

给你拨云见日的未来

——京投银泰（600683）2015年半年报点评

2015年08月25日

强烈推荐/首次

京投银泰

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件:

报告期内,公司实现营业总收入 62,960.40 万元,同比增幅 431.83%,归属于上市公司股东净利润-11,928.40 万元,与上年同期相比亏损减少 1,979.55 万元。公司三项费用总计 15,725.01 万元,较上年同期增加 5,092.02 万元,增幅 47.89%;资产负债率 93.02%,同比小幅上升;公司资产总额 2,969,503.34 万元,较年初增加 3,459.30 万元,总体变动不大。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	402.55	40.82	77.57	94.16	3273.62	55.11	574.49
增长率(%)	-50.16%	-23.70%	-81.65%	-19.85%	713.22%	35.01%	640.61%
毛利率(%)	4.91%	22.59%	1.16%	8.56%	26.73%	18.45%	15.26%
期间费用率(%)	45.19%	121.17%	73.30%	72.04%	4.21%	138.50%	14.09%
营业利润率(%)	39.94%	-183.24%	-115.96%	-106.54%	17.73%	-131.10%	-3.49%
净利润(百万元)	121.64	-74.10	-85.61	-95.01	447.70	-69.76	-30.41
增长率(%)	-54%	-189%	-23%	54.11%	268.05%	-5.86%	-64.48%
每股盈利(季度,元)	0.186	-0.089	-0.098	-0.110	0.331	-0.090	-0.072
资产负债率(%)	90.58%	91.44%	92.09%	92.84%	92.68%	92.87%	93.02%
净资产收益率(%)	5.38%	-3.39%	-4.19%	-4.87%	20.62%	-3.32%	-1.47%
总资产收益率(%)	0.51%	-0.29%	-0.33%	-0.35%	1.51%	-0.24%	-0.10%

观点:

- **营业收入和净利润大幅降低。**报告期内,公司实现营业总收入6.30亿元,同比增长431.83%,归属于上市公司股东的净利润为亏损1.19亿元,同比减少14.23%,实现每股收益-0.16元/股,同比减少15.79%。报告期内销售费用增长34.61%,同时财务费用增长99.34%,尽管房地产业务营收同比大幅增长,但仍不能抵消期间费用和营业成本的大幅上升,报告期内营业利润仍然为负。

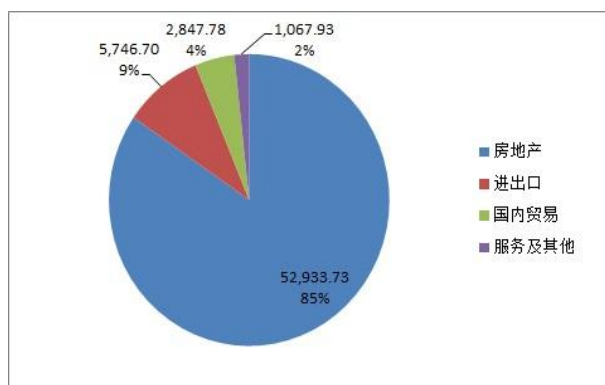
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
净利润	-1.19	-1.39	14.23%	营业成本和期间费用增幅较大
营业收入	6.30	1.18	431.83%	地产业务增长 3437.99%
资产负债率 (%)	93.02%	92.09%	1.01%	长短期借款占比较大
费用比率 (%)	24.98%	89.82%	-72.19%	销售增长 34.61% 和财务费用上涨近 1 倍
加权 ROE (%)	-6.60	-7.79	-15.27%	亏损额降低
总资产	296.95	296.60	0.12%	报告期内资产总额变动不大
货币资金	13.88	22.64	-38.69%	
预收账款	77.94	56.27	38.51%	销售项目增多
一年内到期非流动负债	100.49	103.69	-3.09%	非流动负债小幅增长
经营活动净现金流	12.3	1.84	568.48%	
稀释 EPS	-0.16	-0.19	-15.79%	亏损额降低

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **地产业务未来有巨大发展空间。**报告期内公司房地产业务实现收入5.29亿元, 较上年同共用增加5.14亿元, 增幅3437.99%, 主要是受前期可结转项目基数较小的原因影响。自2014年公司多个项目陆续入市, 今年全年的可结转收入也将大幅提升。公司近几年房地产业务的营收波动幅度较大, 很大程度上受地铁上盖物业的施工难度较大影响, 公司对项目进程控制难度系数较大, 但公司经历这几年的经验积累, 未来能够更有效的应对项目进程不确定性的概率较大。

图 1: 各业务营业收入额及占比 单位 (万元, %)


资料来源: 公司 2015 年半年报, 东兴证券研究所

图 2: 近 5 年房地产业务营收及同比增速 单位 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

本期资产总额中存货期末余额为242.57亿元, 占资产总额的81.69%, 表明公司目前在售和未售项目的占比较高。其中, 北京地区存货占比高达230.06亿元, 占存货总额的94.84%, 主要为轨道物业项目和潭柘寺C地块项目, 公司的资产质量堪称优秀。随着公司目前房地产业务规模不断扩大和能够对项目开发速度

进行更好掌控, 各项目已经开始形成持续稳定的现金流, 尤其是考虑到当前北京市场的快速回暖已经连续了三个季度, 且市场有继续回温的空间, 未来可期销售回款完全覆盖各项债务并形成合理利润。因此, 我们认为公司2015年经营计划中预计实现营收72.78亿元实现是大概率事件。

表 2: 公司在售未售项目列表

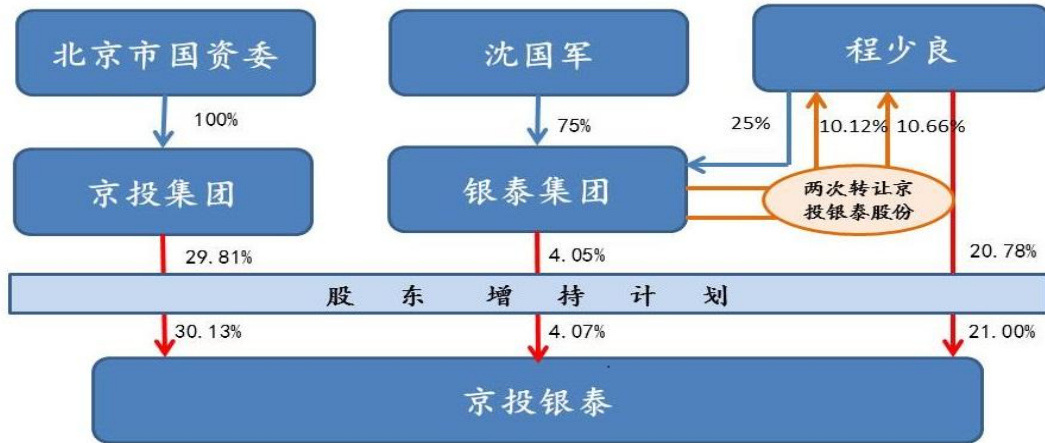
城市	项目总期	物业类型	销售状态	权益	规划建筑 面积(万 m ²)	报价	楼面价 (元/m ²)	累计销售面 积(万 m ²)
北京	金城公园	普通住宅	在售	51%	5.51	24000 元/m ²	5583.79	2.1553
北京	西华府	普通住宅	在售	50%	70	43000 元/m ²	5326.06	9.1382
北京	新里程	普通住宅	在售	80%	14.6	23451 元/m ²	6312.24	11.2915
北京	公园悦府	普通住宅	在售	51%	62.17	30000 元/m ²	9102.34	8.1893
北京	玲珑阁	普通住宅	在售	51%	3.6	52000 元/m ²	--	6.7763
北京	琨御府	普通住宅	在售	51%	14.94	105000 元/m ²	14095.18	
长沙	长沙地球村	普通住宅	在售	100%	--	--	--	
宁波	慈溪富丽湾	普通住宅	未售	100%	--	--	--	
宁波	东钱湖国际会议 中心	办公	未售	45%	--	--	--	
宁波	华联恒泰大厦	办公	未售	100%	--	--	--	
宁波	银泰广场	普通住宅	未售	100%	--	--	--	
无锡	悦湖花园	别墅	在售	--	46.7	8300 元/m ²	--	1.5417
鄂尔多斯	泰悦府	别墅	在售	49%	17	14500 元/m ²	--	

资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

➤ **管理层凝聚力和执行力增强。**2009年京投集团购入定增股票成为第一大股东, 持股比例29.81%, 第二大股东银泰集团持股比例24.83%。在入股初期, 两大股东对于公司的未来都怀有美好的初衷, 期望能够发挥各自在区域内的竞争优势。理想很丰满, 现实很骨感。7年间, 两大股东对公司经营管理方式意见不尽相同, 甚至对公司战略层面的观点也存在很大分歧, 可以说两者并没有因为磨合而达成默契, 直接导致前几年公司发展缓慢。

2015年上半年, 公司的股权结构发生了巨大变化。原第二大股东银泰集团于2月25日和3月8日将所持20.78%的公司股份分两次转让给时任公司副董事长和总裁程少良, 并先后于3月31日和4月9日实现交割。银泰股份目前仅持有公司4.05%的股份。7月8日程少良辞去公司副董事长、总裁职务, 不再担任公司任何职务, 未来也仅以财务投资者的身份行使股东权利。

图 3:京投银泰股权结构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

这一系列的股权结构和管理层变动结束了长达7年的两大股东对管理权的争夺, 再加公司7月发布了回购公告, 回购限额约占公司总股本的1%, 京投集团和程少良的持股比例将增加至**30.13%**和**21.00%**, 股权结构将进一步向京投集团倾斜。随着京投集团对于公司经营管理影响力度的增加, 我们认为公司将受益于股权结构更清晰、管理层权力更集中影响, 同时未来有望受益于公司控股股东京投集团在北京的区域资源优势, 未来发展将进入加速阶段。

- **再融资进一步降低资金成本。**2015年6月末公司融资余额为184.19亿元, 加权平均年化利率为9.31%, 房地产项目利息资本化率仅为9.48%, 从而给公司的财务成本控制带来巨大压力。7月公司发行了7.79亿元公司债, 年利率为4.8%, 虽然数额不大, 但是已经反映出公司关注资金成本的意图, 在当前市场环境较为宽松的背景下, 企业通过中票、定增等方式再融资来降低成本, 同时加快存货周转率这两种方式将会有利于公司资产负债率的有效降低。

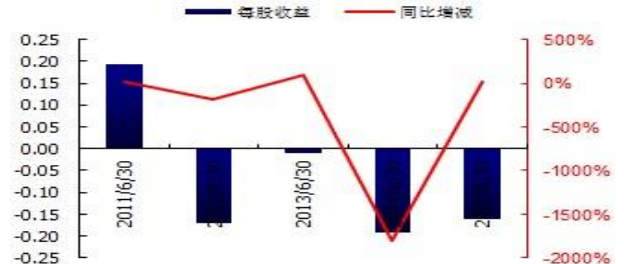
单击此处输入文字。

图 4: 营业收入情况



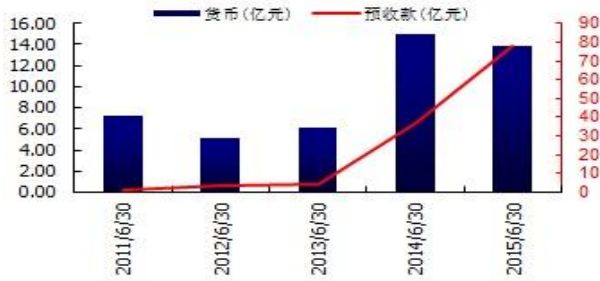
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 每股收益情况



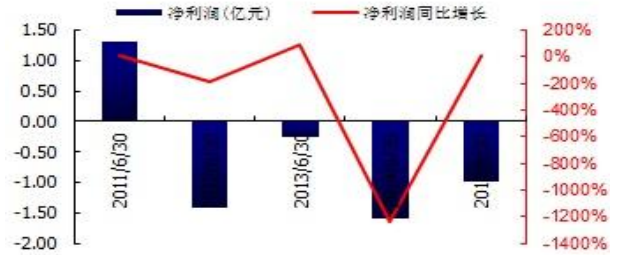
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 货币和预收款情况



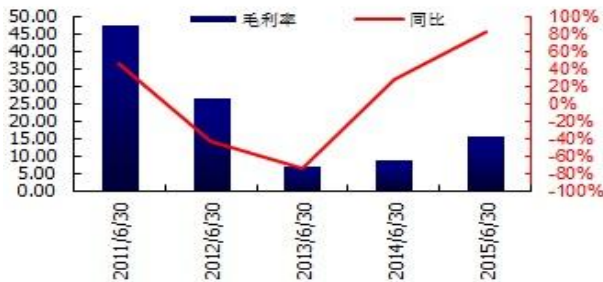
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 净利润情况



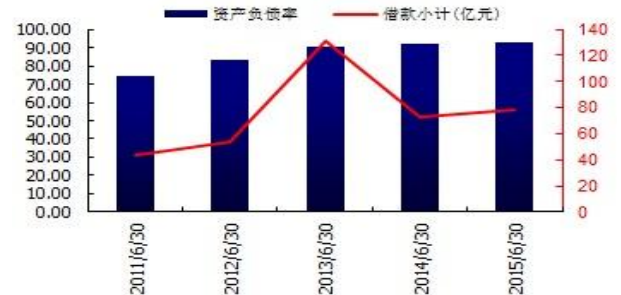
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 销售毛利率情况



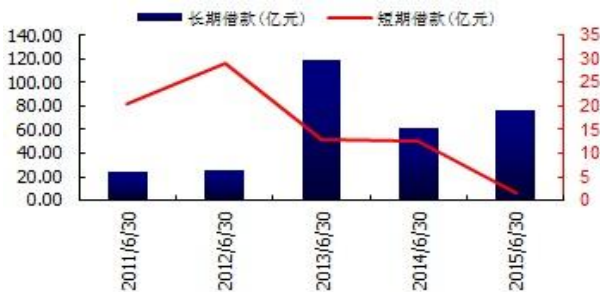
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 资产负债率情况



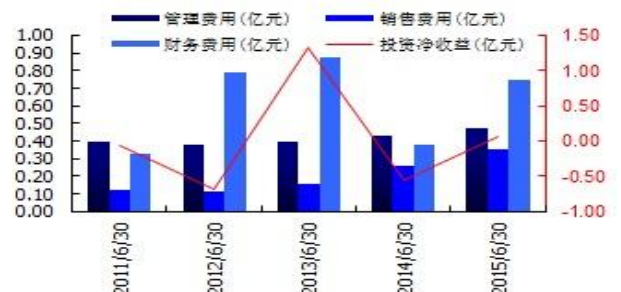
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 12: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

受益于股权结构的明晰和管理权的集中, 公司与控股股东京投集团的业务可能实现良性互动, 即依托于京投集团的土地资源一二级开发业务, 公司在获取土地和地铁上盖物业开发技术上具有巨大的比较优势, 同时考虑到, 北京及京津冀区域轨道交通发展存在的巨大空间, 京投集团承建的大量项目能够为公司带来大量资源, 预期未来公司房地产开发业务增速将保持高速增长的势头。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 72.78 亿元、100.90 亿元和 133.19 亿元, 每股收益分别为 0.58 元、0.87 元和 1.17 元, 对应 PE 分别为 10.76、7.21 和 5.37, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	22848	28022	23315	35087	48994	营业收入	996	3486	7278	10090	13319
货币资金	1131	2264	8489	5213	9222	营业成本	929	2593	5095	7063	9324
应收账款	25	39	40	83	109	营业税金及附加	66	304	560	757	959
其他应收款	1738	1218	1700	3524	4652	营业费用	56	112	153	212	280
预付款项	130	252	661	1508	2627	管理费用	117	124	224	311	410
存货	18778	23110	11202	23222	30653	财务费用	205	76	410	628	931
其他流动资产	1046	1140	1223	1537	1730	资产减值损失	54.72	97.33	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1162	1639	1149	1281	1353	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	403	185	185	185	185	投资净收益	507.45	135.43	0.00	0.00	0.00
固定资产	55.44	55.44	321.66	453.87	527.09	营业利润	77	316	836	1120	1416
无形资产	5	5	4	4	3	营业外收入	31.97	9.34	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	384	746	0	0	0	营业外支出	0.63	1.87	33.00	33.00	33.00
资产总计	24010	29660	24464	36368	50347	利润总额	108	323	858	1142	1438
流动负债合计	9343	19919	9426	13419	17445	所得税	75	130	214	286	359
短期借款	505	961	0	0	0	净利润	33	193	643	857	1078
应付账款	153	1184	1456	3019	3985	少数股东损益	-42	168	210	210	210
预收款项	2152	5627	6698	8918	11848	归属母公司净利润	75	25	433	647	868
一年内到期的非流	3957	10369	0	0	0	EBITDA	318	414	1290	1816	2424
非流动负债合计	12405	7570	12534	19664	28664	BPS (元)	0.10	0.03	0.58	0.87	1.17
长期借款	12402	7527	12527	19527	28527	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	21748	27489	21960	33082	46109	成长能力					
少数股东权益	396	303	513	723	933	营业收入增长	-11.22%	249.92%	108.77%	38.64%	32.00%
实收资本(或股本)	741	741	741	741	741	营业利润增长	-41.23%	310.92%	164.83%	34.05%	26.38%
资本公积	328	328	328	328	328	归属于母公司净利润	1622.66%	49.27%	1622.66%	49.27%	34.28%
未分配利润	692	694	771	1129	1596	获利能力					
归属母公司股东权益	1866	1868	1991	2562	3305	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	24010	29660	24464	36368	50347	净利率(%)	3.30%	5.54%	8.84%	8.49%	8.09%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.31%	0.31%	0.08%	1.66%	1.74%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	3.99%	1.35%	19.33%	23.12%	24.50%
经营活动现金流	-8299	184	12643	-9378	-3783	偿债能力					
净利润	33	193	353	874	1074	资产负债率(%)	91%	93%	89%	91%	91%
折旧摊销	36.27	22.86	0.00	68.26	77.26	流动比率		1.41	2.31		
财务费用	205	76	385	605	937	速动比率		0.25	0.76		
应收账款减少	0	0	-1	-43	-27	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1071	2220	2930	总资产周转率	0.05	0.13	0.26	0.32	0.30
投资活动现金流	1522	984	436	-200	-150	应收账款周转率	43	109	147	141	138
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.54	5.21	4.33	3.88	3.80
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	507	135	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.03	0.58	0.87	1.17
筹资活动现金流	7447	-30	-6853	6302	7942	每股净现金流(最新)	0.90	1.53	1.44	3.30	5.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.52	2.52	3.02	3.78	4.78
长期借款增加	0	0	5000	7000	9000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	62.90	209.67	10.76	7.21	5.37
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.50	2.49	2.08	1.67	1.31
现金净增加额	670	1137	6225	-3276	4009	EV/EBITDA	64.14	51.28	10.74	10.14	9.65

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年 6 月加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。