

险资已入场，还等什么？

——京投银泰（600683）事件点评

2015年12月01日

强烈推荐/维持
京投银泰
事件点评

事件：

公司发布公告，阳光人寿保险股份有限公司于11月30日通过集中交易系统增持京投银泰（600683）股份19.99万股，占公司总股本的0.03%。增持完成后，阳光人寿和阳光财险合计持有公司无限售条件流通股股份3712.95万股，占公司总股本的5.01%，超越中国银泰成为公司第三大股东，第二大法人股东。

主要观点：

1. 第一个战略投资者阳光保险集团入场

阳光保险集团有限公司是中国500强企业，成立仅3年就成功跻身

七大保险集团，5年超越了与其同期成立的71家保险主体，9年同时布局互联网金融及不动产海外投资领域，10年成功进军医疗健康产业，成为全球市场化企业中成长最快的公司之一。目前阳光保险集团旗下已拥有财产保险、人寿保险、信用保证保险、资产管理、融和医院、惠金所等多家专业子公司，逐渐成为引领行业变革的中坚力量。阳光财产保险成立于2005年7月，是主要经营财产保险业务的全国性保险公司。阳光产险成立以来，连续多年刷新国内新设保险公司年度保费规模的历史纪录，目前已有36家二级机构开业运营，三四级分支机构1500余家，服务网络实现全国覆盖；阳光人寿保险成立于2007年12月，是主要经营人寿保险、健康保险和意外伤害保险等一切人身险业务的全国性专业寿险公司。目前已有33家二级机构开业运营，三四级分支机构800余家。

险资举牌上市房企由来已久，安邦举牌金融街和金地、生命人寿举

牌金地、前海人寿举牌万科等。我们认为保险公司举牌房企的主要

原因是，养老地产正成为未来房企的重点发展方向，也是险企的重

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

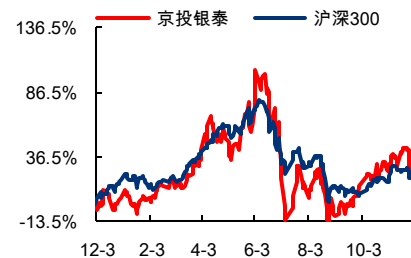
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52周股价区间(元)	10.46-7.37
总市值(亿元)	77.49
流通市值(亿元)	77.49
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

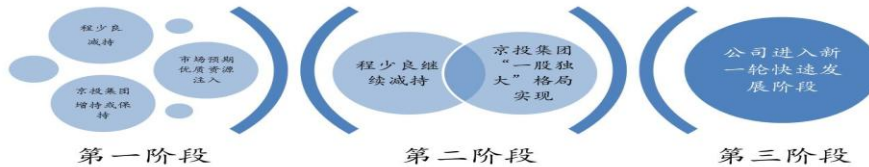
相关研究报告

- 1、《京投银泰（600683）：谢谢你选择了放手》2015-12-01
- 2、《京投银泰（600683）：我不只一面》2015-10-29
- 3、《京投银泰（600683）：七年之痒后何去何从？》2015-10-28
- 4、《京投银泰（600683）：积水成渊 积土成山》2015-10-27

点投资方向，通过举牌房企除了能够享受股权增值收益外，还能够达到与自身业务协同发展的目的。从阳光保险集团的角度看，举牌公司有两个目的，一是出于财务投资的目的，通过股权投资收益的形式实现自身充裕资金的保值增值；二是看好公司的长远发展，尤

单击此处输入文字。

图 2: 两大股东的“双赢之路”



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们自 8 月起一直强烈推荐公司，并于 10 月撰写深度报告《七年之痒后何去何从？》，我们认为阳光保险的举牌其实是对我们投资逻辑的验证。在二股东程少良并未实际开始减持前，阳光保险已经开始入场，证实了机构对于公司未来的看好，这是公司股权再整理的第一阶段；在 2016 年 1 月程少良可以通过二级市场减持公司股票时，这一利好实际落地，险资、公募等机构投资者将更有动力接盘，这将是公司股权变化历程的第二阶段；京投集团增持或维持持股比例，实现对于公司的绝对控制后，资产注入预期或有实现的可能，同时，超过 93% 的超高杠杆比例不可能一直是常态，京投集团通过“资产注入+定增”的形式降杠杆，最终实现公司规模的扩张将是必然，这是公司股权变动历程的第三阶段；通过定增+资产注入的途径“做大作强”公司，京投集团一股独大、多个战略和财务投资者持股的股权格局将实现。

3. 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 万平米，京外约 400 万平米。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 3 倍以上。

4. 公司业绩将迎爆发式增长

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%。

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

我们选取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 28.20X，与公司的 28.27X 基本持平。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，按 16 年每股 0.57 元给予 30X 计，公司相对估值为 17.10 元。

表 1：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	6.06	0.51	0.44	0.65	11.88	13.77	9.32
000732.SZ	泰禾集团	26.73	0.77	1.03	1.39	34.71	25.95	19.23
600748.SH	上实发展	13.94	0.82	0.46	0.59	17.00	30.30	23.63
600675.SH	中华企业	8.13	-0.26	0.19	0.27	-31.27	42.79	30.11
平均 PE							28.20	

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 2：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 11.5 元。公司 12 月 1 日收盘价格为 10.46 元，较公司的 NAV 折价 9%。

表 1：公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价（百万元）	6653.5
帐面净资产（百万元）	1868.2
重估净资产（百万元）	8521.5
总股本（亿股）	7.41
NAV	11.5
当前股价（元）	10.46
当前股价折价	9%

资料来源：东兴证券研究所

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。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。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。目前阳光保险集团已经举牌公司，作为第一个战略投资者入场，未来更多机构投资者作为战略或财务投资者持股公司可期。

我们测算公司的NAV为11.5元，较当前股价折让9%；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，归属母公司净利润分别为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。我们一直认为公司在轨道上盖物业具

备核心竞争力, 同时看好大股东资源注入的可能性, 维持“强烈推荐”的投资评级, 给予公司3个月目标价15元。

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	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	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: 公司资料、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。