

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 陈舒静

S0960513070002

010-63222915

chenshujing@china-invs.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 10.70元

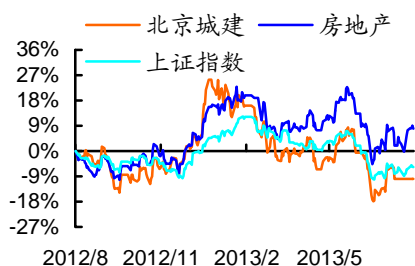
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2044.90
总股本(百万)	889
流通股本(百万)	889
流通市值(亿)	95
EPS	0.55
每股净资产(元)	8.64
资产负债率	73.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
北京城建	3.68%	-7.92%	-22.41%
房地产	5.91%	-4.26%	-9.90%
上证指数	4.42%	-8.97%	-15.93%



相关报告

《北京城建 600266-销售靓丽财务安全, 价值明显低估》2013-4-28

《北京城建-“现金牛”拓展无忧, 业绩增长可期》2013-3-31

《销售增长领跑行业》2012-12-25

北京城建

600266

强烈推荐

经营稳健增长, 再融资有利于增强竞争力

公司8月9日公布了13年半年报及非公开发行股票预案。

投资要点:

- 上半年公司实现营业收入 27.6 亿元 (+82%), 归属母公司净利 4.9 亿元 (+25%)。综合毛利率 39.5%, 较 1 季度略有回升, 随去年下半年售价提升项目陆续结算, 预计全年毛利率回升近去年水平。三费率 9.2%, 同比降 3.6 个百分点, 随全年结算收入提升费用占比将会下降。毛利下滑使净利率同比降 7.6 个百分点到 17.8%。
- 公司上半年实现销售面积 32.6 万平 (-5%), 销售额约 39 亿元 (-32%), 销售回款 39.2 亿元 (-9.9%), 北京地区新推世华龙樾、顺悦家园、世华泊郡等货值不到 30 亿元, 销售低于去年同期。下半年亦庄海梓府、密云上河湾、平谷汇景湾、天津南湖一号、青岛金色港湾等近 60 亿货值项目将入市, 住宅需求强劲的北京地区项目占比超 5 成, 且多为首置首改型项目, 去化毋庸担忧, 将带来新的增长点。估测公司全年可售货值约 140 亿元, 若去化水平在 75%-85% 的水平, 销售金额约 105-120 亿元 (+5%~20%)。
- 负债率低, 财务状况优良。货币资金 66 亿元, 远多于短期有息负债 6 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 40%, 而净负债率仅为 14%, 远低于行业平均水平, 经营十分稳健。
- 公司拟募集不超过 39 亿元资金拟投入北京世华龙樾、海梓府、上河湾、平各庄土地一级开发项目以及补充流动资金, 符合我们此前预期。募集资金占预计总投资额的 32%, 其中世华龙樾、海梓府、平各庄项目分别配建 23、1.6、14 万平共 39 万平保障房, 有利于较快获取融资, 加速项目销售。若成功发行, 资金将得到有力支持, 保障项目顺利甚至加速推进, 保守预计实现约 140 亿元销售收入、17 亿元净利润, 以及近 2 亿元的一级开发项目收益, 也为公司争取该地块的二级开发权和在顺义区开拓新项目奠定良好的基础。此次增发有利于降低公司资产负债率优化资本结构, 增强公司竞争力; 股本增加后, 从公司项目的盈利能力看, 长期盈利不会摊薄。
- 大股东超百万平资源托管给上市公司, 承诺待该部分资产形成较强盈利能力后, 将整体整合注入公司, 以彻底解决同业竞争问题。融资放开意味房地产行业调控将逐步放开, 包括未来预售价格的管理, 对以北京为大本营的城建来说, 利空出尽, 利多因素在增加。公司积极加快开发节奏, 加大销售力度, 适时扩大土地储备, 保障持续稳定增长。二季末预收款 105 亿元, 锁定 13 年全年业绩, 预计 13-15 年 EPS1.6/2.11/2.64 元, RNAV23.5 元, 股价 4.6 折交易, 价值明显低估, 提升评级至“强烈推荐”。

风险提示: 流动性趋紧、政策调控过度带来的行业与公司盈利下降等的风险。

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	8.69	6.70	5.07	4.05
P/B	1.26	1.06	0.89	0.74
EV/EBITDA	4	3	3	2

资料来源: 中投证券研究总部

附：公司13年半年度财务与经营等指标

图 1：经营情况

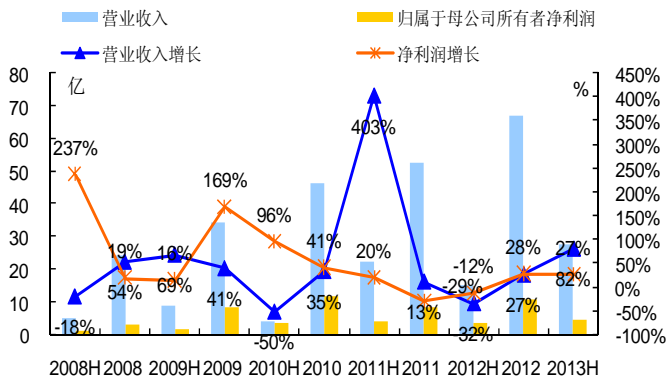


图 2：EPS 和 ROE

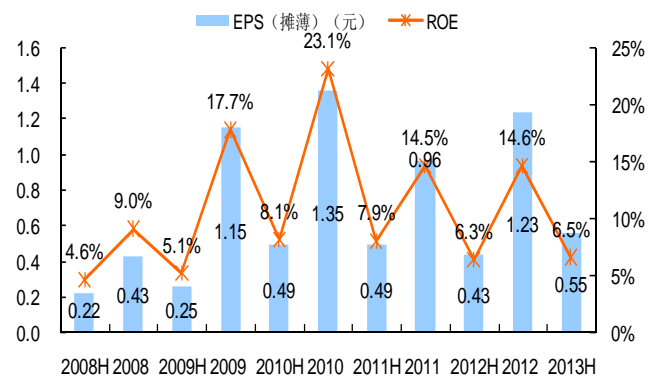


图 3：综合毛利率和净利率

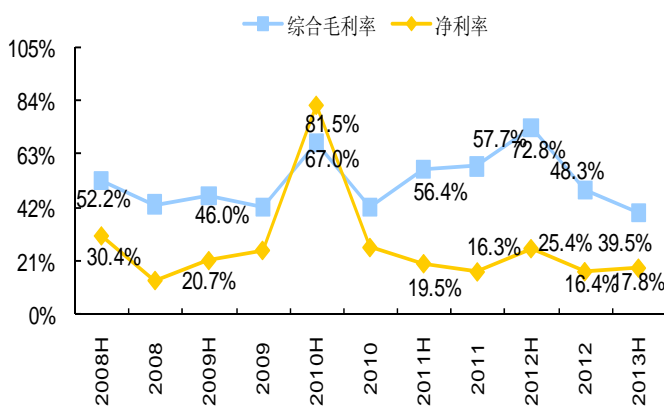


图 4：三费水平

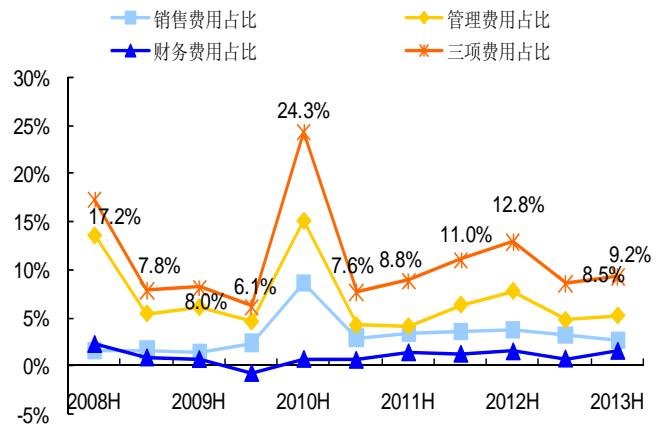


图 5：货币资金与短期负债

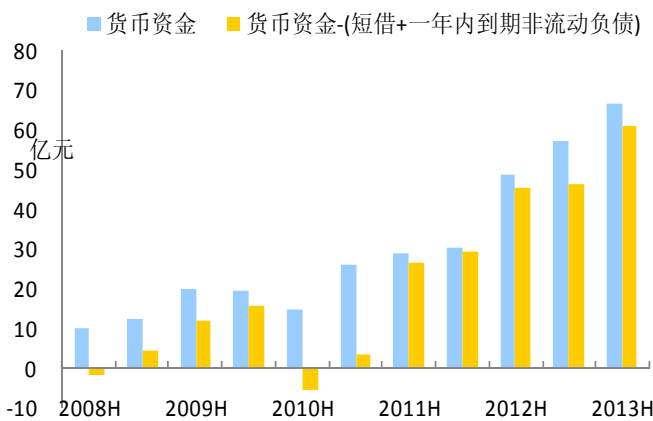
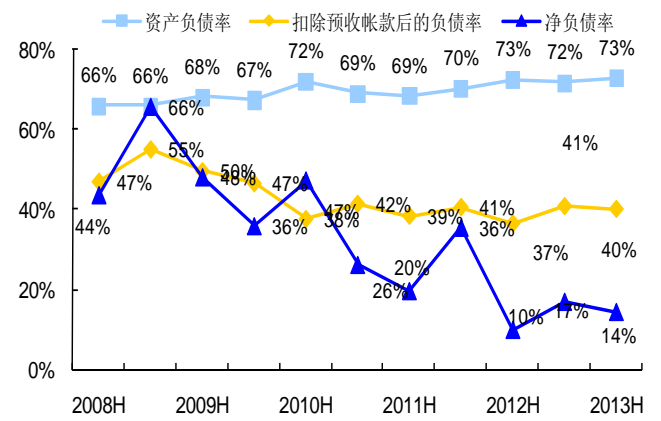


图 6：负债水平



数据来源：上市公司公告，中投证券研究总部

表 1: 公司拟非公开发行股票募集资金用途

项目名称	预计总投资额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
北京世华龙樾项目	561779	110000
北京海梓府项目	247185	70000
北京上河湾项目	146596	50000
北京平各庄土地一级开发项目	223163	120000
补充流动资金	40000	40000
合计	1218723	390000

数据来源: 上市公司公告, 中投证券研究总部

表 2: 估测公司下半年可售项目

项目	城市	类型	权益 (100%)	2013 下半年预 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	1.0	38000
城建世华泊郡	北京	住宅	100	0.5	35000
徜徉集	北京	住宅; 商业	100	6.0	17000
世华龙樾	北京	住宅; 商业	100	1.0	36000
亦庄海梓府	北京	住宅	100	5.0	30000
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	10.0	6500
城建龙樾湾	重庆	住宅; 商业	100	10.0	10800
城建龙樾湾	成都	住宅; 商业	66	10.0	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

数据来源: 上市公司公告, 中投证券研究总部

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	8.69	6.70	5.07	4.05
					P/B	1.26	1.06	0.89	0.74
					EV/EBITDA	4	3	3	2

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-28	《北京城建 600266-销售靓丽财务安全，价值明显低估》
2013-3-31	《北京城建-“现金牛”拓展无忧，业绩增长可期》
2012-12-25	《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》
2011-4-28	《北京城建-收入大幅增加，业绩高增长可期》
2011-4-1	《北京城建-房地产增长有保障，亮点纷呈，更多惊喜随后》
2011-3-21	《北京城建-亮点纷呈，诸多主题投资尚待挖掘》
2011-1-28	《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、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	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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434