5101	0.923	10.795	4.285	100%	4.285
首城国际	43.81	25646	59%	39.2142	6.180	68.247	29.033	50%	14.516
小营公租房	8.00	6500	8%	2.0000	0.286	1.608	(0.392)	100%	(0.392)
小营商品住宅	32.64	25000	60%	32.6400	4.488	43.585	10.945	100%	10.945
小营居定向安置	6.80	6500	8%	2.0400	0.243	1.681	(0.359)	100%	(0.359)
重庆尚源印象	1.91	4025	53%	0.1436	0.042	0.338	0.195	53%	0.103
徜徉集	30.70	24000	63%	19.7862	4.052	34.511	14.725	100%	14.725
北京房山长阳镇住宅	17.00	11291	37%	7.0567	1.056	9.344	2.287	100%	2.287
北京房山长阳镇两限房	16.00	7700	10%	6.6416	0.678	5.787	(0.855)	100%	(0.855)
宣武区骡马市大街南侧商业	1.80	35000	61%	1.3912	0.347	2.644	1.252	100%	1.252
西彭项目	31.60	4800	38%	1.58	0.834	4.035	2.455	100%	2.455
华阳项目	60.00	5944	47%	5.76	1.962	11.151	5.391	51%	2.750
天津市武清区	21.00	6372	40%	1.5570	0.736	3.158	1.601	50%	0.800
北京市顺义区新城	20.00	5500	12%	4.6800	0.605	3.751	(0.929)	100%	(0.929)
天津市武清区2	11.50	6300	38%	2.9000	0.398	3.211	0.311	50%	0.155
重庆市九龙坡区大渡口	32.67	6154	36%	4.7400	1.106	6.303	1.563	100%	1.563
北京市平谷区马坊镇	34.86	13337	55%	12.1600	2.557	17.013	4.853	50%	2.427
北京市密云县观光塔	24.25	9216	44%	6.3600	1.229	7.952	1.592	100%	1.592
小计	429.60		0%			250.8517	88.89		68.26
投资收益									13.20

来源：公司数据国金证券研究所

图表19: 公司重估每股净资产

开发增值额	开发每股增值额	股权投资增值额	股权投资每股增值额	投资收益每股增值	账面净资产	重估净资产
68.26	7.68	21.86	2.46	1.34	5.85	17.4

来源：公司数据国金证券研究所

风险提示

- 公司产品主要集中在北京地区，受调控影响较大；由于结算进度原因，11年报业绩存在下滑风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,440	3,438	4,646	5,120	7,620	9,542	货币资金	1,211	1,941	2,564	3,385	1,915	1,669
增长率	40.9%	35.1%	10.2%	48.8%	25.2%		应收款项	337	737	657	1,010	1,503	1,882
主营业务成本	-1,399	-2,001	-2,720	-2,155	-3,747	-4,804	存货	6,203	8,480	11,501	7,901	13,743	17,635
%销售收入	57.3%	58.2%	42.1%	49.2%	50.3%		其他流动资产	1,071	1,332	755	864	1,688	1,443
毛利	1,041	1,437	1,926	2,965	3,873	4,739	流动资产	8,822	12,490	15,477	13,160	18,849	22,630
%销售收入	42.7%	41.8%	57.9%	50.8%	49.7%		%总资产	83.0%	82.9%	86.2%	85.7%	89.3%	90.8%
营业税金及附加	-406	-197	-356	-814	-1,100	-1,264	长期投资	1,463	2,156	1,943	1,944	1,943	1,943
%销售收入	16.6%	5.7%	7.7%	15.9%	14.4%	13.2%	固定资产	109	148	72	111	148	185
营业费用	-39	-81	-133	-128	-191	-239	%总资产	1.0%	1.0%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%
%销售收入	1.6%	2.3%	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	29	24	140	148	155	161
管理费用	-131	-157	-194	-179	-305	-286	非流动资产	1,804	2,568	2,474	2,204	2,247	2,291
%销售收入	5.4%	4.6%	4.2%	3.5%	4.0%	3.0%	%总资产	17.0%	17.1%	13.8%	14.3%	10.7%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	465	1,003	1,243	1,844	2,277	2,950	资产总计	10,625	15,058	17,951	15,364	21,096	24,921
%销售收入	19.1%	29.2%	26.8%	36.0%	29.9%	30.9%	短期借款	800	400	2,230	0	0	0
财务费用	-20	27	-26	-7	3	0	应付款项	3,147	5,926	7,774	6,508	10,270	11,614
%销售收入	0.8%	-0.8%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	其他流动负债	263	405	607	667	844	1,047
资产减值损失	-7	20	1	-12	-2	14	流动负债	4,210	6,731	10,611	7,175	11,114	12,661
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,300	1,920	403	-97	3	103
投资收益	-7	148	631	174	38	0	其他长期负债	505	1,509	1,401	1,384	1,384	1,384
%税前利润	n.a	13.1%	34.0%	8.7%	1.7%	0.0%	负债	7,015	10,160	12,416	8,462	12,501	14,148
营业利润	431	1,197	1,849	2,000	2,317	2,963	普通股股东权益	3,507	4,799	5,206	6,181	7,599	9,555
营业利润率	17.7%	34.8%	39.8%	39.1%	30.4%	31.1%	少数股东权益	103	99	330	720	996	1,218
营业外收支	0	-71	6	0	0	0	负债股东权益合计	10,625	15,058	17,951	15,364	21,096	24,921
税前利润	431	1,126	1,855	2,000	2,317	2,963							
利润率	17.7%	32.8%	39.9%	39.1%	30.4%	31.1%	比率分析						
所得税	-120	-293	-440	-500	-579	-741		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税率	27.8%	26.0%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	311	834	1,415	1,500	1,738	2,223	每股收益	0.427	1.147	1.351	1.247	1.644	2.250
少数股东损益	-5	-16	214	391	276	222	每股净资产	4.732	6.477	5.855	6.952	8.546	10.746
归属于母公司的净利润	316	850	1,201	1,109	1,462	2,001	每股经营现金净流	-0.208	2.301	0.237	3.881	-1.605	-0.281
净利率	13.0%	24.7%	25.9%	21.7%	19.2%	21.0%	每股股利	0.100	0.050	0.100	0.150	0.050	0.050
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.02%	17.71%	23.07%	17.94%	19.24%	20.94%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	2.98%	5.64%	6.69%	7.22%	6.93%	8.03%
净利润	311	834	1,415	1,500	1,738	2,223	投入资本收益率	4.67%	8.52%	9.92%	16.89%	17.11%	18.05%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	19	-2	15	17	7	-8	主营业务收入增长率	54.47%	40.91%	35.14%	10.20%	48.83%	25.23%
非经营收益	-46	-183	-667	147	-40	1	EBIT增长率	33.52%	115.47%	23.97%	48.33%	23.52%	29.52%
营运资金变动	-434	946	-441	1,788	-3,133	-2,466	净利润增长率	19.36%	168.84%	41.32%	-7.68%	31.84%	36.87%
经营活动现金净流	-149	1,594	322	3,451	-1,427	-250	总资产增长率	4.00%	41.72%	19.21%	-14.41%	37.31%	18.13%
资本开支	-30	-55	-40	-53	-49	-50	资产管理能力						
投资	-188	-289	-71	-1	0	0	应收账款周转天数	11.3	2.5	1.1	2.0	2.0	2.0
其他	13	47	407	174	38	0	存货周转天数	1,594.4	1,339.3	1,340.7	1,340.0	1,340.0	1,340.0
投资活动现金净流	-205	-297	296	120	-11	-50	应付账款周转天数	178.6	187.6	211.2	200.0	200.0	100.0
股权募资	50	18	17	0	0	0	固定资产周转天数	9.2	6.7	5.5	6.2	5.0	4.7
债权募资	550	-317	433	-2,742	100	100	偿债能力						
其他	-333	-400	-333	-9	-132	-46	净负债/股东权益	65.84%	35.93%	26.24%	-30.40%	-6.15%	-1.69%
筹资活动现金净流	266	-700	117	-2,751	-32	54	EBIT利息保障倍数	23.4	-36.6	47.7	275.9	-721.4	13,808.4
现金净流量	-88	597	734	821	-1,470	-246	资产负债率	66.02%	67.47%	69.16%	55.08%	59.26%	56.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	4
买入	0	1	1	3	8
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.83	1.79

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B