

交易数据

总市值 (百万元)	3,622.40
流通市值 (百万元)	3,622.40
总股本 (百万股)	740.78
流通股本 (百万股)	740.78
12个月价格区间	3.39/6.85元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.74	2.02	14.08
绝对收益	-3.93	7.95	17.27

万知

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513070002  
wanzhi@essence.com.cn  
010-66581690

何益臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080005

010-66581695

相关报告

战略回归, 重装出发

2013-10-30

## 京投银泰——向百亿进军的地铁上盖王者

■概况: 京投银泰是以房地产开发经营为主营业务的上市企业, 探索出“以北京为中心, 以轨道交通为依托”的独特地产开发模式。

### ■地铁上盖模式发展空间巨大:

京投银泰专注的是地铁车辆段上的物业开发, 目前北京每条线路基本上都有1至3个车辆段, 约22公里设置一个。根据北京轨道交通发展规划, 2020年轨交里程将达1050公里, 而目前北京仅460公里。按目前车辆段标准计算, 保守估计2020年将新建超过20个车辆段, 预计上盖出让土地的建筑面积超过1000公顷, 是目前公司权益土地储备的20倍以上。

### ■核心优势: 背靠大股东优质资源, 获取地铁上盖土地优势明显

京投银泰控的控股股东为北京市基础设施投资有限公司 (京投公司), 其持股29.8%。京投公司是北京国资委独资企业, 主要职能是承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资本运营及相关资源开发等。

京投银泰是其旗下唯一的地产上市平台, 依托京投公司的资源优势, 在获取地铁上盖的优势明显: 一方面和大股东合作, 能以相对低廉的价格获取地铁上盖项目。近3年北京共出让了3块地铁上盖物业, 全部由京投银泰和大股东联合获得。另一方面, 京投公司对上市公司有大量的资金支持。截止今年中期, 向大股东的借款余额高达153.5亿借款, 占上市公司总负债的72.4%。目前京投银泰市值不足40亿元, 大股东的支持力度之大可见一斑。

■2014年销售大幅增长: 公司目前3个地铁上盖项目将于2013年底和2014年中相继开盘, 我们预计2014年公司销售将大幅增长。这3个项目地理位置较佳, 去化压力不大。2014年公司销售预计将达到70亿, 2015年达到100亿。

■投资建议: 我们预计2013年至2015年公司EPS分别为0.0078元、0.13元和1.53元, 按目前股价4.89元计算2013至2015年动态PE分别为628X、38X和3.2X, 由于公司今明2年结算项目较少, 目前PE较高。但考虑到公司拥有的项目质地优异, 销量大幅增长的确切性较强。加上公司战略清晰, 管理开发能力不断提升, 给予公司“买入-A”评级, 以2014年0.85倍的销售量为未来6个月合理市值, 即每股8.00元。

### ■风险提示: 地产政策大幅调整致公司销售业绩不达预期

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,518.6	1,122.2	575.4	1,277.7	14,135.9
净利润	118.9	86.5	5.8	95.1	1,131.9
每股收益(元)	0.16	0.12	0.01	0.13	1.53
每股净资产(元)	2.37	2.48	2.54	2.60	3.63

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	30.5	41.9	626.7	38.1	3.2
市净率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.9	1.3
净利润率	7.8%	7.7%	1.0%	7.4%	8.0%
净资产收益率	3.4%	2.3%	0.3%	4.0%	51.6%
股息收益率	0.0%	1.3%	0.0%	0.6%	10.3%
ROIC	3.5%	1.7%	1.5%	1.3%	14.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目录

投资亮点: .....	4
1.项目即将进入销售期, 确定性强 .....	4
2.回归北京地铁车辆段上盖, 模式空间极大 .....	4
3.公司在获取地铁车辆段上盖项目上有极大优势 .....	4
4.大股东大量资金支持 .....	4
5.项目利润率高。 .....	4
6.拥有北京潭柘寺 2150 亩农用地经营权 .....	4
1. 公司概况 .....	5
1.1. 发展历程: 2009 年定增, 成为京投控股上市企业 .....	5
1.2. 京投公司旗下唯一地产上市平台 .....	5
1.3. 公司战略重归北京 .....	6
2. 独特的地铁上盖模式 .....	8
2.1. 什么是地铁上盖物业? .....	8
2.2. 京投银泰获取地铁上盖的优势明显 .....	10
2.2.1. 公司能以相对低价获取优质土地资源 .....	10
2.2.2. 大股东提供了大量的资金支持 .....	12
3. 地铁上盖物业发展空间巨大 .....	13
3.1. 预计 2020 年北京地铁里程数和车辆段数均翻番 .....	13
3.2. 至 2020 年预计将新建超过 20 个车辆段, 建筑面积超过 1000 公顷, 潜在地块是上市公司目前储备的 20 倍以上 .....	15
4. 北京项目 2014 年进入销售期 .....	17
4.1. 京投万科·西华府项目(郭公庄项目): 四环外的刚需盘 .....	17
4.2. 五路居项目: 4 环内稀缺高端综合体 .....	19
4.3. 平西府项目: 五环外楼盘, 项目周边环境较好 .....	20
5. 预计 2013 年至 2015 年 EPS 分别为 0.01、0.13 和 1.53 元 .....	22
5.1. 业绩: 2015 年进入结算期 .....	22
5.2. NAV 估值每股 10.14 元, 目前折价 52% .....	22
5.3. PB/PE/PS 估值 .....	23
5.4. 风险提示 .....	23
6. 农用地流转主题 .....	23

## 图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 大股东京投公司一级开发项目	6
图 3: 公司股东结构	6
图 4: 地铁车辆段上盖示意图	8
图 5: 车辆段按功能主要分为停车场、车辆段和大修厂三类	9
图 6: 地铁上盖物业商务、租赁、管理和出售是港铁公司主要利润来源	10
图 7: 京投银泰地铁上盖物业的 SWOT 分析	10
图 8: 北京 2011 年住宅土地月成交均价变动 (未扣减公租房, 元/平方米)	11
图 9: 大股东对上市公司提供大量资金支持	12
图 10: 京投银泰资产负债率远高于行业	13
图 11: 去年至今信托融资利率	13
图 12: 股东借款期限也和信托相当	13
图 13: 2016 年北京地铁规划图, 里程达 664 公里	15
图 14: 2015 年之前可能出让的停车段上盖物业项目位置	16
图 15: 西华府项目位于郭公庄地铁站	17
图 16: 西华府项目位于丰台区四环、五环之间	18
图 17: 北京商品住宅库存处在历史新低	19
图 18: 北京前 9 月商品住宅累计同比增 9.6%	19
图 19: 项目现场图片	20
图 20: 紧邻慈寿寺地铁站, 位置极佳	20
图 21: 项目位于海淀区三环和四环之间, 地理位置十分优越	20
图 22: 西华府项目位于郭公庄地铁站	21
图 23: 西华府项目位于昌平区五环以外	21
图 24: 2015 年收入和利润大幅增长	22
图 25: 预计 2015 年进入业绩结算期 (元)	22

## 表目录

表 1: 公司近 2 年持续出售京外非核心资产	7
表 2: 公司目前正在开发项目主要集中在北京	7
表 3: 北京各线路车辆段信息	9
表 4: 公司与京投公司合作方式	11
表 5: 公司北京项目	11
表 6: 北京已开通和在建的地铁路线 (红色为仍未开通项目)	13
表 7: 未来北京地铁开通计划	14
表 8: 有可能出让的地铁车辆段上盖项目	16
表 9: 车辆段占地面积在 20 至 40 万左右	16
表 10: 公司 2014 年销售将大幅增长	17
表 11: 西华府项目明细	18
表 12: 五路居项目明细	19
表 13: 平西府项目明细	20
表 14: 公司项目有望在 2015 年结算	22
表 15: 公司 RNAV 折价 52%	23
表 16: 公司潭柘寺项目土地流转协议	23

## 投资亮点:

### 1.项目即将进入销售期，确定性强

预计 2014-2015 年销售额达到 70 亿、100 亿，均来自于北京地铁上盖项目，销售确定性极强。第一个车辆段项目郭公庄项目预计 11 月上旬开盘，预计去化率较高。

### 2.回归北京地铁车辆段上盖，模式空间极大

公司 2012 年与控股股东京投（负责北京地铁的投融资）重新就合作事宜再次签订合同，双方在轨道交通上盖（车辆段、车站）和沿线物业项目，以及北京市域范围内的其他普通住宅物业项目的投资开发。随后公司不断处置外地项目。

2013 年年初，公司与控股股东联合体以非最高价获得北京海淀区玉渊潭乡项目（五路居项目）和昌平区东小口项目（平西府项目），其“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略路径越发清晰。

北京 2020 年之前地铁公里数将由目前 460 增至 1050 公里。保守预计地铁车辆段 2020 年之前可出让的地块 20 倍于公司目前的权益土地储备。发展空间巨大。

### 3.公司在获取地铁车辆段上盖项目上有极大优势

大股东京投负责北京地铁投融资，与上市公司合作开发地铁车辆段上盖物业（各占一半权益），共同拿地，大股东提供土地款和流动资金。未来公司可能回购大股东持有项目的股份。

### 4.大股东大量资金支持

大股东为上市公司提供土地款及流动资金拆借，迄今已支持超过 150 亿元（上市公司市值目前不足 40 亿元）。

### 5.项目利润率高。

今年初以非最高价获得两块地铁车辆段上盖项目，预计毛利率在 60%左右。

### 6.拥有北京潭柘寺 2150 亩农用地经营权

2010 年底全资子公司潭柘投资与潭柘寺政府签订协议将潭柘寺镇中心区合计 2909 亩农村土地的承包经营权统一流转至潭柘投资名下，由潭柘投资对上述土地依法在流转期限内进行农业生产经营管理，目前 2150 亩已流转至公司名下。

考虑到公司项目利润率较高，且销售增长确定性强，我们以 2014 年 0.85 倍的销售额为未来 6 个月合理市值，即目标价每股 8 元。



## 1. 公司概况

京投银泰是以房地产开发经营为主营业务的上市企业，公司注册地址是浙江宁波，办公地址处在北京。2010 年公司调整战略结构，明确了地产业务重心回归北京的战略。公司依托于大股东北京市基础设施投资有限公司，将优质资源集中于做大做强轨道物业的战略，找到自己独特的房地产开发模式。

2013 年前三季度，公司营业收入 5.9 亿，同比增长 88.8%，归属于母公司净利润亏损 6295 万，去年同期净利润亏损 1.9 亿。亏损主要来自两方面，一是报告期主要结算的是京投万科新里程的限价房项目，毛利率较低；另一方面来自于公司参股酒店业务因开业周期较短仍处于亏损状态。三季度单季公司收入 1.1 亿，同比下降 14.6%，净利润亏损 5253 万。公司去年开始逐渐处置一些京外项目，优化资产配置，并在年初获得北京海淀区玉渊潭乡项目（五路居项目）和昌平区东小口项目（平西府项目），其“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略路径越发清晰。

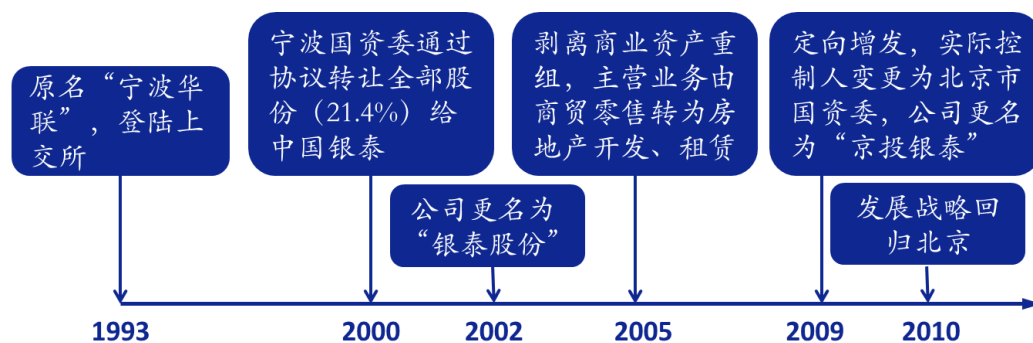
### 1.1. 发展历程：2009 年定增，成为京投控股上市企业

京投银泰原称宁波华联，于 1993 年 9 月在上海证券交易所上市，控股股东为宁波市国有资产管理局，主营业务为五金交电化工、百货零售、批发业等。

2000 年通过协议转让方式，宁波国资委将其持有的 21.41% 股份，全部转让给中国银泰投资公司，大股东及实际控制人变更为中国银泰。2002 年公司更名为银泰股份。2005 年公司经过商业资产剥离重组，退出百货转型房地产，主营业务变更为房地产开发、经营及租赁等业务。

2009 年公司通过定向增发，以每股 3.73 元的价格向目前第一大股东北京市基础设施投资有限公司（下文称京投公司）和中国银泰分别发行 1.47 亿股和 6440 万股。发行结束后，公司控股股东和实际控制人变更为京投公司，其占发行后总股本的 29.81%，中国银泰占总股本的 24.83%，退为第二大股东，公司更名为京投银泰。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告

### 1.2. 京投公司旗下唯一地产上市平台

2009 年定向增发完成后，公司收购了第一大股东京投公司持有的京投置地 95% 股权（此后全资控股），收购完成后京投银泰成为京投公司旗下房地产二级开发业务的唯一平台。定向增发股份已于 2012 年 4 月解禁，目前公司股份实现全流通。

京投公司是于 2003 年 11 月由北京市国资委出资成立的国有独资公司，其主要职能是承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资本运营及相关资源开发管理。2012 年底公司总资产 2808 亿，净资产 972 亿，全年实现利润 35.53 亿。

京投公司实施“一体两翼”的发展战略，“一体”是指以轨道交通为主的城市基础设施政府在建项目的投融资业务，“两翼”是指以轨道交通沿线项目为重点的资源开发和以轨道交通相关产业为重点的股权投资。

其重点资源开发包括北京周边大量的土地一级开发工作，上市公司有望参与其二级

土地的出让。2012 年京投公司新增开发面积 146 公顷，完成开发并入市交易 70 公顷，目前共有门头沟潭柘寺项目、丰台亚林西项目、大兴海户新村和四五六街项目、密云水源路南侧 A 地块项目、密云檀营项目、平谷二号地 7 个在施项目，总开发面积超过 551 公顷。

图 2：大股东京投公司一级开发项目

一级开发图表

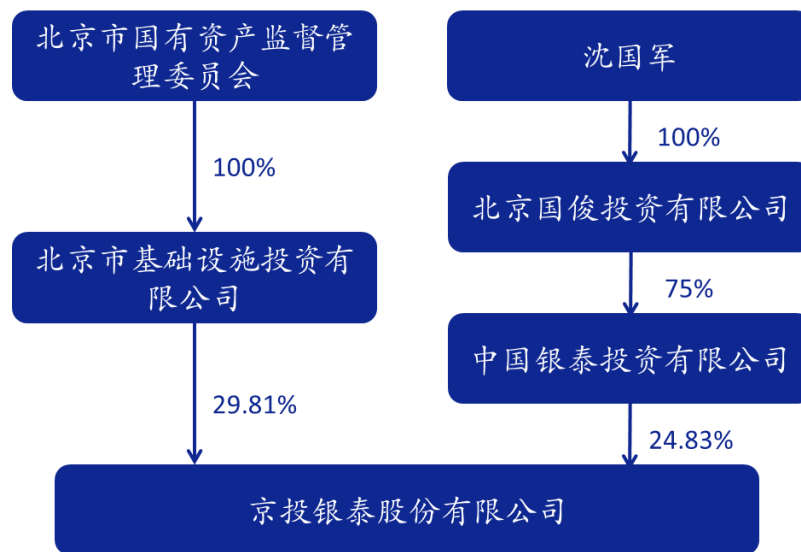


数据来源：京投公司官网

京投公司除了控股京投银泰外，还持有 9.95% 的中国城市轨道科技 (8240.HK) 和 5.11% 七星电子 (002371.SZ) 的股份。值得注意的是京投公司是负责北京地铁的投融资职能，而地铁建设和运营则分别由北京市轨道交通建设管理有限公司和北京市地铁运营有限公司负责（注：4 号线由京港地铁公司运营）。

公司第二大股东中国银泰是以地产开发、商业零售、矿产资源投资等核心业务为主的多元化投资集团，实际控制人沈国军。除了参股京投银泰外，旗下控股银泰商业 (01833.HK) 和银泰资源 (000975.SZ)，并参股百大集团 (666865.SH) 和鄂武商 (000501.SZ)。

图 3：公司股东结构



数据来源：公司公告

1.3. 公司战略重归北京

公司 2010 明确了地产业务重心回归北京，依托大股东京投公司资源，集中于做大做强轨道物业的战略，寻找到了自己独特的的发展和盈利模式。公司于 2012 年逐步处置了杭

州海威、华联一号楼及华联大厦、华安泰公司 55% 股权、京投阳光 51% 股以及长沙项目等多个京外项目，回流部分资金，改善了公司财务结构。公司在今年初又联合京投公司获得了五路居和平西府两个地铁车辆段上盖项目，两个项目均是上市公司占比 51%，京投公司占比 49%，为公司轨道物业开发战略的落地实施夯实了基础。

表 1: 公司近 2 年持续出售京外非核心资产

时间	出售资产	项目	出售后 股权占 比	出售价 格 (万 元)	投资/ 出售产 生的损 益 (万 元)	交易对方
2012/7/24	杭州海威房地产开发 有限公司 37% 股权	杭政储出 (2004) 37 号地块房地产	0%	5500	1960	中国银泰投 资有限公司
2012/12/13	投资性房地产	华联一号楼和华 联大厦部分商业 用房		65800	35095	银泰百货宁 波海曙有限 公司
2012/12/28	北京京投阳光房地 产开发有限公司 51% 股 权	京投快线·上林湾	49%	13618	6008	北京万科
2012/12/28	北京潭柘阳坡园旅游 开发有限公司 100% 股 权	(服务业)	0%	577	177.7	北京弘吉投 资有限公司
2012/12/31	北京华安泰投资有限 公司 55% 股权	海南陵水项目	0%	11550	12680	北京安福房 地产开发有 限公司
2013/1/22	京投银泰 (湖南) 置 地 80% 股权	京投银泰·环球村	0%	34212	22834	长沙万科

数据来源: 公司公告

目前公司有 7 个地产项目，主要集中在北京，部分项目在鄂尔多斯、宁波。除了年初获得的平西府、五路居项目外，北京项目还包括 (1) 西华府项目，该项目和万科合作，权益 50%，是公司首个轨道交通上盖项目，预计今年 11 月上旬预售，2015 年结算。(2) 新里程和上林湾项目，权益分别为 80% 和 49%，均与万科合作，均位于房山区长阳镇，新里程已结算部分限价房，预计商品房在 2015 年结算。上林湾正在办理预售手续。

表 2: 公司目前正在开发项目主要集中在北京

项目	所在地	物业形态	权益	地上建筑 面积 (万平)	权益地上 建筑面积 (万平)	项目进度
新里程项目	北京	住宅、限价房	80%	14.26	11.4	一期已竣 工
泰悦府项目	鄂尔多 斯	住宅	49%	13.4	6.8	在建
西华府项目	北京	住宅、公租房、 写字楼	50%	54.6	27.3	在建
上林湾项目	北京	住宅	49%	5.5	2.7	办理预售 手续
悦府项目	宁波	住宅	45%	27.5	12.4	在建
平西府项目	北京	住宅、公租房、 商业	51%	51.6	26.3	前期
五路居项目	北京	住宅、公租房、	51%	33	16.8	前期

商业、写字楼

注：10月初公司对鄂尔多斯市子公司进行减资，注册资产有2亿下降至3000万，持股比例由51%下降至49%。  
数据来源：公司公告

## 2. 独特的地铁上盖模式

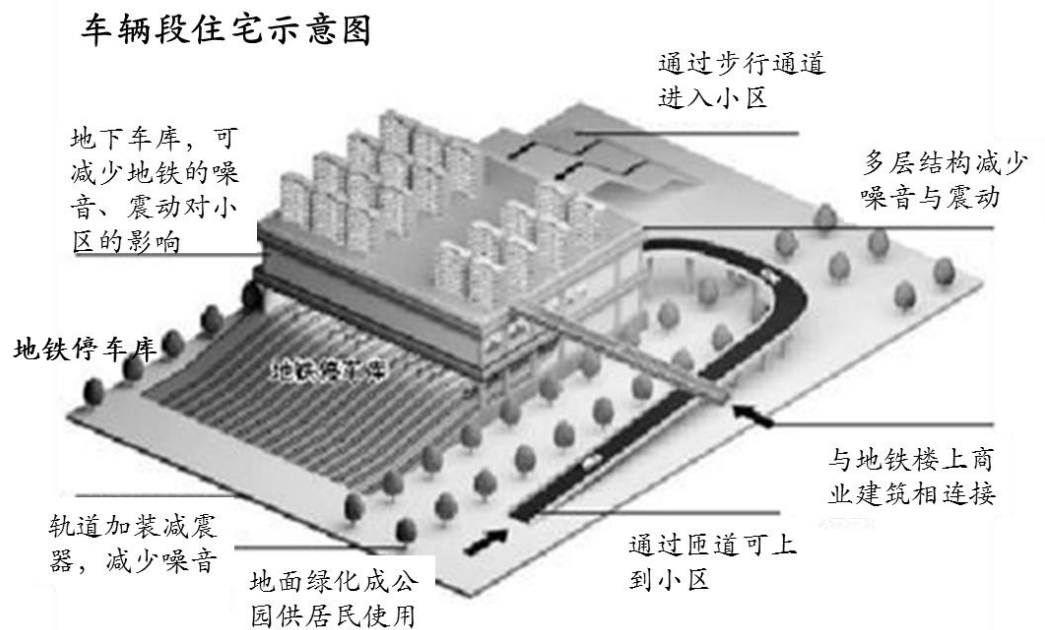
2011年9月公司与大股东京投公司、北京万科获得北京市丰台区郭公庄车辆段项目交通设施用地兼容居住、共建用地的国有土地使用权，京投置地、京投公司与北京万科按照15%、35%、50%的持股比例共同设立项目公司，负责项目的开发建设。该项目是公司第一个轨道交通上盖项目，预计2013年四季度可以开盘销售。

今年初公司联合大股东京投公司以93.5亿拿下五路居和平西府两个地铁车辆段上盖项目，该类项目增加至3个，进一步确立了公司“轨道物业”专业开发商的市场形象。

### 2.1. 什么是地铁上盖物业？

地铁上盖物业并不是指在地铁上方修建物业，而是指与地铁出入口或车辆段直接相连的建筑物形式。一般意义为与车站不超过500米范围内，有宽阔通道或者商业设施或其他公共设施相连等多个相联接的物业统称为地铁上盖物业，设施包括住宅、商场、写字楼、酒店等各类物业形式。相对于其他正常房地产项目，地铁上盖物业在施工建设中有一定的要求。一方面，地铁上盖物业的建设一般是滞后于该段地铁的建设，在施工过程中要和地铁达到有效衔接，并顾及地铁运营的安全；另一方面地铁上盖物业在设计和使用过程中需要考虑震动和噪声的污染，要根据实际情况进行减震和降噪处理，建设的成本和施工难度较普通物业高。

图 4：地铁车辆段上盖示意图

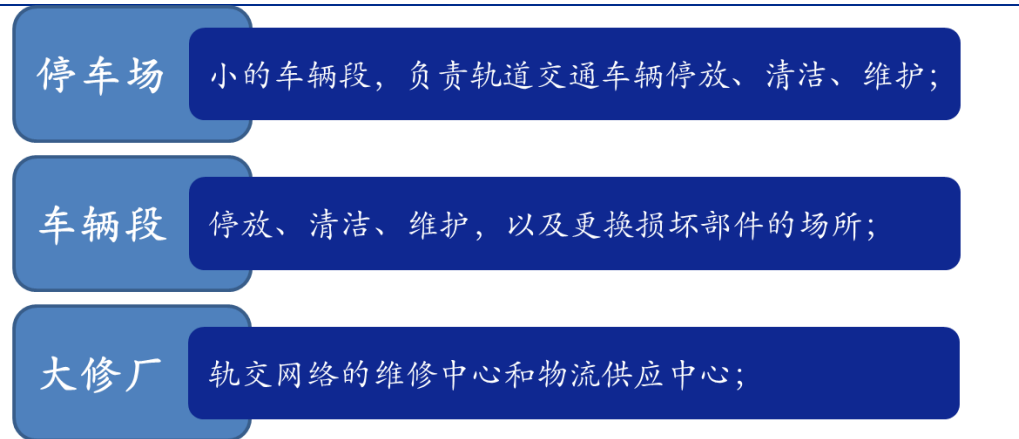


数据来源：互联网，安信证券研究中心

京投银泰专注的是地铁车辆段上的物业开发。地铁车辆段是车辆停放，检查，整备，运用和修理的管理中心所在地，根据现有城市轨道交通设计的基本标准，当线路超过20公里时，原则上一条线路须设置“一段一场”，即一个车辆段、一个停车场，以保证车辆的正常维修和停放。城市轨道交通车辆段大致可以分为三个层次，分别是停车场、车辆段和车辆大修厂。停车场属于规模较小的车辆段，主要是负责城市轨道交通车辆停放、清洁、维护和乘务工作的场所；车辆段是城市轨道交通车辆更换损坏部件的场所；大修厂一般设在市郊土地较为充裕的地区，和某个车辆段合建，是轨交网络中的维修中心和物流供应中心。



图 5：车辆段按功能主要分为停车场、车辆段和大修厂三类



数据来源：互联网，安信证券研究中心

目前北京每条线路基本都有 1 至 3 个车辆段，如下表。车辆段是城市轨道交通运营必不可少的部分。由于轨道交通的特性，车辆段普遍占地面积较大，对车辆段上盖进行物业开发可以为城市发展节约宝贵的土地资源，改善城市用地景观。虽然车辆段普遍位于地铁线路较偏远的位置，但若地铁开通后，车辆段往往毗邻地铁站，便利的交通环境能显著提高其物业的价值。

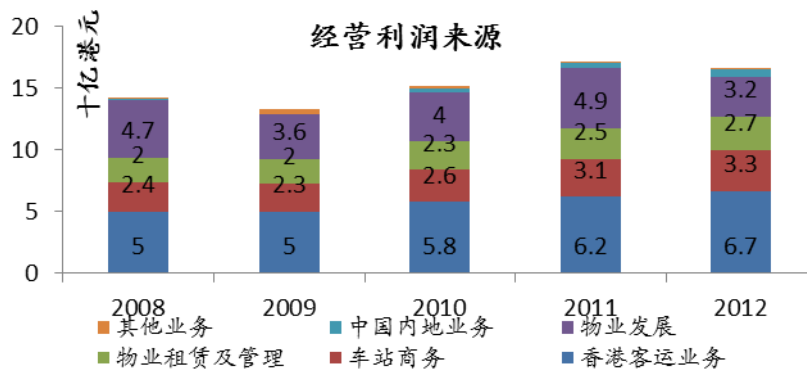
表 3：北京各线路车辆段信息

线路	车辆段 1	车辆段 2	车辆段 3	线路	车辆段 1	车辆段 2
1 号线	古城车辆段	四惠车辆段		14 号线	张仪村停车场	马泉营车辆段
2 号线	太平湖车辆段			15 号线	马泉营车辆段	俸伯停车场
4 号线	龙背村停车场	马家堡车辆段	南兆路车辆段	16 号线	北安河车辆段	榆树庄停车场
5 号线	宋家庄停车场	太平庄车辆段		八通线	土桥车辆段	
6 号线	五路停车场	五里桥车辆段	东小营车辆段	亦庄线	宋家庄停车场	台湖车辆段
7 号线	焦化厂车辆段			昌平线	定泗路停车场	十三陵车辆段
8 号线	平西府车辆段	大红门车辆段		房山线	阎村车辆段	
9 号线	郭公庄车辆段			大兴线	南兆路车辆段	
10 号线	万柳车辆段	宋家庄停车场	五路停车场	机场线	天竺车辆段	
13 号线	回龙观车辆段					

数据来源：互联网，安信证券研究中心

公司地铁上盖模式与港铁公司 (0066.HK) 相类似，香港是地铁上盖物业发展最成功的城市之一，港铁公司也是少数有盈利能力的铁路运营公司，其地铁上盖物业的开发经营已相对成熟。港铁公司的主营业务除了轨道交通的客运业务外，其他主要来自于地铁上盖物业的销售和经营。2012 年公司总收入 357 亿港元，经营性利润 166 亿，其中客运业务利润 67 亿，占比 40%；车站商务、物业租赁及管理 and 物业发展（住宅销售）业务利润分别是 33 亿、27 亿和 32 亿，合计占比 55%（近 5 年来最低）。

图 6：地铁上盖物业业务、租赁、管理和出售是港铁公司主要利润来源



数据来源：港铁公司 2012 年年报

## 2.2. 京投银泰获取地铁上盖的优势明显

京投银泰获取地铁上盖物业的优势主要来自于大股东京投公司的鼎力支持。一方面京投公司是北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资本运营及相关资源开发管理的主体，其获取车辆段上盖项目土地有天然的优势，价格相对较低；另一方面京投公司对上市公司有大量的资金支持，公司能向大股东京投公司申请年利率不高于 12% 借款，我们统计截止今年中期公司向大股东借款余额高达 153.5 亿借款，占公司总负债的 72.4%。

图 7：京投银泰地铁上盖物业的 SWOT 分析



数据来源：安信证券研究中心

### 2.2.1. 公司能以相对低价获取优质土地资源

2010 年底京投银泰发布其与京投公司合作投资房地产项目暨关联交易的公告，主要内容包括：(1) 京投银泰与大股东京投公司合作参与土地竞买，获得项目后由京投银泰负责项目的运营；(2) 土地出让金除公司自有资金外，其余部分均可由大股东京投公司提供，资金成本不高于 12%。此后公司与京投公司进一步深化合作内容，增加 (3) 项目回购条款和 (4) 能以项目股权质押方式向大股东京投公司申请流动资金贷款，年利率不高于 12%。

**表 4: 公司与京投公司合作方式**

<b>合作范围</b>	轨道交通上盖（车辆段、车站）和沿线物业项目，以及北京市域范围内的其他普通住宅物业项目的投资开发。
<b>合作模式</b>	
1.项目获取	组成联合体参与地块竞标，项目获得后共同出资组建项目公司，京投银泰占比不低于 51%；
2.资金安排	京投银泰除自有资金外，其他资金全部或部分拟由京投公司提供，资金年利率不超过 12%；
3.项目管理	由京投银泰全权负责，京投公司不参与；
4.项目回购	<b>京投银泰可在合适时机回购京投公司持有的项目公司股权；</b>
5.补充流动资金	京投银泰能够以项目股权质押的方式向京投公司申请不超过 12%的借款补充流动资金；

数据来源：公司公告

2010 年后，公司累计在北京拿了 5 块土地，合计拿地金额（未扣减权益）140 亿，建筑面积 127 万平，扣减限价商品房和公租房后的可出售住宅面积 73.3 万平，商业办公建面 33.5 万平，平均楼面价仅 1.3 万元/平方米。后三块地属于轨道交通车辆段上盖用地项目，公司均是和大股东京投公司合作竞得，其中西华府还与万科合作，公司和万科分别占比 50%。

**表 5: 公司北京项目**

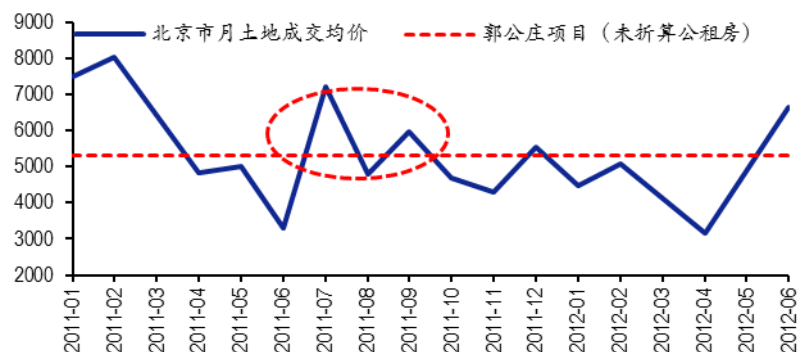
时间	项目	位置	土地金额 (亿元)	建筑面积 (万平)	住宅面积 (万平)	保障房 (万平)	商业办公 (万平)	楼面价 (元/平方米)	权益	合作方
2010-12	上林湾	房山区长阳镇	4.0	7.2	7.2	-	-	5584	49%	万科
2010-12	新里程	房山区长阳镇	9.2	14.6	10.3	3.8	0.0	9216	80%	万科
2011-09	西华府	郭公庄地铁站	33.5	29.2	17.2	25.0	9.8	12407	50%	万科
2013-01	五路居	五路居地铁站	46.5	33.0	7.6	2.0	17.4	18600	51%	京投
2013-01	平西府	平西府地铁站	47.0	43.1	31.1	7.0	6.4	12500	51%	京投
<b>合计</b>			140.2	127.1	73.3	37.8	33.5			

注：建筑面积为可出让建面

数据来源：公司公告

公司获取地铁上盖项目的土地成本有明显优势。以西华府项目为例，其获取时间为 2011 年 9 月，项目位于北京丰台区，是当时近 3 年来北京推出的体量最大的一宗土地。项目起始价 31.7 亿，成交价 33.5 亿，仅溢价 5.59%，项目楼面价低于 12407 元/平方米，目前项目尚未开盘，但项目周边商品住宅售价已经在 4 万元/平方米左右。

**图 8: 北京 2011 年住宅土地月成交均价变动（未扣减公租房，元/平方米）**



注：若不折公租房，郭公庄项目楼面价 5326 元/平方米，低于北京市土地出让均价

数据来源：wind

今年初获得的五路居和平西府项目分别位于6号线和10号线交界的慈寿寺站和8号线最北边的平西府站(未开通),扣减公租房后的楼面地价分别为1.86万元/平方米和1.25万元/平方米,而目前周边楼盘销的售价格分别在7万元/平方米和2.5万元/平方米左右,预计的项目毛利率均在50%以上。

### 2.2.2. 大股东提供了大量的资金支持

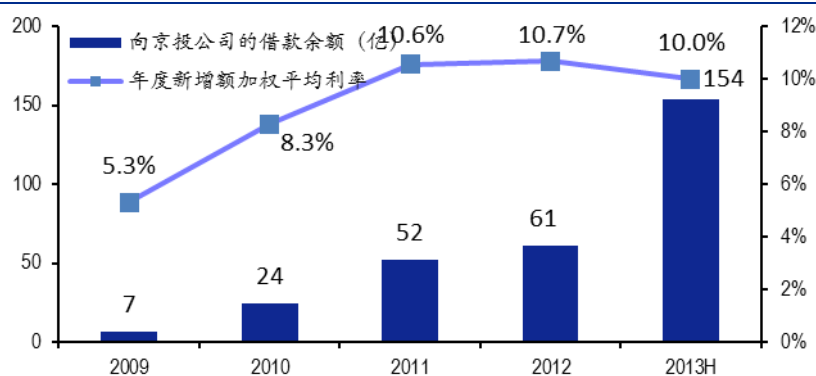
根据其和大股东京投公司的合作协议,公司能够以不高于12%的利率向大股东京投公司申请借款,用于土地出让金和流动资金。上市公司在北京获得的这三块地铁上盖项目的资金大部分都来自于大股东的支持。

自2009年京投公司收购上市公司,5年来大股东京投公司向上市公司提供了大量的委托贷款和计息往来款。2010年末公司和京投公司签署了合作投资房地产项目协议,2011年底该协议下的借款余额就增加至52.25亿,较2010年24亿委托贷款大幅增长。今年上半年由于新增2块土地,公司向大股东京投公司拆入的资金高达108.7亿,预计借款余额上升至154亿,占扣除预收款后总负债的73.8%。今年上半年新增借款利率均为10%,较去年新增加权平均的10.68%略有下降。

2012年公司累计向大股东京投公司拆入资金23.7亿,包括23.4亿的委托贷款和3150万的计息往来款。其中8.1亿按12%利率计算,其余利率均为10%。截止2012年末公司在合作协议下向京投公司的借款余额达60.67亿,占公司全部负债的48%,剔除预收款后占比50.4%。公司2012年向京投公司支付的委托贷款利息达6.4亿。

今年上半年公司累计向大股东京投公司拆入资金108.7亿,包括76.5亿委托贷款和32.2亿的计息往来款,拆入利率均为10%。根据上半年的拆入款减去到期款项估算,截止今年中期大股东京投公司向公司提供的借款余额约153.5亿借款。

图9: 大股东对上市公司提供大量资金支持

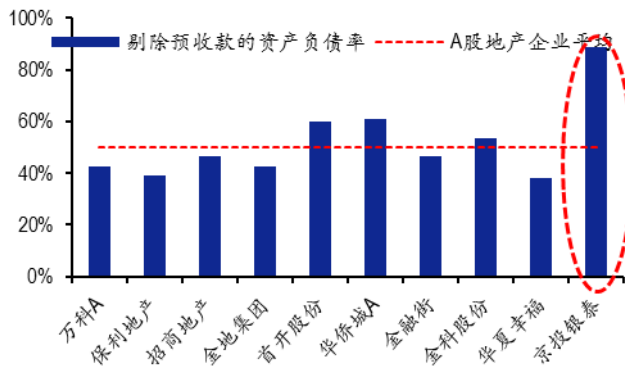


数据来源: 公司年报

10%的融资利率基本上和房地产信托的收益率相当。今年上半年房地产信托的平均预期收益率为9.13%。但考虑到公司体量较小,而资产负债率远高于行业平均水平,预计公司难以通过银行和信托获取如此大量的廉价资金。大股东提供稳定的资金来源能保证公司未来业绩的大幅增长。2012年底公司总资产149.9亿,资产负债率84.3%,剔除预收款后的资产负债率仍高达80.2%;今年中期由于融资金量大增,总资产上升至235.04亿,资产负债率和剔除预收款的资产负债率分别为90.3%和88.5%,远高于行业平均水平,今年中期行业剔除预收款的平均资产负债率约50%。

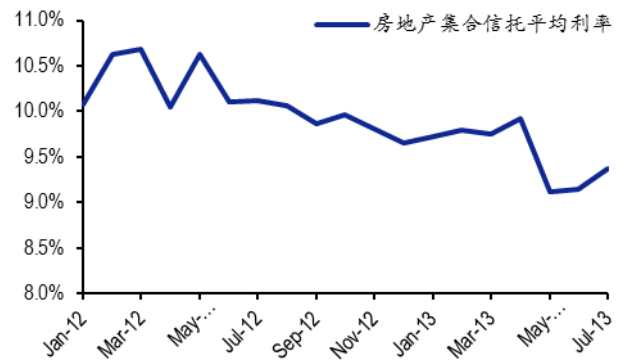


图 10: 京投银泰资产负债率远高于行业



数据来源: wind

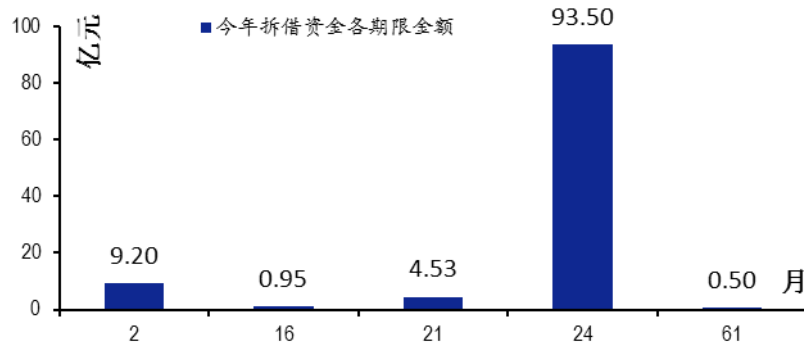
图 11: 去年至今信托融资利率



数据来源: 用益信托

借款期限方面, 公司向大股东借款基本在 24 个月以上, 也和信托期限相当。今年上半年公司向大股东拆入的资金合计 108.7 亿, 其中仅 9.2 亿为期限仅 2 个月的短期贷款, 其余都在 16 个月以上, 93.5 亿拆入资金为 2 年期, 占比超过 86%。上半年房地产信托融资基本在 1.6 至 2.2 年 (19 至 26 个月) 之间, 平均期限 22 个月。

图 12: 股东借款期限也和信托相当



数据来源: 公司年报

### 3. 地铁上盖物业发展空间巨大

#### 3.1. 预计 2020 年北京地铁里程数和车辆段数均翻番

北京地铁是我国第一个地铁系统, 目前已开通 17 条路线, 270 座车站, 456 公里的运营里程。目前仍在建的线路包括 6 号线、8 号线、14 号线、15 号线的延伸部分, 以及暂未开通的 7 号线、西郊线、燕房线和 S1 线等 (参见表 6), 目前已开通线路中剔除共用重复计算的车辆段, 共 22 个车辆段 (东小营、大红门暂未开通), 平均约 21.5 公里设置一个车辆段。

表 6: 北京已开通和在建的地铁路线 (红色为仍未开通项目)

线路名	里程(km)	站点数	车辆段数	最早启用日期	车辆段名称 1	车辆段名称 2	车辆段名称 3
1 号线	32	23	2	1969.10.1	古城车辆段	四惠车辆段	
2 号线	23	18	1	1984.9.2	太平湖车辆段		
4 号线	28	24	3	2009.9.28	龙背村停车场	马家堡车辆段	南北路车辆段
5 号线	28	23	2	2007.10.7	宋家庄停车场	太平庄车辆段	
6 号线*	52	34	2	2012.12.30	五路停车场	五里桥车辆段	东小营车辆段
8 号线*	46	33	2	2008.7.19	平西府车辆段	大红门车辆段	
9 号线	17	13	1	2011.12.31	郭公庄车辆段		
10 号线	24	22	1	2008.7.19	宋家庄停车场	五路停车场	万柳车辆段

13 号线	41	16	1	2003.1.28	回龙观车辆段	
14 号线*	48	37	2	2013.5.5	张仪村停车场	马泉营车辆段
15 号线*	41	20	2	2010.12.8	俸伯停车场	马泉营车辆段
八通线	17	13	1	2003.12.28	土桥车辆段	
昌平线	21	7	1	2010.12.28	定泗路停车场	十三陵车辆段
大兴线	22	11	1	2010.12.30	南兆路车辆段	
房山线	25	11	2	2010.12.28	阎村车辆段	
亦庄线	23	14	2	2010.12.28	宋家庄停车场	台湖车辆段
机场线	28	4	1	2008.7.19	天竺车辆段	
<b>合计</b>	<b>516</b>	<b>323</b>	<b>27/24</b>			

注：加\* 的表示暂未完工，车辆段数包括停车场，站点数合计数未剔除了共用车辆段，车辆段数 24 是剔除重复数  
数据来源：互联网，安信证券研究中心

根据《北京市城市轨道交通近期建设规划调整（2007 年~2016 年）》和《北京市城市轨道交通建设规划方案（2011 年~2020 年）》的规划，预计到 2016 年北京市轨道交通运营里程将达到 664 公里，四环路内轨道交通线网覆盖率将达到 90%，居民步行 30 分钟即可到达一座地铁站。

到 2020 年北京轨道交通线路有望达到 30 条，运营里程 1050 公里，车站 450 个，相当于在目前工程量上翻 1 倍。2020 年形成“中心城棋盘式+新城放射式”的线网格局。线网建成后，轨道交通将实现对中心城全面覆盖及中心城与新城的贯通联接。四环路内站点覆盖率达 95%，线网密度每平方公里为 1.4 公里，实现居民步行 10 至 15 分钟到达一个地铁车站的目标。

我们按照现行北京目前标准 22 公里设置一个车辆段计算，2016 年预计将有 30 个车辆段，约 8 个新增车辆段；到 2020 年预计将有 48 个车辆段，车辆段数量是目前 22 个已开通的车辆段数量的一倍以上。

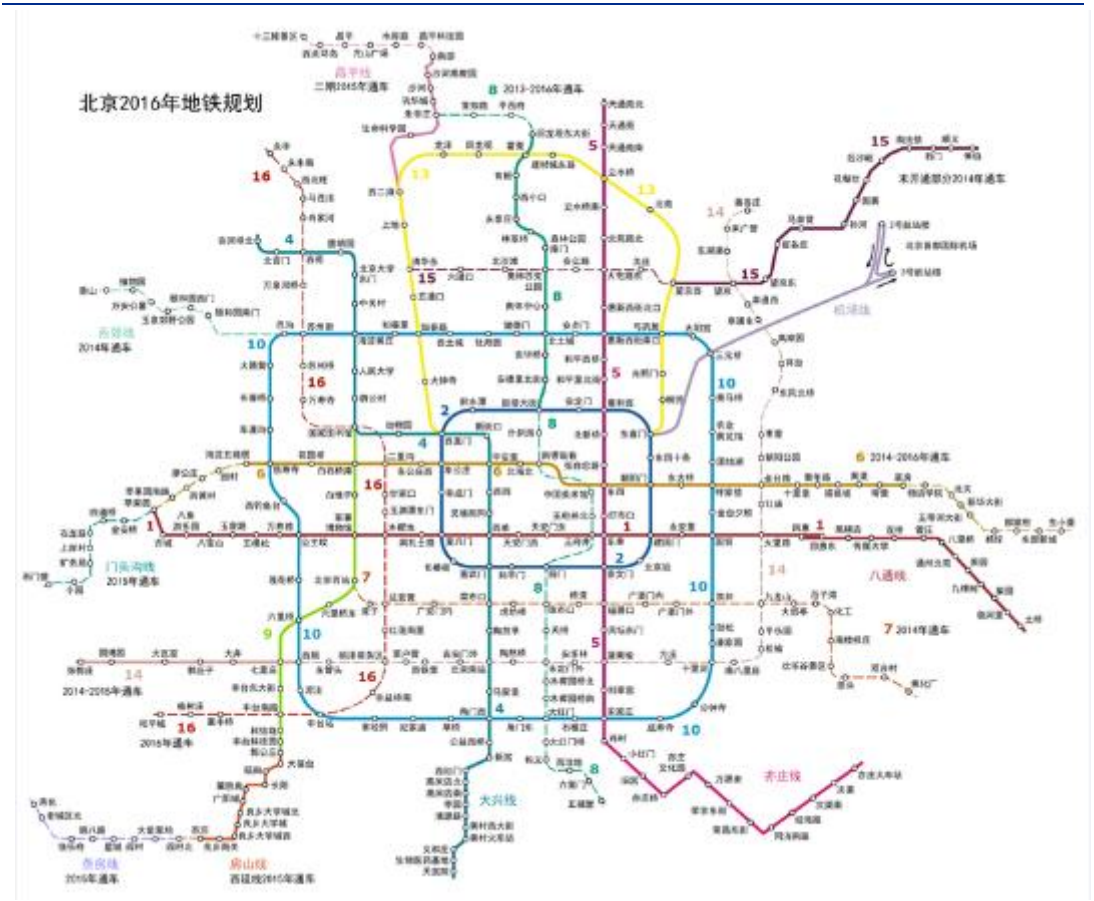
表 7：未来北京地铁开通计划

预计开通日期	线路名	区段名	起点	终点	长度 (KM)	车站数
2013 年 12 月	8 号线	二期南段	鼓楼大街	南锣鼓巷	1.78	2
2013 年 12 月	8 号线	北延联络线	朱辛庄	回龙观东大街	6.3	3
2014 年	6 号线	二期	草房	东小营	12.4	8
2014 年	7 号线		北京西站	焦化厂	23.9	21
2014 年	14 号线	东段	金台路	善各庄	15.8	12
2014 年	15 号线	一期三段	清华东路	望京西	10.2	7
2014 年	西郊有轨电车		巴沟	香山	9.1	7
2015 年	14 号线	中段	西局	金台路	19.5	18
2015 年	昌平线	二期	涧头西	南邵	10.6	5
2015 年	房山线	西延	阎村北	苏庄	2.2	1
2015 年	门头沟磁悬浮 (S1)		石门营	苹果园	10.2	8
2015 年	燕房线		燕化	阎村北	14.4	8
2016 年	6 号线	西延	苹果园	海淀五路居	8.9	5
2016 年	8 号线	二期	南锣鼓巷	中国美术馆	1.9	1
2016 年	8 号线	三期	中国美术馆	五福堂	17.1	14
2016 年	16 号线		永丰	宛平城	40.2	24
2018 年	新机场线		北京南站	北京新机场	37	4
2020 年前	3 号线		田村	东坝	37	29

2020 年前	8 号线	三期南延	五福堂	瀛海镇	5	2
2020 年前	12 号线		田村	酒仙桥	24	20
2020 年前	R1		门头沟上岸村	通州宋庄	55	15
2020 年前	平谷线		东坝	平谷	52	5
2020 年前	S6		首都机场	亦庄火车站	34	8

信息来源：互联网，安信证券研究中心

图 13: 2016 年北京地铁规划图，里程达 664 公里



数据来源：互联网，安信证券研究中心

### 3.2. 至 2020 年预计将新建超过 20 个车辆段，建筑面积超过 1000 公顷，潜在地块是上市公司目前储备的 20 倍以上

根据北京车辆段上盖物业出让的情况来看，一般车辆段上盖项目建设往往滞后于轨交车辆段建设。2011 年 9 月北京出让的 9 号线郭公庄车辆段项目，而 9 号线是 2011 年底才开通运营。今年 1 月公司新拿的 2 块车辆段上盖项目土地，平西府车辆段计划今年底开通，而五路居停车场也仅于 2012 年底才通车，均属于新建的地铁项目。

我们以暂未通车的地铁车辆段和刚完工的地铁车辆段项目作为可能出让土地标的推算，预计 2015 年前有 7 个车辆段上盖项目可能出让，2020 年之前有超过 20 个车辆段项目出让。

在 2015 年之前，相继有 8 号线（二期及北延线）、6 号线（二期）、7 号线、14 号（东中段）、15 号线（一期）、昌平线（二期）西郊线、S1 磁悬浮等线路相继开通，预计将有 7 个新建车辆段将在 2015 年之前投入使用，分别是 6 号线的东小营车辆段、7 号线的焦化厂车辆段、8 号线的大红门车辆段、昌平线的十三陵车辆段、西郊线的巴沟车辆段、S1 线的石门营车辆段、燕房线的顾册停车场。

表 8: 有可能出让的地铁车辆段上盖项目

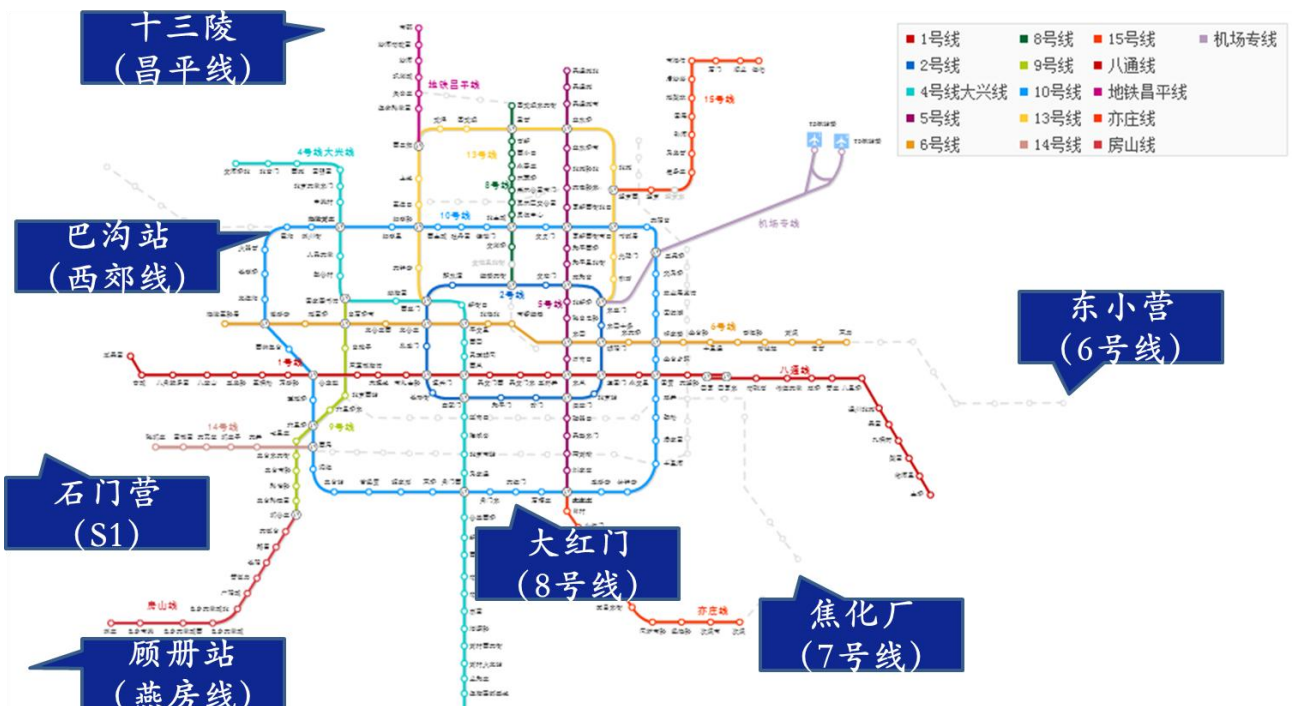
公司所拿项目	拿地时间	地铁开通时间
郭公庄	2011.9.15	2011.12.31
五路居	2013.1.16	2012.12.31
平西府	2013.1.18	暂未开通

预计 2015 年前投入使用的车辆段:			
6 号线	东小营车辆段	7 号线	焦化厂车辆段
8 号线	大红门车辆段	西郊线	巴沟车辆段
昌平线	十三陵车辆段	燕房线	顾册停车场
S1 线	石门营车辆段		

数据来源: 互联网, 安信证券研究中心

图 14: 2015 年之前可能出让的停车段上盖物业项目位置



数据来源: 百度地图, 安信证券研究中心

由于车辆段在地铁运营中承担着地铁列车维修和停放的功能, 内部建有试车线、洗车线、停车场等设施, 占地面积较大, 往往在 20 至 40 公顷左右。故车辆段上盖项目的土地出让面积在北京土地出让中也属于大型项目。京投银泰 2011 年获得的郭公庄项目土地面积 30 万平, 建筑面积 63 万平, 今年 2 个项目占地面积分别为 30 万平和 22 万平, 总建筑面积 52 万平和 33 万平。我们以中位数 30 万平占地面积和 50 万平建筑面积估算到 2020 年, 20 个新建车辆段总土地出让面积 600 公顷, 总建筑面积 1000 公顷, 8 年年均土地出让面积 75 公顷, 建筑面积 125 公顷, 目前公司 3 个车辆段的权益土地储备月 54 万平, 潜在地块是上市公司目前储备的 20 倍以上, 市场空间巨大。

表 9: 车辆段占地面积在 20 至 40 万平左右

车辆段名	面积 (万平)
古城车辆段	23
四会车辆段	43
太平湖车辆段	13
回龙观车辆段	40



土桥车辆段 24

数据来源：北京地铁官网

#### 4. 北京项目 2014 年进入销售期

公司在北京现有的 3 个地铁车辆段项目，预计郭公庄项目一期将在 11 月上旬开始预售，五路居和平西府将在 2014 年中开盘，三个项目均在 2015 年进入结算期。我们预计西华府 2013 年能够销售 20 亿以上，三个项目 2014 年和 2015 年合计销售 73 亿和 100 亿。

表 10：公司 2014 年销售将大幅增长

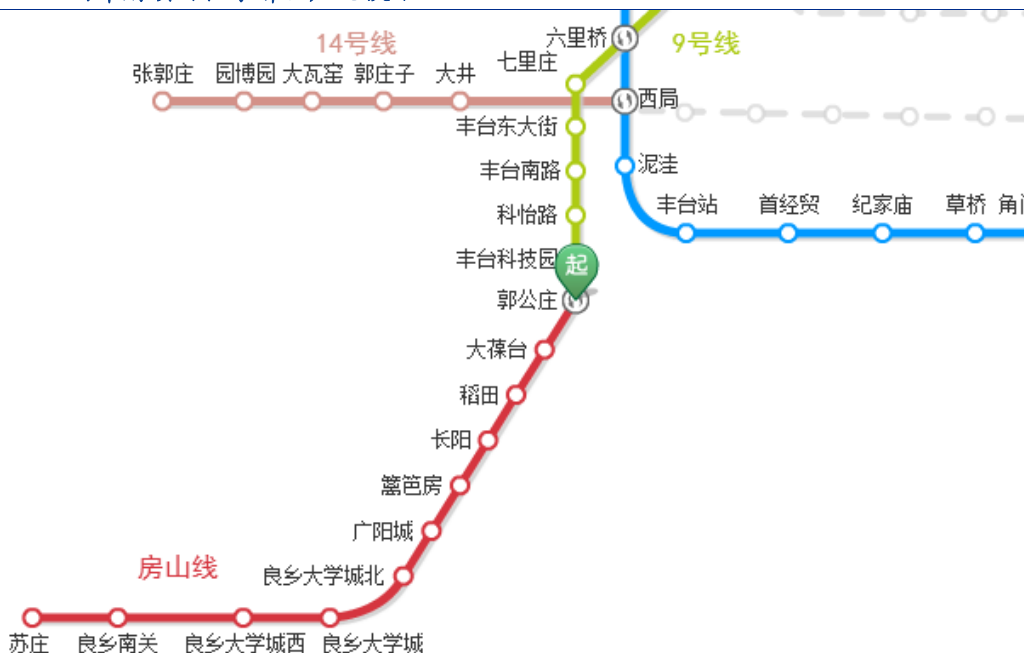
单位：万平方米、 亿元	2014				2015			
	可售面积	预计均价 (元)	可售货值	销售额	可售面积	预计均价 (元)	可售货值	销售额
西华府	12.2	42000	51.2	35.9	13.6	45000	61.2	49.0
五路居	12.6	80000	100.8	80.6	15.6	80000	124.8	99.8
平西府	15.0	25000	37.5	26.3	22.5	30000	67.5	54.0
合计	39.8		189.5	142.8	51.7		253.5	202.8
京投银泰权益 51%	20.3		96.7	72.8	26.4		129.3	103.4

数据来源：安信证券研究中心

#### 4.1. 京投万科·西华府项目（郭公庄项目）：四环外的刚需盘

西华府项目为郭公庄车辆段上盖项目，郭公庄地铁站是 9 号线和房山线的交汇点，位于北京的西南角四环和五环之间，项目位于北京市丰台区。由于项目就处在郭公庄地铁站上方，地理位置优越，周边交通便利。

图 15：西华府项目位于郭公庄地铁站



数据来源：百度地图

图 16: 西华府项目位于丰台区四环、五环之间



数据来源: 公司项目介绍

上市公司占项目公司利润分配的 50%。2011 年 9 月 15 日公司与大股东京投公司和北京万科联合参与项目投标, 根据合作各方的约定, 京投置地、京投公司与北京万科按照 15%、35%、50% 的持股比例共同设立项目公司负责项目的开发建设。根据三方签署的合作开发协议《郭公庄五期项目合作开发协议》, 联合持股比例无论是否调整为合作持股比例, 项目的利润均按照全资子公司京投置地 50%、大股东京投公司 35% 和北京万科 15% 分配。项目公司由京投置地负责运营, 在项目公司 5 名董事中, 京投置地占 3 名、京投公司占 1 名、万科占 1 名, 上市公司在项目公司的表决权占 80%。

表 11: 西华府项目明细

西华府项目		总金额	33.5 亿元
总用地面积	30.7 万平	建筑控制规模	62.9 万平
可出让建面	29.2 万平		
住宅	17.2 万平	商业综合	9.8 万平
地上车库	2.3 万平		
非出让面积	33.7 万平		
公租房	25 万平	幼儿园	0.36 万平
地上车辆段	8.4 万平		

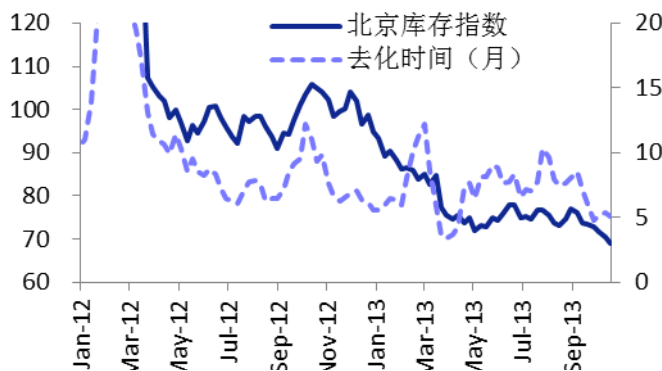
数据来源: 公司公告

西华府项目今年 6 月开工, 同时项目售楼处和样板间对外开放, 预计 11 月上旬一期开盘, 参考周边售价, 我们预计西华府的售价在 4.2 万元/平方米。项目合计 10 栋楼, 一期为最南边的 4 栋。

目前北京房地产市场库存较低, 我们统计截止 10 月中旬期可售套数仅 5.8 万套, 同比已大幅下降了 34%, 而去化周期仅 5.1 个月, 库存量和去化周期均处在历史最低水平。加

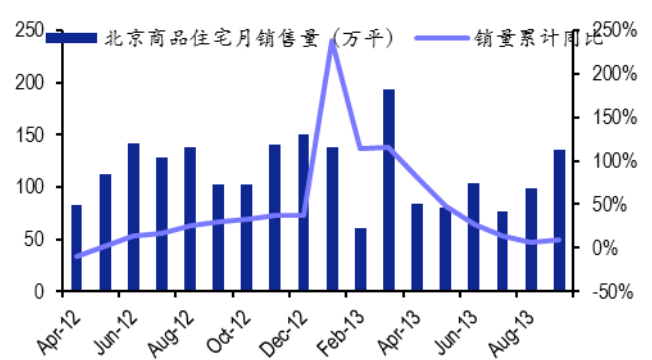
上项目毗邻丰台区的总部基地科技园区，购房需求旺盛，我们认为该项目去化的问题不大。按 2015 年开始竣工结算计算，项目毛利率预计 54.3%，净利率 18.2%，2015 年将贡献收入 67.7 亿，利润 6.14 亿，折每股 0.83 元。

图 17: 北京商品住宅库存处在历史新低



注：以 2012 年 12 月日均库存为基数 100  
数据来源：wind

图 18: 北京前 9 月商品住宅累计同比增 9.6%



注：以 2011 年 11、12 月日成交均量  
数据来源：wind

#### 4.2. 五路居项目：4 环内稀缺高端综合体

今年 1 月 16 日公司和大股东京投公司联合投标竞得北京市海淀区玉渊潭乡 F1 住宅混合公建用地、F2 公建混合住宅用地的国有建设用地使用权。中标金额 46.5 亿。京投置地、京投公司将按照 51%、49% 的持股比例共同设立项目公司，负责上述地块的开发建设。

项目占地面积 22.4 万平，建设用地面积 33 万平，项目主要是以商业办公用地为主，其中住宅 9.57 万平（含 2 万平公租房），商业办公 17.4 万平。按 6500 元/平方米回购公租房价格计算，项目商业和住宅的楼面均价仅 1.86 万元/平方米。

表 12: 五路居项目明细

五路居项目		总金额	46.5 亿元
总用地面积	22.4 万平	建设用地面积	33.0 万平
<b>可出让建面</b>			
住宅	7.57 万平	商业综合	17.4 万平
地上车库	5.38 万平		
<b>非出让面积</b>			
公租房	2 万平	其他配套	0.6 万平

数据来源：公司公告

五路居车辆段上盖项目位于地铁 6 号线慈寿寺站，是地铁 6 号线与 10 号线的交汇点，位于北京正西面海淀区的三环与四环之间，地理位置十分优越。根据我们草根调研，项目主体工程施工已进入前期施工的阶段，周边配套的停车场已基本完工，预计明年开盘的压力不大。

图 19: 项目现场图片



数据来源: 安信证券研究中心

图 20: 紧邻慈寿寺地铁站, 位置极佳



数据来源: 安信证券研究中心

目前北京 4 环以内的新房已十分罕见, 我们参考慈寿寺站周边的二手房价格, 紧邻项目的御河湾小区二手房售价已突破 7 万元/平方米, 项目西边的颐慧佳园约 5.5 万元/平方米, 美丽园约 6.1 万元/平方米。考虑到项目就毗邻地铁站, 并且明年中期开盘, 我们保守估计该楼盘售价为 8 万元/平方米。

项目也将 2015 年进入结算期, 预计毛利率 52.6%, 净利率 17%, 2015 年有望为公司贡献收入 49 亿, 利润 4.25 亿, 折每股 0.57 元。

图 21: 项目位于海淀区三环和四环之间, 地理位置十分优越



数据来源: 百度地图

### 4.3. 平西府项目: 五环外楼盘, 项目周边环境较好

今年 1 月 17 日公司和大股东京投公司联合投标竞得昌平区东小口镇住宅混合公建用地的国有建设用地使用权。中标金额 47 亿。京投置地、京投公司将按照 51%、49% 的持股比例共同设立项目公司, 负责上述地块的开发建设。

项目占地面积 30.18 万平, 建设控制规模 51.63 万平, 可出让建筑面积 43.08 万平方米, 其中住宅 31.12 万平, 商业综合 6.35 万平, 车库 5.61 万平。非出让面积 8.55 万平, 其中公租房 7 万平、幼儿园 0.34 万平、小学 0.8 万平、地铁和公交站设施 0.41 万平。按 6500 元/平方米回购公租房价格计算, 项目商业和住宅的楼面均价仅 1.25 万元/平方米。

表 13: 平西府项目明细

平西府项目		总金额	47 亿元
总用地面积	30.18 万平	建筑控制规模	51.6 万平
<b>可出让建面</b>	43.08 万平		
住宅	31.12 万平	商业综合	6.35 万平
地上车库	5.61 万平		
<b>非出让面积</b>	8.55 万平		



公租房	7 万平	幼儿园、小学	1.14 万平
地铁设施	0.41 万平		

数据来源：公司公告

平西府车辆段上盖项目位于地铁 8 号线平西府站，属于 8 号线的北延工程，目前尚未开通。平西府站位于北京北面昌平区五环以外。相对西华府和五路居项目，项目位置较偏僻，但周边居住环境较好，附近有数个高端别墅项目。参考目前平西府项目周边楼盘价格约 2.5 万元/平方米。

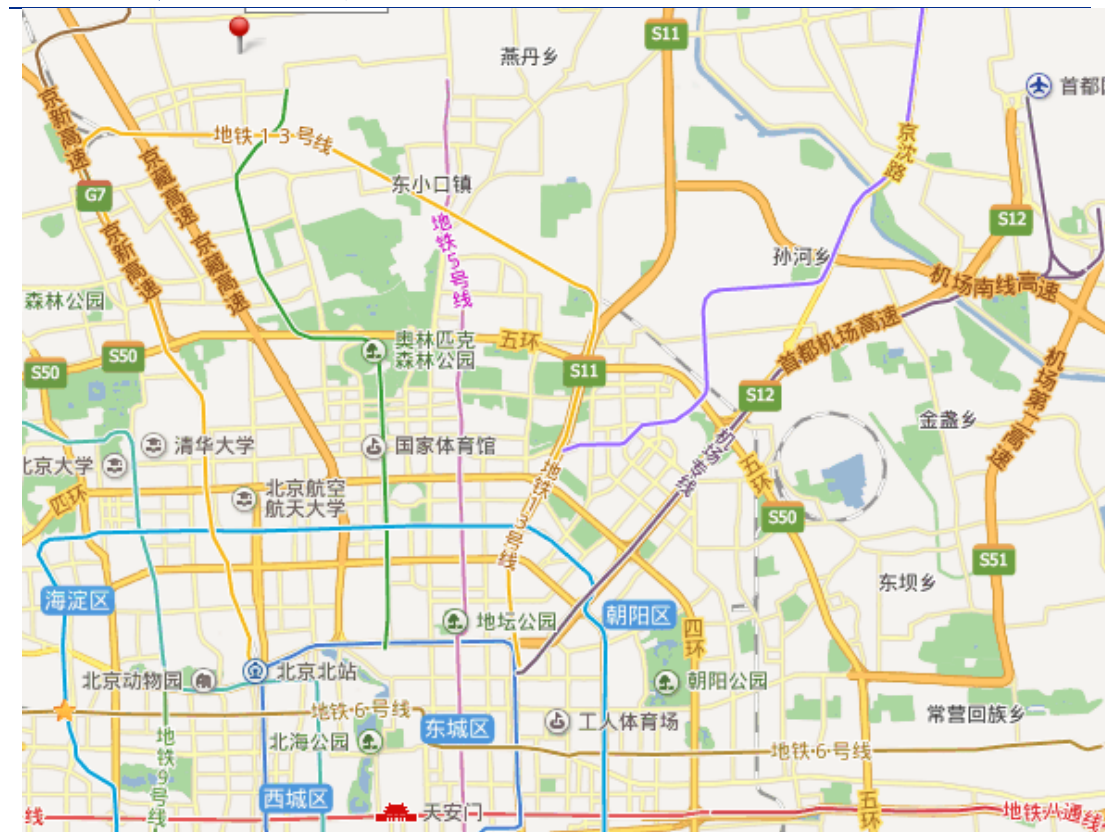
我们同样预计该楼盘将在 2014 年开盘，2015 年进入结算期，毛利率约 33.8%，净利率 7.4%，2015 年有望为公司贡献收入 25 亿，利润 9370 万，折每股 0.13 元。

图 22：西华府项目位于郭公庄地铁站



数据来源：百度地图

图 23：西华府项目位于昌平区五环以外



数据来源：百度地图

## 5. 预计 2013 年至 2015 年 EPS 分别为 0.01、0.13 和 1.53 元

### 5.1. 业绩：2015 年进入结算期

公司 2009 年上市后，经过几年的磨合锻炼，公司的管理开发能力不断提升，与大股东的合作也渐入佳境，北京地铁上盖业务进入快速发展期，公司迎来经营大拐点。我们预计公司 2014-2015 年销售额将大幅增长，2014 年达到 70 亿，2015 年达到 100 亿。

西华府项目 2013 年 11 月上旬开盘，17.2 万平方米住宅，9.8 万平方米商业酒店可售。2013 年货值 38 亿元。2014-2015 年货值预计为 51 亿和 61 亿元；五路居项目 7.57 万平方米住宅，18 万平方米商业写字楼。预计 2014 年年中开盘，均价 8 万，2014 和 2015 年货值均超百亿元；平西府项目 31 万平方米住宅，6 万平方米商业，均价 2.5 万，2014 年年中销售，2014-2015 贡献 38、68 亿的可售货值。

根据公司各项目的结算周期，我们预计公司 2013 年至 2015 年的 EPS 分别为 0.01 元、0.13 元和 1.53 元，2015 年进入业绩大幅增长。

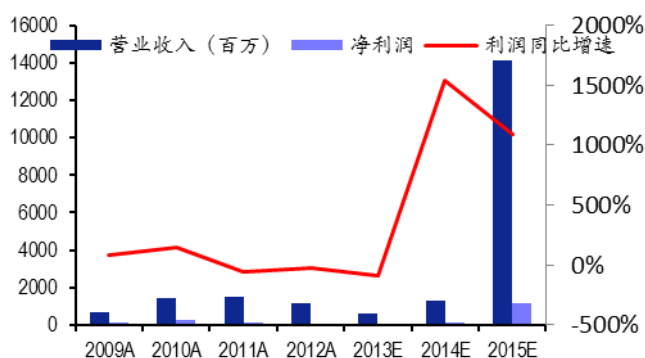
表 14: 公司项目有望在 2015 年结算

项目	售价 (元/平方米)	权益	结算收入(万元) 2015E	结算利润(万元) 2015E	EPS 元
西华府	42000	50%	676500	61415	0.82
五路居	80000	51%	490000	42524	0.57
平西府	25000	51%	250000	9370	0.13

注：权益利润，暂未包括普通住宅项目业绩贡献，如新里程和上林湾项目  
数据来源：安信证券研究中心

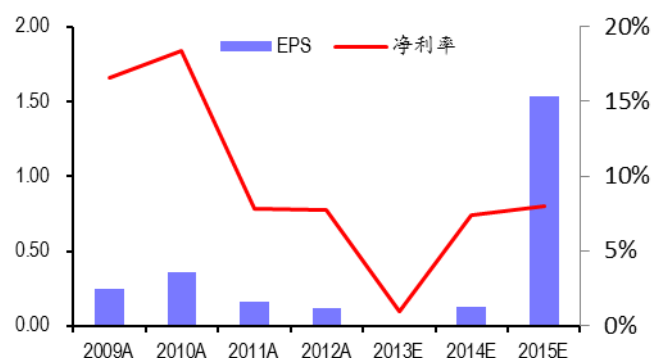
2013 年和 2014 年公司的结算收入和利润主要来自于“京投万科新里程”项目，由于一期项目主要是限价商品房，结算毛利率较低。今年前三季度公司亏损 6295 万，其中新里程限价商品房项目亏损约 1000 万，京外参股酒店因开业周期较短仍处于亏损状态，前三季度酒店亏损约 5000 万。我们预计今年 EPS 为 0.01 元。2014 年新里程项目的商品房进入结算期，预计结算收入 12 亿，利润 9592 万，EPS 为 0.13 元。根据前文估计 2015 年三个地铁上盖项目结算收入合计 141 亿，利润 11.3 亿，EPS 为 1.53 元。

图 24: 2015 年收入和利润大幅增长



数据来源：安信证券研究中心

图 25: 预计 2015 年进入业绩结算期 (元)



数据来源：安信证券研究中心

### 5.2. NAV 估值每股 10.14 元，目前折价 52%

关键假设：(1) 以资金成本 8% 作为折算率；(2) 新里程项目 2014 年结算完成，西华府、五路居和平西府项目结算时间为 2015 年至 2016 年。

根据我们测算公司 RNAV 为 10.14 元，对应当前股价折价 52%。

**表 15: 公司 RNAV 折价 52%**

股本 (万股)	74078
每股净资产 (元)	2.4
开发项目评估溢价 (万元)	573507
账面净资产 (万元)	178000
重估净资产 (万元)	751507
<b>RNAV</b>	<b>10.14</b>
当前股价	4.89
当前股价溢价	-51.80%

数据来源: 安信证券研究中心

### 5.3. PB/PE/PS 估值

根据我们预计 2013 年至 2015 年 EPS 分别为 0.0078 元、0.13 元和 1.53 元, 每股净资产分别为 2.54 元、2.60 元和 3.63 元, 按目前股价 4.89 元计算 2013 至 2015 年动态 PE 分别为 628X、38X 和 3.2X, 动态 PB 为 1.9X、1.9X 和 1.3X。由于公司今明 2 年结算项目较低, 目前 PE/PB 估值并不具备优势。

我们考虑到公司项目的利润率较高, 且销售增长确定性强, 我们以 2014 年 0.85 倍的销售量为未来 6 个月合理市值, 即每股 8.00 元。

### 5.4. 风险提示

房地产市场政策大幅变动导致公司销售不达预期;

## 6. 农用地流转主题

2010 年 10 月 25 日公司全资子公司潭拓投资与北京市门头沟区潭柘寺镇政府签订《协议书》, 参与潭柘寺镇整体开发项目的土地流转工作。将潭柘寺中心区合计 2909 亩农村土地的承包经营权统一流转至潭拓投资名下, 由潭拓投资对上述土地依法在流转期限内进行农业生产经营管理。经公司测算, 潭拓投资此次参与潭柘寺镇整体开发项目土地流转所需资金不超过 3.2 亿元。该工作有望为公司未来参与潭柘寺镇的镇域开发打下良好的基础。

**表 16: 公司潭柘寺项目土地流转协议**

土地流转范围	潭柘寺镇中心区约 2,909 亩 (194 万平)
流转期限	截止 2010 年底之前, 流转期限剩余 18 年
流转方式	转让
流转用途	农业生产经营, 并不得改变土地用途
资金需求	整体开发项目土地流转所需资金不超过 3.2 亿元。

数据来源: 公司公告

2012 年 3 月底, 潭拓投资参与北京市门头沟区潭柘寺镇阳坡园项目、定都峰项目等旅游产业项目以及其他已流转土地的农业、林业产业经营项目的开发 (已流转 2150 亩), 预计单个项目投资不超过 2 亿元, 投资总额不超过 5 亿元。投资期限预计从 2012 年 3 月至 2014 年底。公司在区域开发成熟前开展旅游资源的产业开发, 不仅可以有效控制资源, 增加项目盈利, 而且可以为公司未来在土地二级市场的拿地竞争增加必要的经济基础。

2012 年 12 月 7 日, 潭拓投资与北京市门头沟区潭柘寺镇人民政府签订《门头沟区潭柘寺镇中心区土地一级开发项目非住宅补偿协议》, 北京市门头沟区潭柘寺镇人民政府征收潭拓投资在征收范围内北京市门头沟区潭柘镇鲁家滩村所有的房屋及附属物, 去年底收到征收补偿款 1228 万。今年中期公司应收门头沟区潭柘寺镇人民政府 1.27 亿。

目前公司设立了潭柘寺小城镇综合开发事业部, 其和以轨道上盖物业开发为主的轨

道物业事业部两个平台为公司核心业务。



## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年11月06日)

利润表					财务指标						
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1,518.6</b>	<b>1,122.2</b>	<b>575.4</b>	<b>1,277.7</b>	<b>14,135.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	845.1	600.2	460.9	780.4	7,248.9	营业收入增长率	3.9%	-26.1%	-48.7%	122.1%	1,006.3
营业税费	276.4	98.1	31.6	83.1	1,456.0	营业利润增长率	-53.4%	-19.7%	-101.6%	-5,777.4	2,527.9
销售费用	41.6	34.8	18.4	38.5	810.0	净利润增长率	-55.8%	-27.3%	-93.3%	1,545.3	1,090.2
管理费用	101.6	107.5	41.6	100.1	1,160.9	EBITDA 增长率	-30.2%	33.2%	-43.3%	70.2%	825.3%
财务费用	92.0	210.8	172.9	224.7	292.1	EBIT 增长率	-34.9%	34.0%	-50.0%	102.2%	901.8%
资产减值损失	0.7	2.1	1.3	1.4	1.6	NOPLAT 增长率	-58.1%	4.8%	1.8%	94.0%	871.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	112.8%	16.4%	126.0%	-11.1%	849.8%
投资和汇兑收益	1.5	62.1	149.3	70.9	-	净资产增长率	15.8%	-4.0%	1.8%	2.1%	75.5%
<b>营业利润</b>	<b>162.7</b>	<b>130.7</b>	<b>-2.1</b>	<b>120.5</b>	<b>3,166.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	15.9	17.0	11.8	14.9	14.6	毛利率	44.4%	46.5%	19.9%	38.9%	48.7%
<b>利润总额</b>	<b>178.6</b>	<b>147.7</b>	<b>9.6</b>	<b>135.4</b>	<b>3,181.0</b>	营业利润率	10.7%	11.6%	-0.4%	9.4%	22.4%
减:所得税	94.5	93.3	2.4	37.9	961.6	净利润率	7.8%	7.7%	1.0%	7.4%	8.0%
<b>净利润</b>	<b>118.9</b>	<b>86.5</b>	<b>5.8</b>	<b>95.1</b>	<b>1,131.9</b>	EBITDA/营业收入	19.1%	34.5%	38.2%	29.3%	24.5%
						EBIT/营业收入	16.8%	30.4%	29.7%	27.0%	24.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	18	23	26	1	0
货币资金	553.7	467.8	46.0	102.2	1,130.9	流动营业资本周转天数	1,192	2,401	8,490	5,057	2,299
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	2,228	4,015	11,032	6,382	3,389
应收账款	381.5	1,386.4	247.8	1,027.1	15,155.5	应收账款周转天数	100	284	511	180	206
应收票据	-	-	0.4	0.2	5.5	存货周转天数	1,661	3,213	9,623	5,870	3,077
预付帐款	174.6	117.3	277.5	387.6	4,915.9	总资产周转天数	2,620	4,580	12,057	6,818	3,428
存货	9,990.7	10,038.1	20,721.9	20,943.8	220,686.0	投资资本周转天数	1,286	2,562	8,762	5,168	2,308
其他流动资产	641.9	1,279.8	679.2	867.0	942.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	36.9	12.3	16.4	ROE	3.4%	2.3%	0.3%	4.0%	51.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	0.4%	0.0%	0.4%	0.9%
长期股权投资	455.9	375.5	375.5	375.5	375.5	ROIC	3.5%	1.7%	1.5%	1.3%	14.0%
投资性房地产	1,103.0	846.9	846.9	846.9	846.9	<b>费用率</b>					
固定资产	75.5	65.7	17.8	-9.8	-9.8	销售费用率	2.7%	3.1%	3.2%	3.0%	5.7%
在建工程	-	3.0	3.0	3.0	3.0	管理费用率	6.7%	9.6%	7.2%	7.8%	8.2%
无形资产	6.0	5.7	4.6	3.6	2.5	财务费用率	6.1%	18.8%	30.0%	17.6%	2.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	15.5%	31.5%	40.5%	28.4%	16.0%
<b>资产总额</b>	<b>13,564.3</b>	<b>14,992.0</b>	<b>23,547.7</b>	<b>24,846.9</b>	<b>244,392.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,269.0	1,593.5	6,270.6	7,077.7	7,560.7	资产负债率	81.9%	84.3%	89.8%	90.1%	98.2%
应付帐款	3,903.5	3,453.2	1,903.6	4,871.7	64,445.9	负债权益比	451.7%	535.4%	880.1%	913.4%	5,580.9
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.65	1.91	1.54	2.77
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.22	0.40	0.11	0.16	0.25
长期借款	3,238.7	4,567.5	9,641.0	7,197.4	152,497.7	利息保障倍数	2.77	1.62	0.99	1.54	11.84
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>11,105.8</b>	<b>12,632.5</b>	<b>21,145.1</b>	<b>22,395.0</b>	<b>240,090.8</b>	DPS(元)	-	0.07	-	0.03	0.50
少数股东权益	702.9	519.9	521.3	523.7	1,611.1	分红比率	0.0%	55.7%	18.6%	24.7%	33.0%
股本	740.8	740.8	740.8	740.8	740.8	股息收益率	0.0%	1.3%	0.0%	0.6%	10.3%
留存收益	1,014.9	1,098.9	1,140.5	1,187.5	1,950.1						
<b>股东权益</b>	<b>2,458.5</b>	<b>2,359.6</b>	<b>2,402.6</b>	<b>2,451.9</b>	<b>4,302.0</b>						

现金流量表					业绩和估值指标						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	84.2	54.4	5.8	95.1	1,131.9	EPS(元)	0.16	0.12	0.01	0.13	1.53
加:折旧和摊销	37.5	48.8	49.0	28.7	1.1	BVPS(元)	2.37	2.48	2.54	2.60	3.63
资产减值准备	0.7	2.1	-	-	-	PE(X)	30.5	41.9	626.7	38.1	3.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	2.0	1.9	1.9	1.3
财务费用	91.2	214.1	172.9	224.7	292.1	P/FCF	-3.1	53.5	-6.7	48.5	10.4
投资损失	-1.5	-62.1	-149.3	-70.9	-	P/S	2.4	3.2	6.3	2.8	0.3
少数股东损益	-34.8	-32.1	1.4	2.3	1,087.5	EV/EBITDA	31.3	27.2	96.3	50.7	47.7
营运资金的变动	-3,085.4	-1,282.5	-10,760.8	2,124.4	-146,780.1	CAGR(%)	5.0%	244.3%	-69.6%	5.0%	244.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-2,943.0</b>	<b>-727.9</b>	<b>-10,681.0</b>	<b>2,404.3</b>	<b>-144,267.5</b>	PEG	6.1	0.2	-9.0	7.6	-
投资活动产生现金流量	-450.7	-218.5	112.4	95.5	-4.1	ROIC/WACC	0.3	0.1	0.1	0.1	1.0
融资活动产生现金流量	2,351.2	828.5	10,146.9	-2,443.6	145,300.3	REP	4.8	9.6	9.8	11.5	1.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

万知、何益臻分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

