

我不只一面

——京投银泰（600683）事件点评

2015年10月29日

强烈推荐/维持

京投银泰

事件点评

事件：

公司于昨日(10月28日)公告因购地停牌,收市后公司公告以14.6亿元夺得平谷区平谷镇、王辛庄镇PG00-0002-6011、6015地块。该地块用地性质为F1住宅混合公建、F3其他类多功能、A33基础教育,土地面积8.92万平米,规划建面17.96万平米,配建自住住房,这一地块经过29轮竞价,溢价40.6%,楼面价8127元/平。该块土地的一级开发商为大股东京投集团。2014年10月21日,公司也曾因为购买门头沟区潭柘寺MC01-0003-0067等地块而申请停牌,该地块以底价42亿元成交,建筑面积27.97万平米,楼面价为15016元/平,配建6000平米经济适用房,限价8000元/平米。该块土地的一级开发商也为大股东京投集团。两块地均由公司全资子公司京投置地、大股东京投公司将按照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。

主要观点：

1. 回归北京战略的落实

公司专长于轨道上盖物业的开发并拥有相关核心技术,依托于大股东京投集团在轨道交通建设的上游优势,在这一细分领域具有核心竞争力,被誉为“亚洲轨道物业专家”。与轨道上盖物业同样确定为经营战略的是“回归北京”,目前公司新增土储均布局于北京,其他城市的项目多属于存量项目。虽然北京市场竞争激烈,但凭借大股东的“资源+技术+资金”优势,公司在轨道上盖物业土地获得上具有绝对优势,在普通物业土地获得上也具有相对优势。

2. 与大股东的一二级联动模式得以实现

虽然一二级联动模式被打破,一级开发商开发完成的项目要由北京市土储在土地二级市场进行招拍挂,从而切断了这种非常具有优势的拿地模式,但这似乎并不能阻止公司与大股东京投集团拿到由京投集团负责进行一级开发的地块,“一面”大概率获得轨道上盖地块(已成功开发三个项目),“另一面”积极与大股东京投集团以及知名房企合作拿地。

从轨道上盖物业拿地来看,公司在这一方面具有绝对的竞争优势。大股东京投集团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,负责轨

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

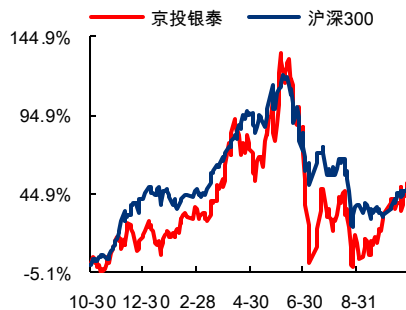
执业证书编号:

S1480115080094

交易数据

52周股价区间(元)	9.49-6.25
总市值(亿元)	70.3
流通市值(亿元)	70.3
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）：七年之痒后何去何从？》2015-10-28
- 2、《京投银泰（600683）：积水成渊 积土成山》2015-10-27
- 3、《京投银泰（600683）：给你拨云见日的未来》2015-08-26

道上盖物业的规划和一级土地开发两类极其重要的上游工作，而这种优势必然体现在公司的自己身上，不仅体现为信息技术优势，还体现为后期建设和与地铁运营公司的合作上，能够极大的降低公司的开发成本。从拿地模式来看，一方面体现了公司与京投集团联合体的雄厚资金实力，能够负担起几十亿的拿地资金；另一方面也反映出一二级联动以新的的模式实现了，我们认为京投集团在进行普通土地一级开发的过程中掌握了大量该地块的信息，从而能够更准确的估计地块商业价值，从而做出正确的决策。

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。我们认为，大股东大规模的一级开发业务还是有可能通过前述一二级联动方式使公司在拿地过程中处于优势地位。

图 1：京投集团土地一级开发项目



资料来源：京投集团,东兴证券研究所

3、“轨道上盖物业+常规二级开发”并重经营策略的全面体现

公司不仅积极抢占轨道上盖物业这一细分市场的龙头地位，还通过京投联合积极与普通住宅用地的竞标，我们认为这是与轨道上盖物业这一业务领域的良好互补。

京内外轨道交通的建设，尤其是车辆段上盖建设和用地推出的节奏更多的依赖于外因，上盖物业前期投入资金量大且开发项目附加值较高（以往三个项目预期毛利率均接近或超过40%），从而导致轨道上盖物业的开发周期较长且资金压力较大，而积极开展常规二级开发则能够使公司项目回款和销售更加平滑，避免公司专注轨道上盖物业可能引起业绩波动较大的可能性。

公司这种重视“两面”拿地和开发的策略实现了地产业务细分领域的优势互补，将能够成为公司“做大做强”的有力保障。

结论：

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。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，维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						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(%)	0.31%	0.08%	0.68%	0.72%	0.71%
						ROE(%)	3.99%	1.35%	13.78%	18.98%	23.49%
						偿债能力					
经营活动现金流	-8299	184	-6038	-7490	-11068	资产负债率(%)	91%	93%	94%	95%	96%
净利润	33	193	466	701	940	流动比率	2.45	1.41	1.55	1.52	1.45
折旧摊销	36.27	22.86	0.00	7.06	7.06	速动比率	0.44	0.25	0.27	0.25	0.23
财务费用	205	76	190	331	454	营运能力					
应收账款减少	0	0	-23	-29	-37	总资产周转率	0.05	0.13	0.13	0.13	0.13
预收帐款增加	0	0	4530	6641	9338	应收账款周转率	43	109	90	87	85
投资活动现金流	1522	984	646	-100	-100	应付账款周转率	4.54	5.21	4.09	5.25	5.12
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.10	0.03	0.37	0.57	0.80
投资收益	507	135	0	0	0	每股净现金流(最新	0.90	1.53	1.84	2.28	2.91
筹资活动现金流	7447	-30	6753	9278	13327	每股净资产(最新摊	2.52	2.52	2.71	2.99	3.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	5000	5000	5000	P/E	85.00	283.33	22.78	14.96	10.67
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.37	3.37	3.14	2.84	2.51
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	69.29	55.23	28.07	23.18	22.70
现金净增加额	670	1137	1360	1688	2158						

资料来源: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。

联系人简介

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。