



逆水行舟 资产重估行情可期

——北京城建（600266）2011 年年报点评

2012 年 4 月 4 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: 张鹏	电话: 010-66554029	Zhengmg@dxzq.net.cn	

事件:

公司发布 2011 年年报。报告期内,公司实现营业收入 52.46 亿元,比上年同期增长 12.92%; 营业利润 17.56 亿元,同比减少 5.03%; 归属母公司股东净利润 8.55 亿元,同比减少 28.78%,基本每股收益 0.96 元,同比下降 28.89%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入(百万元)	256.06	190.05	1386.62	2813.47	915.87	1326.72	1632.70	1371.21
增长率(%)	-44.32%	-56.28%	16.60%	107.75%	257.68%	598.11%	17.75%	-51.26%
毛利率(%)	65.93%	68.44%	43.38%	36.47%	54.77%	57.54%	57.07%	60.56%
期间费用率(%)	23.76%	24.91%	2.69%	7.38%	11.08%	7.17%	7.02%	19.39%
营业利润率(%)	132.53%	61.98%	45.60%	26.99%	33.39%	48.11%	22.00%	33.01%
净利润(百万元)	263.67	87.40	484.96	580.24	217.29	477.38	247.70	358.86
增长率(%)	100.49%	82.19%	121.68%	33.22%	-17.59%	446.22%	-48.92%	-38.15%
每股盈利(季度,元)	0.365	0.125	0.519	0.424	0.175	0.317	0.152	0.317
资产负债率(%)	69.58%	72.26%	71.94%	69.16%	68.60%	68.52%	68.40%	70.35%
净资产收益率(%)	5.26%	1.89%	9.80%	10.48%	3.78%	7.83%	3.90%	5.50%
总资产收益率(%)	1.60%	0.53%	2.75%	3.23%	1.19%	2.46%	1.23%	1.63%

评论:

积极因素:

- **公司毛利率大幅提升。**报告期内,公司的房屋销售业务和污水处理业务的毛利率均有不同程度提升,其中房屋销售业务的毛利率提升幅度为17.57个百分点达58.35%;物业管理业务毛利率则提升1.39个百分点。公司报告期内房屋销售业务收入占总营业收入比重为97.33%,因此拉动公司综合毛利率提升16.57个百分点。
- **公司投资业务稳步发展。**报告期内,公司实现投资收益2.65亿元,较2010年下降57.91%,主要原因在于公司2010年转让了两家公司的股权,当年确认的投资收益大幅增长。实际上,2011年公司的重点投资企业稳步发展收益良好,扣除不可持续部分的投资收益后实现了35%的增长。
- **多元化融资成绩显著。**公司与多家银行积极沟通,进一步扩大了开发贷规模。同时,以世华龙樾、筑华年保障房项目为主体获得安居债贷款10.1 亿元,以世华蓉湾项目为主体获得信托贷款3 亿元,公司还在产业投资基金、私募基金等方面进行了积极尝试。

- **公司销售稳步增长。**报告期内公司实现销售面积44.13万平方米，销售额65.07亿元，回款61.94亿元，综合销售单价为14745元/平方米。

表 1：公司业务收入分类情况

	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	营业利润 率(%)	营业收入 比上年增减 (%)	营业成本 比上年增减 (%)	营业利润率比上年增 减(%)
房地产业	503,245.48	209,597.53	58.35	10.31	-22.07	增加 17.30 个百分点
服务业	12,049.69	8,531.94	29.19	100	100	不适用
污水处理业	1,739.37	988.37	43.18	45.06	41.59	增加 1.39 个百分点
合计	517,034.54	219,117.84	57.62	13.03	-18.74	增加 16.57 个百分点

资料来源：公司年报、东兴证券

消极因素：

- **报告期内税金和三费有不同程度增长。**报告期内公司的营业税金及附加占营业收入比重大幅提升10.68个百分点达18.35%；销售费用、管理费用和财务费用占营业收入比重分别提高0.62、2.14和0.63个百分点。

业务展望：

- **2012年，切实加大销售力度。**房屋销售是全年工作的重中之重。公司将以“现金为王”，狠抓房屋销售工作，全力突破市场销售困局。一是加强销售计划统筹管理，建立标准化销售管理流程。二是密切关注市场形势，加强竞争对手的研究，制定灵活的销售策略。三是积极开展专项劳动竞赛，加大对子公司房屋销售的激励力度。四是加强销售代理的监督管理，提升销售队伍的业务素质。
- **适时扩大土地规模。**密切关注房地产市场形势变化，适时扩大二级开发土地规模，尤其是关注政策性保障房土地。积极寻求二三四线城市的低成本拿地机会。加快推进土地一级开发工作，完成动感花园项目的入市交易工作。

投资建议：

公司是北京地区的区域性龙头企业，公司的项目储备超过70%分布在北京，在北京地区具有较强的品牌实力。2011年，北京地区的调控政策最为严厉，市场空前低迷，但公司仍然最终取得较为理想的成绩。公司期末预收款充足，基本锁定2012年的业绩。公司投资板块稳步发展，2012年预计国信证券上市的可能性很大，这将为公司带来资产重估的机会。预计公司2012-2014年营业收入分别为62.29亿元、81.21亿元和95.76亿元，归属于上市公司股东净利润分别为13.29亿元、16.94亿元和20.11亿元，每股收益分别为1.5元、1.9元和2.26元。对应PE分别为8.74、6.85和5.77。按照公司12年业绩12倍PE计算，公司6个月目标价17元，维持公司“推荐”评级。

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	18763	24308	31845	42506	营业收入	5246	6229	8121	9576
货币资金	2994	3426	4466	5267	营业成本	2219	2958	3885	5312
应收账款	42	4	6	7	营业税金及附加	963	872	1137	958
其他应收款	358	425	554	654	营业费用	183	249	284	287
预付款项	797	1004	1276	1647	管理费用	331	343	406	479
存货	14570	19449	25543	34931	财务费用	63	64	123	224
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-2.78	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	3227	1455	1427	1398	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1726	0	0	0	投资净收益	265.46	250.00	300.00	380.00
固定资产	70.63	105.96	91.61	77.26	营业利润	1756	1988	2580	2691
无形资产	140	126	112	98	营业外收入	12.06	12.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	5.21	5.00	50.00	50.00
资产总计	21990	25762	33271	43904	利润总额	1763	1995	2570	2681
流动负债合计	10221	13688	20116	29743	所得税	461	499	643	670
短期借款	30	1718	7396	13876	净利润	1301	1496	1928	2011
应付账款	2499	2431	745	1019	少数股东损益	446	167	234	0
预收款项	6521	8389	10826	13698	归属母公司净利润	855	1329	1694	2011
非流动负债合计	5249	3845	3845	3845	EBITDA	1976	2081	2732	2943
长期借款	3845	3845	3845	3845	EPS (元)	0.96	1.50	1.91	2.26
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	15470	17533	23961	33588		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	625	792	1026	1026	成长能力				
实收资本(或股本)	889	889	889	889	营业收入增长	12.9%	18.73%	30.37%	17.92%
资本公积	1213	2091	2091	2091	营业利润增长	385.7%	13.22%	29.81%	4.29%
未分配利润	3367	3899	4576	5381	归属于母公司净利润增长	244.7%	55.39%	27.45%	18.69%
归属母公司股东权益合计	5895	7438	8285	9290	获利能力				
负债和所有者权益	21990	25762	33271	43904	毛利率(%)	58%	53%	52%	45%
现金流量表					净利率(%)	25%	24%	24%	21%
	单位:百万元				总资产净利润(%)	4%	5%	5%	5%
经营活动现金流	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	15%	18%	20%	22%
净利润	-333	-1976	-3962	-4826	偿债能力				
折旧摊销	1301	1496	1928	2011	资产负债率(%)	70%	68%	72%	77%
财务费用	157.51	0.00	28.32	28.32	流动比率	1.84	1.78	1.58	1.43
应付帐款的变化	63	64	123	224	速动比率	0.41	0.35	0.31	0.25
预收帐款的变化	0	-68	-1686	274	营运能力				
投资活动现金流	0	1991	295	375	总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.25
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	193.21	268.61	1652.47	1580.07
长期投资	1726	0	0	0	应付账款周转率	2.35	2.53	5.11	10.86
投资收益	265	250	300	380	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	416	4708	5252	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.50	1.91	2.26
短期借款	30	1718	7396	13876	每股净现金流(最新摊薄)	0.48	0.49	1.17	0.90
长期借款	3845	3845	3845	3845	每股净资产(最新摊薄)	6.63	8.36	9.32	10.45
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-33	878	0	0	P/E	13.60	8.74	6.85	5.77
财务费用	0.00	-64	-123	-224	P/B	1.97	1.56	1.40	1.25
现金净增加额	-333	432	1040	800	EV/EBITDA	7.05	6.63	6.75	8.19

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产行业、建筑工程研究工作至今。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。