



买入 **23% ↑**
目标价格: 人民币13.67

600266 CH

价格: 人民币 11.10

目标价格基础: 2013年净资产值折价 45%

板块评级: 中立

我们的观点有何不同?

- 北京国资背景房企之一, 终将获益于集团的丰富资源, 多项政策配套加快获益进度。
- 预计13年销售120亿元, 同比增41%, 未来7年集团要求公司未来销售增速达40%。
- 明年增发促业绩释放有动力, 京内未售高毛利货值近420亿元, 保证业绩释放有能力。
- 拿地重心仍在北京, 多渠道保证获得潜在优质项目, 短期内京内准备拿地155万方。
- 再融资解规模扩张资金之渴, 进展顺利期待春节前获批。

主要催化剂/事件

- 再融资春节前获得批文。
- 公司参与集团自有用地转性项目。

股价表现

(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对				
相对新华富时A50指数				

发行股数(百万)	889
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9,870
13年末每股评估净资产值(人民币)	24.85
3个月日均交易额(人民币 百万)	
13年末净负债比率(%)	36
主要股东(%)	
北京城建集团	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年12月04日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

北京城建

优质京内资源, 奠定成长基础

北京城建是市国资委下属房企, 拥有京内丰富土地储备, 项目利润丰厚; 公司背靠集团优质资源, 在北京土改和推进国企改革的大背景下, 有望通过多种渠道, 在激烈的土地市场竞争中奠定了无可比拟的优势, 是其保持规模和业绩成长的基础; 此外, 再融资计划的推出也能增加管理层积极性并推动业绩释放, 同时也能为拿地扩张提供充足资金。我们预计2013-15年公司每股收益分别为1.46、2.35和2.85元, 首次评级买入。

支撑评级的要点

- 北京国资背景房企之一, 终将获益于集团的丰富资源。公司主打地产为主、投资为辅的经营模式; 大股东城建集团拥有公司50.41%股份, 拥有丰富京内资源, 包括: (1) 托管的超47万平米未结地产项目; (2) 超139万平米的企业自有用地; (3) 超100万平米的商业地产资源。在国企改革推进和北京鼓励自有用地转性的政策下, 公司将持续从中获益。
- 预计14年销售额将120亿元, 同比增长超40%。14年公司可售货值将超150亿元, 如公司抓紧利用销售窗口期, 预计14年销售可达120亿元, 同比增41%。城建集团提出2020年集团销售超1,000亿元的目标, 估算对未来7年公司销售复合增长率要求达到40%左右, 这对于公司既是压力也是动力。
- 增发提高业绩释放动力, 多项资源保证业绩释放能力。展望14年, 公司增发计划将加强公司释放业绩意愿; 目前公司京内商品房未售货值近420亿元, 平均净利率23%, 净利润达96亿元, 对应每股收益10.8元。此外, 公司其他利润来源丰厚: 如一级开发项目未确认收益、京外项目结算、股权投资收益等等。
- 拿地重心仍在北京, 多渠道保证获得潜在优质项目。公司后续将继续加大拿地力度, 重心仍在北京, 采用一二级联动、市场招拍挂、京外项目合作、以及参与集团自有用地转性等多种渠道; 未来1-2年内, 预计动感花园、望坛和平各庄项目有望新增超155万平米土储, 进一步扩张京内优质资源, 且能保证高于二级市场的毛利率水平。
- 财务稳健, 再融资若成功将为规模扩张补充资金。公司三季末净负债率40%, 财务表现稳健; 按公司京内较为明确的拿地计划计, 资金需求超100亿元; 再融资如顺利完成可成为公司扩张后盾。作为再融资开闸后盾首批送审企业, 进展预计较快。

评级面临的主要风险

- 房地产行业调控收紧幅度超预期; 公司销售受北京市场波动影响较大。

估值

- 公司京内竞争优势突出, 资源质量优异, 股权投资亦保持了良好回报, 但此前业绩增长较为平稳缺少惊喜, 在增发计划的推动下, 公司业绩释放动力大增, 我们预计2013-15年的每股收益分别为1.46、2.35和2.85元, 我们将目标价定为13.67元, 相当于9.4倍2013年市盈率、5.8倍2014年市盈率和45%的2013年净资产值折价, 首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	5,246	6,684	7,673	12,875	17,956
变动(%)		27	15	68	39
净利润(人民币 百万)	855	1,095	1,296	2,089	2,538
全面摊薄每股收益(人民币)	0.962	1.231	1.458	2.350	2.854
变动(%)		28.0	18.4	61.2	21.5
市盈率(倍)	11.5	9.0	7.6	4.7	3.9
每股现金流量(人民币)	(1.50)	0.20	(3.68)	(4.21)	(4.58)
价格/每股现金流量(倍)	(7.4)	55.1	(3.0)	(2.6)	(2.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	21.1	20.0	16.5	16.9
每股股息(人民币)	0.20	0.37	0.12	0.19	0.23
股息率(%)	1.80	3.33	1.05	1.69	2.06

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

一、公司沿革及概要.....	3
二、北京房地产市场.....	6
三、房地产二级开发业务.....	8
四、房地产一级开发业务.....	13
五、对外股权投资业务.....	14
六、再融资推进情况.....	16
七、财务分析.....	17
八、总结及投资策略.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	21

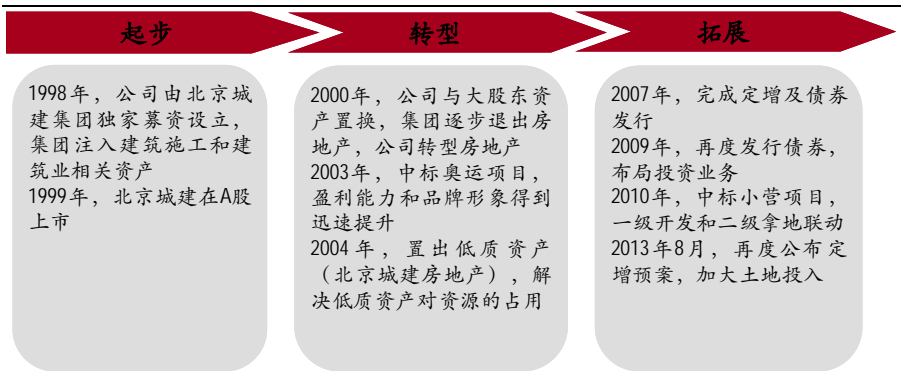
一、公司沿革及概要

北京国资背景，地产为主、投资为辅

北京城建股份有限公司是一家北京当地的区域性龙头房企，于1998年由北京城建集团独家募集设立，并于1999年在A股上市，主要经营建筑施工业务，其后在2000-2009年间，经过多次资产置换和增资扩股，公司实现了从建筑业到房地产业的转身，并成功扩充股本至8.89亿元的规模。公司为北京国资委下属孙公司，北京国资委通过100%控股的北京城建集团拥有公司50.41%股份。

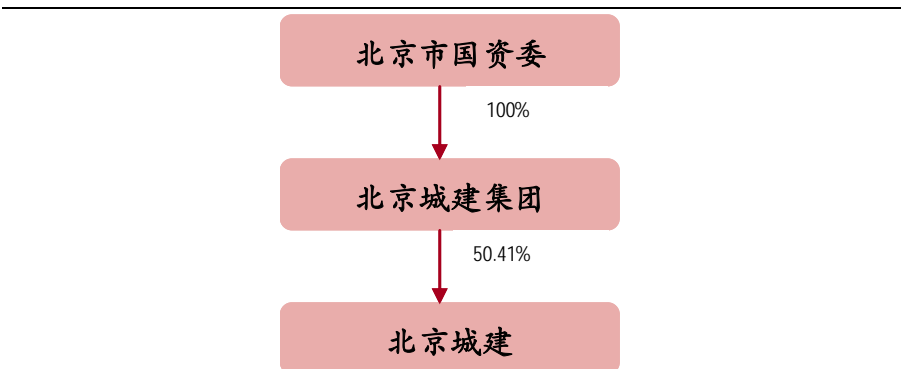
目前，公司已逐步形成了地产为主、投资为辅的经营模式：（1）房地产开发业务方面，公司具有一级开发资质，并拥有一二级联动的开发优势，目前项目主要立足于北京地区，同时适量地在重庆、成都和海南少量布点，总体项目资源优质，盈利水平较高；（2）对外股权投资方面，目前公司对外股权投资13家企业，包括金融、特色地产等，其中参股的国信证券和锦州银行正处于上市排队当中，并且公司对于创投业务持有开放的心态，后续仍将在环保节能和新材料项目等朝阳产业中进行研究和投入。

图表 1. 北京城建历史发展进程



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 2. 北京城建股权结构图



资料来源：公司公告，中银国际研究

集团丰富资源，公司将获益不浅

公司大股东北京城建集团（后文简称“城建集团”）是20世纪80年代初由兵改工组建的大型综合性施工企业集团，至80年代末，已经在全国建筑施工领域声名鹊起，位列全国国有企业500强和国际225家大型承包商之一。2005年，北京城建集团发展规划经北京市国资委审核确认，工程总承包、房地产开发、工程设计咨询为城建集团主业。

城建集团由北京市国资委100%控股，拥有着良好的政府关系、人脉资源和完整的产业链，在公司成长过程中给予了强大支持，尤其是在项目资源方面。目前城建集团在地产方面还拥有三大块资源，公司后续或将获益于此：

- 1) **集团拥有并已交由北京城建托管的地产项目。**目前城建集团旗下仅剩的房地产业务主要在两个全资子公司中（北京城建房地产和北京城建新城投资），根据现有资料分析，两子公司共拥有建筑面积161万平方米，其中截至目前未拿证销售面积为47万平方米，估算未结算面积将超过47万平方米（占比目前公司京内未售面积219万平方米的21%），预计可结算货值超133亿元（占比目前公司京内未售货值494亿元的27%，并且这部分资源拿地较早预计毛利率都较高）。为解决同业竞争问题，未来这部分资源注入上市公司的概率较大。
- 2) **集团拥有的大量企业自有用地。**由于作为北京部队改制企业，同时也由于多年北京工程总承包和地产开发经验，城建集团积累了大量的企业自有用地，包括工业用地、苗圃、营房、办公和家属院等等。2011年，城建集团官方网站曾报告过“北京城建集团……规整了规划面积达139万平方米的八块企业自有用地，拟报请政府批准，用于开发建设保障性住房和公共租赁房”，因此，若保守按照容积率为1估算，城建集团所拥有的自有用地至少达到139万平方米（相对目前公司京内未售面积219万平方米而言体量较大）。并且，近期集团拥有的南四环小汤山项目或将上市出让，建面约43万平方米，预计公司获得概率较大。
- 3) **集团拥有较多的商业地产资源。**根据媒体信息，北京城建集团目前共拥有各种形式商业地产资产30多处，总建筑面积近100万平方米（与上文中的自有用地中的办公或有部分重叠之处），多数项目均处于北京繁华地段，地理位置较好，主要项目如：北京城建大厦，位于北京北三环北太平庄桥附近，总建筑面积12.61万平方米，该项目资产质量和收益率较好。

图表3. 北京城建托管公司情况

托管期限	托管年限	托管公司	托管费用	托管股权
2012年1月1日至2014年12月31日	3年	北京城建新城投资开发有限公司	销售收入的0.2%	100%股权
2013年7月1日至2016年7月1日	3年	北京城建房地产开发有限公司	销售收入的0.2%	100%股权

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 北京城建目前主要京内托管项目

项目名称	项目位置	建筑面积 (万方)	已拿证面积 (万方)	未拿证面积 (万方)	未拿证货值 (亿元)	竣工日期	开发商
东湖湾名苑	北京朝阳区望京	63.00	39.26	23.74	102.07	2012.12	北京城建房地产开发有限公司
沁园春景	北京房山区窦店	23.90	23.90*	0.00*	0.00	2004.7	北京城建房地产开发有限公司
汇景嘉园 (琨廷项目)	北京房山区良乡	30.18	12.73	17.44	22.82	2014.8	北京城建房地产开发有限公司
福润四季家园	北京朝阳区东坝	29.27	25.90	3.36	3.03	2014.12	北京城建房地产开发有限公司
红木林	北京大兴区黄村	14.70	12.20	2.50	5.48	2012.12	北京城建新城投资开发有限公司
合计		161.04	114.00	47.04	133.39		

资料来源：公司公告，北京建委网站，中银国际研究

注：*为中银国际估算值

背靠集团的丰富资源，公司后续土地获取将获益不浅。一方面，目前正处于新一轮的国企改革浪潮中，同时也为了解决同业竞争的问题，预计城建集团后续有可能将超 47 万平米的托管物业注入公司，另一方面，受惠于“京 7 条”中鼓励自有用地转自住商品房的政策，城建集团超 139 万平米的自有用地也将有极大的转性可能性，公司后续参与二级开发的可能性较大。仅目前可知的这部分潜在土地储备就合计 186 万平米，占比目前公司京内未售面积 219 万平米的 85%，并且由于拿地具有优势，土地成本较低，这些潜在土地储备未来的盈利能力较强。

图表 5. 北京国企改革及自有用地转性相关政策

时间	概要	相关政策内容
2012 年 5 月 16 日	国资委党委：推进大型国企主营业务整体上市	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。
2013 年 10 月 23 日	北京市政府：自有用地转自住商品房	鼓励企事业单位和相关机构在符合相关法律法规规定和规划要求的前提下，将自有用地用于自住型商品住房的开发建设，或者将尚未进入销售环节的房地产开发项目转化为自住型商品住房建设项目。
2013 年 11 月 12 日	三中全会：国企改革，借鉴淡马锡模式，并推进现代企业制度	《决定》中明确提出，要“以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”。“推动国有企业完善现代企业制度。国有企业属于全民所有，是推进国家现代化、保障人民共同利益的重要力量。”

资料来源：公司公告，中银国际研究

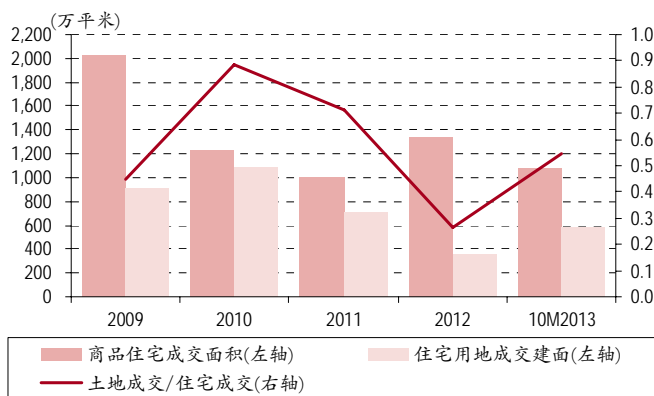
二、北京房地产市场

北京住宅卖方特征显著，多渠道低价拿地是关键

近年来，北京住宅成交量下滑的同时，土地供应也快速下滑。北京住宅土地成交建筑面积由2010年的1,091万平方米下降至2012年的351万平方米，而今年在新一届政府要求加大供应的引导下，2013年前10月住宅土地成交回升至586万平方米，有望回升至2011年约714万平方米的水平，土地成交占比住宅成交也由12年的0.3回升至0.5，虽略有改善，但仍处于供不应求的状态，并且过去几年的土地较低的供应也将导致后续的住宅市场供不应求维持一段时间。此外，在住宅土地成交回暖的同时，由于12-13年大多数房企回归一二线，导致了土地价格上涨更多，前10月北京住宅用地平均楼面价同比增长25%，这将加大后续北京市场的房价上涨压力。

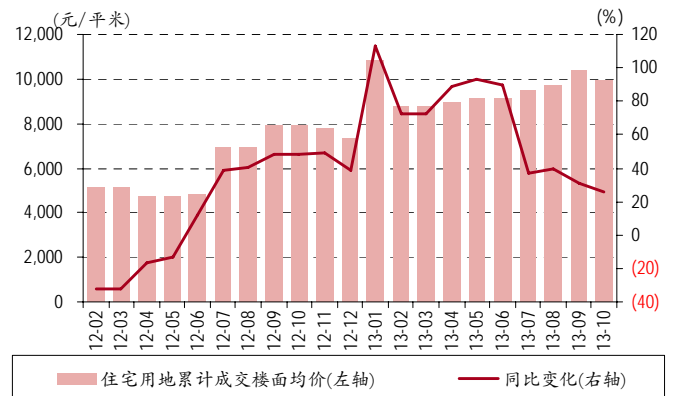
今年，虽然北京住宅市场成交氛围火热，但受限于北京市场严厉的预售证监管，北京市场供应严重不足，导致了前10月合计仅成交1,039万平方米，仍然同比下降1%。在供应受限的背景下，北京住宅市场呈现出了去库存趋势，10月的住宅可售面积已下降至734万平方米（对应可售套数不足6万套），同比下降30%，与此同时，北京三个月平均去化周期从10年顶峰的18个月下降到目前的7个月。与此同时，13年北京市场的房价则继续猛涨，今年10月北京的价格指数已经达到2010年6月以来的最高点31,277元/平方米，同比增长29%。

图表6. 北京土地市场供应与成交情况



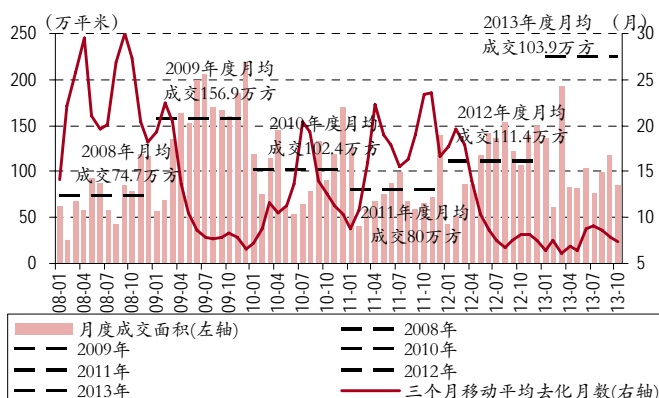
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表7. 北京住宅用地价格变化情况



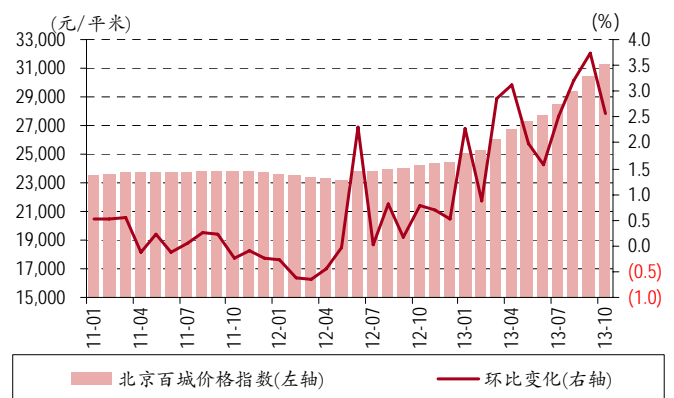
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表8. 北京周度成交量和去化月数走势情况



资料来源：中国指数研究院，中银国际研究

图表9. 北京价格指数历史走势及环比变化



资料来源：中国指数研究院，中银国际研究

除了北京住宅市场供需结构的特殊因素之外，在北京公布“京七条”之后，近期北京土地市场出让方式的改变（改为限地价竞自住商品住房面积），也将进一步的拉升商品房的地价和房价，对于购房者而言，自住商品住需要摇号，而商品房房价则会更高，对于开发商而言，自住商品住几乎无盈利而言，而商品房分摊的地价则高的离谱，尤其从11月北京主要的11块出让土地来看，商品房分担的楼面价占比周边房价高达100%，这致使房企后续盈利空间有限。

因此，我们对北京市场的判断如下：

- 1) 一方面，2011年至今连续3年土地供应不足，3年合计土地成交面积占比合计住宅成交面积比例仅48%，但期间需求并没有因为限购而减少，预计后续北京住宅市场供不应求的局面仍将持续，地价和房价后续仍有支撑，后续北京的市场空间依然较大，这也吸引了更多房企进入，竞争也将更加激烈；
- 2) 另一方面，由于北京土地出让方式的改变和竞争白热化，商品房分摊楼面价过高，致使房企后续盈利空间有限，对于房企而言，依靠特殊资源多渠道拿地方式有效降低拿地成本将是后续实现持续盈利的关键。

图表 10. 2013 年 11 月北京主要土地招拍挂情况

地块名称	竞得公司	建面 (万方)	其中(万方)					总价 (亿元)	整体楼面 价 (元/平)	商品房分 摊楼面价 (元/平)	周边房 价 (元/平米)	商品房楼 面价占比 周边房价 (%)
			商品房	自住房	限价房	回迁房	小学					
通州于家务	紫峰房地产	23.1	NA	15.3	7.8		8.1	3,503	NA	10,000	NA	
房山城关中心	中铁嘉业	19.4	19.4				8.0	4,141	4,141	10,500	39	
平谷大兴庄镇地块	旭辉	15.1	NA	11.0	2.5	1.5	7.2	4,783	NA	11,000	NA	
顺义新城第7街区	中铁建	9.7	5.8	2.7	1.2		10.3	10,589	11,610	23,409	50	
东升乡地块	合景泰富	2.7	1.0	1.7			5.4	19,742	52,159	41,202	127	
昌平北七家地块	北京城建	28.8	3.4	6.4	4.0	15.0	15.5	5,372	16,832	30,000	56	
亦庄经济开发区	首开-住总	10.1	2.1			8.0	12.2	12,036	58,193	24,693	236	
朝阳东坝	保利-首开	9.4	2.6	5.0	0.9		21.0	22,452	45,695	50,000	91	
朝阳东坝南区	首城置业	9.2	2.8	4.2	0.8	1.4	21.5	23,341	51,854	50,000	104	
平均											100	

资料来源：公司公告，搜房网，中银国际研究

三、房地产二级开发业务

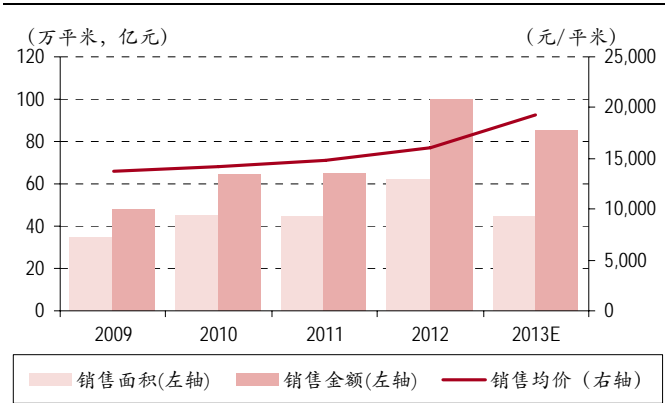
北京区域龙头之一，集团要求销售高增长

公司始终把北京作为大本营，在过往4年的销售中，京内销售金额占比平均在70-80%，占据绝对的主力。因此，公司的销售额和北京市场情况联系紧密。过去5年中，公司的销售从09年48亿元上升至今年预期的85亿元，其中，4年的销售增速分别为2010年34%、2011年1%、2012年54%和2013年-15%，其走势与北京市场走势基本一致，其中，11年因为10年限购的影响以及13年因为预售证监管的影响，尤其是13年中，北京房价飞速上涨，对于公司优质项目的预售证监管的影响更大，制约了公司13年的销售。

作为北京的老牌房企，公司近今年来始终处于北京销售排行榜的前十位置，并且在10-12年逐步由第10名提升至第1名，在13年中，则因为预售证监管的影响回落至第6名。此外，在过往4年中，公司京内销售额平均市场占有率达3.2%。总体而言，公司绝对是北京区域房企的龙头之一。

此外，城建集团提出了2020年集团销售超1,000亿元的目标，其中，预计公司需要分担800-900亿的任务，这要求未来7年公司销售复合增长率需要达到40%，这对于公司而言，是压力也是动力。

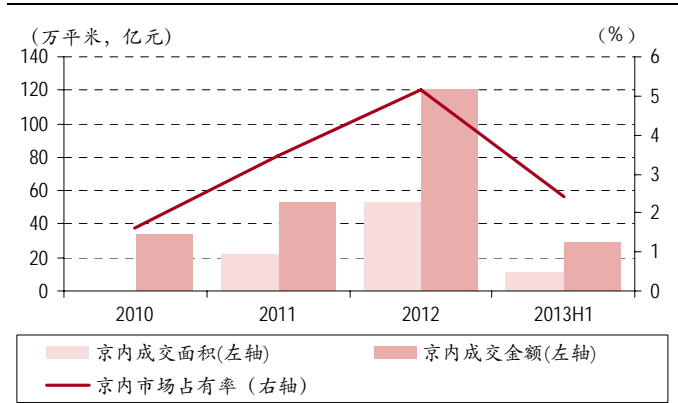
图表 11.北京城建 2009-2013E 销售情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

注：2010年销售面积以及2013年的销售金额和销售面积均为中银估算值

图表 12.北京城建 2010-2013H1 京内销售情况



资料来源：搜房网数据监控中心，中银国际研究

注：搜房网数据监控中心公布公司销售为城建集团口径的销售数据，与公司公告数据口径不一，略有出入

图表 13.北京地区商品住宅销售排行榜

排名	2010年		2011年		2012年		2013年上半年	
	房企	成交金额 (亿元)	房企	成交金额 (亿元)	房企	成交金额 (亿元)	房企	成交金额 (亿元)
1	万科	101.49	中海	100.23	北京城建	120.65	中海	64.8
2	龙湖	93.8	远洋	70.68	中海	115.12	首开	58.93
3	远洋	67.51	万科	63.89	保利	112.5	万科	52.06
4	保利	63.7	保利	57.72	首开	106.91	远洋	34.17
5	绿地	63.27	龙湖	56.63	万科	97.4	融创	31.11
6	富力	55.66	北京城建	52.98	远洋	87.71	北京城建	29.28
7	中国铁建	49.86	首开	50.59	中国铁建	83.01	中泽林萃	29.05
8	中海	48.6	中国铁建	48.13	soho 中国	78.00	中化方兴	27.04
9	首开	39.13	富力	44.99	龙湖	75.33	金地	24.47
10	北京城建	33.81	中信	39.34	中化方兴	68.26	K2	22.61

资料来源：搜房网数据监控中心，中银国际研究

注：搜房网数据监控中心公布公司销售包括大股东的项目，与公司公告数据口径不一，略有出入

预计 13 年销售 85 亿元，14 年销售 120 亿元

由于北京限预售证监管影响京内项目推盘，今年公司目前销售仅完成 60 亿元。公司后续要求加快周转，亦庄海梓府、密云上河湾 2 期、平谷区马坊 2 期和天津南湖项目近期都在推盘，但预售证监管年底前仍将从严执行，预计 13 年公司全年销售 85 亿元，同比下降 15%，略低于公司年初计划的 90 亿元。

2014 年，公司预计可售货值将达 150 亿元，同时考虑到公司目前京内拥有未售货值近 420 亿元的高毛利项目资源（见后文），并且大部分项目可以随时推盘，因此预计明年的可售货值只多不少，14 年可售资源的量和质都将有所保证。

此外，今年新一届政府屡次强调市场化调控，预计后续房地产行业行政化调控将逐步减弱，至少预期明年上半年北京预售证监管力度将有所弱化，同时考虑到北京强烈卖方市场特征、公司在北京较高的市场占有率以及 14 年丰富的优质可售资源，14 年销售将比较乐观，预计销售将达 120 亿元，同比增 41%。

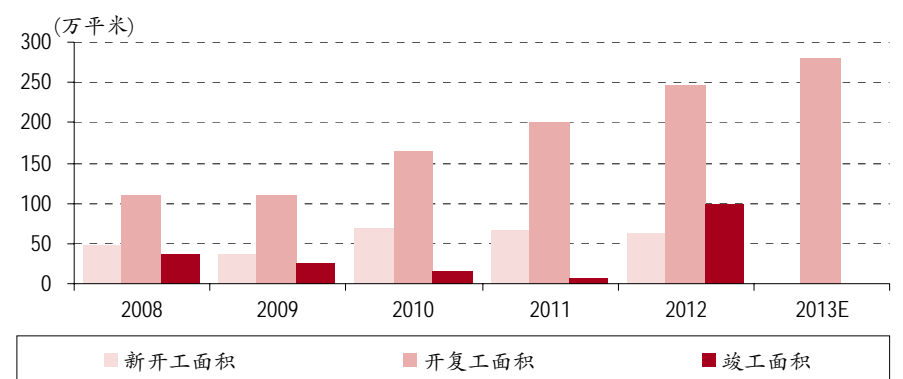
战略重心重回北京，拿地、开工态度更加坚定

在 2010-2012 年中，公司新开工面积始终徘徊于 60 万平米上下，显示出了开工积极性不够。一方面，这是因为受到 2010 年行业开始调控而公司选择了较为保守的发展战略，另一方面，也是因为拿地端的支持力度不够，2010-2012 年京内拿地的面积和金额都呈现出了下降的趋势，京内开工没有增长的基础，而京外拿地则真正始于 2011 年（2009 年重庆拿地项目是一二级联动项目），由于初入新市场，公司的开工和销售策略不会太过激进，京外开工短期内也就无法实现大幅增量贡献，因此，这就导致了公司过去 3 年开工停滞不前。

2013 年，正如大多数房企战略重心重归一二线，公司重心也重回北京，并在力度和决心上表现的更加积极、更加坚定。13 年年初至今，公司已经累计获得 6 个二级项目和 1 个一级项目，并且 7 个项目均在北京，合计建筑面积达 153 万平米，其中，6 个二级项目合计拿地 108 万平米，对应土地款 77 亿元，超过了当期销售金额，积极拿地态度可见一斑。

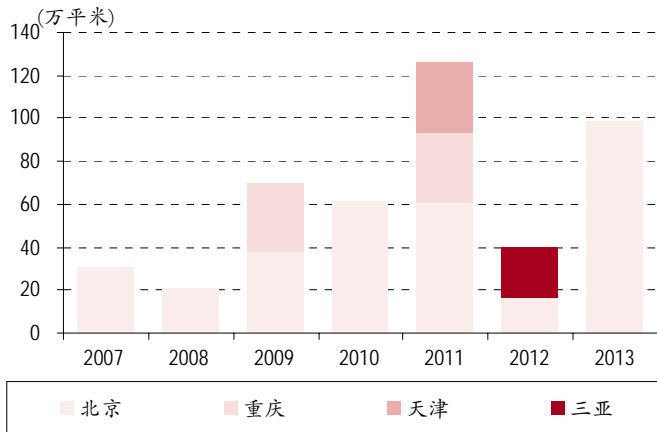
后续拿地方面，京内，动感花园项目、望坛项目和平各庄项目将合计推地 155 万平米，作为公司一二级联动项目，后续拿地可能极大，并且望坛项目和平各庄项目后续规划都有可能突破，此外，鉴于目前政府鼓励自有用地转自住商品房的政策，后续公司还将受益于集团大量自由用地的转性，近期集团的南四环小汤山项目或将上市出让，预计公司获得概率较大，因此，京内未来 1-2 年内合计可能拿地将超 155 万平米，这就对公司的资金实力提出了较高的要求。

图表 14. 北京城建 2008-2013 年开竣工情况

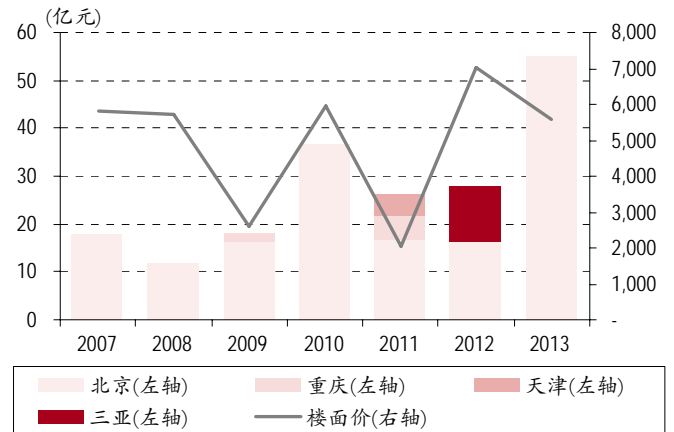


资料来源：搜房网数据监控中心，中银国际研究

注：2010 年及 2011 年的新开工面积及竣工面积均为公司年初计划值

图表 15. 北京城建 2007-2013 年拿地面积


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 16. 北京城建 2007-2013 年拿地金额和拿地均价


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 17. 北京城建 2013 年年初至今拿地汇总

月度	项目名称	城市	权益 (%)	占地面积 (万方)	容积率	建筑面积 (万方)	商品房面积 (万方)	权益面积 (万方)	总地价 (亿元)	权益地价 (亿元)	楼面价 (元/平)	商品房分摊楼面价
2013/05	大兴区魏善庄镇北区、西区 AA-25 地块 F3	北京	100	14.3	1.3	18.4	18.4	18.4	11.2	11.2	6,053	6,053
2013/07	大兴区魏善庄镇北区、西区 AA-29 地块 F3	北京	100	14.6	0.6	9.0	9.0	9.0	4.6	4.6	5,111	5,111
2013/08	房山区房山新城良乡组团 10-01-08 等地块	北京	100	11.6	1.7	19.4	9.8	19.4	16.9	16.9	8,700	9,063
2013/10	延庆县沈家营镇 A-03、B-05 地块	北京	47	16.6	1.4	23.3	9.2	10.9	7.0	3.3	3,009	7,463
2013/11	昌平区北七家镇	北京	100	11.8	2.4	28.8	3.4	28.8	15.5	15.5	5,373	16,832
2013/11	朝阳区东坝南区地块	北京	50	4.9	1.9	9.2	2.8	4.6	21.5	10.7	23,341	50,868
二级拿地小计				73.7	1.5	108.1	52.7	91.2	76.6	62.1	7,084	9,797
2013/07	顺义区平各庄一级开发项目	北京	100	41.0	1.1	44.8						
一级拿地小计				41.0	1.1	44.8						
一二级拿地合计				114.7	1.3	152.9						

资料来源：公司公告，中银国际研究

京内未售高毛利项目净利达 96 亿，支持未来 3-5 年业绩高增长

作为北京区域龙头之一，北京城建拥有大量的北京土地储备。目前，公司按照规划建面口径，公司二级开发土地储备为 619 万平方米，其中京内 434 万平方米，占比 70%；一级开发土地储备为 155 万平方米，均为京内项目。而按照未售面积口径的二级开发土地储备为 364 万平方米，京内项目共 219 万平方米，占比 60%，其中京内高毛利商品房合计 147 万平方米，占比 40%。

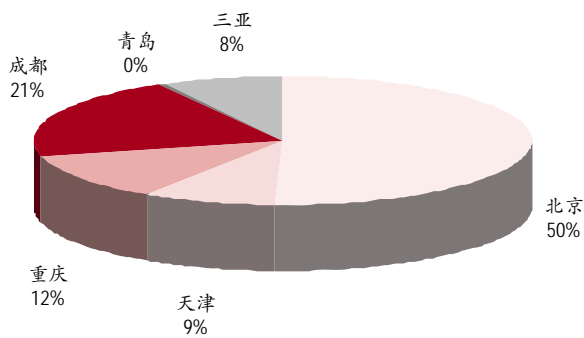
由于近两年来北京房价暴涨，促使公司京内商品房项目都成为了高去化率、高毛利率项目。从土地成本来看，公司目前 147 万平方米的商品房的平均楼面价为 6,993 元/平方米，占对应平均销售均价 28,513 元/平方米的比例仅为 25%，相对于目前一线城市近 50% 的平均水平而言，土地成本优势非常明显；从利润率来看，我们预计这部分京内商品房的合计货值将近 420 亿元，平均毛利率 64%，平均净利率 23%，对应净利润达 96 亿元，公司目前 8.89 亿元股本计算，对应每股收益 10.8 元，按未来 3-5 年内每年可结算 2.2-3.6 元，仅这部分京内商品房项目就足够保证未来 3-5 年的结算业绩高增速。

图表 18. 北京城建京内外未售面积情况 (二级开发)

	规划建筑面积 (万方)	占比(%)	未售面积 (万方)	占比 (%)	未售货值 (亿元)	占比 (%)
京内商品房	306.2	49.4	147.3	40.5	419.9	63.5
京内保障房	127.9	20.6	72.1	19.8	100.4	15.2
京外商品房	185.3	29.9	144.5	39.7	141.2	21.3
合计	619.3	100.0	363.9	100.0	661.5	100.0

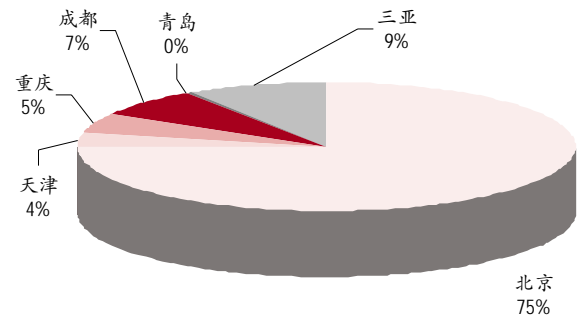
资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 19. 北京城建各城市未售商品房面积及占比



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 20. 北京城建各城市未售商品房货值及占比



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 21.北京城建项目情况明细

项目名称	权益 (%)	规划建筑面积 (万平)	其中保障房* 规划面积 (万平)	目前未售面 积 (万平)	其中保障房* 未售面积 (万平)	其中商品房 未售面积 (万平)	商品房未 售货值 (亿元)	未售商品 房净利润 (亿元)	估算净利 率 (%)
首城国际	50%	46.0		2.0		2.0	10.0	2.4	24.2
筑华年	100%	25.9	4.8	0.0		0.0	0.0	0.0	NA
世华龙樾	100%	78.2	23.0	24.0		24.0	120.0	29.0	24.1
世华泊郡	100%	29.9	10.0	5.0		5.0	20.0	4.8	23.8
徜徉集	100%	46.2	16.0	5.0		5.0	15.0	3.6	23.9
密云上河湾	100%	24.3		18.0		18.0	26.1	6.4	24.7
平谷区汇景湾	100%	34.7		30.0		30.0	39.0	9.2	23.6
亦庄海梓府	100%	16.3		14.5		14.5	57.8	13.9	24.0
顺义区顺悦家园	100%	24.5	20.0	18.0	18.0	0.0	0.0	0.0	NA
魏善庄 AA-25	100%	18.4		14.6		14.6	29.2	6.6	22.4
魏善庄 AA-29	100%	9.0		9.0		9.0	18.0	4.3	23.7
房山新城良乡	100%	19.4	9.6	19.4	9.6	9.8	29.5	6.9	23.3
延庆县沈家营镇	47%	23.3	14.1	23.3	14.1	9.2	13.8	3.0	21.7
北七家镇	100%	28.8	25.4	28.8	25.4	3.4	20.5	2.9	14.0
朝阳区东坝南区	50%	9.2	5.0	7.8	5.0	2.8	21.0	2.8	10.1
京内(二级开发)		434.0	127.9	219.4	72.1	147.3	419.9	95.6	22.8
天津南湖一号	50%	26.4		25.0		25.0	21.3	5.0	23.6
重庆熙城	100%	31.8		17.0		17.0	8.5	2.1	24.2
重庆龙樾湾	100%	32.6		18.5		18.5	18.5	4.0	21.9
成都龙樾湾	66%	69.4		60.0		60.0	40.2	9.6	23.8
青岛金色港湾	100%	1.7		1.0		1.0	1.0	0.2	24.0
三亚红塘湾	100%	23.4		23.0		23.0	51.8	12.6	24.3
京外(二级开发)		185.3	0.0	144.5	0.0	144.5	141.2	33.5	23.7
二级开发合计		619.3	127.9	363.9	72.1	291.8	561.0	129.1	23.0
北京动感花园	80%	12.4		9.9		9.9			
北京望坛	100%	98.6	80.0	98.6	80.0	18.6			
顺义平各庄	100%	44.2		44.2		44.2			
一级开发项目		155.2	80.0	152.7	80.0	72.7			
一二级开发合计		774.5	207.9	516.6	152.1	364.5			

资料来源：公司公告，中银国际研究

注：*此处保障房泛指限价房、经适房、回迁房、劳动力安置用房和自住型商品房等。

四、房地产一级开发业务

一级开发经验丰富，一二级联动赋予拿地优势

基于公司众多的一级开发项目资源和经验，公司也衍生出了一二级联动的拿地模式，并成为了一大特色。由于提前介入一级开发，公司可以提前获悉项目的规划情况而提早设计项目方案，并且一级开发的收入也有可能可以抵扣二级拿地的成本，由此，公司的拿地可行性和拿地成本上就具有更多的优势。

目前，公司累计已经参与了7个一级开发项目，合计累计开发面积达到289万平方米，其中，4个项目已经完成一级开发，累计完成一级开发134万平方米。除了东坝项目由于全规划为两限房而由兄弟公司北京城建房地产开发之外，其余3个项目的二级开发均由公司获得，公司一二级联动模式已经比较成熟。

一级开发项目储备丰富，并可逐步贡献结算利润

目前，公司正在开发中3个项目中，动感花园项目和望坛项目已经完成一级开发，不久就可以上市出让。预计未来可合计出让155万平方米建筑面积，占比目前京内未售项目219万平方米的71%，公司对这类土地的获取可能性较大。

此外，在结算方面，过往的一级开发项目中还有部分未确认收益等待结算，贡献未来1-2年的业绩增长，其中包括世华龙樾（小营项目）和筑华年（北苑南区项目）。

图表 22.北京城建一级项目整理

一级项目名称	二级项目名称	类型	一级开发获得时间	二级开发出让时间	二级开发获得房企	建筑面积(万方)	地价(亿元)	楼面地价(元/平)
小营项目	世华龙樾	商住	2005	2010	北京城建	51.9	36.7	7,073
重庆西彭项目	重庆熙城	住宅	2008	2009	北京城建	31.8	1.6	496
北苑南区项目	筑华年	商住	2005	2008	北京城建	20.9	12.0	5,738
东坝三岔河村项目	福润四季家园	两限房	2006	2011	北京城建房地产	29.3		
北京动感花园		住宅	2005	未出让		12.4		
北京望坛项目		住宅	2007	未出让		98.6		
顺义平各庄项目		住宅	2013	未出让		44.2		
合计						289.0		

资料来源：公司公告，搜房网，中银国际研究

图表 23.北京城建目前在开发一级项目的进度情况

一级项目名称	建筑面积(万平方米)	开发模式	项目进度
北京动感花园	12.4	一二级联动	一级开发基本完成，基本已经具备入市条件
北京望坛项目	98.6	一二级联动	一级开发基本完成，改规划中，预计明年上半年可以入市
顺义平各庄项目	44.2	一二级联动	13年7月刚拿一级开发项目
合计	155.2		

资料来源：公司公告，中银国际研究

五、对外股权投资业务

股权投资逐步成长，持续获得稳定回报

除地产业务以外，公司另外一大主业是对外股权投资业务，主要投向为金融和特色地产，截至13年半年报，公司对外股权投资13家企业，对外股权投资成本13.1亿元；并且从2009年至今，公司股权投资每年都贡献了稳定的回报，平均每年都有2-3亿元投资收益，占比公司净利润在30%左右。

目前，公司投资项目中拟上市的有国信证券、北科建、中科招商、锦州银行和乐健医疗等5家企业，投资额8.22亿元，占股权投资额的62.7%。并且，14年IPO开闸在即，国信证券和锦州银行的上市进程或将有所突破，而对于创投公司中科招商而言，一方面所投资企业股票陆续解禁而获益，另一方面中科招商所投项目的上市进程也将加快。

此外，公司继续优化对外投资结构，12-13年分别转让了所持北京城建环保投资发展有限公司100%股权和北京城建一建设发展有限公司10%股权，并且今年公司也对多个环保节能、新材料项目等朝阳产业进行了深入研究，寻找新的投资方向。

在估值方面，我们目前仅对正上市排队中的国信证券和锦州银行进行估值，并分别给予锦州银行5倍市盈率和国信证券25倍市盈率，按此估值，合计贡献估值9.2亿元，预计对于公司13-14年每股净资产值贡献1.04元。

图表 24.北京城建主要股权投资项目明细

投资标的	类别	简介	2012 年年报持股比例	2013 年半年报持股比例
锦州银行股份有限公司	金融类	城商行，拟上市	3.4%	3.3%
国信证券股份有限公司	金融类	综合性券商，拟上市	4.9%	4.9%
深圳市中科招商创业投资有限公司	金融类	创投公司	30.0%	30.0%
北京科技园建设集团股份有限公司	特色地产	园区地产，有上市计划	14.0%	14.0%
国奥投资发展有限公司	特色地产	奥运地产	20.0%	20.0%
北京乐健医疗投资有限公司	特色地产	养老和医疗	40.0%	40.0%
南昌青山湖污水处理有限公司 (已出售)	环保水务		20.0%	0.0%
北京城建环保投资发展股份有限公司 (已出售)	环保水务	持有绩溪、大成等污水处理厂	100.0%	0.0%
北京市天银地热开发有限责任公司	地热供暖		28.6%	28.6%
北京华原兴业房地产经纪有限公司	房产经纪		40.0%	40.0%
北京花市枣苑物业管理公司	物业管理		10.0%	10.0%
北京乾宇拆迁有限责任公司	拆迁		5.0%	5.0%
北京城建一建设发展有限公司	建筑施工		10.0%	0.0%
北京首都国际投资管理有限责任公司	股权投资		12.8%	12.8%
北京城建中地房地产开发有限公司	房产开发		7.5%	7.5%

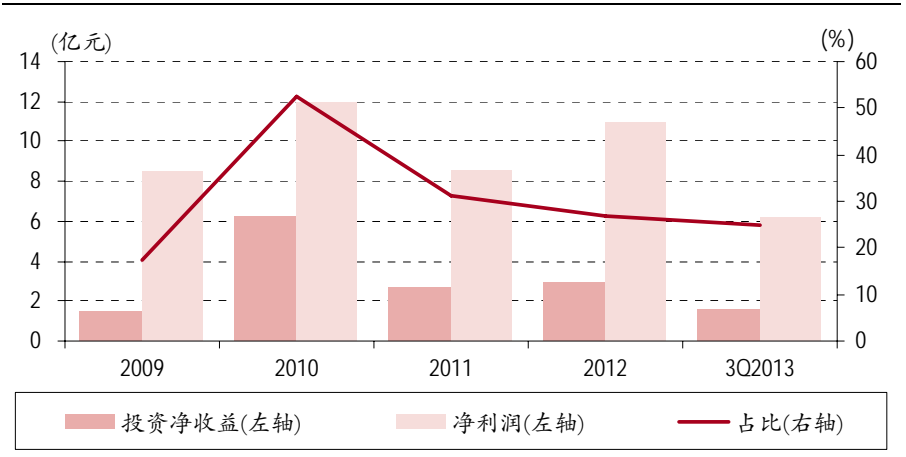
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 25.国信证券和锦州银行估值贡献

(单位：万元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
国信证券分红	0	3,430	3,430	6,860	3,430	3,430	3,430
锦州银行分红	0	0	1,326	0	0	1,300	1,300
分红合计	0	3,430	4,756	6,860	3,430	4,730	4,730
国信证券估值(按25倍PE)	0	85,750	85,750	171,500	85,750	85,750	85,750
锦州银行估值(按5倍PE)	0	0	6,630	0	0	6,500	6,500
估值合计	0	85,750	92,380	171,500	85,750	92,250	92,250

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 26. 北京城建 2009-2013 年股权投资收益情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

六、再融资推进情况

再融资开闸成规模扩张后盾

8月9日,北京城建公布了再融资方案,计划非公开发行股票数量不超过41,600万股,每股9.38元,募集金额39亿元。考虑到未来1-2年内公司京内准备拿地高达155万平米,即使按照公司今年拿地均价7,084元/平米估算,仅京内拿地就需要110亿元的资金,未来公司的规模扩张过程中资金需求极大。因此,从资金用途上来讲,本次公司的再融资将对公司后续扩张拿地大有帮助。

历史上,公司曾分别于2007年和2009年推出过再融资方案,但2009年的再融资由于受到了房地产行业调控的影响而最终未能执行。不过当时公司是通过国土部材料审核的10家房企之一,而本次国土部审核的系统基本上和09年差不多,因此预计后续公司成功拿到批文的可能性较高,时间也会相对较早。

增发提高业绩释放动力,多种资源保证释放能力

按照国资委对公司达到行业平均净资产收益率15%的考核标准,公司今年每股收益应该在1.42元以上,同比增长大于15%。展望明年,公司增发计划将推动公司释放利润。目前公司在京内高毛利项目货值近420亿元,对应净利润达96亿元,足够未来3-5年业绩增长。此外,公司其他利润来源还有:一级开发项目未确认收益、京外项目结算、股权投资收益等等。总体而言,公司后续业绩释放能力有保证。

图表 27.北京城建 2001-2013 年重组及重大融资方案

时间	重组及重大融资方案	方案&募投项目
2001年	同控股股东资产置换	北京城建本次以23.39亿多元资产与控股股东10.77亿多元资产进行置换。公司称,置入资产与置出资产的价差,已由城建集团承担公司银行借款2亿元,其他兄弟公司等分别承担北京城建银行借款共计7亿元。
2004年	转让股权	将北京城建东华房地产公司54%股权及相关权益转让给北京市东城区住宅发展中心,转让价3.1亿元,解决低资产对资源占用。
2007年	企业债5亿元	债券票面年利率为6.08%,期限7年。
2007年	非公开发行股票14,100万股,每股8.5元,大股东认购2000万股	北京小营项目(一级开发);石榴庄项目;补充流动资金。
2009年	公开发行债券9亿元	票面利率6.8%,期限7年。
2009年(未执行)	非公开发行股票数量不超过29,000万股,每股11.47元,大股东认购2000万股	北京北苑南区项目;北京房山长阳项目;重庆西彭项目;北京望坛危改及土地一级开发项目。
2013年	非公开发行股票数量不超过41,600万股,每股9.38元	北京世华龙樾项目;北京海梓府项目;北京上河湾项目;北京平各庄土地一级开发项目;补充流动资金

资料来源:中国指数研究院和中银国际研究

七、财务分析

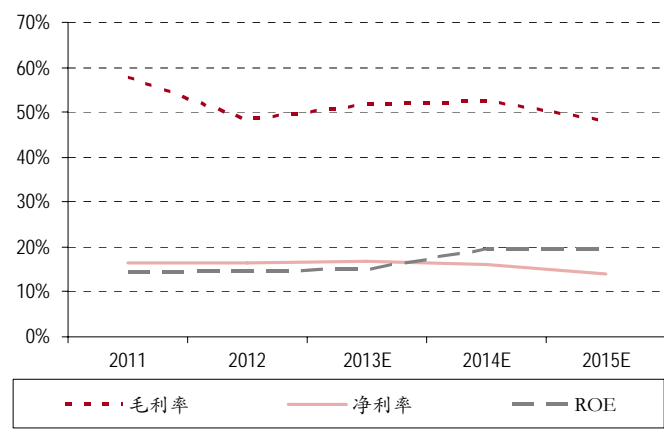
资产负债状况良好，业绩锁定率有望进一步提高

截至2013年3季度末，公司资产负债率为74.9%，剔除预收款后的资产负债率仅为43.2%，净负债率为40.3%，远低于行业平均水平70%；货币资金为62亿元，为短债2.6亿元的24倍，短期完全无偿债压力；此外，债务结构良好，长期借款占总借款的97%，信托等高成本融资占比较低，良好的债务结构使公司融资成本处于较低水平，公司长期借款中保证借款的平均融资成本为7%，因此可以推测公司总体融资成本在7%左右。总体而言，公司债务结构良好，债务成本较低。

过去几年中，公司三项费用率呈现出一个逐步略微改善的过程，三项费用率由2011年的11.0%下降至2013年前3季度的10.3%，其中，管理费用率的改善较为明显。

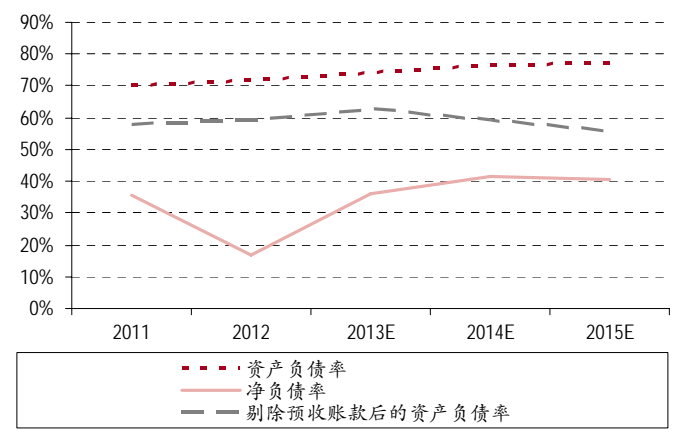
另外，过去几年中，公司的预收款项占比营业收入的比值呈现出逐步提升的过程，由2008年的47%增长至2012年的139%，公司业绩的锁定表现正在逐步提升。截至2013年3季度末，公司的预收款项为109亿元，锁定了我们对公司2013-14年房地产业务预测收入的100%与64%。值得注意的是，如考虑公司京内未售资源的高去化率和高毛利率，公司后续业绩锁定率有望进一步提高。

图表 28. 北京城建毛利率、净利率及 ROE 情况



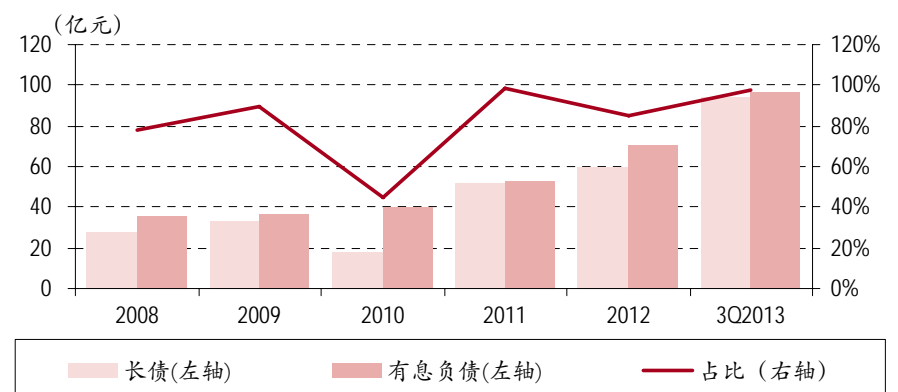
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 29. 北京城建资产负债率及净负债率情况

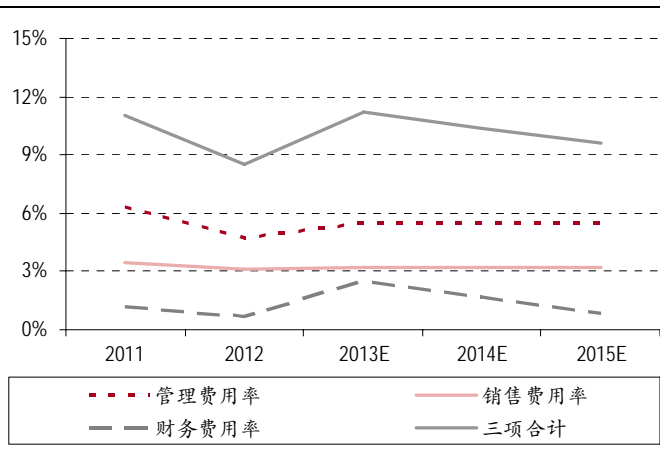


资料来源：公司公告，中银国际研究

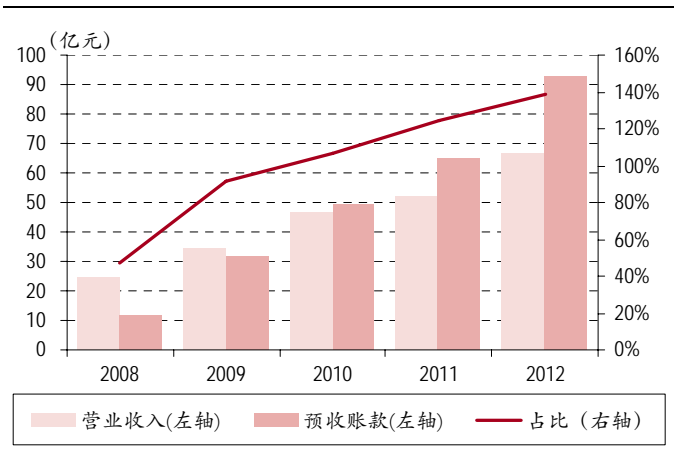
图表 30. 北京城建长债占比有息负债比例



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 31. 北京城建三项费用率情况


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 32. 北京城建预收款项占比营业收入情况


资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 33. 北京城建 2013 年半年报长期借款借款明细 (不完全统计)
长期借款-抵押借款

贷款单位	借款单位	借款起始日	借款终止日	利率	借款额
华夏银行北京亮马河支行	兴合公司	2011.8.19	2014.8.19	NA	2.4
交通银行股份有限公司芳群园支行	兴泰公司	2011.5.24	2014.5.24	NA	4.2
小计				NA	6.6

长期借款-保证借款

贷款单位	借款单位	借款起始日	借款终止日	利率	借款额
北京市保障性住房建设投资中心	兴华公司	2011.9.6	2016.3.6	7.53%	7.0
北京市保障性住房建设投资中心	兴华公司	2011.12.26	2016.9.26	6.90%	3.1
北京市保障性住房建设投资中心	兴华公司	2012.9.25	2014.9.24	6.15%	5.0
北京市保障性住房建设投资中心	兴华公司	2012.12.5	2015.9.5	6.15%	7.0
北京银行	世纪鸿城	2011.10.8	2014.10.8	7.98%	3.3
中信银行	世纪鸿城	2012.8.16	2017.8.16	6.40%	2.0
建信信托有限责任公司	世纪鸿城	2013-6-21	2015-6-21	8.10%	10.0
西藏信托有限公司	本公司	2013.1.22	2015.1.22	8.50%	3.0
中信银行北京世纪城支行	兴华公司	3 年		6.15%	12.0
小计				7.01%	52.4

资料来源：公司公告，中银国际研究

八、总结及投资策略

首次评级推荐买入

北京城建是市国资委下属房企，拥有京内丰富土地储备，项目利润丰厚；公司背靠集团的优质资源，在北京土改和推进国企改革的大背景下，公司有望加快获益进程；公司通过一二级联动、项目合作、以及集团自有用地转性等多种渠道，在北京激烈的土地市场竞争中奠定了无可比拟的优势，是其保持规模和业绩成长的基础；此外，再融资计划的推出也能增加管理层积极性并推动业绩释放，同时也能为拿地扩张提供充足资金。

在业绩方面，以往由于缺乏足够动力，公司的业绩平稳缺少惊喜，在增发计划的推动下，公司业绩释放动力大增，我们预计2013-15年的每股收益分别为1.46、2.35和2.85元，设定目标价13.67元，相当于9.4倍2013年市盈率、5.8倍2014年市盈率和45%的2013年净资产值折价，首次评级为**买入**。

图表 34. 北京城建 2013-14 年 NAV 估值

	2013 年末	2014 年末
房地产 (万元)	2,117,717	2,104,565
股权投资 (万元)	92,250	92,250
NAV (万元)	2,209,967	2,196,815
总股本 (万元)	88,920	88,920
每股 NAV (元)	24.9	24.7

资料来源：中银国际研究

注：股权投资中仅计入了国信证券和锦州银行的贡献

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,246	6,684	7,673	12,875	17,956
销售成本	(3,182)	(4,559)	(5,129)	(8,542)	(12,355)
经营费用	(493)	(507)	(655)	(1,104)	(1,546)
息税折旧前利润	1,572	1,618	1,888	3,229	4,054
折旧及摊销	(22)	(15)	(12)	(16)	(16)
经营利润 (息税前利润)	1,550	1,603	1,876	3,213	4,038
净利息收入/(费用)	(63)	(46)	(193)	(216)	(159)
其他收益/(损失)	275	391	356	372	388
税前利润	1,763	1,948	2,039	3,369	4,268
所得税	(461)	(523)	(510)	(842)	(1,067)
少数股东权益	(446)	(331)	(233)	(437)	(663)
净利润	855	1,095	1,296	2,089	2,538
核心净利润	914	1,133	1,066	1,848	2,284
每股收益(人民币)	0.962	1.231	1.458	2.350	2.854
核心每股收益(人民币)	1.028	1.274	1.199	2.078	2.569
每股股息(人民币)	0.200	0.370	0.117	0.188	0.228
收入增长(%)	NA	27	15	68	39
息税前利润增长(%)	NA	3	17	71	26
息税折旧前利润增长(%)	NA	3	17	71	26
每股收益增长(%)	NA	28	18	61	21
核心每股收益增长(%)	NA	24	(6)	73	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,763	1,948	2,039	3,369	4,268
折旧与摊销	22	15	12	16	16
净利息费用	63	46	193	216	159
运营资本变动	(1,336)	179	(3,275)	(3,743)	(4,068)
税金	(461)	(523)	(510)	(842)	(1,067)
其他经营现金流	(1,386)	(1,487)	(1,735)	(2,759)	(3,375)
经营活动产生的现金流	(1,336)	179	(3,275)	(3,743)	(4,068)
购买固定资产净值	(135)	(87)	50	43	38
投资减少/增加	105	92	0	0	0
其他投资现金流	53	0	2,123	(36)	77
投资活动产生的现金流	22	5	2,173	7	115
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,292	1,792	2,970	121	164
支付股息	(546)	(497)	(104)	(167)	(203)
其他融资现金流	(4)	0	1,062	(18)	39
融资活动产生的现金流	742	1,294	3,928	(64)	(0)
现金变动	(573)	1,478	2,826	(3,800)	(3,953)
期初现金	2,564	2,994	5,686	9,941	8,577
公司自由现金流	(312)	1,398	326	(1,299)	(915)
权益自由现金流	980	3,190	3,296	(1,178)	(751)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,994	5,686	9,941	8,577	7,662
应收帐款	402	129	230	386	539
库存	14,570	17,979	21,484	36,051	50,276
其他流动资产	797	1,543	1,668	2,138	3,278
流动资产总计	18,763	25,337	33,323	47,152	61,754
固定资产	120	160	154	144	133
无形资产	140	118	112	107	101
其他长期资产	2,967	4,393	4,252	4,426	4,487
长期资产总计	3,227	4,672	4,519	4,676	4,721
总资产	21,990	30,009	37,841	51,829	66,475
应付帐款	3,093	4,355	2,594	3,665	4,682
短期债务	80	1,091	4,061	4,182	4,346
其他流动负债	7,048	9,832	11,663	22,145	32,680
流动负债总计	10,221	15,278	18,318	29,993	41,708
长期借款	5,232	6,028	9,416	9,416	9,416
其他长期负债	17	270	273	276	279
股本	889	889	889	889	889
储备	5,006	6,634	7,819	9,727	12,045
股东权益	5,895	7,523	8,708	10,616	12,934
少数股东权益	625	911	1,125	1,528	2,138
总负债及权益	21,990	30,009	37,841	51,829	66,475
每股帐面价值(人民币)	6.63	8.46	9.79	11.94	14.55
每股有形资产(人民币)	6.47	8.33	9.67	11.82	14.43
每股净负债/(现金)(人民币)	2.61	1.61	3.98	5.65	6.86

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.0	24.2	24.6	25.1	22.6
息税前利润率(%)	29.5	24.0	24.4	25.0	22.5
税前利润率(%)	33.6	29.1	26.6	26.2	23.8
净利率(%)	16.3	16.4	16.9	16.2	14.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.8	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	17.9	18.5	7.7	12.4	20.5
净权益负债率(%)	35.5	17.0	36.0	41.3	40.5
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.6	0.4	0.3
估值					
市盈率(倍)	11.5	9.0	7.6	4.7	3.9
核心业务市盈率(倍)	10.8	8.7	9.3	5.3	4.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.3	10.7	11.4	6.6	5.3
市净率(倍)	1.7	1.3	1.1	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	(7.4)	55.1	(3.0)	(2.6)	(2.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	21.1	20.0	16.5	16.9
周转率					
存货周转天数	1671.4	1303.0	1404.1	1229.2	1275.1
应收帐款周转天数	28.0	14.5	8.5	8.7	9.4
应付帐款周转天数	215.2	203.3	165.3	88.7	84.8
回报率					
股息支付率(%)	20.8	30.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率(%)	14.5	14.6	14.9	19.7	19.6
资产收益率(%)	5.4	4.7	4.1	5.4	5.1
已运用资本收益率(%)	13.3	12.0	9.9	13.3	14.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

万科 A (000002.CH/人民币 8.74; 200002.CH/港币 13.77, 买入)

保利地产 (600048.CH/人民币 9.00, 买入)

首开股份 (600376.CH/人民币 5.23, 谨慎买入)

以 2013 年 12 月 4 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371