

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

010-63222915

chenshujing@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.00元

当前股价: 15.88元

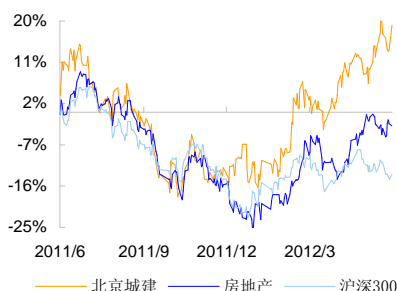
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2305.86
总股本(百万)	889
流通股本(百万)	889
流通市值(亿)	141
EPS	0.96
每股净资产(元)	6.63
资产负债率	70.35%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北京城建	7.59	14.80	46.89
房地产	-1.80	4.92	15.70
沪深300指数	-7.12	-3.02	-0.15



相关报告

房地产 - 成交持续回暖, 政策微调或使淡季不淡-24个城市周交易报(5.28-6.03)

房地产 - 政策逐步向好, 刚需改善持续释放-主要城市房地产市场月报(2012-4)

北京城建-资源丰富后劲足, 业绩靓丽看点多 2011-10-27

北京城建

600266

强烈推荐

资源为疆, 现金为王, 地产护航 X 点亮

作为一家耳熟能详的公司, 我们在11年年初推荐后, 公司股价最大涨幅43%, 后续持续跟踪, 坚定看好公司。

今年以来, 在房地产行业基本面持续恢复背景下, 公司股价回升23%。公司看点颇多, 估值提升空间大。本报告围绕投资者最关心的几大问题展开, 采用行业运行轨迹的逻辑贯穿起来, 总结了公司的核心优势及股价催化剂, 回答了看好公司的理由。

投资要点:

- 12年可售量超100万平/140亿元, 货量充足, 销售增长可期。11年去化七成, 项目多为年初推出, 在12年市场回暖且项目地段优势明显的背景下, 去化六成销售超80亿(+23%), 去化七成销售近100亿(+54%)。1-5月销售超30亿, 全年80亿可期。目前储备项目约350万平, 可保证未来4年年均35%的增长。
- 公司的资金状况在行业中处于优势地位, 货币资金充足, 负债率远低于行业平均水平。优秀的资金状况一方面来自销售资金回笼, 另一方面融资能力强, 品牌国企、配建保障房等保障了公司目前所有渠道融资通畅。
- 资金充裕保障了公司实现逆市扩张。公司自10年来保持每年新增土地100万平以上, 平均地价2677元/平, 实现低成本扩张。集团的产业链协作、一二级联动、积极配建保障房等为公司获取质优价廉的资源提供了有力支持。
- 大股东在公司获取土地资源、预售许可证以及资金支持时发挥了不可忽视的作用。更为重要的是, 集团资源丰富, 拥有托管公司超百万平土储及大量可开发自用地资源, 在国企主业整体上市推进下, 若资本市场注资放开则有望拉开集团房地产开发整体上市序幕。
- 对外投资为公司带来丰厚回报。国信年底前上市的可能性大, 预计升值3.8元/股。投资北科建股权升值约6亿; 锦州银行上市进入初审, 及其他拟上市公司若成功上市将有助于估值提升。
- 预计12-14年EPS1.29/1.71/2.22元, 未来5年净利润复合增长率30%。RNAV22.15元, 当前股价7折交易。给与6个月目标价22元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 欧债恶化、政策调控超预期、一级开发转为二级开发不确定以及拟上市公司上市是否成功不确定。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5246	6393	8161	10051
收入同比(%)	13%	22%	28%	23%
归属母公司净利润	855	1147	1522	1977
净利润同比(%)	-29%	34%	33%	30%
毛利率(%)	57.7%	54.3%	51.4%	49.5%
ROE(%)	14.5%	16.3%	18.1%	19.2%
每股收益(元)	0.96	1.29	1.71	2.22
P/E	16.64	12.42	9.35	7.20
P/B	2.41	2.02	1.69	1.39
EV/EBITDA	8	7	5	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、行业调控常态下，销售能否给力？	4
1.1 进入城市消费能力强劲，政策微调，去化无需担忧	5
1.2 货量充足，项目优势突出，销售增长可期	7
1.2.1 12年可售建面超100万平，可售额约140亿元	7
1.2.2 12年销售额有望超80亿元，23%以上的增长	7
1.3 一二级土地储备近500万平，保证未来4年年均35%的增长	8
二、行业资金链紧张状态下，公司“差钱”么？	9
2.1 资金充裕，负债率低，房企中的“现金牛”	9
2.2 多渠道融资，成本低，优势突出	10
三、地市冷清下公司扩张情况如何？有何优势？	11
3.1 土地资源质优价廉，实现逆市扩张	11
3.2 获取资源的优势：产业链协作+一二级联动+保障房支持	13
3.2.1 大股东施工王牌，产业链协作有利公司	13
3.2.2 一二级联动，潜在资源丰富	13
3.2.3 配建保障房，有助于资源获取	14
四、传统国企，大股东能为公司带来哪些资源？	14
4.1 大股东深厚的政府关系，有利公司获取资源及资金	14
4.2 集团资源丰富，若资本市场注资放开有望实现主业整体上市	15
4.2.1 托管资源超百万平，主业整体上市推进下有望注入公司	15
4.2.2 大量自用地有望开发，若资本市场融资放开或将注入公司	16
五、对外投资能带来多大的估值提升？	16
5.1 股权投资国信证券和锦州银行上市能带来估值提升4元	16
5.2 其他投资收益丰厚，提升公司估值1.5元	17
5.3 污水处理保守估计未来5年贡献净利润2000万元	18
六、盈利预测、估值与投资建议	19
6.1 盈利预测	19
6.2 估值	20
6.3 投资建议	20
6.4 风险提示	21

图 表

图 1: 核心投资逻辑	4
图 2: 2011 年营业收入结构	5
图 3: 2010 年和 2011 年营业收入分地区情况	5
图 4: 北京: 今年 2 月以来周均成交同比升 38%	5
图 5: 天津: 今年 3 月以来周均成交同比升 10%	5
图 6: 重庆: 今年 2 月以来周均成交同比升 53%	6
图 7: 成都: 今年 3 月以来周均成交同比升 102%	6
图 8: 青岛: 今年 2 月以来周均成交同比降 24%	6
图 9: 公司历年销售均价 (元/平米)	8
图 10: 货币资金与短期负债	10
图 11: 负债水平	10
图 12: 公司历年新增土地情况	12
图 13: 2004-2011 年公司新增土地面积及成本	12
图 14: 2007-2011 年楼面地价与销售均价对比	12
图 15: 公司土地储备区域分布	13
图 16: 公司土地储备区域	13
图 17: 公司股权结构图	15
表 1 进入城市宏观经济指标	5
表 2 进入城市调控政策一览表	6
表 3 2012 年公司预计可售项目	7
表 4 2012 年公司销售额预测情景分析	8
表 5 现有二级土地开发项目	9
表 6 现有一级土地开发项目	9
表 7 房地产项目长期借款 (2011.12.31)	11
表 8 2012 年一级开发项目情况	14
表 9 公司配建保障项目情况	14
表 10 托管公司项目情况	15
表 11 托管公司开发项目价值评估	16
表 12 股权投资国信证券上市价值估算	17
表 13 股权投资锦州银行上市价值估算	17
表 14 2011 年对外股权投资投资收益	18
表 15 环保业务详情	18
表 16 公司商品房销售收入预测	19
表 17 公司收入成本预测	19
表 18 北京城建 RNAV	20

作为一家耳熟能详的公司，我们在 11 年年初推荐（详见《低成本扩张，做大做强动力足》）后，公司股价最大涨幅 43%，后续也持续跟踪，坚定看好公司（详见《房地产增长有保障，亮点纷呈，更多惊喜随后》）。

今年以来，在房地产行业基本面持续恢复的背景下，公司股价回升 23%，未来仍有上升空间。一方面，行业的持续向好后续仍有向上动力；另一方面，公司作为二线龙头，看点颇多，估值提升空间大。

本报告围绕投资者最关心的几大问题——销售能否持续增长、资金是否紧张、能否实现逆市扩张等展开，采用行业运行轨迹的逻辑贯穿起来，总结了公司的核心优势。除此之外，大股东托管给公司的资源及其他自用地资源在“主业整体上市改革”推进的背景下或将拉开集团房地产整体上市序幕。而国信证券、锦州银行的上市及北科建股权投资的优化配置将成为公司股价上涨的催化剂。

图 1：核心投资逻辑



资料来源：中投证券研究所

一、行业调控常态下，销售能否给力？

公司多年来坚持秉承多元化的业务结构，以房地产开发为核心，投资、环保和物业经营等辅助支撑，多个业绩支撑平台兼收并蓄。其中，作为主业的房地产开发业务占到主营业务收入 95%以上。在房地产业务区域布局方面，公司深耕北京，向二三线城市逐步扩张。

众所周知，北京房地产市场调控起步最早、政策最为严厉，加之外来人口及流动人口众多，调控的影响深远。在行业调控常态化的趋势下，以北京市场为大本营的北京城建，能否得以实现房地产销售的持续增长？

图 2: 2011年营业收入结构

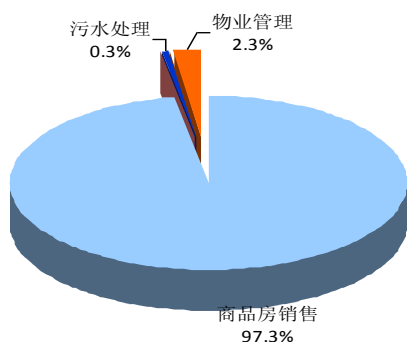
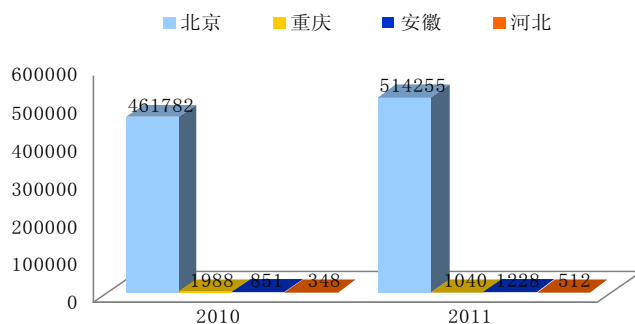


图 3: 2010年和2011年营业收入分地区情况



资料来源: 上市公司、中投证券研究所

1.1 进入城市消费能力强劲，政策微调，去化无需担忧

北京作为首都，经济发达程度毋庸置疑，同时公司进入的渝、蓉、青、津等城市也属于二线城市中经济发展的排头兵，消费能力强劲。

表 1 进入城市宏观经济指标

	GDP (亿元)	固定资产投资 (亿元)	房地产投资 (亿元)	人口 (万人)	人均可支配收入 (元)
北京	16000	5520	3036	1962	32903
天津	11191	7040	1080	1299	26921
重庆	10011	7366	2015	2885	20250
成都	6855	5006	1596	1149	23932
青岛	6616	3503	783	764	28567

资料来源: Wind、中投证券研究所

注: GDP、固定资产投资额、房地产投资额、人均可支配收入为 2011 年统计数据; 人口为 2010 年统计数据。

自今年 1 月房地产销售见底后，受压制刚需持续释放，市场成交回暖。从我们跟踪的数据来看，进入城市春节后销售逐渐回暖，环比持续上升。同比来看，北京、重庆春节后市场恢复迅速，周均成交同比出现上升；天津、成都紧随其后，也在 3 月实现周均成交同比上升。值得一提的是，重庆、成都两地交易尤为活跃，今年以来的成交均值已超去年平均水平。

图 4: 北京: 今年2月以来周均成交同比升38%

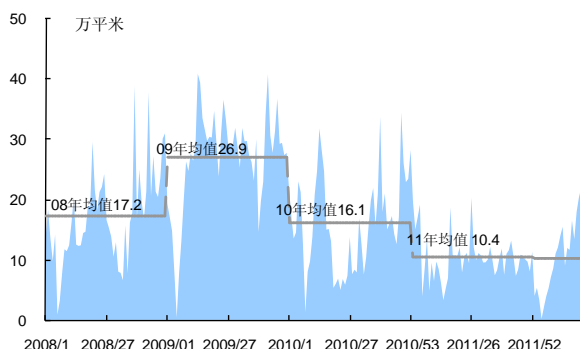


图 5: 天津: 今年3月以来周均成交同比升10%

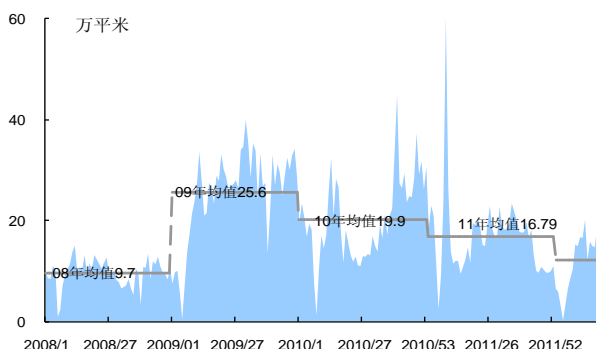


图 6: 重庆: 今年2月以来周均成交同比升53%

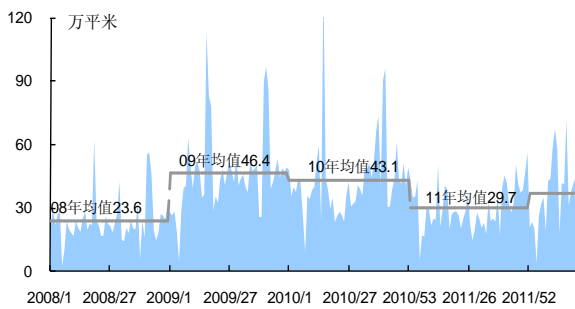


图 7: 成都: 今年3月以来周均成交同比升102%

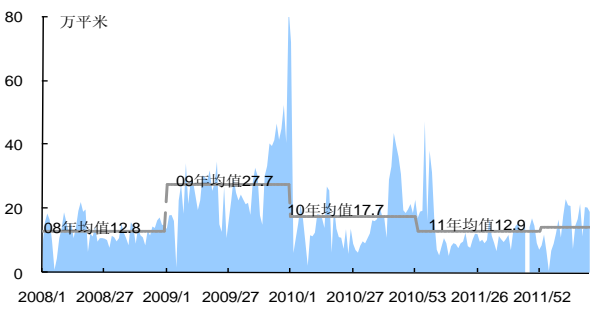
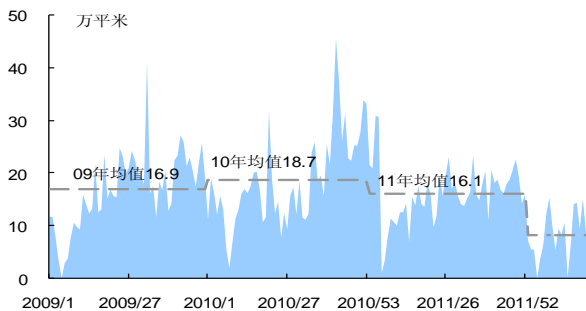


图 8: 青岛: 今年2月以来周均成交同比降24%



资料来源: 中国指数研究院, 中投证券研究所

政策方面, 宏观经济的下滑使“稳增长”占领了政策高地, 同时调控政策“一竿子打死”, 并未保障正常的住房需求, 因而政策微调顺理成章的推出。我们去年年底对于政策即将预调微调的判断也在近期政策调整中得到了印证。

我们仍坚信政策微调将持续。在行业投资增速急速下滑、企业流动性加速恶化的背景下地方政府在金融层面仍有宽松空间, 目前全国逾 10 城市已松绑公积金贷款; 经济的衰退及通胀下行已迫使央行降准、降息, 信贷后续仍有调节空间。政策的修正支持购买首套普通住房, 刚需将有序释放, 为成交回暖持续提供了政策支持。

表 2 进入城市调控政策一览表

出台时间	调控政策内容	政策微调
北京 2011/2/16	有一套住房的本市居民和连续五年纳税或社保的非本市居民可获购房资格	调整普通住房价格标准, 刚需可享受契税减半优惠
天津 2011/3/1	只有一套住房的本市居民和有一年以上(含一年)纳税或社保证明的非本市居民可获购房资格	调整普通住宅标准, 普通住宅交易将受益
重庆 2011/1/28	针对个人拥有的独栋商品住房和高档住房、同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的第二套(含第二套)以上的普通住房征收税率 0.5%-1.2%的房产税	个贷限额由 20 万元提高到 40 万元, 家庭最高可贷 80 万元, 首付降至 20%。个贷模式调整为“银行先审后贷、中心再清算”模式
成都 2011/2/15	只有一套住房的本市居民和有纳税或社保证明的非本市居民可购一套住房, 其他人在主城区内限购	
青岛 2011/1/31	只有一套住房的本市居民和有一年以上纳税或社保证明的非本市居民可获购房资格	

资料来源: 中投证券研究所

1.2 货量充足，项目优势突出，销售增长可期

公司项目储备丰富，且秉承“不捂盘，加快周转”的原则狠抓开工销售，通过开展“销售劳动竞赛”和季度评比进行内部激励，实现销售增长可期。

1.2.1 12年可售建面超100万平，可售额约140亿元

公司近三年来扩张步伐不断加速，09年、10年大规模新增土地在今年集中释放，可售资源颇为可观，除在售项目外，顺义、小营、平谷、成都东升、天津武清、青岛黄岛等项目都将入市。经过测算11年剩余货量及12年新推盘量，12年全年公司可售建面约105万平，可售额约140亿元。

表 3 2012年公司预计可售项目

项目	城市	类型	权益 (100%)	12年预计可售 建面(万平)	预计均价 (元/平)
首城国际中心	北京	住宅; 商业	50	7.4	37232
筑华年	北京	住宅	100	3.7	22500
城建世华泊郡	北京	住宅	100	16.6	22500
徜徉集	北京	住宅; 商业	100	10.3	14000
顺义限价房	北京	限价商品住房	100	22.1	6100
世华龙樾	北京	住宅; 商业	100	11.8	15203
平谷马坊	北京	住宅; 商业金融	50	3.0	10000
尚源·熙城	重庆	住宅; 商业	100	15.0	6000
世华蓉湾	成都	住宅; 商业	66	10.5	7000
金色港湾	青岛	住宅	100	1.8	11000
天津武清项目	天津	住宅	50	3.0	8000

资料来源：上市公司、中投证券研究所

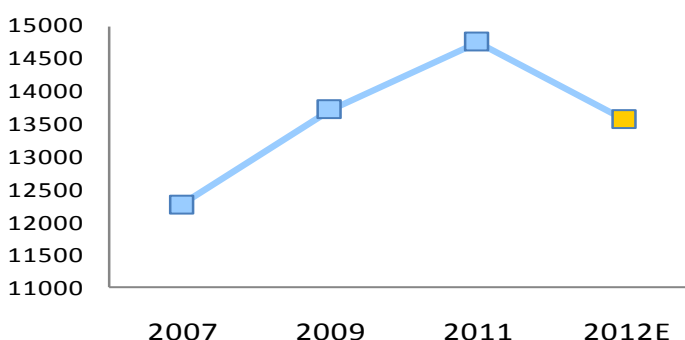
1.2.2 12年销售额有望超80亿元，23%以上的增长

充足的货量奠定了销售的基础。在市场普遍回暖的大环境下，我们预计公司今年销售额实现80亿元可期。

- **大本营北京可售量约70亿元**，且项目地段优势日益凸显，极具价值。首城国际中心紧邻二环，寸土寸金，筑华年、世华泊郡、世华龙樾等地处北五环，交通便利；而位于南城的徜徉集，也享受着城南加速发展，轨道交通通车带来的区域优势。据此，我们认为公司项目的稀缺性保障了销售基础。
- 11年公司可售量约58万平（获取预售证），实现销售面积44万平，去化约76%。11年项目多为上半年推出，年底剩余货量约14万平。今年4月后陆续推新，而世华龙樾、平谷马坊等项目集中在下半年推出，我们预计今年去化六成可能性较大，因而**105万平的可售量，可实现销售面积超60万平。**

- 受益于房价上涨，公司 07-11 年年均销售均价呈现上升趋势。通过对公司 12 年在售项目价格的测算，一则是以价换量造成均价下降，二则是保障房项目和外地项目增多，拉低均价，12 年可售项目均价约 13500 元/平米。根据前文推算的 60 万平的销售面积，12 年实现销售额 80 亿元可期。11 年公司销售额同比增 1.3%，若 12 年实现 80 亿元销售，则同比增 23%。
- 通过敏感性分析测算，若价格调整-5%，去化率水平 60%，仍可实现 80 亿元销售。若价格稳定，去化五成，12 年可实现销售额 71 亿元，较去年增约 10%；若销售回暖超预期，去化七成，12 年可实现销售额近 100 亿元，同比增 54%。

图 9：公司历年销售均价（元/平米）



资料来源：上市公司、中投证券研究所

表 4 2012 年公司销售额预测情景分析

		去化率				
		40%	50%	60%	70%	80%
价格变动	-10%	510300	637875	765450	893025	1020600
	-5%	538650	673313	807975	942638	1077300
	0%	567000	708750	850500	992250	1134000
	5%	595350	744188	893025	1041863	1190700
	10%	623700	779625	935550	1091475	1247400

资料来源：中投证券研究所

1.3 一二级土地储备近 500 万平，保证未来 4 年年均 35% 的增长

近年来，公司积极扩张，呈现持续发展的强劲势头。公司目前拥有土地储备建面约 350 万平，权益储备建面约 290 万平米，资源丰富，可供未来 3 年的发展。目前的储备项目货值约 560 亿元，可保证公司未来 4 年年均 35% 的高增长。

此外，公司还拥有一级开发项目权益建面 108.5 万平，其中动感花园项目已完成用地拆迁和征地结案，6 月将入市；望坛项目仍在推进与政府的协调磋商。公司未来也极有可能获取这两个一级开发项目的二级开发权，将丰富公司的项目储备，保障持续增长。

表 5 现有二级土地开发项目

项目名称	项目位置	规划面积 (万㎡)	建筑面积 (万㎡)	规划用途
首城国际	广渠路 36 号	46.0	59.1	居住及配套
世华泊郡	朝阳区来广营乡	29.9	39.5	居住及配套
筑华年	朝阳区北苑南区	20.9	25.9	居住及配套
徜徉集	房山区长阳镇	36.4	46.2	居住及配套
世华龙樾	海淀区清河镇	51.9	78.2	居住及配套
顺义项目	顺义新城 9 号地	20.0	24.5	居住
平谷项目	平谷区马坊镇	34.7	47.4	居住、商业等
武清项目	天津武清下朱庄	32.5	38.0	居住
密云项目	密云县	24.3	31.7	居住
重庆熙城	重庆九龙坡区	31.8	40.0	居住及配套
重庆华岩	重庆九龙坡区	30.1	39.4	居住及配套
世华蓉湾	成都市双流县	69.4	99.5	城市综合体
青岛项目	青岛市	1.7	2.6	居住
合计		429.4	572.0	

资料来源：上市公司、中投证券研究所

表 6 现有一级土地开发项目

项目名称	项目位置	权益 (100%)	占地 (公顷)	规划建筑面积 (万平)
动感花园项目	北京朝阳区来广营乡	80	10.6	12.4
望坛危改项目	北京崇文区永外地区	100	47.5	98.6
合计			58.1	111.0

资料来源：上市公司、中投证券研究所

二、行业资金链紧张状态下，公司“差钱”么？

自 09 年调控以来，资本市场融资渠道的关闭使行业资金链条骤然拉紧，12 年 1 季度 A 股上市房企的货币资金只能覆盖 94.6% 的短期借款和一年内到期的非流动负债，净负债率也上升至 70.1%。确实存在部分房企未能顶住资金压力，不惜售卖项目或采用高成本的信托融资，这一方面绑架了企业的发展，另一方面也因成本增加削弱了利润。房企的资金链状况一跃成为投资者最为关注的焦点。那么，公司的资金状况如何？是否能理直气壮地告知投资者“我们不差钱”呢？

2.1 资金充裕，负债率低，房企中的“现金牛”

自调控以来，公司狠抓销售，促使资金迅速回笼。12 年 1 季末，公司拥有货币资金 29.03 亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债仅为 0.8 亿元，短期资金充足。长期借款 39.11 亿元，比 11 年末增加 0.66 亿元，就目前的货币资金余额和销售情况来看，偿还长期借款风险较小。资产负债率 70%，扣除预收账款后

的负债率下降至 39%，净负债率 37%，低于行业平均水平，在目前行业资金紧张的情况下，公司保持较低的负债率体现了公司强大的资金实力和良好的财务状况。

公司 12 年 1 季度经营活动现金流出 14.5 亿元，若维持此状况，即使不考虑新增回款，目前的资金也能维持公司下半年运转，资金十分充裕，公司对风险的把控力值得称道。

图 10: 货币资金与短期负债

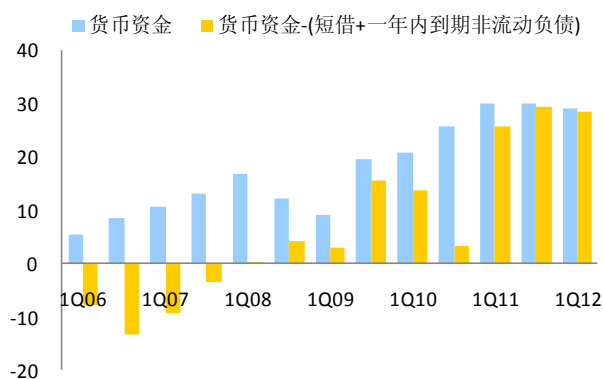
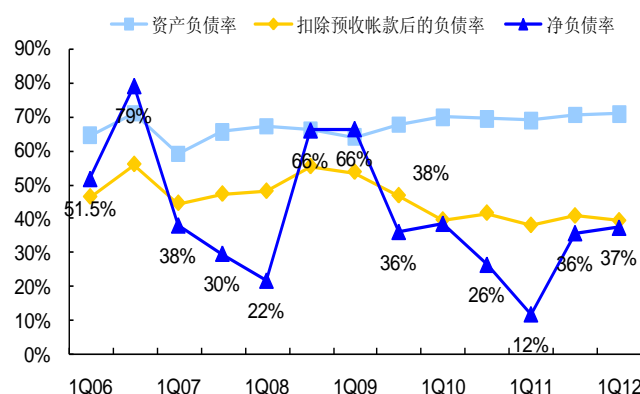


图 11: 负债水平



资料来源: 上市公司、中投证券研究所

2.2 多渠道融资，成本低，优势突出

公司货币资金充裕一方面得益于销售好资金回笼迅速，另一方面得益于在目前仍可利用的融资渠道中公司获取资金的能力十分突出：开发贷获取畅通，保障开工建设资金充足；世华蓉湾项目为主体，3 亿元信托贷款落袋；世华龙樾、筑华年保障房项目为主体，收获北京保障房投资建设中心安居债贷款 10.1 亿元。此外，公司在产业投资基金、私募基金等方面的积极尝试，以及在海外融资平台、海外合作等方面的探索，都使得公司在低成本资金获取上表现优异。

公司的融资优势体现在：

- 公司作为沪深上市房地产公司 TOP10、财富创造能力 TOP10、沪深上市房地产公司投资价值 TOP10，品牌效益十分突出。全国性的品牌开发商在获取开发贷方面往往受到银行青睐，融资更为便利。
- 公司通过参与 59.9 万平米保障性住房建设，获取了北京保障房建设投资公司发行了保障性住房私募债 500 亿元中的 10.1 亿元贷款。配建保障房为公司争取保障房资金带来优势。
- 公司亦密切关注政策变化，积极创造条件实现资本市场融资。作为优秀的国企，公司盈利稳定，支持保障房开发，无囤地等行为，若资本市场融资开闸，相信公司将优先获取资格。
- 总资金成本 8%，融资成本相对较低。开发贷方面，成本多为基准利率上浮 10%；保障房私募债成本约 7%；仅有成都项目采用信托融资 3 亿元，资金成本 14.5%。

表 7 房地产项目长期借款 (2011.12.31)

借款种类	借款单位	贷款单位	借款起始日	借款终止日	利率	借款额 (万元)
抵押借款	徜徉集	交通银行股份有限公司芳群园支行	2011.5.24	2014.5.24		42000
	首城国际	中信银行股份有限公司总行营业部	2011.1.19	2014.1.19		115000
	世华蓉湾	五矿国际信托有限公司	2011.5.30	2013.5.29		30000
	尚源熙城	上海浦发银行重庆北城天街支行	2011.9.15	2013.1.25		8000
	泰和国际大厦	华夏银行北京亮马河支行	2011.8.19	2014.8.19		5000
保证借款	兴华公司	北京市保障性住房建设投资中心	2011.9.6	2016.3.6	7.53%	70000
	世纪鸿城	中国建设银行北环支行	2010.8.13	2013.8.12	基准利率下浮 10%	48900
	兴华公司	北京市保障性住房建设投资中心	2011.12.26	2016.9.26	6.90%	31000
	世纪鸿城	北京银行股份有限公司中轴路支行	2011.10.8	2014.10.8	基准利率上浮 20%	27000

资料来源：上市公司、中投证券研究所

三、地市冷清下公司扩张情况如何？有何优势？

房地产发展链条中，领先指标——销售、资金意义重大，只有销售顺畅、资金充裕，房企才会积极扩张。从公司的情况来看，销售持续稳定增长，资金也较为充足，因此公司具备强大的实力获取土地，实现逆市扩张。

3.1 土地资源质优价廉，实现逆市扩张

自资产置换以来，公司转为以房地产开发为主营业务，其中获取土地可谓是迈出发展的第一步。09 年以前，公司主力开发奥运相关项目和北苑家园等大盘项目，因此年均新增土地储备在 40 万平左右。2009 年以来，公司紧抓市场回暖契机，积极扩张，其中，09 年新增土地储备 71 万平，10 年新增 130 万平，11 年新增 144 万平的土地储备，为公司可持续发展打下坚实的基础。

公司坚持低成本扩张的战略，成本优势明显。在 04 年招拍挂制度实行之前，公司获取土地成本在 420 元左右。由于市场繁荣及项目区位优势的提升，成本随之提高，07 至 11 年获取土地的平均楼面地价约为 3019 元/平米，但项目土地多位于北京，相对于 07 至 11 年平均 1.56 万元/平米的房价来说土地成本占比房价不到 20%，成本低廉，升值潜力巨大。

目前，在持续调控下全国住宅土地市场持续降温，溢价率持续下降，大部分地块以底价成交，给公司低成本扩张带来了机会。公司将充分利用行业调整和部分开发商资金链吃紧的有利时机，低成本拓展项目储备，预计 12 年新增项目资源 100 万平以上。未来公司仍将以每年至少新增 100 万平的速度扩张土地储备，为今后的发展奠定了基础。

图 12: 公司历年新增土地情况

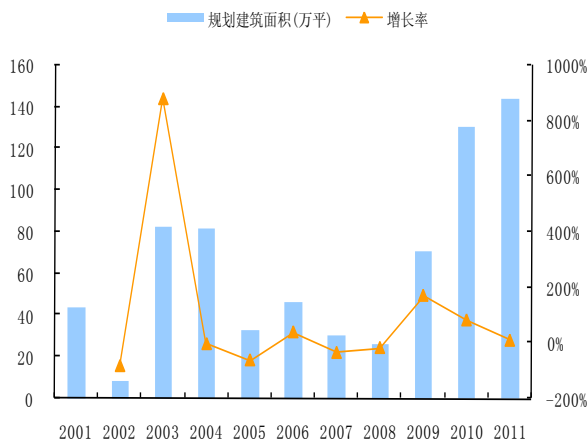


图 13: 2004-2011年公司新增土地面积及成本

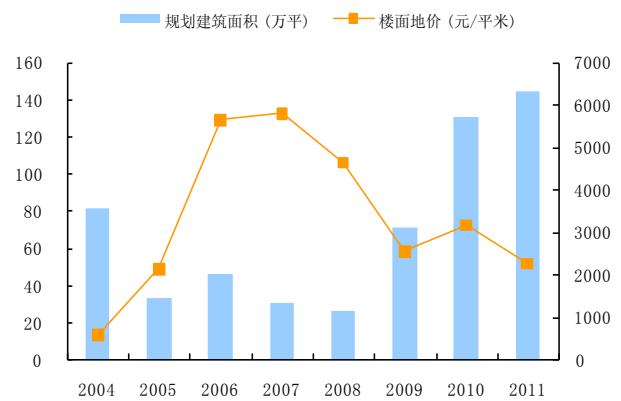
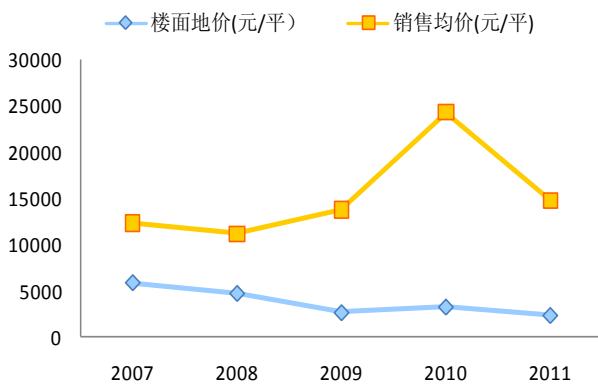


图 14: 2007-2011年楼面地价与销售均价对比



资料来源：上市公司、CRIC、中投证券研究所

从公司项目分布上看，作为大本营的北京，其土地储备占到公司的一半以上。同时，近年来公司积极布局二三线城市，相继进入重庆、成都、天津、青岛，京外城市土地储备所占比例日渐提高，分散了项目集中在一个城市的风险。

作为北京“土著”，公司在京十几年的运作经营，为公司积攒了品牌和实力，本土竞争优势明显。12年公司仍计划在北京获取一些土地资源，目标之一为公司进行的一级开发项目动感花园。

在外埠市场的很多项目，出于对公司和集团的产业链、品牌和产品优势的信任，当地政府往往选择主动与公司合作，例如成都双流项目，就实现了公司与地方的双赢。在土地市场特别是住宅市场如此冷清的情况下，地方政府寻求合作，公司积极响应，除了成渝之外，有望在杭州、温州、鞍山、山西、山东、承德等地实现新增资源的突破，进一步开拓二三线城市市场。

图 15: 公司土地储备区域分布

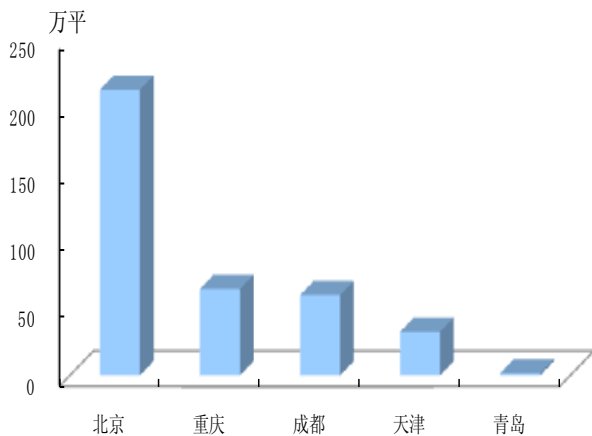
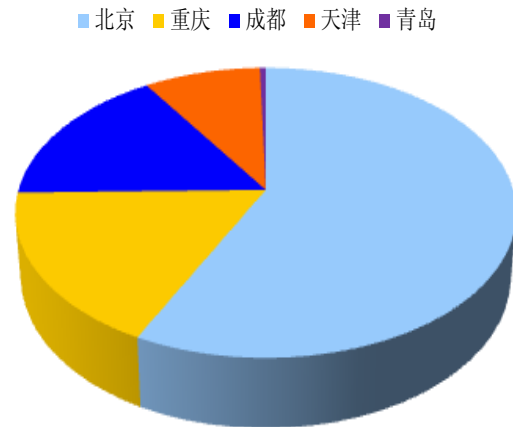


图 16: 公司土地储备区域



资料来源：上市公司、中投证券研究所

3.2 获取资源的优势：产业链协作+一二级联动+保障房支持

3.2.1 大股东施工王牌，产业链协作有利公司

公司大股东——北京城建集团有限责任公司是国内最大的大型综合性建筑企业集团之一，具有房屋建筑工程、公路工程施工总承包特级资质以及市政公用工程、机电安装、地基与基础、钢结构、公路路面、城市轨道交通工程等一批专业总承包一级资质，是“世界 225 家最大国际承包商”之一，“中国最具影响力企业”、“中国十大影响力品牌”和“全国优秀施工企业”等称号荣誉满堂。

截至 10 年底，北京城建集团共开发住宅、商业、养老、教育、文化等各种类型地产项目 40 多个，总建筑面积达 2000 多万平方米，相当于打造了一个能够容纳 70 万人口的中型城市。集团兼具房地产开发和建筑施工两项业务的强大实力，二者互为上下游产业，可实现优势互补，发挥集团产业链优势及组合协调能力。

作为集团的房地产开发平台，公司是集团房地产开发业务的唯一合作方。集团的建筑施工优势将为公司提供强大的技术和资源支持：一方面，公司在外埠扩张可依托集团营销网络和轨道交通这张王牌拓展项目；另一方面，可将施工+开发做成产业链，采用 BT 项目置换土地等方式进行拓展，为公司开拓外埠房地产市场注入竞争活力，实现利益共享。

3.2.2 一二级联动，潜在资源丰富

公司参与了多个一级开发项目，通过一二级联动获取了北苑南区、小营、重庆西彭等项目。目前，公司还拥有 2 个一级开发项目，共计建面 111 万平，其中动感花园项目即将入市，望坛项目正与政府积极协商中。

公司有意将这两个一级开发项目收入囊中。虽然一级开发收储后仍需在二级市场招拍挂，但公司如若参与一级开发工作，将加深对地块的了解，成本核算等更为精确，在招拍挂中具有优势。

表 8 2012年一级开发项目情况

项目名称	项目位置	权益 (100%)	占地 (公顷)	规划建筑面 积(万平)	权益建面 (万平)	预计总投资 (亿元)
动感花园项目	北京朝阳区来广营乡	80	10.6	12.4	9.9	5.8
望坛危改项目	北京崇文区永外地区	100	47.5	98.6	98.6	40.2
合计			58.1	111.0		46.0

资料来源：上市公司、中投证券研究所

3.2.3 配建保障房，有助于资源获取

北京保障性住房建设用地占全市住宅供地的 50%以上：“十二五”时期建设、收购各类保障性住房 100 万套，其中公开配租配售 50 万套；首都功能核心区人口疏解、棚户区改造等定向安置住房 50 万套；发放租金补贴家庭 10 万户；竣工各类保障性住房 70 万套。其中，12 年计划新开工建设、收购保障性住房 16 万套，其中公开配租配售的保障性住房 9 万套，用于旧城区人口疏解、棚户区改造、重点工程建设拆迁等定向安置用房 7 万套，全年竣工各类保障性住房 7 万套。

北京商品住宅用地原则上均需配建保障性住房，配建比例不低于 30%，在轨道交通沿线等周边区域的住宅用地配建比例还应适当提高。公司积极参与建设政府大力倡导的保障性住房和公共租赁房，共计 4 个保障房项目、59.9 万平米，也在一定程度上为土地拓展提供了支持。

表 9 公司配建保障项目情况

项目名称	项目位置	建筑面积 (万㎡)	保障房面积 (万㎡)	保障房类别
筑华年	朝阳区北苑南区	25.9	4.6	1.6 万平廉租房+3 万平公租房
徜徉集	房山区长阳镇	46.2	16.0	两限房
小营项目	海淀区清河镇	78.2	14.8	8 万平公租房+6.8 万平回迁房
顺义项目	顺义新城 9 号地	24.5	24.5	限价房
合计		174.8	59.9	

资料来源：上市公司、中投证券研究所

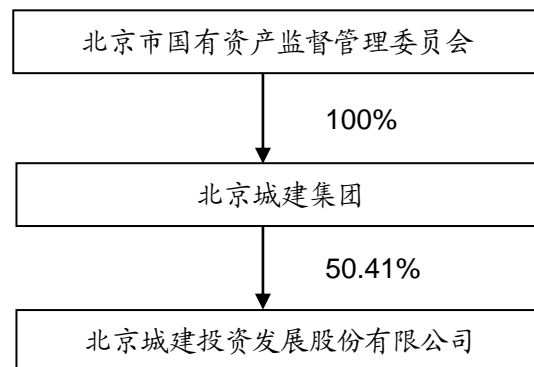
四、传统国企，大股东能为公司带来哪些资源？

4.1 大股东深厚的政府关系，有利公司获取资源及资金

北京城建的控股股东——北京城建集团是以工程总承包、房地产开发、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。作为国有资产监督管理委员会下属企业，北京城建集团由北京市国资委 100%控股，拥有良好的

政府关系和人脉资源。这些优秀的背景资源在公司获取土地资源、预售许可证以及资金支持时发挥了不可忽视的作用。

图 17: 公司股权结构图



资料来源：上市公司、中投证券研究所

4.2 集团资源丰富，若资本市场注资放开有望实现主业整体上市

4.2.1 托管资源超百万平，主业整体上市推进下有望注入公司

北京城建集团将持有的北京城建房地产开发有限公司和北京新城顺城投资开发有限公司的 100% 股权委托公司管理，公司按照被托管公司年销售收入的 0.2% 收取托管费。公司托管的两家公司资源丰富，拥有超百万平储备项目（有详细资料的项目 102 万平，其余资源尚未详查）。因存在同业竞争，只要条件成熟，上述资源有望注入公司，有望为公司带来超过 200 亿销售收入。

2012 年 5 月 16 日，国资委党委在《求是》杂志刊发文章表示，“国务院国资委将继续加大国有大型企业公司制股份制改革力度，具备条件的要积极引进战略投资者，推进主营业务整体上市。”公司作为集团唯一的房地产开发平台，在国资委的推进整体上市引导下，极有可能将上述托管资产注入上市公司，实现主营业务整体上市。

通过对开发项目的重估值测算，目前托管公司所拥有的这 5 个开发项目价值 44 亿元。若未来托管资产注入上市公司，将大大提升公司价值。

表 10 托管公司项目情况

项目名称	项目位置	建筑面积 (万㎡)	未结算面积 (万㎡)	开发商
东湖湾名苑	北京朝阳区望京	63.0	36.0	北京城建房地产开发有限公司
沁园春景	北京房山区窦店	23.9	23.9	北京城建房地产开发有限公司
房山新城良乡组团 04 街区	北京房山区良乡	13.3	13.3	北京城建房地产开发有限公司
东坝三岔河村南仓库用地	北京朝阳区东坝	14.0	14.0	北京城建房地产开发有限公司
红木林	北京大兴区黄村	14.7	14.7	北京新城兴业房地产开发有限公司
合计		128.8	101.8	

资料来源：CRIC、中投证券研究所

注：以上项目为 CRIC 数据库中查明，其余托管资源尚未有公开资料

表 11 托管公司开发项目价值评估

项目名称	未结算面积 (万㎡)	结算均价 (元/平米)	开发项目价值 评估(万元)	开发项目每股价 值(元/股)*
东湖湾名苑	36.0	35000	332661	3.74
沁园春景	23.9	9500	20332	0.23
房山新城良乡组团 04 街区	13.3	14000	6751	0.08
东坝三岔河村南仓库用地	14.0	20000	54769	0.62
红木林	14.7	20500	26846	0.30
合计	101.8	22138	441359	4.96

资料来源：CRIC、中投证券研究所

注：开发项目每股价值=开发项目重估值/上市公司总股数

4.2.2 大量自用地有望开发，若资本市场融资放开或将注入公司

城建集团通过多年的积累和资产置换等方式，积累了极其丰富的土地储备，拥有 1 万多亩苗圃以及营房、家属院。

从北京城建集团官方网站了解到，日前北京城建集团规整了规划面积达 139 万平方米的昌平小汤山苗圃、小屯工业用地、西三旗教育科研用地、黄土岗苗圃用地、什坊院用地、东老庄用地、马坊工业用地、昌平阳坊用地等八个企业自有用地，拟报请政府批准，用于开发建设保障性住房和公共租赁房。

若上述苗圃、营房、家属院用地资源未来能转换为开发资源，公司作为集团的房地产开发平台，获得其开发权的可能性较大。伴随国企业主业整体上市改革的推进，若未来房地产上市公司股本融资及资产注入等融资渠道放开，则有望拉开集团房地产开发整体上市序幕。由于转换为开发资源的规模及时点尚不清楚，因而我们将在情况确定后另行估算其具体价值。

五、对外投资能带来多大的估值提升？

对外投资是公司除房地产开发以外另一重要业务，可以降低公司对房地产开发业务的依赖，减缓房地产市场政策调控带来的风险。公司对外投资成本 13.07 亿元，投资标的为拟上市公司，分红及上市给公司带来丰厚的收益。

5.1 股权投资国信证券和锦州银行上市能带来估值提升 4 元

国信证券 IPO 进程推进迅速，目前所有材料均已上交证监会，年内获准上市在望。国信证券 11 年实现净利润 18 亿元，若按 40 倍市盈率计算，市值达 720 亿元。公司股本占比 4.9%，对应市值 35 亿元。

表 12 股权投资国信证券上市价值估算

被投资单位名称	持股比例	11年净利润(亿元)	预计市盈率	预计市值(亿元)	公司对应市值(亿元)	行业市盈率(均值)	对比公司市盈率
国信证券股份有限公司	4.9%	18	40	720	35.28	32	海通证券 33 招商证券 34 华泰证券 40

资料来源：公开资料、中投证券研究所

锦州银行 IPO 发行申请已上报中国证监会，进入初审阶段。在排队上市的 14 家银行中锦州银行净利润增速排列第一，10-11 年净利润增速分别为 65% 和 28%，资产已达千亿。锦州银行 11 年实现净利润 10.7 亿元，若按 7.5 倍市盈率计算，市值达 80 亿元，公司相应占有 3.7 亿元。若城商行 IPO 开启，锦州银行上市将指日可待。

表 13 股权投资锦州银行上市价值估算

被投资单位名称	持股比例	11年净利润(亿元)	预计市盈率	预计市值(亿元)	公司对应市值(亿元)	行业市盈率(均值)	对比公司市盈率
锦州银行股份有限公司	4.7%	11	7.5	80	3.74	6	宁波银行 8 南京银行 7

资料来源：公开资料、中投证券研究所

5.2 其他投资收益丰厚，提升公司估值 1.5 元

公司在其他股权投资上也收益颇丰，11 年实现现金分红回报 1 亿元，投资收益 2.65 亿元。

公司持有 30% 股权的中科招商创投公司直接或间接投资的 4 家公司成功上市，对应公司所享有股份市值约 3 亿元。此外，中科招商投资的南京微创、同济同捷、先锋软件等公司正筹划上市，若上述公司成功上市，公司的投资收益有望进一步提升。

公司持有权益 20% 的国奥投资房地产业务在全国的规模不断扩大，成都国奥村、重庆国奥村、银川国奥村已对外销售。11 年国奥投资实现营业收入 14.5 亿元，净利润 3.16 亿元，未来收入前景依然看好。

拥有权益 21.54% 的北科建 11 年实现利润 2.3 亿元，公司实现投资收益 0.7 亿元。自公司投资以来，北科建价值大幅提升，公司投资股权升值约 6 亿元。公司将密切加强与北科建的沟通，进一步优化资源配置。

公司通过增资方式入股乐健医疗，占 40% 股权。该公司是北京市卫生局批准设立的唯一一家省级专业临床检验中心，是集临床检验服务、科研与开发、临床实验服务为一体的独立医学检验中心，与北京三甲医院有合作，正积极运作拓展高端体检业务。11 年乐健医疗收入增 60%，利润增 40%；12 年 1 季度利润已达去年全年的 50%，成长速度迅猛。未来乐健医疗将形成一个布局北京各区域、具有优质品牌、从检验检测到高端体检、从复检到治疗的一条龙服务体检中心，并计划适时上市。

公司的城建中投（海南）投资管理公司正储备项目，选择合适的房地产项目。并继续积极寻求其他具有发展潜力的投资项目，有望在金融创新以及节能环保等领域获得突破。

表 14 2011年对外股权投资投资收益

被投资单位名称	持股比例	初始金额(万元)	2011 投资收益(万元)
国信证券股份有限公司	4.90%	12740	6860
锦州银行股份有限公司	4.68%	26000	
深圳中科招商创业投资有限公司	30.00%	12229	5322
国奥投资发展有限公司	20.00%	28000	6517
北京科技园建设股份有限公司	21.54%	28000	7269
北京乐健医疗投资有限公司	40.00%	3280	(1539)

资料来源：上市公司、中投证券研究所

5.3 污水处理保守估计未来 5 年贡献净利润 2000 万元

在房地产业以外，公司坚持倡导绿色环保理念，投资城市水务环保产业。公司于 08 年 6 月与北京城建道桥工程有限公司共同发起设立北京城建环保投资有限公司，11 年增资后持有 70% 的股份，已通过质量、环境、职业健康安全等管理体系认证。安徽绩溪、宁国、河北大城污水处理厂正常运营，安徽巢湖花山污水处理厂处于环验收阶段，山东禹城污水处理厂即将完工，河南济源玉川污水处理厂 BOT 项目正在建设之中。

污水处理项目虽然初始投资规模大，但规模效应显著。通过测算，目前污水处理每立方米每天收入约为 1.1 元，若 12 年巢湖和禹城项目投产，则全年污水处理业务能为公司带来营业收入 3060 万元。未来盈利水平稳定，保守估计利润率 10%，预计未来 5 年能为公司带来净利润近 2000 万元。

公司加大市场拓展力度，寻求通过强强联合、整体打包、项目收购等方式获得水处理项目，并加快实现安徽巢湖污水处理厂、山东禹城污水处理厂运营，积极推进河南济源玉川污水处理厂工程建设。目前，公司研究整合经营方式，以未来具备上市条件为目标，使整个环保板块效益最大化。

表 15 环保业务详情

项目	股权比例 (%)	项目总规模(万立方米/日)	一期规模(万立方米/日)	预计内部收益率	特许经营期限(年)
南昌青山湖污水处理项目	20	100 (二期规模)	33	10.09%	20
安徽省绩溪县污水处理工程项目	100	4	1.5	9.69%	30
宁国市污水处理厂 BOT 项目	100	8	4	9.03%	30
河北省大城县污水处理厂项目	100	4	1.5	9.27%	25
安徽省巢湖经济开发区花山污水处理项目	100	2	1	9.70%	30
河南省济源市玉川污水处理场 BOT 项目	100	10	4		28
山东省禹城市第二污水处理厂 BOT 项目	100	9	3		25

资料来源：上市公司、中投证券研究所

六、盈利预测、估值与投资建议

6.1 盈利预测

房地产开发结算面积和收入假设:

预计2012年结算面积23.2万平米, 结算收入59.7亿元, 主要结算楼盘包括首城国际中心、筑华年、世华泊郡等。

预计2013年结算面积37.6万平米, 结算收入79.2亿元, 主要结算楼盘包括首城国际中心、筑华年、世华泊郡和徜徉集。

预计2014年结算面积约52.1万平米, 结算收入约97.7亿元, 主要结算楼盘包括世华泊郡、尚源·熙城、徜徉集和世华龙樾等。

预计公司 2012-2014 年将分别实现营业收入 63.9 亿元, 81.6 亿元, 100.5 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 11.5 亿元、15.2 亿元、19.8 亿元, 折合 EPS 分别为 1.29 元、1.71 元、2.22 元。预计未来 5 年净利润复合增长率 30%。

表 16 公司商品房销售收入预测

楼盘名称	规划建筑面积(万平米)	2011 年末未出售权		权益(%)	结算面积(万平米)			结算收入(亿元)		
		益面积(万平米)			2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
花市枣苑	32.4	0.1		74.4	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
尚源印象	14.4	0.3		100.0	0.3	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
公园 2008	10.5	1.7		100.0	1.6	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0
世华水岸	35.7	2.0		100.0	2.0	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0
首城国际中心	59.1	6.5		50.0	7.3	5.6	0.0	26.3	21.7	0.0
筑华年	25.9	16.1		100.0	6.0	6.0	4.1	12.9	13.5	9.2
城建世华泊郡	39.5	31.6		100.0	5.0	12.0	15.0	12.0	27.6	37.5
尚源熙城	40.0	32.0		100.0	0.0	5.0	15.0	0.0	3.8	12.0
徜徉集	46.2	20.9		100.0	0.0	8.0	6.0	0.0	11.5	9.0
世华龙樾	78.2	56.1		100.0	0.0	0.0	12.0	0.0	0.0	30.0
青岛黄岛	2.6	2.1		100.0	1.0	1.0	0.0	1.1	1.1	0.0
合计	384.6	169.4		1024.4	23.2	37.6	52.1	59.7	79.2	97.7

资料来源: 上市公司、中投证券研究所

表 17 公司收入成本预测

	营业收入(亿元)			
	2011	2012E	2013E	2014E
房地产开发	50.32	61.91	79.20	97.73
物业经营	1.21	1.72	2.02	2.38
污水处理	0.17	0.31	0.40	0.40
总收入(亿元)	51.70	63.93	81.61	100.51
总成本(亿元)	21.91	29.24	39.65	50.76

资料来源: 上市公司、中投证券研究所

6.2 估值

通过对公司一二级土地开发和对外投资情况进行估算，得出公司RNAV22.15元，当前股价15.88元，RNAV7折交易。

表 18 北京城建RNAV

项目	估值（亿元）
二级开发项目评估	83.17
一级开发项目评估	4.03
长期股权投资项目评估	50.79
总股本(亿股)	8.892
每股净资产（元）	6.63
RNAV（元）	22.15
2012年6月11日股价（元）	15.88
RNAV折价	估值7折

资料来源：中投证券研究所

6.3 投资建议

行业已走过两年多的震荡与调整，逐步走上自我恢复发展的轨道。从公司自身来看，历史发展平稳且近两年提速显著，目标是在北京市属开发企业中跻身前三，与首开旗鼓相当。

公司的房地产开发业务亮点优势颇多，业绩锁定性强，未来4年销售年均增长35%以上。一方面，可售资源丰富，且项目地段稀缺性优势突出，保障销售稳定增长；另一方面，获取土地渠道广泛，可通过集团产业链协作、一二级联动以及积极配建保障房等获取质优价廉的土地。同时，公司的融资成本相对较低，负债率低，资金杠杆的可用空间十分充足。

12年公司股价催化剂一是体现在房地产销售的增长，保守估计增长23%，二是公司参股的企业国信证券今年年底前上市的可能性极大，约提升公司估值3.8元。

中长期看，公司拥有较多的潜在增长机会：**第一**，公司目前托管的北京城建房地产开发有限公司和北京新城顺城投资开发有限公司资源丰富，拥有超过100万平的土地资源。国资委《求是》发文指出加大国企改革力度并推进主业整体上市，因而托管资产未来极有可能注入上市公司，扩大公司规模；**第二**，集团自有地资源十分丰富，其中部分将用于开发，公司作为集团唯一的房地产开发平台，这部分开发资源极有可能交给公司开发；**第三**，公司参股锦州银行，其正处于申请上市流程，同时还投资了部分拟上市公司，若上述企业成功上市，公司将会获得较好的投资回报。

房地产行业最坏的时期已过，未来持续向好，公司股价应向公司真实价值重估值靠拢，给予公司6个月22元的目标价，维持“强烈推荐”的评级。

6.4 风险提示

- 1、经济方面：目前欧洲政治局势复杂，欧债危机恶化的可能性依然存在。若西班牙、希腊债务危机恶化，新一轮金融危机或将到来。
- 2、政策方面：虽然目前政策有松动迹象，但不排除政策调控时间超预期的可能。
- 3、经营方面：公司能否全部获取一级开发项目对应的二级开发项目存在不确定性。
- 4、公司对外投资的拟上市公司能否成功上市存在不确定性。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	18763	23092	27335	32310
现金	2994	6403	6539	7094
应收账款	42	26	10	7
其他应收款	358	392	581	581
预付账款	797	780	780	780
存货	14570	15489	19422	23846
其他流动资产	2	2	2	2
非流动资产	3227	2595	2579	2562
长期投资	1726	1669	1669	1669
固定资产	71	56	40	24
无形资产	140	137	134	131
其他非流动资产	1291	734	736	738
资产总计	21990	25687	29913	34873
流动负债	10221	10434	12988	15904
短期借款	30	0	0	0
应付账款	2499	1965	1965	1965
其他流动负债	7691	8470	11024	13939
非流动负债	5249	7245	7245	7245
长期借款	3845	5845	5845	5845
其他非流动负债	1404	1400	1400	1400
负债合计	15470	17680	20234	23149
少数股东权益	625	965	1249	1449
股本	889	889	889	889
资本公积	1213	1213	1213	1213
留存收益	3793	4939	6328	8171
归属母公司股东权益	5895	7042	8430	10274
负债和股东权益	21990	25687	29913	34873

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-333	903	429	732
净利润	1301	1487	1806	2177
折旧摊销	22	19	20	20
财务费用	63	167	258	266
投资损失	-265	-195	-200	-224
营运资金变动	-1336	-704	-1456	-1507
其他经营现金流	-117	129	1	0
投资活动现金流	22	657	198	222
资本支出	60	1	1	1
长期投资	-75	-463	0	0
其他投资现金流	7	195	199	223
筹资活动现金流	742	1849	-491	-400
短期借款	-500	-30	0	0
长期借款	3442	2000	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-2168	-121	-491	-400
现金净增加额	430	3409	136	555

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5246	6393	8161	10051
营业成本	2219	2924	3965	5076
营业税金及附加	963	1023	1143	1307
营业费用	183	205	245	302
管理费用	331	288	343	422
财务费用	63	167	258	266
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	265	195	200	224
营业利润	1756	1982	2408	2902
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	1763	1982	2408	2902
所得税	461	496	602	726
净利润	1301	1487	1806	2177
少数股东损益	446	340	284	200
归属母公司净利润	855	1147	1522	1977
EBITDA	1840	2169	2685	3189
EPS (元)	0.96	1.29	1.71	2.22

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	12.9%	21.9%	27.6%	23.2%
营业利润	-5.0%	12.9%	21.5%	20.5%
归属于母公司净利润	-28.8%	34.0%	32.8%	29.9%
获利能力				
毛利率	57.7%	54.3%	51.4%	49.5%
净利率	16.3%	17.9%	18.7%	19.7%
ROE	14.5%	16.3%	18.1%	19.2%
ROIC	23.3%	24.9%	25.3%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	70.3%	68.8%	67.6%	66.4%
净负债比率	25.37	33.63%	28.89	25.25%
流动比率	1.84	2.21	2.10	2.03
速动比率	0.41	0.73	0.61	0.53
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.27	0.29	0.31
应收账款周转率	142	130	314	804
应付账款周转率	0.99	1.31	2.02	2.58
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.29	1.71	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	1.02	0.48	0.82
每股净资产(最新摊薄)	6.63	7.92	9.48	11.55
估值比率				
P/E	16.64	12.42	9.35	7.20
P/B	2.41	2.02	1.69	1.39
EV/EBITDA	8	7	5	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

22/24

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-27	北京城建-资源丰富后劲足，业绩靓丽看点多
2011-04-28	北京城建-收入大幅增加，业绩高增长可期
2011-04-01	北京城建-房地产增长有保障，亮点纷呈，更多惊喜随后
2011-03-21	北京城建-亮点纷呈，诸多主题投资尚待挖掘
2011-01-28	北京城建-低成本扩张，做大做强动力足

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明, 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 16 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、中南建设、北京城建、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、中国国贸、荣盛发展、世联地产、华业地产、华发股份、滨江集团、金融街、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

张 岩, 中投证券房地产行业分析师, 毕业于北京大学经济学院金融学专业, 经济学硕士。

陈舒静, 中投证券房地产行业分析师, 毕业于中国人民大学商学院财务与金融系, 管理学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434