

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

010-63222915

chenshujing@china-invs.cn

北京城建

600266

推荐

销售靓丽财务安全，价值明显低估

公司公布了13年一季度报，一季度实现营业收入10.5亿元(+59.1%)，归属母公司净利润1.6亿元，EPS0.18元，同比增53%。

投资要点:

- **1季度公司结转增加，实现营业收入10.5亿元(+59%)**，主要结算项目为泊郡、徜徉集等。综合毛利率**38.2%**，同比下降**16.9**个百分点，主要因去年结算主力首城国际项目毛利率较高影响，预计全年毛利率有所回升。三项费用率为**13.1%**，同比下降**2.2**个百分点，而随全年结算收入提升费用占比将会有所下降。毛利下滑使净利率同比微降**0.6**个百分点到**15%**。
- **据我们跟踪测算，一季度公司销售金额约26亿元(+121%)**，主力销售为北京世华龙樾及顺悦家园。估测公司**13年可售货值约140亿元**，包括泊郡、徜徉集、世华龙樾、顺义、密云等**85-140**平米的普通住宅项目及平谷、重庆、成都、天津等首置+改善项目，其中北京项目货值占比**6**成以上。若去化水平保持**12年85%**的水平，销售金额约**120亿元(+20%)**。
- **负债率低，财务状况优良，资金充裕保障持续拓展。**货币资金**61**亿元，短期借款及一年内到期非流动负债**6.3**亿元，无短期资金风险。资产负债率**73%**，扣除预收账款后的负债率**38%**，而净负债率仅为**10%**，负债率下降，且远低于行业平均水平。公司**资金充裕，积极拓展**，跟踪了北京周边成规模住宅项目和天津、山东、江西等外埠项目，奠定持续发展基础。
- **一季末预收款109亿元，锁定13年全年业绩。13年可售多为首置首改刚需产品**，受调控影响小，未来持续稳定增长可期。大股东资源丰富，对外投资项目收益稳定，股权投资项目若成功上市将带来丰厚收益。预计**13-15年EPS1.6/2.11/2.64元，RNAV25.8元**，其中地产业务重估值约**20元**，股价**4.3折**交易，投资价值明显低估，维持“推荐”评级。

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 11.10元

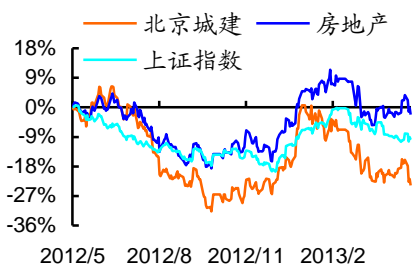
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	889
流通股本(百万)	889
流通市值(亿)	99
EPS	1.23
每股净资产(元)	8.46
资产负债率	71.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北京城建	-5.93%	-16.60%	3.06%
房地产	-2.31%	-6.53%	11.21%
上证指数	-5.48%	-4.02%	4.65%



相关报告

《北京城建-“现金牛”拓展无忧，业绩增长可期》2013-3-31

《北京城建-销售增长领跑行业》

2012-12-25

《北京城建-资源丰富，经营安全，业绩增长可期》2012-10-27

风险提示: 调控政策收紧导致销售低于预期的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6684	8179	10062	12068
收入同比(%)	27%	22%	23%	20%
归属母公司净利润	1095	1420	1878	2350
净利润同比(%)	30%	30%	32%	25%
毛利率(%)	48.3%	51.5%	49.6%	47.6%
ROE(%)	14.6%	15.9%	17.6%	18.2%
每股收益(元)	1.23	1.60	2.11	2.64
P/E	9.01	6.95	5.26	4.20
P/B	1.31	1.10	0.92	0.76
EV/EBITDA	4	4	3	2

资料来源: 中投证券研究所

附：公司 13 年 1 季度财务与经营等指标

图 1：经营情况

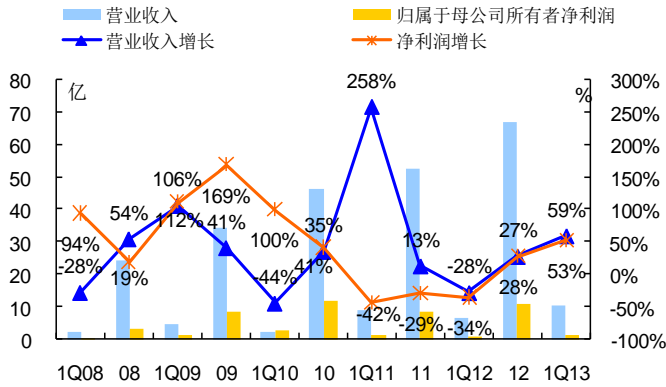


图 2：EPS 和 ROE

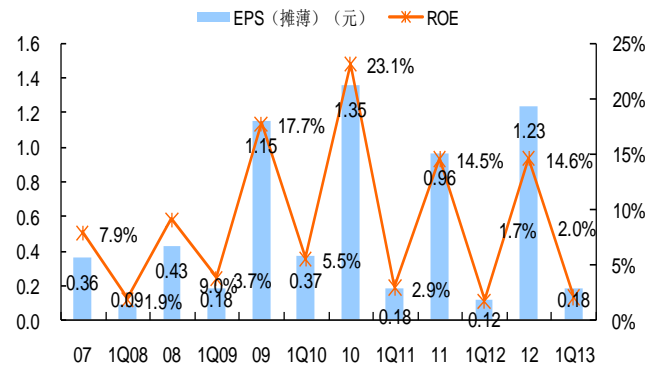


图 3：综合毛利率和净利率

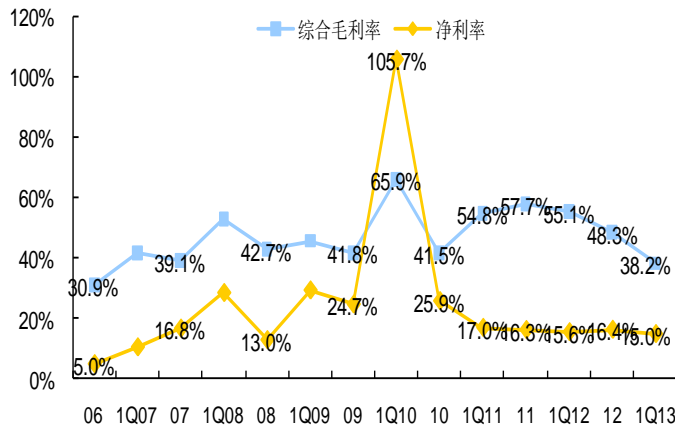


图 4：三费水平

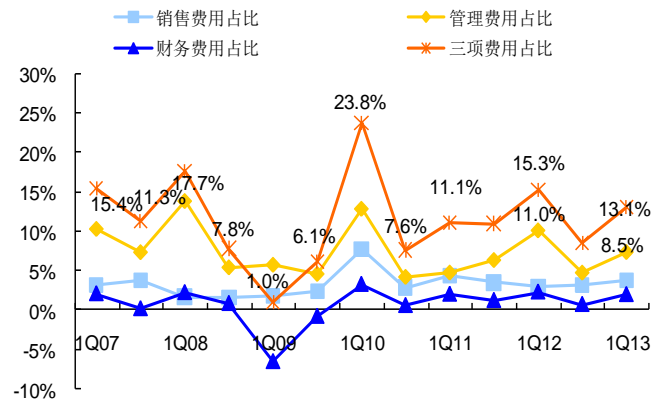


图 5：货币资金与短期负债

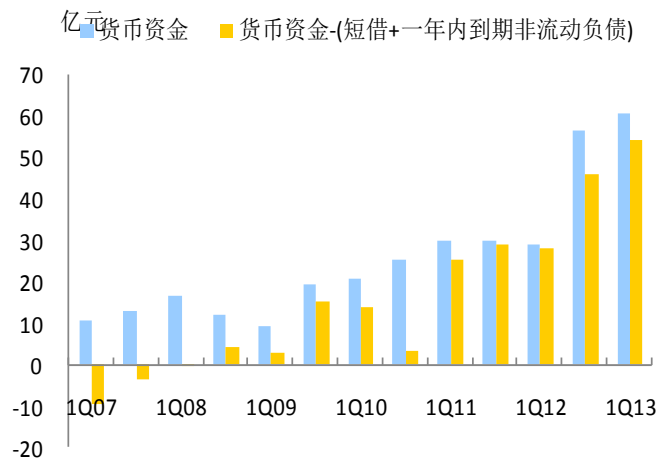
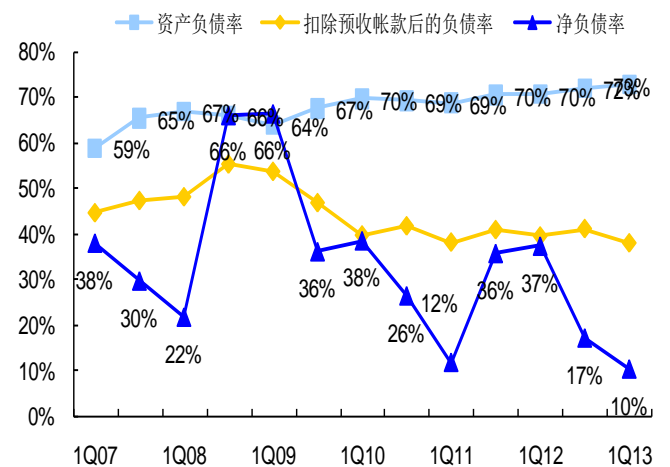


图 6：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

表 1 2013年公司预计可售项目估测

项目	城市	类型	权益 (100%)	2013 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	2.0	38000
城建世华泊郡	北京	住宅	100	5.0	30000
徜徉集	北京	住宅; 商业	100	7.0	17000
顺悦家园	北京	限价商品住房	100	20.2	6100
世华龙樾	北京	住宅; 商业	100	4.5	35000
首城汇景湾	北京	住宅; 商业	50	10.0	12000
上河湾	北京	住宅	100	10.0	12000
尚源·熙城	重庆	住宅; 商业	100	15.0	6500
城建龙樾湾	重庆	住宅; 商业	100	15.0	10800
城建龙樾湾	成都	住宅; 商业	66	15.0	6000
金色港湾	青岛	住宅	100	1.8	11000
南湖 1 号	天津	住宅	50	15.0	8500

资料来源：中投证券研究所，上市公司，北京房地产交易管理网

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	25337	30209	36987	45214	营业收入	6684	8179	10062	12068
现金	5686	9061	11198	14576	营业成本	3454	3965	5074	6322
应收账款	42	39	39	39	营业税金及附加	1105	1554	1711	1689
其它应收款	84	90	90	90	营业费用	207	254	307	362
预付账款	1543	800	800	800	管理费用	315	384	463	543
存货	17979	20215	24856	29705	财务费用	46	79	94	104
其他	3	3	3	4	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	4672	4652	4657	4661	公允价值变动收益	57	0	0	0
长期投资	1900	1900	1900	1900	投资净收益	292	300	300	300
固定资产	73	63	53	43	营业利润	1888	2243	2713	3346
无形资产	118	114	110	106	营业外收入	66	0	0	0
其他	2580	2575	2594	2612	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	30009	34861	41643	49876	利润总额	1948	2243	2713	3346
流动负债	15278	18470	23378	29267	所得税	523	583	705	870
短期借款	179	0	0	0	净利润	1426	1660	2008	2476
应付账款	4018	4020	4020	4020	少数股东损益	331	240	130	126
其他	11080	14450	19358	25247	归属母公司净利润	1095	1420	1878	2350
非流动负债	6298	6298	6298	6298	EBITDA	1949	2342	2827	3470
长期借款	4638	4638	4638	4638	EPS (元)	1.23	1.60	2.11	2.64
其他	1660	1660	1660	1660					
负债合计	21575	24768	29675	35565					
少数股东权益	911	1151	1281	1407	主要财务比率				
股本	889	889	889	889	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1480	1480	1480	1480	成长能力				
留存收益	5154	6574	8318	10535	营业收入	27.4%	22.4%	23.0%	19.9%
归属母公司股东权益	7523	8943	10687	12904	营业利润	8.9%	18.8%	20.9%	23.3%
负债和股东权益	30009	34861	41643	49876	归属于母公司净利润	30.5%	29.7%	32.2%	25.2%
					获利能力				
					毛利率	48.3%	51.5%	49.6%	47.6%
					净利率	16.4%	17.4%	18.7%	19.5%
					ROE	14.6%	15.9%	17.6%	18.2%
					ROIC	25.0%	59.8%	78.9%	158.1%
					偿债能力				
					资产负债率	71.9%	71.0%	71.3%	71.3%
					净负债比率	26.55	18.73%	15.63	13.04%
					流动比率	1.66	1.64	1.58	1.54
					速动比率	0.48	0.54	0.52	0.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.25	0.26	0.26
					应收账款周转率	106	131	168	201
					应付账款周转率	1.06	0.99	1.26	1.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.23	1.60	2.11	2.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	4.78	2.33	3.74
					每股净资产(最新摊薄)	8.46	10.06	12.02	14.51
					估值比率				
					P/E	9.01	6.95	5.26	4.20
					P/B	1.31	1.10	0.92	0.76
					EV/EBITDA	4	4	3	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-3-31	《北京城建-“现金牛”拓展无忧，业绩增长可期》
2012-12-25	《北京城建-销售增长领跑行业》
2012-10-27	《北京城建-资源丰富，经营安全，业绩增长可期》
2012-8-20	《北京城建-销售超预期，业绩保增长》
2012-7-23	《北京城建-可售丰富，销售高增长可期》
2012-7-9	《北京城建-销售超预期，国信上市积极推进中》
2012-6-10	《北京城建-资源为疆，现金为王，地产护航X点亮》

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、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、华夏幸福、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434