

京投发展 (600683.SH)

毛利支撑业绩低基数状态实现大幅增长

核心观点:

● 结算收入下降, 毛利率支撑净利润上涨

16 年营业总收入 59.22 亿元, 同比下降 29.80%, 归母净利润 2.90 亿元, 同比增长 151.73%。在收入规模降低的同时, 营业利润反而上升的原因有二, 首先, 地产项目结算毛利率的提升带动整体毛利率提高, 其次, 公司费用规模以及资产减值损失均有所下降。公司在京项目业绩稳定性较强, 新进入结算的西华府和檀香府的毛利率都在 30% 以上, 而京外项目在 16 年也实现扭亏, 无锡鸿墅项目结算毛利率上升 49.4%。

● 销售表现稳定, 业绩具备进一步增长潜力

16 年公司全年实现签约销售额 78.23 亿元, 截止到 16 年末, 公司在手预收账款规模为 79.82 亿元, 与 15 年相比增加 24.85 亿元。目前公司股东权益占比依旧较高, 京外项目结算占比下降, 利润率水平还会进一步提升。

● 补充在京土地储备, 资金安全状况改善

土地拓展方面, 16 年公司与中天颐信企业管理服务有限公司组成的联合体中标北京市门头沟区潭柘寺镇三街区 D3、D4 地块预留产业用地开发建设及合作经营项目。公司净负债率水平以及偿债水平在 16 年小幅改善

● 预计 17、18 年的业绩分别为 0.46 和 0.57 元, 维持为“买入”评级。

京投银泰今年主要在京项目都已经进入结算, 并且都维持了较高的利润率水平, 突显了公司在京的资源优势。但较高的少数股东权益占比依旧使收入的业绩贡献效率明显低于行业平均水平。期待公司资产负债结构能够通过有效的融资方式得到进一步改善。

● 风险提示

公司销售项目集中, 受到单城市政策影响较大。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,436	5,922	6,725	7,573	8,732
增长率(%)	141.99%	-29.80%	13.56%	12.61%	15.30%
EBITDA(百万元)	1326.64	1199.93	1362.90	1656.72	1973.51
净利润(百万元)	115.39	290.46	344.21	424.83	522.17
增长率(%)	358.89%	151.73%	18.50%	23.42%	22.91%
EPS(元/股)	0.16	0.39	0.46	0.57	0.70
市盈率(P/E)	53.86	21.40	18.06	14.63	11.90
市净率(P/B)	3.13	2.85	2.46	2.11	1.79
EV/EBITDA	14.02	12.67	10.02	8.32	5.30

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

8.39 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-25

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究:

更名京投发展, 开启新征程 2016-04-29

解决历史的问题, 迎接美好的明天 2015-12-02

业绩将进入释放期, 股权变化意义重大 2015-09-01

联系人: 李飞

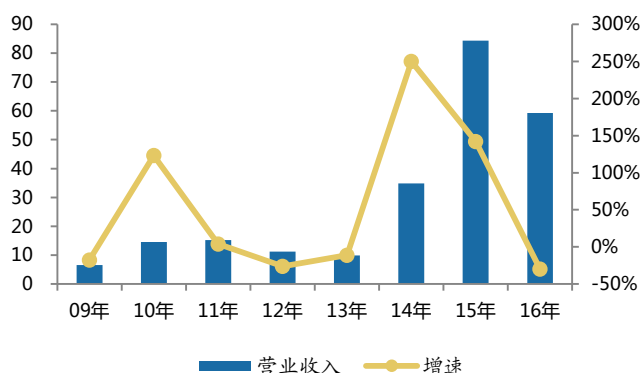
gflifei@gf.com.cn

结算收入下降，毛利率支撑净利润上涨

2016年全年，公司实现营业总收入59.22亿元，同比下降29.80%，实现营业利润10.45亿元，同比增长6.99%，实现归属于上市公司股东的净利润2.90亿元，同比增长151.73%，每股收益0.39元，分红预案每10股派2.0元现金股息，比15年每10股派1.3元增长0.7元，现金分红数额增加5184万元。

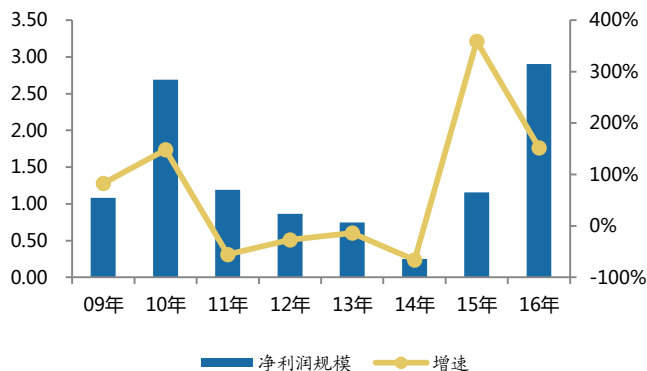
本年度公司着力获取优质项目资源、优化资产结构，提升运营效率，打造核心品牌。由于本年度公司竣工交楼面积同比减少，导致房地产销售业务结转收入和成本分别下降29.80%和34.61%。在收入规模降低的同时，营业利润反而上升的原因有二，首先，地产项目结算毛利率的提升带动整体毛利率提高，与15年相比提升6个百分点，年内公司在京的主要收入都进入结算期，公园悦府和新里程项目结算毛利相比15年都有所提升，新进入结算的西华府和檀香府的毛利率都在30%以上，而京外项目在16年也实现扭亏，无锡鸿墅项目结算毛利率上升49.4%。

图1：京投发展主营业务收入（亿元）及增速



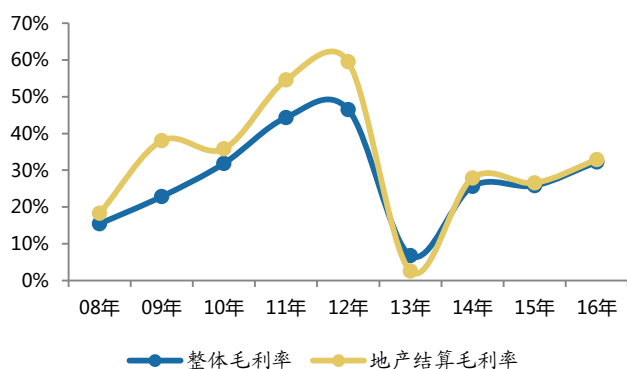
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：京投发展归母净利润（亿元）及增速



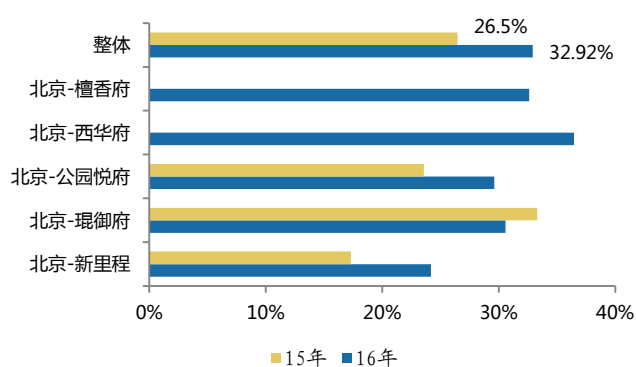
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：京投发展整体及地产结算毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

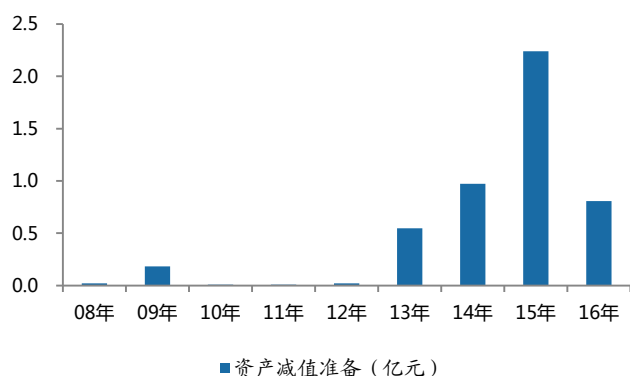
图4：京投发展结算项目比例及毛利率变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

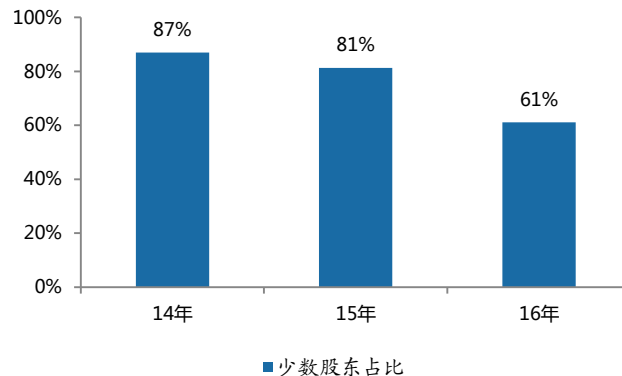
其次，公司费用规模以及资产减值损失均有所下降。16年公司布局城市房价均有所上升，资产减值准备中没有存货跌价准备，导致全年资产减值损失同比下降63.98%。

图5：京投发展资产减值损失（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：京投发展少数股东占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

16年公司归母净利润增速为152%，大幅增长的原因在于公司少数股东权益占比的下降，从15年的81%下降至61%，此外由于公司收回原海南陵水项目债权款违约金0.13亿元，营业外收入同比也得到较大幅度提升。

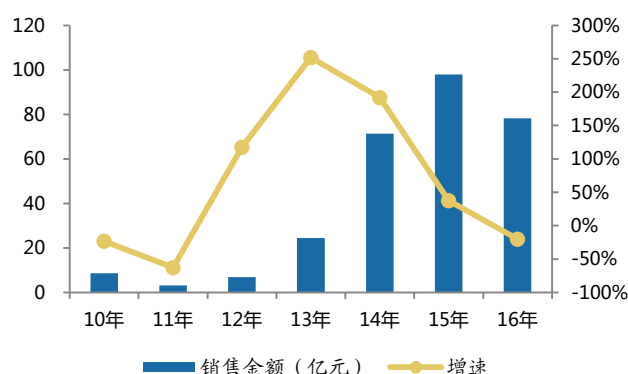
尽管业绩增速较高，但是由于基数很低，公司整体利润表结构并没有发生太大的变化。京内高毛利项目少数股东权益较高，而财富费用主要由上市公司承担，导致整体净利率水平仅有4.9%，同15年的1.4%相比已经有一定起色。扣除少数股东损益之前的净利率水平为12.6%，与地产行业的平均水平基本相当，但是由于少数权益占比较高，大量的优质项目仍然无法充分的为上市公司贡献业绩。

销售表现稳定，业绩具备进一步增长潜力

16年公司全年实现签约销售额78.23亿元，超额完成销售计划，但是与在亿翰智库发布的2016年全国典型房企销售排行榜中位列144名。公司三个轨道交通物业项目（琨御府、公园悦府、西华府）均在持续贡献销售，檀香府一期在6月份开盘销售，全年共实现签约销售额14.74亿元。新项目平谷璟悦府项目也取得了一期开工证，预计将在17年提供开始提供销售。

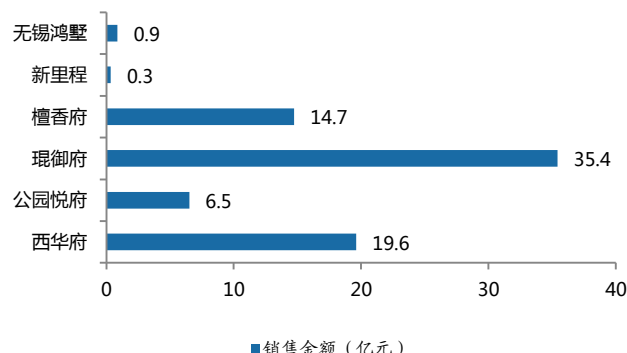
截止到16年末，公司在手预收账款规模为79.82亿元，与15年相比增加24.85亿元，从结构来看，预收账款的增加主要是来自于北京琨御府项目和檀香府项目。北京项目在公司预收款项中占比较大，仅鸿墅项目所在地为无锡，且占比仅为0.05%。比较充足的预售账款规模依旧可以保障公司17年的结算规模，目前公司股东权益占比依旧较高，但随着京外项目结算体量的下降，整体利润率水平还会进一步提升。

图7：京投发展销售规模（亿元）及增速



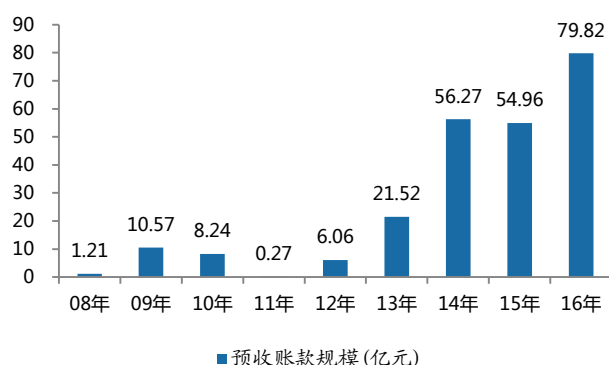
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：京投发展签约销售结构



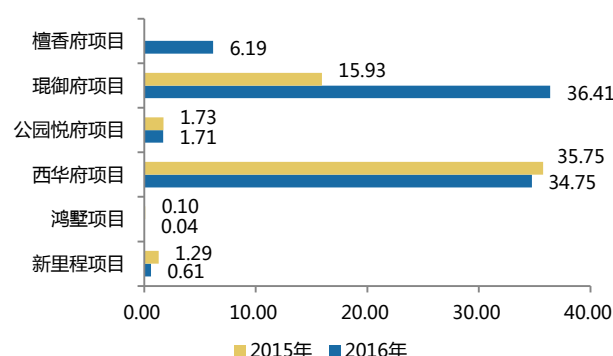
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：京投发展预收账款规模（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：京投发展预收账款项目分布



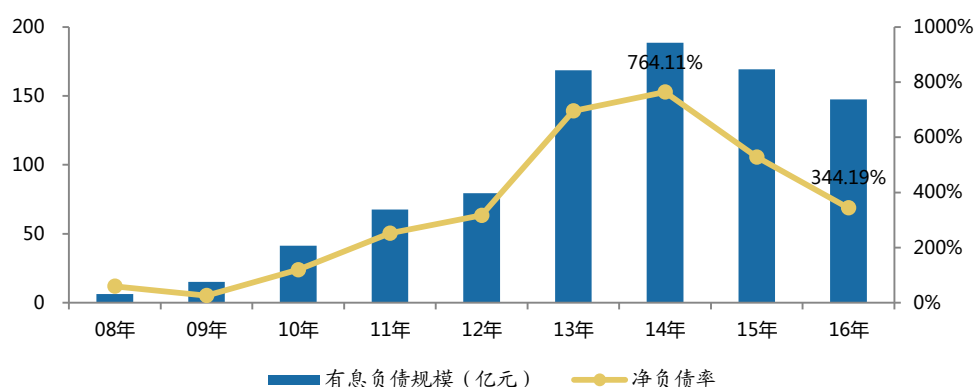
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

补充在京土地储备，资金安全状况改善

土地拓展方面，14、15年公司都在大股东的一级开发区域补充土地资源，而16年内，公司与北京中天颐信企业管理服务有限公司组成的联合体中标北京市门头沟区潭柘寺镇三街区D3、D4地块预留产业用地开发建设及合作经营项目。此外，在年内公司完成了宁波钱湖、海南陵水项目股权转让补充协议及门头沟区国资委诚意金补充协议的谈判、审议、签署工作，依据补充协议，成功收回长期欠款本金、延期付款利息、违约金合计金额2.86亿元。

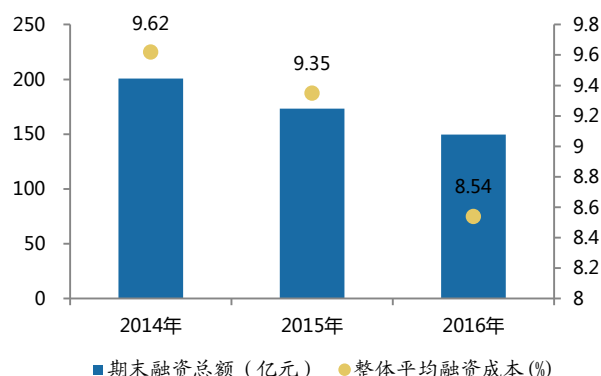
公司开发的项目类型以住宅及商业配套为主，以轨道物业系列和城镇景观开发系列为特色，其中，轨道物业系列为公司的核心竞争力产品。2016年，公司持续积累轨道物业开发核心优势，在2015年形成的产品线基础上，完成标准化模块成果及产品建造标准，并开始编制轨道物业项目开发手册。公司自主研发并取得专利的减震扣件已展开试用。公司在轨道物业开发上不断开发资源、提升专业能力，打造有核心竞争力的特色产品和业务，大大提高了公司未来的发展潜力。

图11: 京投发展有息负债规模(亿元)及净负债率



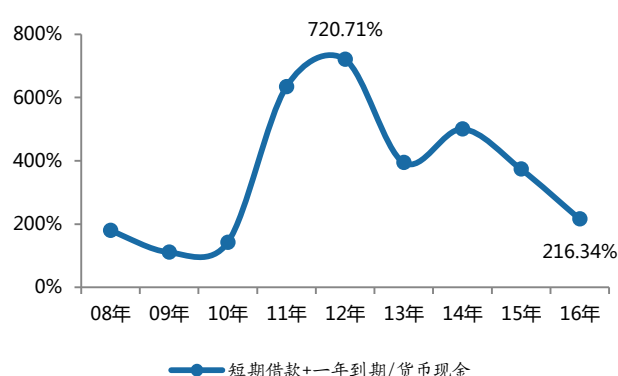
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 京投发展融资规模及成本变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 京投发展短债+一年内到期/货币现金



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

16年公司的净负债率由15年的527.96%下降至344.19%。综合融资成本在16年末达下降至8.54%，年度利息金额12.2亿元。公司于2016年3月和8月分别发行两期公司债，面值均为10亿元。同时公司短期负债+一年内到期长期负债规模占货币现金比例由15年的374.00%，下降至216.34%，各类借款规模均有所下降。随着开发项目预售资金回笼和开发贷授信及公司债发行，公司资金结构持续优化，现金流状况不断改善。

盈利预测与投资评级

京投银泰今年主要在京项目都已经进入结算，并且都维持了较高的利润率水平，突显了公司在京的资源优势。但较高的少数股东权益占比依旧使收入的业绩贡献效率明显低于行业平均水平。短期来看，现有京内项目可以提供未来2-3年的销售货值，也是公司最核心的资源，1期待公司资产负债结构能够通过有效的融资方式得到进一步改善。预计17、18年的业绩分别为0.46和0.57元，维持为“买入”评级。

风险提示

公司销售项目集中，受到单城市政策影响较大。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	26,310	26,795	29,116	32,545	36,929	
货币资金	2,116	2,799	2,375	2,912	3,267	
应收及预付	689	499	544	727	1,289	
存货	21,961	21,598	24,298	27,006	30,474	
其他流动资产	1,545	1,899	1,899	1,899	1,899	
非流动资产	1,267	1,981	2,056	2,141	2,231	
长期股权投资	141	155	181	212	248	
固定资产	58	53	56	59	63	
在建工程	0	0	11	22	32	
无形资产	29	28	28	28	28	
其他长期资产	1,039	1,745	1,779	1,820	1,860	
资产总计	27,576	28,776	31,172	34,686	39,160	
流动负债	15,620	16,453	19,792	23,138	27,236	
短期借款	225	329	1,794	732	513	
应付及预收	7,707	10,398	16,220	20,354	24,957	
其他流动负债	7,688	5,727	1,778	2,052	1,766	
非流动负债	9,150	8,852	7,049	6,154	5,225	
长期借款	8,249	5,926	6,839	5,886	4,890	
应付债券	773	2,765	0	0	0	
其他非流动负债	128	161	210	268	334	
负债合计	24,770	25,305	26,840	29,292	32,461	
股本	741	741	741	741	741	
资本公积	328	328	397	482	586	
留存收益	915	1,109	1,385	1,724	2,142	
归属母公司股东权	1,984	2,178	2,522	2,947	3,469	
少数股东权益	823	1,293	1,810	2,447	3,230	
负债和股东权益	27,576	28,776	31,172	34,686	39,160	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,436	5,922	6,725	7,573	8,732
营业成本	6,257	4,011	4,432	4,913	5,576
营业税金及附加	582	468	631	640	770
销售费用	158	117	137	166	188
管理费用	131	144	167	202	229
财务费用	129	71	114	122	99
资产减值损失	224	81	8	4	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	16	15	18	21
营业利润	977	1,045	1,252	1,543	1,891
营业外收入	1	17	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	977	1,062	1,252	1,543	1,891
所得税	362	316	391	481	585
净利润	616	746	861	1,062	1,305
少数股东损益	500	455	516	637	783
归属母公司净利润	115	290	344	425	522
EBITDA	1,327	1,200	1,363	1,657	1,974
EPS（元）	0.16	0.39	0.46	0.57	0.70

现金流量表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,499	5,055	1,967	2,984	2,460
净利润	616	746	861	1,062	1,305
折旧摊销	19	19	4	5	5
营运资金变动	1,085	3,244	3,077	1,243	574
其它	1,778	1,047	-1,974	674	576
投资活动现金流	853	-505	-23	-38	-40
资本支出	-12	-8	-8	-20	-20
投资变动	824	355	-15	-18	-21
其他	41	-852	0	0	0
筹资活动现金流	-4,481	-3,865	-2,369	-2,409	-2,065
银行借款	4,331	9,186	4,486	1,831	1,283
债券融资	-6,252	-11,379	-6,056	-3,572	-2,784
股权融资	20	15	0	0	0
其他	-2,579	-1,688	-799	-668	-564
现金净增加额	-129	685	-424	537	355
期初现金余额	2,244	2,114	2,799	2,375	2,912
期末现金余额	2,114	2,799	2,375	2,912	3,267

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	142.0%	-29.8%	13.6%	12.6%	15.3%
营业利润增长	209.7%	7.0%	19.7%	23.3%	22.5%
归属母公司净利润增长	358.9%	151.7%	18.5%	23.4%	22.9%
获利能力(%)					
毛利率	25.8%	32.3%	34.1%	35.1%	36.1%
净利率	7.3%	12.6%	12.8%	14.0%	15.0%
ROE	5.8%	13.3%	13.6%	14.4%	15.1%
ROIC	4.7%	5.4%	7.6%	10.2%	12.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	89.8%	87.9%	86.1%	84.4%	82.9%
净负债比率	528.0%	344.2%	185.5%	106.8%	58.3%
流动比率	1.68	1.63	1.47	1.41	1.36
速动比率	0.27	0.31	0.24	0.23	0.21
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.21	0.22	0.23	0.24
应收账款周转率	263.90	306.59	350.51	221.53	154.33
存货周转率	0.28	0.18	0.19	0.19	0.19
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.39	0.46	0.57	0.70
每股经营现金流	4.72	6.82	2.66	4.03	3.32
每股净资产	2.68	2.94	3.40	3.98	4.68
估值比率					
P/E	53.9	21.4	18.1	14.6	11.9
P/B	3.1	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.0	12.7	10.0	8.3	5.3

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 九年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 五年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 四年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。