

七年之痒后何去何从？

——京投银泰（600683）深度报告

2015年10月27日

强烈推荐/维持

京投银泰

深度报告

报告摘要：

- **公司业绩将迎爆发式增长。**公司项目基本位于市场供求关系最好的北京，依托大股东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。目前成功开发的上盖物业项目于2013年陆续入市，2013年和2014年签约销售金额的增速分别为144.2%和191.85%，预期2015年签约金额高达90亿元，近三年年均复合增长108.01%。
- **北京市及京津冀轨道交通的发展带来巨大市场空间。**预计至2020年北京轨道交通运营里程将达到1000公里左右，京津冀地区的轨道交通新增里程将超过2000公里。我们估算至2020年北京及京津冀轨道交通上盖面积总计约1000万平方米，其中京内约为600万平米，京外约400万平米。公司拥有较强的优势，有望取得500万平米的份额，储备将增2倍以上。
- **七年之痒后何去何从？**公司前两大股东京投集团和中国银泰原有持股比例非常接近，但对上市公司实质支持力度并不对称，这种治理结构不利于上市公司的长期发展，但在两大股东合作七年之后，中国银泰存在逐步退出的可能，目前中国银泰已将大部分股权转让给集团内的自然人，至少从税收上降低了未来的减持成本。我们认为中国银泰陆续减持、京投集团继续增持是实现多赢的最佳方式，公司如果形成一股独大的治理结构，将更利未来资本运作和业绩释放。
- **投资建议。**受益于京内外轨道交通建设规划，并随着公司股权结构发生的变局，结合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。公司NAV为10.75元，较当前股价折让21%；相对估值为17.10元。我们预计15-17年每股收益分别为0.37元、0.57元和0.80元，对应PE分别为22.78、14.96和10.67。给予公司3个月目标价15元，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**控股股东动作力度不够、项目工程进度慢于预期。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	996.27	3,486.17	4,529.94	6,640.56	9,338.32
增长率(%)	-11.22%	249.92%	29.94%	46.59%	40.63%
净利润(百万元)	74.53	25.14	276.47	420.77	590.11
增长率(%)	-13.84%	-66.26%	999.49%	52.20%	40.24%
净资产收益率(%)	3.99%	1.35%	13.78%	18.98%	23.49%
每股收益(元)	0.10	0.03	0.37	0.57	0.80
PE	85.00	283.33	22.78	14.96	10.67
PB	3.37	3.37	3.14	2.84	2.51

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

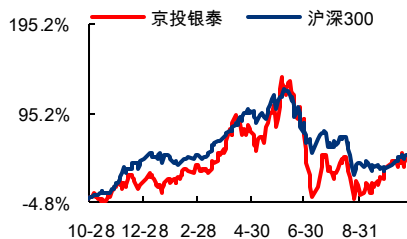
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52周股价区间(元)	9.05-6.05
总市值(亿元)	67.04
流通市值(亿元)	67.04
总股本/流通A股(万股)	74078/74078
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.67

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《京投银泰（600683）：积水成渊积土成山》2015-10-27
- 2、《京投银泰（600683）：给你拨云见日的未来》2015-08-26

目录

1. 业绩将迎爆发式增长	4
1.1 北京市及京津冀轨道交通发展提供巨大市场空间	5
1.2 高附加值项目保证盈利增长的可持续性	7
1.3 主要项目在京保证业绩增长持续性	10
2. 三角度打造核心竞争力	11
2.1 大股东资金资源支持	11
2.1.1 受益于与大股东业务优势互补	12
2.1.2 受益于控股股东资金大力支持	14
2.1.3 受益于轨道交通产业股权投资	14
2.2 管理层激励机制更健全	15
2.3 发展战略逐步落实	16
3. 七年之痒后何去何从？	16
3.1 京投集团和中国银泰 7 年合作或将终结	16
3.2 中国银泰内部的股权整合导致本次股权变动	18
3.3 当前的股权结构不利于公司的长远发展	19
3.4 双赢局面的实现之路	20
4. 盈利预测与估值	21
5. 投资评级	24

表格目录

表 1: 2015-2020 年北京市轨道交通规划及在建线路	5
表 2: 2020 年先期完成的城际铁路项目	7
表 3: 公司 3 个轨道上盖物业项目销售、盈利等情况（单位：亿元、元/㎡、万平方米）	8
表 4: 公司在售、未售项目分布及估值	10
表 5: 2014 年京投集团借款详细列表	14
表 6: 奖励基金实施条件	15
表 7: 主要持股股东持股比例变化	17
表 8: 公司营业收入预测表（单位：百万元）	21
表 9: 公司项目预计计算表（单位：万平方米）	22
表 10: 同类公司 PE 比较	23
表 11: 公司主要项目住宅估计货值	23
表 12: 公司 NAV 估值表	23
表 13: 公司盈利预测表	25

插图目录

图 1: 公司历年签约销售金额.....	4
图 2: 近 10 年总资产规模及增速.....	4
图 3: 公司未来 3 年净利润将大幅增长.....	5
图 4: 公司未来 3 年净资产收益率将显著提升.....	5
图 5: 2020 年前完城的城际铁路.....	6
图 6: 京津冀轨道交通互联互通图.....	7
图 7: 琨御府项目.....	9
图 8: 公园悦府项目.....	9
图 9: 西华府项目.....	10
图 10: 公司核心竞争力构成图.....	11
图 11: 京投集团股权结构.....	12
图 12: 京投集团近 5 年营业收入、净利润及资产增速.....	12
图 13: 公司与控股股东间的合作模式.....	13
图 14: 京投集团土地一级开发项目.....	13
图 15: 控股股东京投集团股权投资公司列表.....	15
图 16: 公司股权结构图.....	18
图 17: 中国银泰内部股权变动图.....	19
图 18: 两大股东的“双赢之路”.....	21

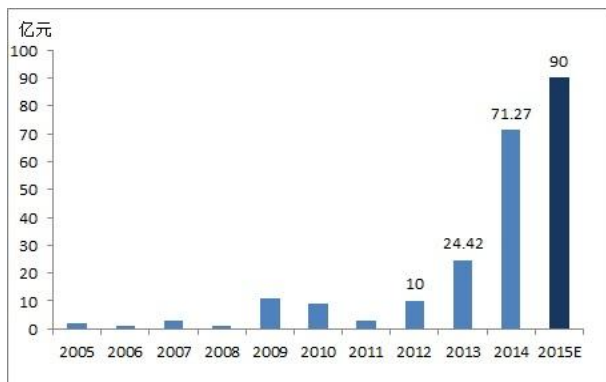
1. 业绩将迎爆发式增长

公司是以轨道上盖物业开发为特色的房地产开发经营集团。公司前身为宁波华联集团股份有限公司，2002年中国银泰（中国银泰投资有限公司）控股后变更为银泰控股股份有限公司，2009年京投集团（北京市基础设施建设有限公司）成为第一大股东后再次变更为京投银泰股份有限公司，目前京投集团持股比例为30.01%，实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会。

控股股东京投集团是北京市城市轨道交通建设的投资运营主体，承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资产管理、资本运营及相关资源开发管理等职能。凭借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，集中体现为公司于2011年成立了轨道物业研究技术研究中心并成功开发了三个上盖物业项目。

自2012年后，公司的房地产业务进入快速增长时期，随着主要项目于2013年陆续入市，2013年和2014年签约销售金额的增速分别为144.2%和191.85%，预期2015年签约金额高达90亿元，增速超过25%，年均复合增长108.01%，大额销售回款将有力缓解公司的运营资金压力；资产方面来看，自2009年以后，公司资产规模进入了迅速的扩张阶段，近5年的年均增速高达43.8%。

图 1：公司历年签约销售金额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：近 10 年总资产规模及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据当前项目进行估计，我们认为公司2015-2017年净利润总额分别为2.76亿元、4.21亿元和5.9亿元，净利润增速分别为999.49%、52.20%和40.24%，相应的同期EPS也快速增长为0.37元、0.57元和0.80元，净资产收益率于2010年后首破10%。总体来看，公司的盈利能力将得到巨大的提升。

图 3: 公司未来 3 年净利润将大幅增长


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司未来 3 年净资产收益率将显著提升


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.1 北京市及京津冀轨道交通发展提供巨大市场空间

依托于控股股东京投集团在轨道上盖物业开发的上游优势, 公司将显著受益于北京市及京津冀轨道交通发展, 同时, 凭借自身的技术优势和项目开发经验, 公司也可能在全国轨道交通发展的环境中挖掘更多机会。

目前北京城市轨道交通运营线路 18 条, 总里程约 527 公里, 据发改委相关人士披露, 预计至 2020 年北京轨道交通运营里程将达到 1000 公里左右, 即未来 5 年新增里程超过 470 公里, 增长近一倍。早年投入运营的多数线路车辆段基本不具备改造条件, 因此, 新增的运营里程将是探索“造地养铁”模式的主要力量, 依据新建线路上设 1-3 个车辆段、每个上盖物业建筑面积约为 50 万平方米进行估计, 具备建造轨道交通上盖物业可行性的车辆段约有 12 座, 总计新增建筑面积可达 600 万平米。

表 1: 2015-2020 年北京市轨道交通规划及在建线路

	车站 (座)	长度 (千米)	开通时间	车辆段	停车场
房山线北延	4	4.6	2015	-	-
机场线西延	1	2	2015	-	-
8 号线三期南延	3	4.2	2016	-	-
12 号线	20	29	2018	1	1
17 号线	21	50	2018	1	1
R3 号线	16	73.2	2017	-	-
3 号线	27	35.1	2019	1	1
9 号线二期	10	16.6	2020	-	-
11 号线	27	15.9	2020	1	1
平谷线	9	60.6	2020	1	1
R1 线	16	54.4	2023	1	1
R5(S6)	13	69.8	2023	-	-

资料来源: 《轨道交通 2020 年建设规划及社会化融资的建议》, 东兴证券研究所

另一方面，北京地铁将直通河北的消息已经得到北京市规划委确认，具体站点仍在研究当中。根据铁三院发布的《京津冀城际铁路网规划修编环境影响报告书》透露，京津冀三地将形成以北京、天津、石家庄为核心的“四纵四横一环线”网络布局，规划建设 24 条城际铁路，2020 年前完成首批 8 条线路建设，2050 年全部完成 24 条线路建设。据此规划，我们估计至 2020 年，京津冀地区的轨道交通新增里程将超过 2000 公里，三省市之间的轨道交通将进一步有机衔接，与轨道交通建设同步的沿线土地资源开发也为公司经营规模扩大带来了巨大的机遇，按每条线路仅开发一个上盖物业项目来推算，至 2020 年也将有至少 8 个开发项目，按每个项目 50 万建筑面积计算，近 5 年相应的可开发建筑面积约为 400 万平米。

图 5：2020 年前完成的城际铁路



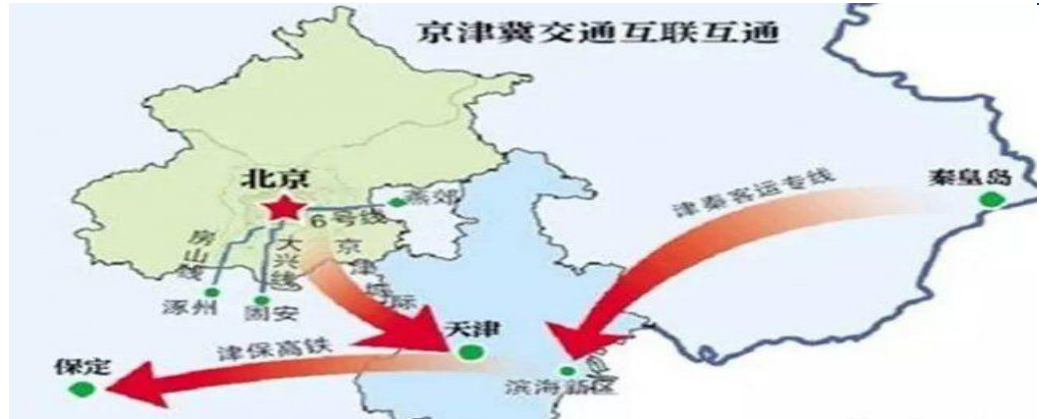
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

从目前规划的推进进度来看，2014 年 12 月 30 日，京津冀三地政府与铁路总公司在京投公司签署了《共同成立京津冀城际铁路投资公司合作协议》，京投公司作为京津冀城际铁路投资有限公司北京方出资人，与其他三方股东共同开展京津冀城际铁路相关工作。京投集团深入参与京津冀轨道交通建设将为公司未来可能获得的开发项目提供更好的支撑。

大股东深度参与北京及京津冀轨道交通建设过程，将使公司在轨道交通沿线的土地开发过程中享受比较优势，进一步为公司提供了更多的优质开发项目。根据我们估算，至 2020 年京津冀总计约 1000 万平方米，其中京内轨道交通地上盖面积约为 600 万平方米，京外约 400 万平方米，随着后期轨道网络密度的提升，可以预期 2020 年后仍将有巨大的市场空间。截止 2014 年底公司未结算面积 228.9 万平方米，假定公司仅获得一半的项目，也将有 500 万平方米的市场，是公司目前储备面积的 2 倍以上，将对公司的

持续获利能力产生巨大的拉动作用。

图 6:京津冀轨道交通互联互通图



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 2：2020 年先期完成的城际铁路项目

网络	项目
四纵	京石邯城际
	京霸衡城际
	津承沧城际
	环渤海城际
四横	京津塘城际
	京唐城际
	津保城际
一环	石沧黄城际
	环北京城际

资料来源：京投集团网站，东兴证券研究所

1.2 高附加值项目保证盈利增长的可持续性

公司是国内轨道交通上盖物业开发的先驱，在减震降噪、建造结构、新材料等技术实现了创新性突破。在开工周期、运营安全等方面实现了行业领先，被誉为亚洲领先的“第三代轨道物业”。随着北京市及周边地区轨道交通运营里程的增长和相应上盖物业的开发项目的增多，公司的上盖物业开发业务仍然面临巨大的市场空间，现有及后续高附加值的轨道交通上盖项目将极大保证公司盈利增长的可持续性。

截止 2014 年末，公司依托控股股东京投集团的一级开发和轨道运营优势，开发了“琨御府（6 号线慈寿寺站）”、“西华府（9 号线郭公庄站）”和“公园悦府（8 号线平西府站）”三个轨道上盖项目，分别实现 32.18 亿元、17.28 亿元和 14.45 亿元的签约金额，占 2014 年销售金额比例为 89.61%，毛利率均接近或超过 40%，随着三个项目部分楼盘今年年底竣工，预期可结算面积将大比例提升，预计公司今年的净利润可达到 2.76 亿元，增长超过 900%。

表 3: 公司 3 个轨道上盖物业项目销售、盈利等情况 (单位: 亿元、元/㎡、万平方米)

项目	分类	2014 年 销售金 额	楼面价	总体 毛利率	预期 毛利率	当前售价 或估价	剩余可售 面积
琨 御 府	住宅				65.02%	105000	7.6
	公寓				63.79%	65000	2.9
	商业				66.57%	60000	2
	还建办公	32.18	11728	59.38%	-321.90%	5150	5
	办公				63.79%	60000	8.9
	公租房				-109.10%	8000	2.2
	车库				26.36%	20000	4.2
公 园 悦 府	住宅				67.73%	32000	31.1
	商业				67.64%	35000	6.55
	公租房	17.28	9103	58.24%	-55.43%	6000	7
	车库				30.62%	12000	6.25
西 华 府	住宅				64.04%	50000	13.2
	商业				67.79%	50000	8.8
	公租房	14.45	5326	39.65%	-101.58%	6500	22.29
	车库				19.31%	15000	9.3

资料来源: 公司年报, CREIS, 东兴证券研究所

■ 琨御府项目

该项目位于北京市海淀区西三、四环之间, 蓝靛厂南路与玲珑路交汇处西北角 (地铁 6 号线与 10 号线换乘站慈寿寺站), 总用地面积 22.35 公顷, 建筑面积 39.5 万平方米, 2014 年入市, 当年实现签约金额 32.18 亿元。

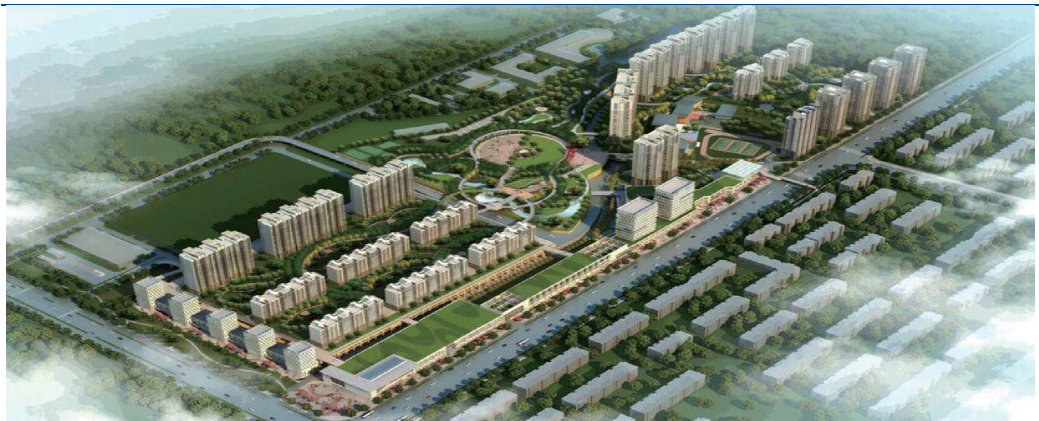
目前, 西区项目 1-9 号楼全部售罄, 建面约为 15 万平方米, 预计 2016 年底竣工, 按销售均价 66650 元/平方米和权益 51% 进行估算, 预期仅这一个项目贡献的营业收入总额将高达 51 亿元。今年 8 月, 东区项目开始销售, 18 号楼针对高端客户群体的精装修住宅, 户型为 156-205 平方米的三到五居, 总建面约 2.6 万平方米, 装修标准为 1.5 万/平方米, 售价 105000 元/平方米, 首日销售额 12 亿元; 19 号楼为公寓式住宅, 建面约 2 万平方米, 售价 60000 元/平方米; 配套商业物业建面约 5 万平方米。考虑到当前销售热度未减, 我们认为东区项目今年去化率至少达到 80%。东区项目预计 2018 年竣工, 预期将为公司带来至少 30 亿营业收入。

图 7:琨御府项目

资料来源: 京投集团网站, 东兴证券研究所

■ 公园悦府项目

该项目位于昌平区东小口镇, 位于地铁 8 号线平西府站上盖, 总用地面积约 30 公顷, 2014 年开盘销售, 当年实现认购额 18.41 亿元, 签约额 16.96 亿元。该项目拥有 6 万平方米综合风情商业街区, 约 5 万平方米主题公园, 搭配中小户型住宅。目前住宅销售方面, 1-6 号楼售罄, 建面约 7 万平方米, 7-9 号楼去化率也超过 90%, 建面约 8.5 万平方米, 预计于今年 11 月竣工; 8-1#-5#号楼预期于 11 月开盘销售。依据当前项目销售面积和单价进行估计, 预计这一项目 2015 年可贡献的营业收入约 55 亿元。

图 8:公园悦府项目

资料来源: 京投集团网站, 东兴证券研究所

■ 西华府项目

该项目位于丰台区西南四环与西南五环之间的郭公庄地区, 总用地面积 30.7 公顷, 建设用地面积 70 余万平方米, 2014 年实现签约额 12.54 亿元。目前项目住宅部分除 2 号楼以外全部售罄, 预计 2 号楼 10 月开盘销售。其中, 一期 7-10 号楼于 2013 年开盘销售, 已于 2014 年竣工交付, 二期 3-6 号楼也已经基本售罄, 将于 2017 年交房,

三期 1、2 号楼预计也将于 2017 年交房；该项目配有 10.8 万平方米的公建，包括写字楼、SHOPPING Mall、主题商场等，其中配套 2.3 万平方商业购物区，同期可比商业用房售价 50000 元/平方米，预期这一项目将分别为 2016、2017 年贡献 18 亿、50 亿元营业收入。

图 9:西华府项目



资料来源：京投集团网站，东兴证券研究所

1.3 主要项目在京保证业绩增长持续性

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/m²，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 4：公司在售、未售项目分布及估值

城市	项目总期(个)	项目总建筑面积		项目估值(亿元)
		(万 m ²)	平均价格(元/m ²)	
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，同时，公司在京项目多数与行业龙头企业合作开发，一定程度上降低了开发风险，也有利于公司学习行业龙头企业的项目管理和运营经验。因此，可

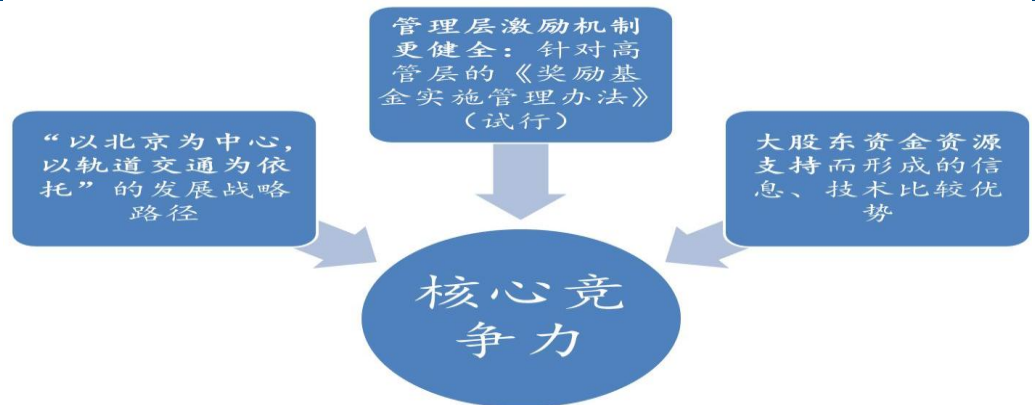
以说，公司项目主要布局于北京并不会导致公司盈利能力的降低，而是专注于细分领域、深挖细分市场的合理选择。

另外，公司在三四线城市鄂尔多斯仍然有一个项目——泰悦府，可以归类为“历史遗留问题”，截止 2014 年公司投入资金余额为 10.8 亿元，2014 年计提的减值准备 0.84 亿元，自 2015 年起暂停利息收入。我们在预测公司盈利情况时，已经充分估计减值准备计提的可能性，按照 2014 年标准计提减值准备，这一项目减值准备的计提使提前营业利润总额降低 9.2 个百分点，净利润总额降低 9 个百分点。虽然这一项目对公司盈利能力的影响不可谓不大，但是却并不能抵消北京项目的巨大成功，公司 2015 年预计营业利润总额仍然可能大幅增长至 8.48 亿元，净利润增长至 2.76 亿元。

2. 三角度打造核心竞争力

房企业绩分化和净利润率总体下滑趋势已经形成，如何在日益分化的市场和激烈的竞争中生存下来并保持盈利性，已经成为房企发展的关键问题。控股股东京投集团和公司从战略、管理和资源三大角度入手，积极强化自身比较优势，打造公司的核心竞争力。

图 10:公司核心竞争力构成图



资料来源：东兴证券研究所

2.1 大股东资金资源支持

公司控股股东京投集团是北京市国资委 100%持股的公司，是北京市城市轨道交通建设的投资运营主体，承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资产管理、资本运营及相关资源开发管理等职能，在北京市城市轨道交通行业处于垄断地位。

图 11:京投集团股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近 5 年，京投集团不论是营收总额还是总资产增速，都保持了双位数的快速增长，截至 2014 年底，公司实收资本 832 亿元，净资产 1255 亿元，总资产 3806 亿元，累计实现净利润 66 亿元。

图 12:京投集团近 5 年营业收入、净利润及资产增速



资料来源：京投集团公告，东兴证券研究所

作为北京轨道交通资金的投融资主体，为保障地铁建设资金来源，集团提出“一体两翼”战略，通过轨道交通“沿线资源开发”和轨道交通产业“股权投资”两大业务实现对轨道交通“建设投融资”主业的支持。

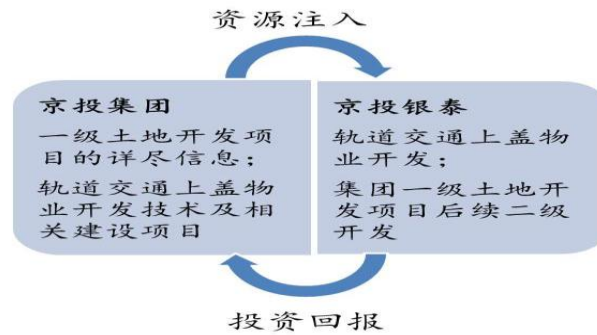
同时值得重点关注的是，作为特殊功能类企业代表，京投集团被列为北京市国企改革的先行企业，在深化董事会改革方面先行先试，已经确立了外部董事人数多于内部董事人数的架构，进一步健全公司法人治理结构，预期这一举措将显著提升集团的经营管理效率，并对下属或控股公司的日常运营产生正向的影响，即预期公司将受益于集团公司管理效率和资源整合能力的提升。

2.1.1 受益于与大股东业务优势互补

公司将显著受益于京投集团构建的“一体两翼”发展战略中的重要一“翼”——土地资源开发板块。依托于京投集团的轨道交通沿线土地的一级开发业务，公司不仅在土

地二级开发中具备信息比较优势，还在上盖物业开发的过程中具备技术优势，甚至深度参与到一级开发项目中，这种信息和技术优势一定程度上实现了对相应地块的排他性控制，另一方面也通过优越的地理位置打开了物业的溢价空间。同时，公司作为控股股东京投集团惟一的 A 股上市平台，市场对集团层面的多种业务整合仍有较大预期，如果这一预期能够真正实现，将极大推动公司资产规模的快速扩张进程，真正实现“做大做强做优”的目标。

图 13:公司与控股股东间的合作模式



资料来源：东兴证券研究所

土地一级开发的信息优势。京投集团是北京大型一级土地开发商之一，2014 年完成一级开发面积 89.61 公顷，目前在施的密云檀营项目、大兴海户新村、平谷二号地三期等一级开发项目总面积 465 公顷。集团在进行一级开发的过程中掌握各项目的重要信息资源，尤其是对于项目土地成本和二级开发的难易程度有较为深刻的了解，甚至部分项目也有公司的深度参与，有利于公司通过这种信息优势实现项目筛选和联动开发的比较优势。

图 14:京投集团土地一级开发项目



资料来源：京投集团网站，东兴证券研究所

上盖物业开发的技术优势和资源优势。一方面，集团积极推动“轨道+土地”车辆段综合开发模式，公司作为集团下惟一的房地产开发平台必然承担这一重要使命，尤其是集团深度参与的部分项目已经形成了排他性的优势，这也就决定了公司受益于集团

一级开发项目而具备了天然的竞争优势；另一方面，鉴于轨道上盖物业开发不仅需要二级开发商具备较高的技术水平，解决物业的减震减噪问题，还需要其与地铁公司进行协调和沟通，将物业与地铁站进行联通，以真正实现轨道上盖项目的交通便利优势。

2.1.2 受益于控股股东资金大力支持

2010 年公司与控股股东京投集团签署了合作投资房地产开发项目的协议，约定了联合竞标、借款等条款，京投集团以委托贷款、往来借款等形式为公司提供借款，公司则专注于房地产开发项目的经营管理。

受益于京投集团的巨大筹资能力，公司的借款来源主要为京投集团，2014 年度支付给京投集团的利息占全部利息支出比率为 84.7%，这一数据集中体现了京投集团的借款主体地位，也直接反映了京投集团大力支持公司发展的态度。

2014 年公司加权平均融资成本年化利率为 9.62%，最低项目融资年化利率 9.17%，最高 10.32%，在 2014 年房企普遍资金紧张的情况下，公司的资产负债率高达 93.02%，剔除预收款后的资产负债率也高达 90.54%，公司能够以如此高杠杆稳健经营，大股东的资金支持“功不可没”。

表 5：2014 年京投集团借款详细列表

借款类别	金额（亿元）	利率
往来借款	5.01	10%
	102.97	10%
委托贷款	47.15	12%
	2.52	6.40%

数据来源：公司年报，东兴证券研究所

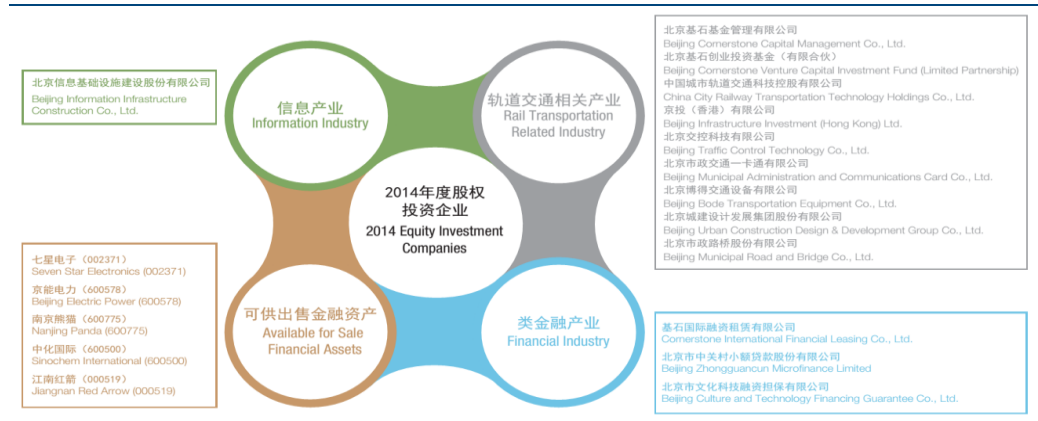
公司并不止步于稳定的股东借款来源，还通过市场化的融资方式进行筹次，7 月公司成功发行 7.8 亿元公司债，利率 4.8%，向市场释放了更加注重财务成本节约、精细化经营的信号，预期未来市场化融资方式占比将持续提升。

2.1.3 受益于轨道交通产业股权投资

作为集团“一体两翼”战略的另外一极——轨道交通产业股权投资积极有序的进行，2014 年集团新增股权投资 8.10 亿元，累计股权投资总额 29.47 亿元（以京投公司为出资主体），共管理 23 家参控股企业，包括 6 家全资及控股以司（含 1 家境外上市公司）、17 家参股公司（含 5 家境内上市公司，4 家境外上市公司），全年实现股权投资收益 1.88 亿元，可供出售金融资产收益 1.91 亿元，委贷及担保类收益 0.56 亿元。

从目前股权投资的公司来看，轨道交通相关产业的投资公司主要包括：京投香港、北京交控科技、北京市政交通一卡通有限公司、北京城建设计、北京市政路桥、北京基石基金等，集团通过对行业龙头和具备较高增长潜力的上市和非上市公司，以全资、控股或战略性投资等形式来实现产业投资布局，打造轨道交通全产业链股权投资格局。同时，集团还通过股权投资融汇信息产业、类金融产业和金融产业的资源，创造良好资源环境，形成资源融合发展的资产经营模式。

图 15: 控股股东京投集团股权投资公司列表



资料来源：京投集团网站，东兴证券研究所

集团公司在轨道交通交业的整体布局与公司的业务发展存在相辅相承的关系，全产业链的打造为公司提供全方位的资源支持，集团层面的资源整合能力将助力于公司业务的长远发展，反过来，公司的盈利能力也将服务于集团整体的经营策略。

2.2 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。

从激励覆盖面来看，囊括了所有核心管理人员。奖金基金的实施对象为公司的董事会成员、高级管理人员及公司部门总经理级员工，根据 2014 年年报披露，董事会成员及高级管理人员共 17 人，除去获得固定薪酬的独立董事 3 人和 2015 年离任 3 人外共 11 人，再加上公司部门总经理级员工约 9 人，总计约 20 人可能获得奖励。

从奖励基金总额来看，激励力度较大。基金以 2010 年作为基年，以 600 万作为奖励基数，2011-2017 年年均递增 10%，至 2015 年底基数已经高达 900 万，当加权净资产收益率达到 10% 时即可获得这笔奖金，但鉴于近几年公司的加权净资产收益率远低于 10%，目前并未实际计提。考虑到超过阈值 10% 后，基金设立了差额累进原则进行额外奖励，从而实现更大幅度的激励。假定 2015 年加权资产收益率达到最低值 10%，则人均奖励基金额度高达 45 万元，超过公司财务总监 49.2 万的年薪水平。

表 6：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

奖励基金充分考虑到可能出现的管理层经营短期行为、优秀人才的长效激励等问题，采用了延迟支付的机制，当期和后两个年度支付比例为 3: 1: 1，且如果后续年度净资产收益率达不到 10%，不仅当年不计提奖励基金，还要扣除部分延迟支付的奖励基金，从而避免管理层决策的短期性。

2.3 发展战略逐步落实

截止 2015 年 9 月，住房信贷进一步宽松，居民刚需和改善型需求得到全面释放，一线和部分二线城市销售热度持续攀升，布局于北京的房地产开发企业面临更加激烈的竞争，对企业的管理效率、产品品质等提出了更高要求。经过两年的调整，公司的项目布局进一步集中于北京和轨道上盖物业项目，调整优化资产结构，截止 2014 年底，公司轨道上盖物业未售项目货值超过 340 亿元，占北京货值的比例超过 60%，权益货值约 170 亿元。以控股股东的资金、资源和团队优势为依托，以公司内部轨道物业技术研发中心为核心，以北京和京津冀轨道交通建设为契机，公司有望抓住这一发展机遇，成为轨道上盖物业领域的行业龙头企业，从优化资产质量和提升资产规模两方面实现公司的长远发展。

总体来看，北京市政府对轨道交通在未来城市建设中的突出定位是京投集团稳定发展的根本保证，而根植于集团一级开发和轨道交通开发及运营基础上的上盖物业使公司在这一领域形成天然的竞争优势。集团作为北京市轨道交通投资建设的主体，公司在进行轨道上盖物业开发时的信息和沟通将实现“无缝对接”，有利于保障开发项目的施工进度和建筑质量，尤其是考虑到未来轨道上盖物业空间巨大，三个地铁上盖项目的成功运营无疑已经向市场证明，公司在轨道交通上盖物业这一细分领域已经占据了绝对先发优势，公司开发项目积累的技术和管理经验，将为其在未来所获得的轨道上盖物业项目添加重量级砝码。

因此，我们认为，随着股权结构的清晰京投集团对公司经营管理的影响力度增加，公司一方面将能更好地受益于控股股东京投集团在北京区域上资源优势等的支持，另一方面上市公司内部的管理层执行力和效率将会更强，同时未来有望受益于公司控股股东，公司未来的发展进入加速具备良好的条件。

3. 七年之痒后何去何从？

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降为 24.83%。京投集团入股初期，两大股东期望能够发挥各自在区域内的竞争优势，但随着公司战略中心重归北京并聚焦轨道物业开发，上市公司的发展更多依托于京投集团，银泰对公司的实质帮助有限，而两大股东过于接近的股权比例，可能会影响京投集团对上市公司的支持力度，但在 2015 年经历过一季度的股权变动，第二大股东更替为自然人为当前困局的破解提供了可能。

3.1 京投集团和中国银泰 7 年合作或将终结

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。

我们认为此次股权结构变动至少从税收的角度降低了股东未来减持的成本, 因为中国银泰作为公司法人, 如果减持上市公司股权, 需要依法缴纳企业所得税, 税率为 33%, 然后才能将这一部分收益在中国银泰的两大自然人股东之间再分配, 再分配过程中还需要缴纳个人所得税, 税率为 20%, 双重征税使这种方式非常不具有吸引力。

中国银泰将大部分非限售股协议转让给自然人程少良时只需要就成交额缴纳公司所得税和印花税, 程少良在接受股权时缴纳印花税, 当期印花税税率为 1‰。一方面, 此次股权转让中的标的资产是非限售股, 也就是说, 原则上不存在减持时间的限制, 但受限于 7 月 8 日证监会发布的[2015]18 号公告要求, 6 个月内持股 5% 以上的上市公司股东不得减持的规定, 在二级市场上进行减持看起来很“遥远”了, 但是仍然可能通过向部分机构投资者或自然人以协议转让的形式实现实质性“减持”, 此时转让股权需要缴纳个人所得税, 税率为 20%; 另一方面, 在资本市场稳定的前提下, 2016 年初开始, 程少良以自然人股东减持非限售股票时, 只需要缴纳印花税, 目前印花税仅为 0.5‰。

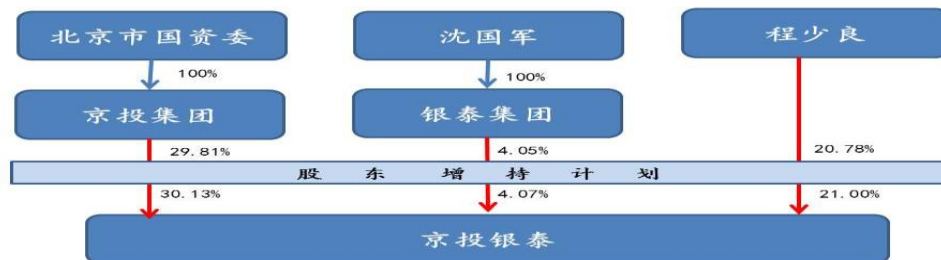
表 7: 主要持股股东持股比例变化

2015 年 9 月 21 日					
股东名称	方向	持股数量 (股)	持股数量变动 (股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)
北京市基础设施投资有限公司	增持	222,297,200	45,900	30.01	0.0062
程少良	减持	153,929,736	0	20.779	-0.001
2015 年 4 月 8 日					
股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动 (股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)
北京市基础设施投资有限公司	-	220,800,000	0	29.81	0
程少良	增持	153,929,736	78,929,736	20.779	10.659
2015 年 3 月 30 日					
股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动 (股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)
北京市基础设施投资有限公司	-	220,800,000	0	29.81	0
中国银泰投资有限公司	减持	108,929,736	-75,000,000	14.705	-10.125
程少良	新进	75,000,000		10.124	
2014 年报					
股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动 (股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)
北京市基础设施投资有限公司	-	220,800,000	0	29.81	0
中国银泰投资有限公司	-	183,929,736	0	24.83	0

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

为响应监管层稳定市场的号召，公司7月发布了回购公告，回购限额约占公司总股本的1%，不超过740万股，目前京投集团持股30.01%，程少良持股20.78%，股权结构已经呈现出进一步向京投集团倾斜的趋势。

图 16:公司股权结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

京投集团和中国银泰两大股东合作的7年间，公司战略从模糊的“成为国内具有可持续发展优势的一流的综合物业开发经营集团”战略转向清晰的“以北京为核心，以轨道交通为依托”战略，这一转变决定了公司项目主要来源为京投集团，也增强了京投集团在公司决策过程中的话语权，与之相对应的，中国银泰对于公司未来战略及具体业务的控制力和影响力都在不断减弱。我们认为，这种实质性的力量失衡必然导致京投集团对管理权产生更大的渴求，是公司股权结构产生变动的直接催化剂。

除了股权结构的重大变动外，管理层也进行了相应的调整。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，未来仅以财务投资者的身份行使股东权利，这也就表明，京投集团从集团层面对公司经营战略和业务调整遇到的阻力将会大大减轻。

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，对公司的业务发展和经营管理有非常深刻的理解，因此，这一变动并不会对公司的实际经营产生断层式的影响。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。

3.2 中国银泰内部的股权整合导致本次股权变动

2014年底，京投银泰第二股东中国银泰的两位最终自然人股东股权开启整合进程。

■ 股权整合进程之一

2014年12月，中国银泰将所持的银泰资源（000975）6617.99万股，即全部持有股份的25%转让给程少良，转让价约7.59元/股，为银泰资源股票市价的50%，转让完成后中国银泰仍然为第一大股东，但与第二、三大股东的持股比例已经非常接近，中

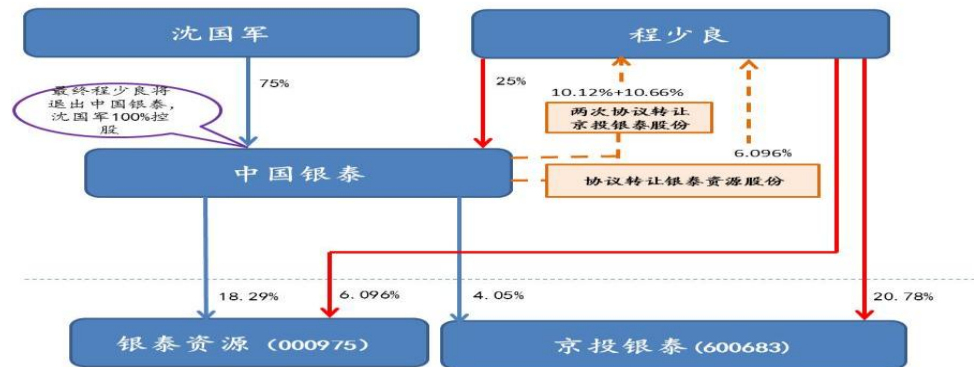
国银泰的控股地位被大大削弱。这一分拆股权的行为虽然对中国银泰对于上市公司的控制产生一定程度的负面影响，但仍然得以完成，足以显示出中国银泰两位股东股权整合的决心。同时，据中国银泰公布的权益变动书披露，中国银泰的两位最终自然人股东沈国军先生和程少良先生将逐步理清关系，最终程少良先生将退出中国银泰，从而程少良先生与中国银泰将不构成一致行动人。

■ 股权整合进程之二

与去年底的股权转让一脉相承，中国银泰在本年一季度将其持有的京投银泰上市公司15392.97万股转让给程少良，相应的，程少良成为京投银泰上市公司第二大股东、第一大自然人股东，持股比例20.78%，且持有的股份并无权利限制条款。中国银泰的这一动作主要受两方面因素影响：一方面，所持京投银泰股权的转让是中国银泰两大自然人股东的股权整合进程第二波；另一方面，近几年京投银泰的项目向北京倾斜，银泰系对于公司的经营缺乏有力控制。这次将京投银泰股权转让给程少良实现了中国银泰和程少良二者的共赢，自然人股东减持的限制较少，而同时其他公司的股权整合进程或可加速。

不得不说，此轮资本市场的行情为中国银泰股东的股权整合提供了良好的契机，两家上市公司的股权转让定价均是发生于股价相较于2014年年中上涨超过100%的情况下，银泰资源和公司股权转让定价均为协议转让时期市价的50%，截止10月28日收盘，使程少良得到11.52亿元账面浮盈。

图 17:中国银泰内部股权变动图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 当前的股权结构不利于公司的长远发展

从当前京投集团对公司的支持来看，目前北京销售主力项目均是借助于京投集团的优势获得，借款中超过3/4由京投集团提供，公司对于第一大股东的依赖程度非常高，即便第二股东仍然对公司有非常大的影响力，但已经无法对公司经营战略产生根本性影响。第二大股东虽然选择以财务投资者的身份存在，但这种存在已经不利于公司的长远发展，主要体现为如下三个方在：

■ 对公司日常经营或产生不利影响。当前的股权结构对公司日常经营管理的决策过

程产生最直接的影响。无论是第一大股东还是第二大股东都无法形成绝对优势的决策力量，而这一点有可能使公司在面临危机或机遇时无法做出正确的决策。虽然程少良选择了财务投资者的身份，但仍然不能忽视其巨大的影响力。

- **对公司通过资本市场定增等再融资行为形成掣肘。**今年资本市场的行情为上市公司再融资打开窗口，不少房企通过定增和公司债等方式筹集了大量资金。但公司却并未能够充分利用此次机会，仅发行了 7.8 亿元的公司债。一方面 2014 年公司资产负债率已然高达 92.68%，远高于行业的 74.58% 水平，财务杠杆比率提升空间非常小；另一方面，不能否认，在面对定增稀释股权的情况下，存在第二自然人股东程少良选择不支持定增方案的可能性。在积极布局北京项目的经营战略下，公司未来资金不能只通过京投集团的委托贷款和自有资金实现，定增依然势在必行，因此，从长远计，第二大股东的限制问题必须解决。
- **影响第一大股东对公司的资产注入动力。**当前是京投集团资产注入的战略窗口期，以国企改革为契机的资源整合符合京投集团和公司的利益，再加上本轮行情的资金助力，公司可能迎来资产规模做大、项目质量做优、竞争能力做强的机遇，错过这一窗口期，公司未来的发展或不乐观。市场对京投集团优质资产注入的预期已经很久，但这一计划一直无法真正落实的最大障碍就是现存的股权结构问题，在京投集团无法全面掌握公司经营和享受盈利成果之前，这一预期实现的可能性很小。

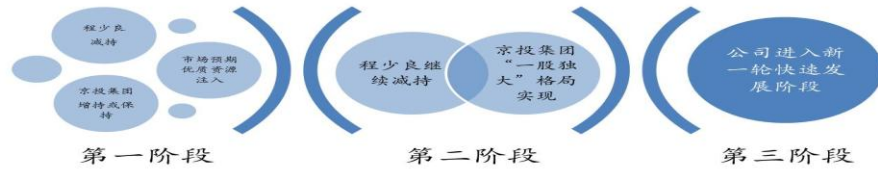
基于当前的项目布局 and 战略方向，公司最适宜的股权结构为“一股独大”，当前的股权结构仍然不稳定，充满变数。

3.4 双赢局面的实现之路

目前的股权结构仍然不稳定，而基于这一判断，我们认为“程少良陆续减持、京投集团继续增持”为实现双赢的最佳途径。最终可能形成的股权结构格局是：京投集团控股或绝对控股、一个或多个战略性投资者参股。

逻辑是：程少良的陆续减持并不是对公司盈利能力的不好看，而是放弃对管理权争夺的表示，无论京投集团增持还是不增持，市场对于京投集团相对控股和绝对管理权的预期都会实现，公司实施再融资降低财务杠杆、接受优质资产注入的利好事件就能实现，市场基于这一良性预期也并不会看空公司股票，相反会看多公司股价并且会以较高的热情接收程少良减持的股票，届时也不排除出现一个或多个战略性投资者进入的可能性。在这一股权结构变化的过程中程少良可以实现自身利益的最大化，京投集团也可实现对公司经营决策的绝对控制，并有更大的积极性将上市公司做大做强。

图 18:两大股东的“双赢之路”



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

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, 归属于上市公司股东净利润分别为 2.76 亿元、4.21 亿元和 5.90 亿元, 对应的每股收益分别为 0.37 元、0.57 元和 0.8 元。

表 8: 公司营业收入预测表 (单位: 百万元)

	2014	2015E	2016E	2017E
开发项目收入	3140.23	4154.94	6265.56	8963.32
其他收入	345.51	375	375	375
合计	3486.17	4529.94	6640.56	9338.32

资料来源: 东兴证券研究所

表 9：公司项目预计计算表（单位：万平方米）

项目名称	占地面积	规划建面	权益比例	2015E	2016E	2017E
西华府商业				-	-	4.40
西华府住宅一期				5.00	-	-
西华府住宅二期	30.73	62.9	51%	-	4.10	4.10
西华府公租房				8.00	10.00	4.30
西华府车库				-	4.00	5.30
琨御府住宅东区				-	3.00	2.00
琨御府住宅西区				-	-	-
琨御府公寓				-	-	-
琨御府商业	22.36	33	51%	-	-	-
琨御府还建办公楼				-	-	5.00
琨御府办公楼				-	2.50	2.00
琨御府公租房				-	2.20	-
琨御府车库				-	4.20	-
公园悦府住宅				8.50	7.50	7.60
公园悦府商业	30.18			0.60	-	4.35
公园悦府公租房		51.6	50%	-	-	7.00
公园悦府车库				-	2.25	4.00
金域公园	5.55			2.90	-	-
新里程限价房	14.60	6.9	50%	3.80	-	-
新里程商品房		3.8		5.00	3.00	3.00
无锡鸿墅	45.97	14	100%	1.00	3.00	6.00
北京潭柘寺 C	42.63	46	51%	-	-	8.00

资料来源：东兴证券研究所

我们选取了市场上有轨道上盖物业项目或省市国资委控股的地产公司进行类比，分别是南国置业、泰禾集团、上实发展和中华企业，四家公司平均的 2015 年预计 PE 为 26.19X，高于公司的 22.78X。同时，公司专长于轨道上盖物业开发并具备核心技术，北京市及周边轨道交通建设将使公司明显受益，因此，我们认为，公司作为这一细分领域的龙头公司，可以给予更高的估值，我们按 16 年每股 0.57 元给予 30X 计，公司相对估值为 17.10 元。

表 10: 同类公司 PE 比较

股票代码	股票名称	当前股价	2014EPS	2015EPS	2016EPS	2014PE	2015PE	2016PE
002305.SZ	南国置业	5.33	0.51	0.44	0.65	30.79	12.26	8.34
000732.SZ	泰禾集团	23.35	0.77	1.03	1.39	30.26	23.37	17.25
600748.SH	上实发展	11.89	0.82	0.46	0.59	35.24	25.64	20.30
600675.SH	中华企业	8.38	-0.26	0.19	0.27	-10.33	43.48	31.75
平均 PE							26.19	

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

公司的主要资产为房地产开发项目, 主要布局于北京, 截止 2014 年底, 公司持有的项目房产总建面约为 268.22 万平方米, 未结算面积 228.99 万平方米, 主要布局于北京, 系轨道上盖物业项目及潭柘寺 C 地块项目。

表 11: 公司主要项目住宅估计货值

项目	权益比重	总建面 (万平方米)	未结算面积 (万平方米)	权益增加额 (百万元)
公园悦府	51%	56.88	50.9	1316.91
琨御府	51%	32.99	32.99	1459.42
西华府	50%	58.33	53.59	659.5
金域公园	49%	5.55	2.9	73.54
新里程	50%	17.88	14.8	203.72
无锡鸿墅	100%	46	46	831.44
北京潭柘寺 C	51%	28	28	776.87
合计		268.22	228.99	5321.40

资料来源: 公司年报, CREIS, 东兴证券研究所

随着公司主力项目于 2014 年入市, 2015 年开始实现结算, 我们预期公司业绩将迎来爆发式增长, 仅以当前公司现有项目为依据进行测算, 公司的 NAV 值为 10.75 元。公司 10 月 19 日收盘价格为 8.50 元, 较公司的 NAV 折价 21%。

表 12: 公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价 (百万元)	5944.0
帐面净资产 (百万元)	1868.24
重估净资产 (百万元)	7960.2
总股本 (亿股)	7.41
NAV	10.75
当前股价 (元)	8.5
当前股价折价	21%

资料来源: 东兴证券研究所

5. 投资评级

集团公司“轨道+土地”车辆综合开发模式具备巨大的竞争优势，奠定了公司轨道上盖物业开发龙头的强大基础。随着二股东的退位公司股权结构发生较大的变化，这将有利于增强大股东对上市公司的控制力，并将催化大股东做大做强上市公司的强烈愿望。受益于北京市政府对轨道交通建设的重视和京津冀协同发展的推动，结合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。

我们测算公司的 NAV 为 10.75 元，较当前股价折让 21%；采用相对估值方法进行测算公司估值为 17.10 元。作为公司核心竞争力的上盖物业开发能力已经被市场证明，2015 年起，公司的营业收入和项目规模都将进入快速扩张时期，预期公司未来 3 年的净利润复合增长率为 38.86%。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，净利润分别为 2.77 亿元、4.21 亿元和 5.90 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 22.78、14.96 和 10.67。考虑公司在轨道上盖物业的核心竞争力和大股东资源注入这一大概率事件发生的可能性，给予公司 3 个月目标价 15 元，维持公司“**强烈推荐**”评级。

表 13：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	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	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	999.49%	52.20%	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	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	24010	29660	40829	58371	83090	净利率 (%)	3.30%	5.54%	10.30%	10.55%	10.07%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位：百万元						ROE (%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
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	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	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	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	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	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	85.00	283.33	22.78	14.96	10.67
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.37	3.37	3.14	2.84	2.51
现金净增加额	670	1137	1360	1688	2158	EV/EBITDA	69.29	55.23	28.07	23.18	22.70

资料来源：公司年报 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。