

积水成渊 积土成山

——京投银泰（600683）2015年三季度报点评

2015年10月27日

强烈推荐/维持

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 |
| 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21.88亿元,同比增幅929.23%,归属于上市公司股东净利润-1.29亿元,与上年同期相比亏损减少0.91亿元,归属于上市公司股东的扣非后净利润为-1.83亿元;资产负债率93.18%,同比小幅上升;公司资产总额304.35亿元,较年初增长2.61个百分点;经营活动产生的现金流量38.1亿元,同比增长71.35%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2014Q1 | 2014Q2 | 2014Q3 | 2014Q4 | 2015Q1 | 2015Q2 | 2015Q3 |
|------------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 40.82 | 77.57 | 94.16 | 3273.62 | 55.11 | 574.49 | 1558.01 |
| 增长率(%) | -23.70% | -81.65% | -19.85% | 713.23% | 35.02% | 640.64% | 1554.59% |
| 毛利率(%) | 22.59% | 1.16% | 8.57% | 26.73% | 18.47% | 15.26% | 14.78% |
| 期间费用率(%) | 121.18% | 73.31% | 72.03% | 4.21% | 138.49% | 14.09% | 5.48% |
| 营业利润率(%) | -183.24% | -115.96% | -106.54% | 17.73% | -131.09% | -3.49% | 1.55% |
| 净利润(百万元) | -74.10 | -85.61 | -95.01 | 447.70 | -69.76 | -30.41 | 5.42 |
| 增长率(%) | -188.84% | -22.52% | 54.13% | 268.05% | -05.85% | -64.48% | -105.71% |
| 每股盈利(季度,元) | -0.09 | -0.10 | -0.11 | 0.33 | -0.09 | -0.07 | -0.01 |
| 资产负债率(%) | 91.44% | 92.09% | 92.84% | 92.68% | 92.87% | 93.02% | 93.18% |
| 净资产收益率(%) | -3.39% | -4.19% | -4.87% | 20.62% | -3.32% | -1.47% | 0.26% |
| 总资产收益率(%) | -0.29% | -0.33% | -0.35% | 1.51% | -0.24% | -0.10% | 0.02% |

观点:

- **营业收入和净利润同比均大幅增长。**报告期内,公司实现营业总收入15.58亿元,环比增长1554.64%,1-9月营业总收入21.88亿元,同比增幅929.23%,主要归因于公园悦府、新里程项目部分楼盘实现销售结转;归属于上市公司股东净利润-1.29亿元,与上年同期相比亏损减少0.91亿元,归属于上市公司股东的扣非后净利润为-1.83亿元;本期财务费用大幅增长,高达1.09亿元,同比增长90.14%,主要原因是公司出于谨慎性原则暂停了对鄂尔多斯项目贷款利息收入的确认,从而导致利息收入大幅降低,进而导致财务费用大涨。

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年三季度 | 2014年三季度 | 变动比率 | 原因分析 |
|------------|----------|----------|---------|------------------|
| 净利润 | -1.29 | -2.13 | -39.44% | 部分项目实现结转 |
| 营业收入 | 21.88 | 2.13 | 927.23% | 公园悦府、新里程项目销售结转 |
| 资产负债率 (%) | 93.18% | 92.84% | 0.34 | 公司债发行引致杠杆比率进一步上升 |
| 费用比率 (%) | 11.09% | 81.94% | 70.85 | 财务费用大幅增长 |
| 加权 ROE (%) | -7.41% | -12.62% | 5.21 | 亏损额降低 |
| 总资产 | 304.36 | 272.19 | 11.82% | 报告期内资产大幅增长 |
| 货币资金 | 23.65 | 17.84 | 32.57% | 公司发行 7.79 亿元债券 |
| 预收账款 | 97.10 | 59.08 | 64.35% | 预售房款大幅增加 |
| 一年内到期非流动负债 | 82.09 | 100.77 | -18.54% | 非流动负债正常到期 |
| 经营活动净现金流 | 64.15 | 40.78 | 57.31% | 项目预售收入增加 |
| 稀释 EPS | -0.17 | -0.30 | -43.33% | 亏损额降低 |

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 公司回归北京、专注轨道上盖的战略已阶段性落实。**从目前公司在售、未售项目分布及估值情况来看, 北京项目总建筑面积 171 万平方米, 均价 41619 元/㎡, 高达 711.68 亿元的总可售额确保北京成为公司项目布局的核心区域, 也是对公司“以北京为中心, 以轨道交通为依托”战略的落实。

表 2: 公司在售、未售项目分布及估值

| 城市 | 项目总建筑面积 | | 平均价格(元/㎡) | 项目估值(亿元) |
|-------|---------|------|-----------|----------|
| | 项目总期(个) | (万㎡) | | |
| 全部 | 15 | 450 | 33018 | 946.14 |
| 一线城市 | 7 | 171 | 41619 | 711.68 |
| 北京 | 7 | 171 | 41619 | - |
| 二线城市 | 7 | 262 | 8300 | 217.46 |
| 长沙 | 1 | 180 | - | - |
| 宁波 | 4 | 23 | - | - |
| 无锡 | 2 | 59 | 8300 | - |
| 三四线城市 | 1 | 17 | 14500 | - |
| 鄂尔多斯 | 1 | 17 | 10000 | 17 |

资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

公司目前实施的向北京全面回归的战略是基于自身实际情况做出的决策, 虽然北京市场竞争激烈, 向北京的回归意味着更高的土地成本和财务压力, 但是凭借专长于轨道交通上盖物业这一细分领域和控股股东的资源资金支持, 公司在北京市场完全具备了差异化的竞争优势。

- 主力项目进入结算期。**公司 2011 年 9 月拿到第一个轨道上盖项目西华府, 当年成立轨道物业研究院, 后陆续获得琨御府和公园悦府两个项目, 三个项目的毛利率接近或超过 40%。距公司开始涉足轨道上盖这一领域已经有 4 年时间, 点滴积累, 终于成就了在轨道物业开发这一细分领域的行业龙头地位, 开发的三个项目已经成为公司被誉为“亚洲轨道物业专家”的标志性项目。目前这三个上盖物业已经陆续有部分楼盘可以结算, 预期公司未来三年的盈利将保持高速增长。

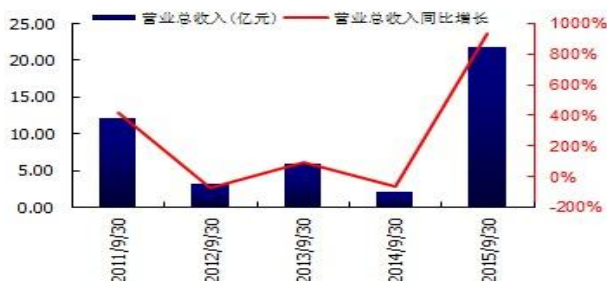
- **管理层更迭完成。**上半年中国银泰分两次将股权转让给程少良后，程少良已于7月8日辞去公司副董事长、总裁职务，不再担任公司任何职务，未来仅以财务投资者的身份行使股东权利。7月14日公司发布公告，历任银泰投资前期部项目经理、公司投资部高级经理、总经理、副总裁、时任执行总裁高一轩被任命为公司总裁，同时被选举为第九届董事会副董事长，新任总裁已经在公司工作长达9年时间，同期高管层也迎来了京投集团下派的新任副总裁田锋，有力的体现了控股股东对于公司管理权控制的强化。
- **管理层激励机制更健全。**公司9月24日发布针对高管层的《奖励基金实施管理办法》(试行)，详细规定了奖励基金计提的各类情况以及分配办法，预期将有效提升管理层的执行力和凝聚力，从而对公司的经营绩效产生显著的正向刺激作用。

表 3: 奖励基金实施条件

| 净资产收益率 | 奖励基金比例 | 备注 |
|-----------------|--------|---|
| <10% | 0 | |
| 10% = ROE | 600 万元 | 2010 年奖励基数为 600 万元，2011 年-2017 年年递增 10% |
| 10% ≤ ROE < 12% | 10% | 以 10% 至 12% 之间净利润部分为基数 |
| 12% ≤ ROE < 15% | 15% | 以 12% 至 15% 之间净利润部分为基数 |
| 15% ≤ ROE | 20% | 以超出 15% 净利润部分为计算基数 |

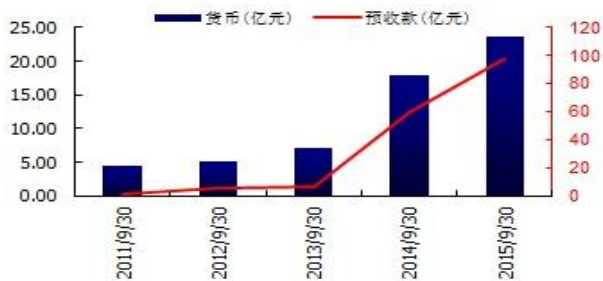
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 营业收入情况



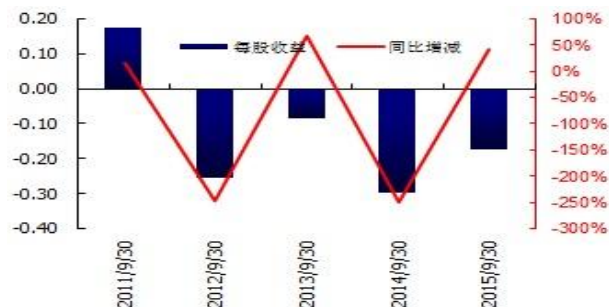
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 货币和预收款情况



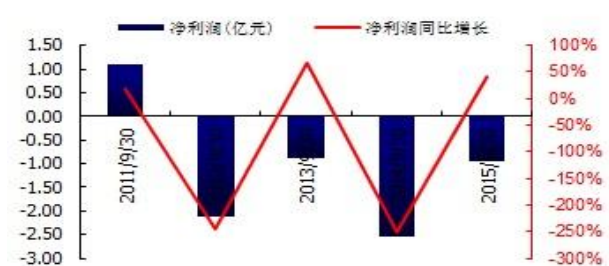
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 每股收益情况



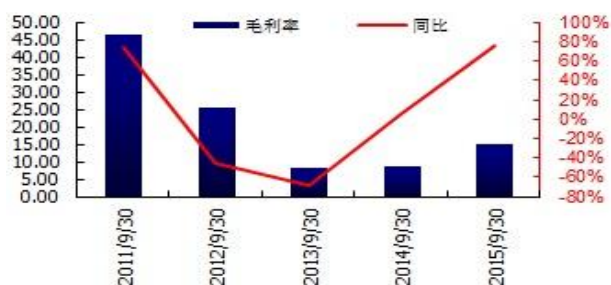
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 净利润情况



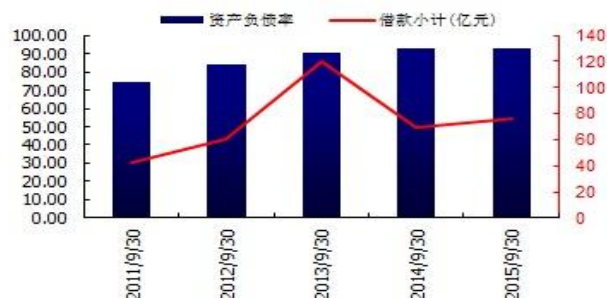
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 销售毛利率情况



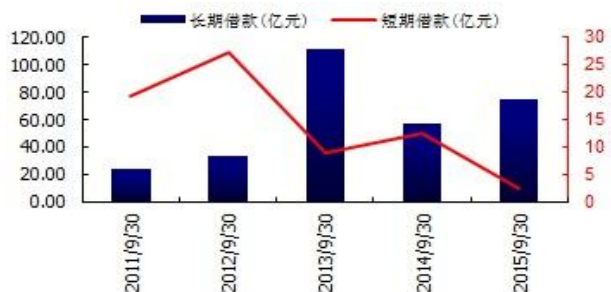
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 10: 资产负债率情况



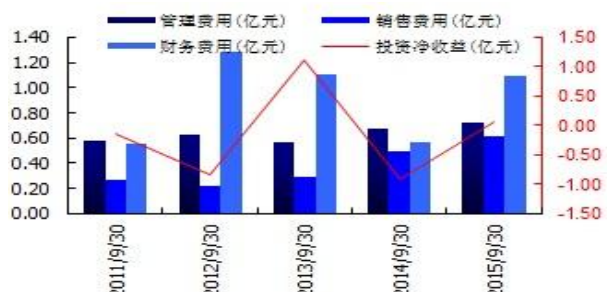
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

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:

凭借大股东京投集团的一级土地开发信息资源和轨道交通建设运营的先天优势,公司在轨道交通上盖物业的开发领域占领先机且具备核心竞争力。受益于京内外轨道交通建设规划,结合大股东京投集团公司大力支持和打造的信息和技术比较优势,公司将迎来轨道上盖物业快速发展的外部机遇。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 45.30 亿元、66.41 亿元和 93.38 亿元,每股收益分别为 0.37 元、0.57 元和 0.80 元,对应 PE 分别为 24.25、15.93 和 11.36,维持公司“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 | 39953 | 57502 | 82228 | 营业收入 | 996 | 3486 | 4530 | 6641 | 9338 |
| 货币资金 | 1131 | 2264 | 3624 | 5312 | 7471 | 营业成本 | 929 | 2593 | 2417 | 3497 | 5043 |
| 应收账款 | 25 | 39 | 62 | 91 | 128 | 营业税金及附加 | 66 | 304 | 453 | 664 | 934 |
| 其他应收款 | 1738 | 1218 | 1582 | 2319 | 3262 | 营业费用 | 56 | 112 | 226 | 332 | 467 |
| 预付款项 | 130 | 252 | 373 | 547 | 799 | 管理费用 | 117 | 124 | 317 | 465 | 654 |
| 存货 | 18778 | 23110 | 33109 | 47902 | 69077 | 财务费用 | 205 | 76 | 190 | 331 | 454 |
| 其他流动资产 | 1046 | 1140 | 1203 | 1330 | 1491 | 资产减值损失 | 54.72 | 97.33 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 非流动资产合计 | 1162 | 1639 | 876 | 869 | 862 | 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 | 48.86 | 42.27 | 35.69 | 营业利润 | 77 | 316 | 826 | 1252 | 1687 |
| 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 | 40829 | 58371 | 83090 | 利润总额 | 108 | 323 | 848 | 1274 | 1709 |
| 流动负债合计 | 9343 | 19919 | 25795 | 37717 | 56791 | 所得税 | 75 | 130 | 382 | 573 | 769 |
| 短期借款 | 505 | 961 | 13530 | 18349 | 27425 | 净利润 | 33 | 193 | 466 | 701 | 940 |
| 应付账款 | 153 | 1184 | 1033 | 1495 | 2155 | 少数股东损益 | -42 | 168 | 190 | 280 | 350 |
| 预收款项 | 2152 | 5627 | 10157 | 16798 | 26136 | 归属母公司净利润 | 75 | 25 | 276 | 421 | 590 |
| 一年内到期的非流动 | 3957 | 10369 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 318 | 414 | 1023 | 1590 | 2148 |
| 非流动负债合计 | 12405 | 7570 | 12534 | 17664 | 22664 | BPS (元) | 0.10 | 0.03 | 0.37 | 0.57 | 0.80 |
| 长期借款 | 12402 | 7527 | 12527 | 17527 | 22527 | 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 | 38329 | 55381 | 79455 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 396 | 303 | 493 | 773 | 1123 | 营业收入增长 | -11.22% | 249.92% | 29.94% | 46.59% | 40.63% |
| 实收资本(或股本) | 741 | 741 | 741 | 741 | 741 | 营业利润增长 | -41.23% | 310.92% | 161.84% | 51.57% | 34.75% |
| 资本公积 | 328 | 328 | 328 | 328 | 328 | 归属于母公司净利润增 | -13.84% | -66.26% | 999.49% | 52.20% | 40.24% |
| 未分配利润 | 692 | 694 | 744 | 819 | 925 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1866 | 1868 | 2006 | 2217 | 2512 | 毛利率(%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 负债和所有者权益 | 24010 | 29660 | 40829 | 58371 | 83090 | 净利率(%) | 3.30% | 5.54% | 10.30% | 10.55% | 10.07% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 0.31% | 0.08% | 0.68% | 0.72% | 0.71% |
| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | ROE(%) | 3.99% | 1.35% | 13.78% | 18.98% | 23.49% |
| 经营活动现金流 | -8299 | 184 | -6038 | -7490 | -11068 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 33 | 193 | 466 | 701 | 940 | 资产负债率(%) | 91% | 93% | 94% | 95% | 96% |
| 折旧摊销 | 36.27 | 22.86 | 0.00 | 7.06 | 7.06 | 流动比率 | 2.45 | 1.41 | 1.55 | 1.52 | 1.45 |
| 财务费用 | 205 | 76 | 190 | 331 | 454 | 速动比率 | 0.44 | 0.25 | 0.27 | 0.25 | 0.23 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -23 | -29 | -37 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 4530 | 6641 | 9338 | 总资产周转率 | 0.05 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| 投资活动现金流 | 1522 | 984 | 646 | -100 | -100 | 应收账款周转率 | 43 | 109 | 90 | 87 | 85 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 4.54 | 5.21 | 4.09 | 5.25 | 5.12 |
| 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 | 0.37 | 0.57 | 0.80 |
| 筹资活动现金流 | 7447 | -30 | 6753 | 9278 | 13327 | 每股净现金流(最新摊) | 0.90 | 1.53 | 1.84 | 2.28 | 2.91 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 2.52 | 2.52 | 2.71 | 2.99 | 3.39 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 5000 | 5000 | 5000 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 90.50 | 301.67 | 24.25 | 15.93 | 11.36 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.59 | 3.59 | 3.34 | 3.02 | 2.67 |
| 现金净增加额 | 670 | 1137 | 1360 | 1688 | 2158 | EV/EBITDA | 70.57 | 56.21 | 28.47 | 23.44 | 22.89 |

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”。

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。