

谢谢你选择了放手

——京投银泰（600683）事件点评

2015年11月30日

强烈推荐/维持

京投银泰

事件点评

事件：

近日，公司分别收到了股东程少良先生和股东中国银泰投资有限公司。2015年11月27日，中国银泰已办理完毕程少良先生间接持有的中国银泰全部股份转让他人的相关工商变更登记手续。程少良先生不再是中国银泰的最终股东，并已辞去中国银泰执行董事职务。本次一致行动人关系的解除，不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化。

主要观点：

1. 中国银泰内部股权整理进程的最终篇

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%；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%；2015年11月27日，中国银泰已办理完毕程少良先生间接持有的中国银泰全部股份转让他人的相关工商变更登记手续。程少良先生不再是中国银泰的最终股东，并已辞去中国银泰执行董事职务。

中国银泰与程少良不再构成一致行动人，这点在2014年底对银泰资源进行分割时已经见诸于中国银泰公布的详细权益变动书，当时即以表明未来股权整理进程将继续，程少良最终将退出中国银泰，与中国银泰不再构成一致行动人。11月27日的股权转让仅是落实了这一消息。这三次股权交易行为构成了中国银泰内部股权整理进程的三步曲，最终的篇章已经显现——曾经的两位自然人股东沈国军和程少良完成了对中国银泰的股权整理进程。

2. 自然人程少良减持、京投集团增持为双赢途径

目前公司第一大股东京投集团持股30.01%，第二大股东自然人程少良持股20.78%，京投集团无法实现对公司的绝对控制，同时，由于目前这两大股东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。我们认为程少良陆续减持、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

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

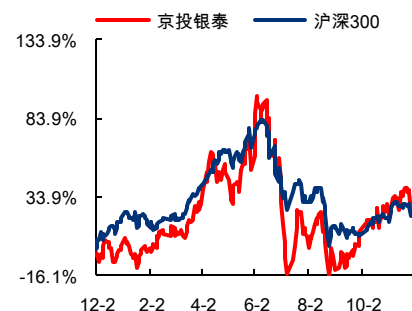
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52周股价区间（元）	9.51-7.37
总市值（亿元）	70.45
流通市值（亿元）	70.45
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	1.6

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）：我不只一面》2015-10-29
- 2、《京投银泰（600683）：七年之痒后何去何从？》2015-10-28
- 3、《京投银泰（600683）：积水成渊 积土成山》2015-10-27
- 4、《京投银泰（600683）：给你拨云见日的未来》2015-08-26

理结构，将更有利未来资本运作和业绩释放。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 1: 两大股东的“双赢之路”



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、回归北京战略保障公司盈利能力

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。

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 1：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		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

4. 京津冀轨道交通发展为公司发展提供战略机遇

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。

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 万平方米，京外约 400 万平方米。公司拥有较强的优势，有望取得 800 万平方米的份额，储备将增 2 倍以上。

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。中国银泰的退出为公司股权结构更加清晰打开序幕，自然人股东程少良陆续减持、京投集团增持将成为双赢实现途径。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 25.48、16.74 和 11.25。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。

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。