

**买入 维持**
**北京城建（600266）**
**2014 年 3 月 18 日**

## 京内土储丰富，业绩未来增速弹性大

3 月 17 日收盘价：9.40 元

6 个月目标价：13.51 元

房地产行业核心分析师：涂力磊

SAC 执业证书编号：S0850510120001

tll5535@htsec.com

021-23219747

房地产行业分析师：贾亚童

SAC 执业证书编号：S0850512080005

jiayt@htsec.com

021-23219421

### 事件：

2013 年公司完成营业收入 76.92 亿元，同比增长 15.08%；归属于上市公司所有者净利润 12.84 亿元，实现每股收益 1.44 元，同比增长 17.31%。

### 投资建议：

2013 年公司实现归属于上市公司所有者净利润 12.84 亿元，同比增长 17%。公司在 2013 年在土地市场上积极出击，在北京市投资 6 块土地，为公司历年来在土地市场上以及北京市场上投资之最。同时北京市国资委已经原则上同意公司再融资方案，该方案有望为公司未来发展助力。公司股权投资经验丰富，环保和国信股权有望成为后期亮点。预计公司 2014、2015 年每股收益分别是 1.93 和 2.25 元。截至 3 月 17 日，公司股价收盘于 9.40 元，对应 2014 年 PE 为 4.87 倍，2015 年 PE 为 4.18 倍，对应的 RNAV 为 19.83 元。考虑到公司资源充足，开工积极，具备长期发展潜力，给予 2014 年 7 倍市盈率，对应目标价格 13.51 元，给予“买入”评级。

### 主要内容：

**1. 2013 年营业收入同比增长 15%。**2013 年公司完成营业收入 76.92 亿元，同比增长 15.08%；归属于上市公司所有者净利润 12.84 亿元，实现每股收益 1.44 元，同比增长 17.31%。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2012	2013	Ppt	海通分析
毛利率	48.32	40.43	-7.89	上期结算的北京项目毛利较高
净利率	21.33	18.47	-2.86	
资产负债率	71.90	73.97	2.07	
有息负债率	40.93	46.84	5.91	
三项费用占收入比	8.50	9.30	0.80	
ROE	16.32	15.05	-1.27	
(百万元)	2012	2013	YOY%	
总资产	30008.91	36256.81	20.82%	
净资产	8433.60	9437.19	11.90%	
货币现金	5686.32	5070.47	-10.83%	
预收账款	9292.63	9837.26	5.86%	
一年内到期的长期负债	912.00	1717.83	88.36%	本期内公司对外借款增加
经营活动现金流净额	1393.30	-4181.08		报告期公司新购置土地和项目投入增加所致。

资料来源：公司 2012、2013 年报、海通证券研究所

截止报告期末，公司资产总额 362.57 亿元，负债总额 268.19 亿元，资产负债率为 73.97%。预收账款 98.37 亿元，占负债总额 42.33%。在负债结构上，短期借款和一年内到期的非流动负债 17.18 亿元，占负债总额的 6.41%，有息负债主要为长期借款。经营活动净现金流量为-41.81 亿。公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比（单位：百万元）

	2012	2013	YOY%	海通分析
一、营业总收入	6683.98	7692.23	15.08%	项目结算规模增加所致
二、营业总成本	5145.06	6099.92	18.56%	
营业成本	3454.40	4582.10	32.65%	各项目结转成本增加所致。
营业税金及附加	1104.56	787.24	-28.73%	
销售费用	206.86	232.10	12.20%	
管理费用	315.25	354.12	12.33%	
财务费用	46.19	129.11	179.52%	本期产生较多的借款费用
资产减值损失	17.81	15.25	-14.36%	
投资净收益	291.77	271.73	-6.87%	
三、营业利润	1887.92	1866.71	-1.12%	
加：营业外收入	65.68	15.54	-76.34%	
减：营业外支出	5.44	3.73	-31.46%	
四、利润总额	1948.15	1878.51	-3.57%	
减：所得税	522.61	457.85	-12.39%	
五、净利润	1425.54	1420.66	-0.34%	
减：少数股东损益	330.67	136.29	-58.78%	
归属母公司净利润	1094.87	1284.37	17.31%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	1.23	1.44	17.31%	

资料来源：公司 2012、2013 年报、海通证券研究所

**2. 土地市场保持开拓势头：**报告期内公司在土地市场上积极出击，成功竞得大兴魏善庄、房山、延庆沈家营、昌平北七家、朝阳东坝共 6 块土地，其中还获得了顺义平各庄的一块 45 万平一级开发土地储备。公司 2013 年土地市场投资是历年之最，同时也是公司在北京投资土地最多的一年。

表 3 公司近期拿地情况

项目名称	占地面积 (万平)	建筑面积(万平)
北京市大兴魏善庄镇地块	28.86	27.52
北京市顺义平各庄一级开发项目	40.95	44.89
北京市房山区房山新城良乡地块	11.59	19.43
北京市延庆县沈家营镇地块	16.61	23.26
北京市昌平区北七家镇地块	11.81	28.81
北京市朝阳区东坝南区地块	4.85	9.19

资料来源：公司拿地公告、海通证券研究所

经过这 6 次拿地，公司土地储备得到较大补充。公司目前有 156 万平的一级土地开发储备以及 719 万平的二级土地开发储备。以上储备中有较多资源位于北京市，项目销售前景较好。

表 4 公司目前土地储备

一级开发项目				
序号	项目名称	项目位置	占地面积 (万平)	可规划建面 (万平)
1	动感花园	朝阳区来广营乡	10.47	12.43
2	望坛项目	崇文区永外地区	46.59	98.57
3	顺义平各庄项目	顺义区仁和镇	40.95	44.89
合 计			98.01	155.89
二级开发项目				
序号	项目名称	地点	规划建筑面积 (万平)	
1	筑华年	北苑	25.93	
2	世华龙樾	清河	78.20	
3	顺悦居	顺义	24.50	
4	金色港湾	青岛	2.58	
5	海梓府	亦庄	25.29	
6	世华泊郡	清河营	39.81	
7	首城国际	广渠路	58.18	
8	汇景湾	平谷	46.51	
9	南湖 1 号	天津	30.99	
10	徜徉集	良乡	45.20	
11	上河湾	密云	29.08	
12	重庆熙城	重庆	40.01	
13	重庆龙樾湾	重庆	39.68	
14	成都龙樾湾	成都	99.45	
15	海南红塘湾	海南	25.81	
16	魏善庄项目 1	大兴	18.42	
17	魏善庄项目 2	大兴	9.10	
18	理工大学项目	良乡	19.43	
19	延庆项目	延庆	23.25	
20	北七家项目	昌平	28.81	
21	东坝项目	朝阳	9.19	
合 计			719.42	

资料来源：公司拿地公告、海通证券研究所

**3. 投资建议：**2013 年公司实现归属于上市公司所有者净利润 12.84 亿元，同比增长 17%。公司在 2013 年在土地市场上积极出击，在北京市投资 6 块土地，为公司历年来在土地市场上以及北京市场上投资之最。同时北京市国资委已经原则上同意公司再融资方案，该方案有望为公司未来发展助力。公司股权投资经验丰富，环保和国信股权有望成为后期亮点。预计公司 2014、2015 年每股收益分别是 1.93 和 2.25 元。截至 3 月 17 日，公司股价收盘于 9.40 元，对应 2014 年 PE 为 4.87 倍，2015 年 PE 为 4.18 倍，对应的 RNAV 为 19.83 元。考虑到公司资源充足，开工积极，具备长期发展潜力，给予 2014 年 7 倍市盈率，对应目标价格 13.51 元，给予“买入”评级。

表 5 重点地产上市公司 2013 年年报汇总（截至 3 月 17 日）

公司名称	2013 年 实际开工	2013 年 实际竣工	2014 年 开工计划	2014 年 竣工计划	2013 年 销售额	2014 年 预计销售 额	2013 年 新增项目 权益建面	2013 年底 累计项目权 益建面	利润分配预案
	万平	万平	万平	万平	亿元	亿元	万平	万平	
万科	2131	1303	2238	1480	1709	2100	2148	4247	每 10 股送 4.2 元
荣盛发展	613	346	596	462	270	345	575	2174	每 10 股送 2 元
招商地产	424	163	548	294	432	500	666	1300	每 10 股派 4.80 元，转 5 股
北京城建							153.1	719	每 10 股送 4.4 元，转 2 股
鲁商置业	126		160		91	110		430	

资料来源：上市公司 2013 年年报、海通证券研究所

风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内采取更加严厉的调控措施将直接影响行业发展。

损益表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	4,646	5,246	6,684	7,692	8,823	10,920
增长率 (%)	35.1	12.9	27.4	15.1	14.7	23.8
营业成本	-2,720	-2,219	-3,454	-4,582	-5,089	-6,375
营业成本/销售收入 (%)	58.5	42.3	51.7	59.6	57.7	58.4
毛利	1,926	3,027	3,230	3,110	3,735	4,545
毛利率 (%)	41.5	57.7	48.3	40.4	42.3	41.6
营业税金及附加	-356	-963	-1,105	-787	-740	-824
营业税金及附加/销售收入 (%)	7.7	18.3	16.5	10.2	8.4	7.5
营业费用	-133	-183	-207	-232	-214	-328
营业费用/销售收入 (%)	2.9	3.5	3.1	3.0	2.4	3.0
管理费用	-194	-331	-315	-354	-441	-546
管理费用/销售收入 (%)	4.2	6.3	4.7	4.6	5.0	5.0
息税前利润 (EBIT)	1,243	1,550	1,603	1,737	2,340	2,847
EBIT/销售收入 (%)	26.8	29.5	24.0	22.6	26.5	26.1
财务费用	-26	-63	-46	-119	-265	-264
财务费用/销售收入 (%)	0.6	1.2	0.7	1.5	3.0	2.4
资产减值损失	1	3	-18	-15	2	0
公允价值变动收益	0	0	57	3	0	0
投资收益	631	265	243	310	311	312
投资收益/税前利润 (%)	34.0	15.1	12.8	16.1	13.0	10.8
营业利润	1,849	1,756	1,839	1,915	2,388	2,895
营业利润率 (%)	39.8	33.5	27.5	24.9	27.1	26.5
营业外收支	6	7	60	12	0	0
税前利润	1,855	1,763	1,899	1,927	2,388	2,895
利润率 (%)	39.9	33.6	28.4	25.0	27.1	26.5
所得税	-440	-461	-523	-458	-494	-654
所得税率 (%)	23.7	26.2	27.5	23.8	20.7	22.6
净利润	1,415	1,301	1,377	1,469	1,894	2,242
少数股东损益	214	446	331	136	180	242
归属于母公司的净利润	1,201	855	1,046	1,333	1,713	2,000
净利率 (%)	25.9	16.3	15.7	17.3	19.4	18.3

现金流量表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	1,415	1,301	1,377	1,469	1,894	2,242
少数股东损益	0	0	0	0	180	242
非现金支出	15	19	33	31	11	13
非经营收益	-778	-317	-244	-163	362	40
营运资金变动	-441	-636	879	110	-1,535	-948
经营活动现金净流	211	367	2,045	1,447	912	1,588
资本开支	40	60	34	10	27	50
投资	-71	-74	-54	163	-233	0
其他	407	156	92	148	0	330
投资活动现金净流	296	22	5	301	-260	280
股权募资	17	0	0	0	0	0
债权募资	433	1,292	1,792	3,963	1,531	1,922
其他	-333	-550	-497	-708	-362	-370
筹资活动现金净流	117	742	1,294	3,255	1,169	1,552
现金净流量	623	1,130	3,343	5,002	1,821	3,420

资料来源: 公司 2010-2013 年报、海通证券研究所

资产负债表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	2,564	2,994	1,931	5,070	4,766	5,850
应收款项	12	42	42	141	142	32
存货	11,501	14,570	17,979	21,240	24,876	26,238
其他流动资产	1,400	1,157	1,629	1,502	3,902	4,991
流动资产	15,477	18,763	21,582	28,409	33,686	37,111
流动资产/总资产 (%)	86.2	85.3	67.4	85.0	90.0	92.2
长期投资	2,439	2,487	4,089	2,933	2,711	2,855
固定资产	72	120	160	278	310	330
固定资产/总资产 (%)	0.4	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
无形资产	140	142	144	31	36	0
非流动资产	2,970	3,209	4,854	1,704	2,518	2,646
非流动资产/总资产 (%)	16.5	14.6	15.2	5.1	6.7	6.6
资产总计	17,951	21,991	32,011	33,411	37,439	40,244
短期借款	2,230	80	1,091	1,709	2,050	2,460
应付款项	7,774	9,576	13,619	14,785	15,490	15,889
其他流动负债	607	564	567	847	976	1,089
流动负债	10,611	10,221	17,278	17,340	18,516	19,438
长期贷款	403	3,845	4,638	5,102	5,612	6,173
其他长期负债	1,401	1,404	1,660	1,529	1,682	1,850
负债	12,416	15,470	23,575	23,971	25,810	27,461
普通股股东权益	5,206	5,896	7,525	8,535	10,482	11,255
少数股东权益	330	625	911	905	1,147	1,528
负债股东权益合计	17,951	21,991	32,011	33,411	37,439	40,244

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标 (元)						
每股收益	1.355	0.968	1.238	1.499	1.927	2.249
每股净资产	5.855	6.631	8.463	9.598	11.788	12.657
每股经营现金净流	0.237	0.412	2.299	1.627	1.026	1.786
每股股利	0.300	0.370	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	23.1	14.6	14.6	15.1	16.1	17.8
总资产收益率	6.7	3.9	3.7	5.0	6.4	5.9
投入资本收益率	20.8	18.0	19.4	10.2	20.3	22.5
增长率 (%)						
营业总收入增长率	35.1	12.9	27.4	15.1	14.7	23.8
EBIT增长率	24.0	24.7	3.4	8.3	34.7	21.7
净利润增长率	41.8	-28.8	22.3	27.4	28.6	16.7
总资产增长率	59.2	22.5	36.5	4.4	12.1	7.5
资产管理能力 (天)						
应收账款周转天数	5.5	4.8	4.7	4.8	4.5	4.8
存货周转天数	1,175.8	750.0	713.0	722.0	733.0	715.0
应付账款周转天数	131.8	40.0	50.0	46.7	51.2	53.4
固定资产周转天数	89.5	3.8	3.4	1.8	1.8	1.6
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	38.3	35.5	17.0	16.7	10.3	12.5
EBIT利息保障倍数 (倍)	12.1	34.7	13.5	12.1	18.0	17.3
资产负债率	69.6	70.3	71.9	63.7	68.5	68.5

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

### 投资评级说明

1. 投资评级的比较标准  投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准  报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。