

京投银泰 (600683)

强烈推荐

行业：房地产开发

业绩集中释放期，良性发展

投资要点：

- ◇ **“良性发展”，业绩进入集中释放期。**2010年始公司战略调整地产业务重心回归北京，处置京外项目资产，专注“以北京为中心，以轨道交通为依托”，集中优质资源做大做强轨道物业。2014年起，公司在北京的几个高毛利项目进入销售后期，**2015年开始陆续结算，业绩释放拐点来临**，公司预告2015年归母净利润1.16亿元同比增360%左右。公司13-15年销售额分别24亿元、71亿元、98亿元，同比分别增长114%、192%、38%，三年复合增速114%；截至2015年3季度末预收款97亿元，同比+64%，基本锁定未来3年业绩。我们预计2016年销售可超100亿元，已售项目竣工结算和低利润基数将使得16-17年业绩保持高速增长。截至2015年底，公司预计还有未结建面近200万方，货值近750亿元，足够公司5年的有序平稳发展，公司正迈入“良性发展”轨道。依托于大股东北京市基础设施投资有限公司和地铁车辆段上盖房子的技术壁垒，公司树立起该领域的先行优势，未来在北京市地铁延伸以及“京津冀”轨道网络建设中项目获取空间大。
- ◇ **制约公司发展的股权问题得到解决，国企改革赋予新的想象空间。**银泰集团在2015年初将所持公司20.78%股权转让给时任公司副董事长和总裁程少良，剩余股份仅4.05%；程少良随后辞去银泰的董事职务并解除了与银泰的一致行动人，作为财务投资人的身份行使股东权利。而大股东京投集团在增持后现持股31%获得了对上市公司的实质掌控权。京投集团是京国资委旗下具有一定影响力的综合性投融资集团，承担着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，截至2014年底总资产3806亿元、净资产1255亿元。当前公司已经多次在京投集团的协作和资金支持下获取开发项目，未来有望加大对上市公司的支持力度，不排除集团地产之外的资源支持上市公司提高国有资本的证券化率、增加直接融资比例，也符合国企改革的方向。而在地产方面，当前集团承担着密云、平谷、大兴、丰台和门头沟等京郊630万方一级开发，此前潭柘寺项目一级土地开发后上市公司顺利获取了二级开发权利，未来仍有望借助控股股东优势继续获取后续项目的开发。
- ◇ **投资价值及长期发展被险资认可。**2015年末，阳光人寿及阳光财险通过二级市场增持公司股份达到5.01%，战略举牌公司。阳光人寿在15年8-11月增持成本约7.3元/股，其中10-11月增持544万股均价在8.52-9.45元/股，当前股价低于此区间。鉴于公司股本小市值小发展前景乐观，相信未来会有更多稳健投资人增持公司。
- ◇ **以净资产收益率为基准的奖励基金办法增强管理层业绩释放动力和稳健发展决心。**公司自当年度实现之净利润中提取一定比例作为奖励基金，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。办法规定加权净资产收益率达到10%方可获取奖励，超出10%部分还可差额累计额外奖励，按年度分比例发放。近几年公司由于地铁上建物业的周期超过普通物业，导致存货占比过高、业绩释放缓慢，加权ROE仅2010年超过10%达到16%，其余年份均较低，如12-14年分别

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6-12个月目标价： 12

当前股价： 8.61

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	741
流通股本(百万股)	741
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	64
成交量(百万股)	3.42
成交额(百万元)	29.28

股价表现



相关报告

为 4.8%、4.0%、1.35%。公司董事会定下高的激励标准，目的在于保障公司长远发展及保证股东利益、公司利益和员工利益的一致，业绩释放也更有动力和持久性。

- ◇ **公司是我们**在年度策略报告和月度、周度行业报告中持续推荐的标的，市值仅 60 亿而品质优良，股权变化带来积极意义，大股东京投集团有望持续加大对上市公司的支持，国企改革赋予其更大的想象空间，而充足资源为保障的可持续发展和短期业绩的集中释放将推升估值的提升。其投资价值及长期发展被险资认可，在天时地利人和下，仍有继续吸引稳定战略投资者的可能，值得关注。预测公司 15-17EPS0.16、0.53、0.76 元，RNAV12.3 元/股，当前股价 7 折交易，给予 6-12 个月目标价 12 元，“强烈推荐”评级。
- ◇ **风险提示**：大股东对上市公司支持不及预期；后期发展方向有待观察。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3486	4699	6266	8195
收入同比(%)	250%	35%	33%	31%
归属母公司净利润	25	116	394	562
净利润同比(%)	-66%	360%	240%	43%
毛利率(%)	25.6%	41.3%	43.6%	43.1%
ROE(%)	1.3%	5.8%	16.8%	19.9%
每股收益(元)	0.03	0.16	0.53	0.76
P/E	253.65	55.12	16.19	11.35
P/B	3.41	3.21	2.72	2.26
EV/EBITDA	53	19	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

表 1：阳光人寿 2015 年 8-11 月增持至 5.01%

增持日期	交易均价	增持股数（股）	占总股本
2015/8/27	6.57	4,212,192	0.57%
2015/8/28	7.11	511,000	0.07%
2015/8/31	7.25	2,999,955	0.40%
2015/9/1	6.73	2,113,014	0.29%
2015/9/2	6.45	1,999,911	0.27%
2015/9/7	6.84	2,000,000	0.27%
2015/9/8	6.49	56,800	0.01%
2015/9/10	7.2	1,499,959	0.20%
2015/9/15	6.57	3,269,851	0.44%
2015/9/21	7.07	106,000	0.01%
2015/9/25	7.52	4,222,056	0.57%
2015/9/28	7.59	2,999,980	0.40%
2015/9/29	7.55	29,100	0.00%
2015/9/30	8.03	505,814	0.07%
2015/10/8	8.52	1,995,600	0.27%
2015/10/9	8.8	1,488,671	0.20%
2015/10/12	8.92	1,100,000	0.15%
2015/10/13	8.68	660,000	0.09%
2015/11/30	9.45	199,943	0.03%
合计		31,969,846	4.32%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 2：京投银泰股份有限公司奖励基金实施管理办法（试行）

奖励基金定义	系指按比例自公司当年度实现之净利润中提取的，用以奖励符合条件人员的专门款项。		
实施对象	董事会成员、高级管理人员的，由公司董事会薪酬与考核委员会提名，由公司董事会审议；实施对象为公司部门总经理级员工的，由公司总裁办公会确定。		
奖励基金发放	1、当年拟分配的奖励基金总额的 15%由董事长分配，85%由总裁分配，用于奖励给相应成员。 2、发放，当期支付比例为 60%，其余 40%在后两个年度按照 20%和 20%比例支付。		
	净资产收益率	奖励基金比例	备注
	<10%	0	如当年加权净资产收益率未达到 10%，则当年不得计提奖励基金，且扣除当年由上一年度延期支付部分的奖励基金。
提取办法	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
备注	1、年度加权 ROE = 归母净利润(扣除非经常性损益，转让所持房地产类子公司股权、处置房地产类资产、计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费及对外委托贷款取得的损益除外)÷加权净资产×100%。 2、年度加权净资产 = 年度内各月合并报表中归属于母公司股东权益之和除以 12。 3、如当年转让所持房地产类子公司股权或处置房地产类资产，所得收益应根据项目情况分两年分摊，具体分摊年限由经营层报董事会审定。		

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	28022	27077	27788	32539
现金	2264	1880	2506	3278
应收账款	39	52	90	157
其它应收款	1218	1641	2371	3100
预付账款	252	276	494	606
存货	23110	22084	21184	24253
其他	1140	1143	1144	1144
非流动资产	1639	1255	1268	1331
长期投资	185	185	185	185
固定资产	55	32	9	9
无形资产	5	5	5	5
其他	1393	1033	1068	1132
资产总计	29660	28333	29056	33870
流动负债	19919	19421	20825	24458
短期借款	961	4130	4085	3024
应付账款	1184	1104	883	1166
其他	17774	14186	15857	20268
非流动负债	7570	6327	4827	4827
长期借款	7527	6327	4827	4827
其他	43	0	0	0
负债合计	27489	25747	25652	29285
少数股东权益	303	601	1061	1758
股本	741	741	741	741
资本公积	328	328	328	328
留存收益	800	915	1275	1758
归属母公司股东权益	1868	1984	2343	2826
负债和股东权益	29660	28333	29056	33870

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	184	2990	1317	1244
净利润	193	414	853	1260
折旧摊销	22	26	26	2
财务费用	76	449	405	299
投资损失	-135	-60	-100	-100
营运资金变动	14	1831	128	-196
其它	14	331	6	-21
投资活动现金流	984	106	97	97
资本支出	20	0	0	0
长期投资	-51	-52	0	0
其他	952	55	97	97
筹资活动现金流	-30	-3481	-788	-570
短期借款	456	3169	-45	-1062
长期借款	-4875	-1200	-1500	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	4389	-5450	757	492
现金净增加额	1137	-384	627	772

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3486	4699	6266	8195
营业成本	2593	2761	3531	4664
营业税金及附加	304	376	501	656
营业费用	112	187	268	313
管理费用	124	188	251	328
财务费用	76	449	405	299
资产减值损失	97	97	97	97
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	135	60	100	100
营业利润	316	701	1313	1938
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	323	701	1313	1938
所得税	130	288	460	678
净利润	193	414	853	1260
少数股东损益	168	298	460	698
归属母公司净利润	25	116	394	562
EBITDA	413	1176	1744	2239
EPS (元)	0.03	0.16	0.53	0.76

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	249.9	34.8%	33.3%	30.8%
营业利润	310.9	122.3	87.2%	47.6%
归属于母公司净利润	-66.3%	360.2	240.4	42.7%
获利能力				
毛利率	25.6%	41.3%	43.6%	43.1%
净利率	0.7%	2.5%	6.3%	6.9%
ROE	1.3%	5.8%	16.8%	19.9%
ROIC	1.4%	4.4%	7.3%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	92.7%	90.9%	88.3%	86.5%
净负债比率	68.60	61.46	60.33	52.19
流动比率	1.41	1.39	1.33	1.33
速动比率	0.25	0.26	0.32	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.16	0.22	0.26
应收账款周转率	103	99	84	64
应付账款周转率	3.88	2.41	3.55	4.55
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.16	0.53	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	4.04	1.78	1.68
每股净资产(最新摊薄)	2.52	2.68	3.16	3.82
估值比率				
P/E	253.65	55.12	16.19	11.35
P/B	3.41	3.21	2.72	2.26
EV/EBITDA	53	19	13	10

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434