

厚积薄发，“未来”已现

——京投发展（600683）2016年半年报点评

2016年08月26日

强烈推荐/维持

京投发展

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件：

公司8月25日公布2016年度中报摘要，报告期内，公司实现营业收入13.67亿元，同比增加117.17%；扭亏为盈，实现归属于母公司所有者的净利润0.40亿元，去年同期为亏损1.19亿元，同比增加133.19%；加权平均净资产收益率1.99%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	3273.62	55.11	574.49	1558.01	6248.46	1002.03	365.29
增长率（%）	713.23%	35.02%	640.64%	1554.59%	90.87%	1718.13%	-36.41%
毛利率（%）	26.73%	18.47%	15.26%	14.78%	29.62%	24.38%	25.26%
期间费用率（%）	4.21%	138.49%	14.09%	5.48%	2.82%	6.35%	19.65%
营业利润率（%）	17.73%	-131.09%	-3.49%	1.55%	16.73%	12.59%	3.19%
净利润（百万元）	447.70	-69.76	-30.41	5.42	710.47	88.68	12.40
增长率（%）	268.05%	-05.85%	-64.48%	-105.71%	58.69%	-227.12%	-140.79%
每股盈利（季度，元）	0.33	-0.09	-0.07	-0.01	0.33	0.05	0.00
资产负债率（%）	92.68%	92.87%	93.02%	93.18%	89.82%	89.49%	89.68%
净资产收益率（%）	20.62%	-3.32%	-1.47%	0.26%	25.31%	3.05%	0.44%
总资产收益率（%）	1.51%	-0.24%	-0.10%	0.02%	2.58%	0.32%	0.05%

观点：

➤ **在京项目持续释放 业绩扭亏为赢。**报告期内，公司实现营业收入13.67亿元，同比增加117.17%，营业收入中房地产销售结转实现收入12.83亿元，同比增幅为149.96%，2016上半年公司房地产销售业务毛利25.22%较上年同期16.38%增加8.84个百分点；营业利润1.38亿元，去年同期为亏损0.92亿元，归属于母公司所有者净利润0.40亿元，去年同期为亏损1.19亿元，同比增加133.19%。

主营房地产业务上半年实现签约销售面积7.8万平方米，同比增长1.43%；签约销售额37.31亿元，同比增长35.28%；公司在京项目存量释放，公司主营业务逐年实现连续增长。

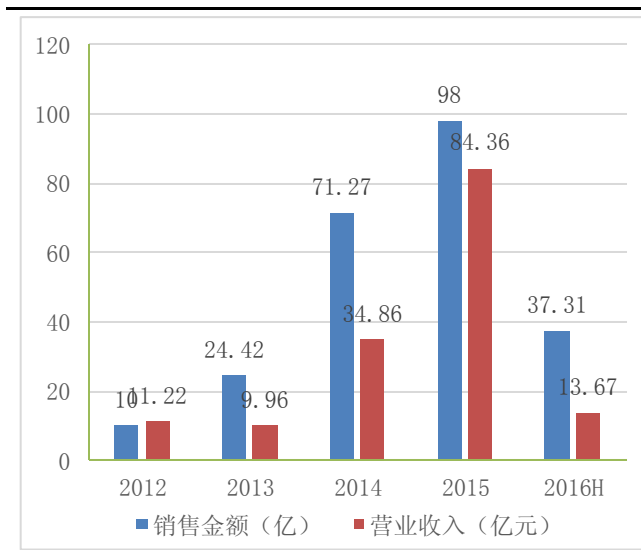
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

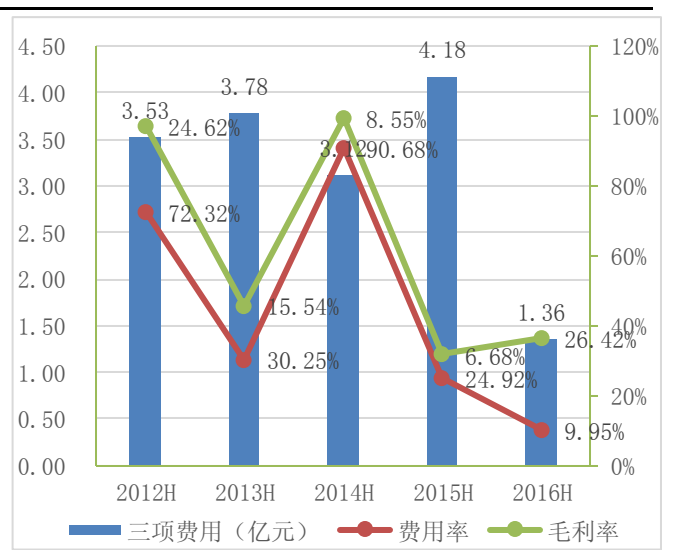
项目	2016 年 H	2015 年 H	同比变动	原因分析
净利润	1.01	-1	201.00%	结转项目收入及毛利大幅增加, 费用降低
营业收入	13.67	6.3	117.17%	结转项目大幅增加
资产负债率 (%)	89.86%	93.02%	-3.40%	公司负债减少
费用比率 (%)	9.95%	24.92%	-59.87%	公司财务费用减少且融资利率降低
加权 ROE (%)	1.99%	-6.60%	130.15%	净利润大幅增加
总资产	273.94	296.95	-7.75%	公司存货减少
货币资金	12.45	13.88	-10.30%	公司偿还部分债务
预收账款	66.25	77.94	-15.00%	房地产销售得到的现金减少
一年内到期非流动负债	32.83	100.49	-67.33%	公司偿还了部分年内到期负债
经营活动净现金流	8.45	12.34	-31.52%	房地产销售得到的现金减少
稀释 EPS	0.05	-0.16	131.25%	净利润大幅增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

报告期内实现扭亏为盈, 营收及利润增加主要系公司报告期实现的房地产结转收入及毛利率大幅增加, 同时得益于内部管理的进一步加强, 严控各项费用支出, 上半年三项费用较去年同期进一步降低。

图 1: 近年公司营收及房地产业务销售情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 近 5 年同期公司费用率及毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券

➤ **拓宽融资渠道 融资成本进一步降低。**2015 年以来公司多方向拓展融资渠道, 2015 年至今共发行 27.79 亿元公司债券, 其中 2016 年初至今已发行 20 亿非公开公司债, 融资利率较低, 用以偿还利率较高的贷款, 使得公司的资金成本进一步降低。从 2016 年的两次非公开发行来看, 融资较为顺利, 且融资成本较低, 在当前市场资金环境较为宽松的情况下, 未来公司极有可能继续通过资本市场渠道, 继续发行债券以提供公司发展所需的现金。同时随着金融机构授信额度充足, 公司短期资金压力也得以缓解。

报告期末公司融资余额为 164.50 亿元, 加权平均融资成本为 8.63%, 较 2015 年底的 9.35% 降低 0.72 个百分点, 降幅为 7.7%; 其中房地产业务融资余额 160.40 亿元, 最低项目融资成本为 5.71%, 最高项目融资成本为 10.05%,

整体利息资本化率为8.96%，较2015年底的9.33降低了0.37个百分点，降幅为4%。

表 2: 公司 2016 年以来对外融资情况

融资手段	融资额 (亿)	融资期限	融资成本	当前进展情况
非公开公司债券	10	3 年	4.98%	已发行完成
非公开公司债券	10	3 年	5.24%	已发行完成

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

➤ **回归北京战略落地 差异化竞争优势明显。**公司“以北京为中心，以轨道交通为依托”的战略布局目前进入深度落实阶段，从 2015 年全年，以及本报告期内主营业务营收以及来看，以北京为中心的战略目标基本达成。

报告期内总营收北京地区占比 **90.56%**，其中轨道物业项目又占比达 **81.04%**；公司房地产项目存货中，北京地区存货达 **2,129,450.93** 万元，占各项目存货总额的 **95.27%**，主要系轨道物业项目、檀香府项目、平谷项目。

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”。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，同时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。

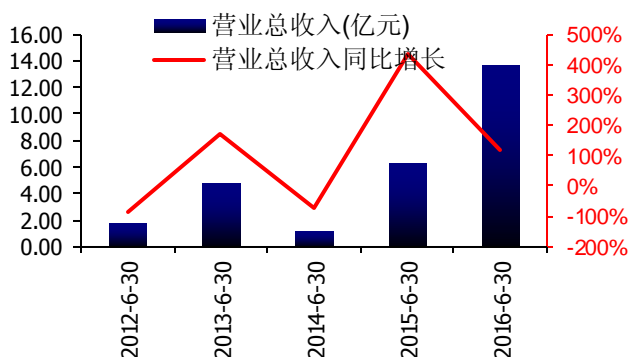
➤ **大股东控制力增强 资源有望进一步倾斜。**经过一系列的股权调整，目前公司控股股东京投集团持股32%，公司第二大股东持股20.78%且已经退出公司经营管理层，成为一个财务投资者。大股东对公司控制进一步加强。京投集团是北京市国资委100%持股的公司，是北京市城市轨道交通建设的投资运营主体，承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资产管理、资本运营及相关资源开发管理等职能，在北京市城市轨道交通行业处于垄断地位。公司作为控股股东京投集团唯一的A股上市平台，有望在未来进一步获得集团资源倾斜。

最主要的受益点在于与控股股东业务优势互补。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。

同时在国企改革的大背景下，市场对集团层面的多种业务整合仍有较大的预期，如果这一预期能够实现，将极大的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。

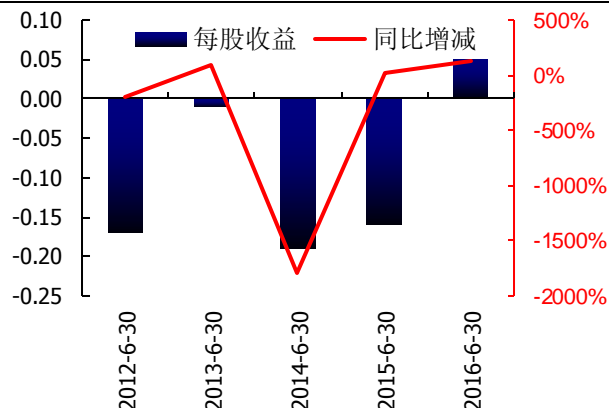
➤ **公司在2015年还被阳光保险集团战略举牌。**目前阳光保险持股**5.01%**，成为公司第三大股东。如安邦举牌金融街和金地、生命人寿举牌金地、前海人寿举牌万科等一样，被险资举牌的上市房企多为业绩良好、现金流稳定、具有长期投资价值的标的。我们同时也认为阳光保险集团举牌公司的主要原因是，养老地产正成为未来房企的重点发展方向，也是险企的重点投资方向，通过举牌房企除了能够享受股权增值收益外，还能够达到与自身业务协同发展的目的，未来更深层次的协调发展可期。

图 3: 营业收入情况



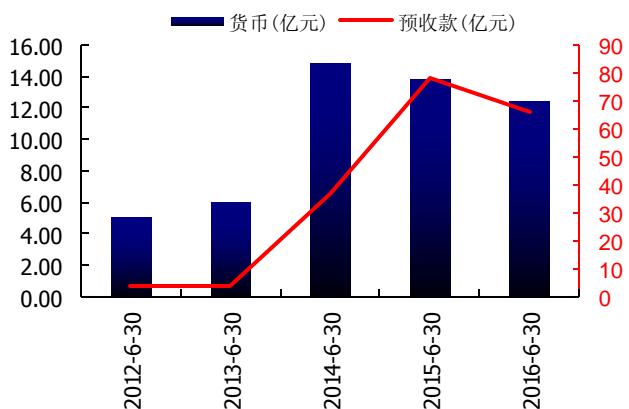
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



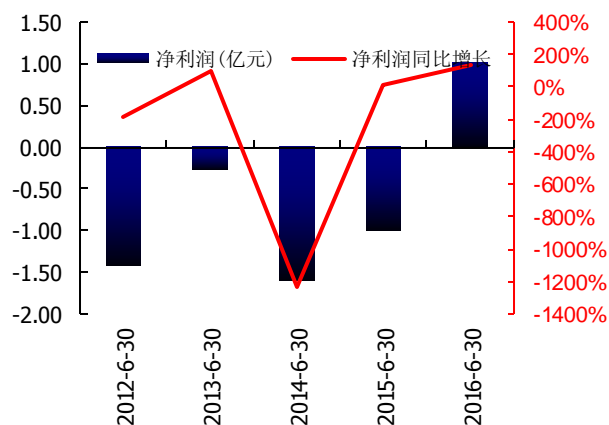
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



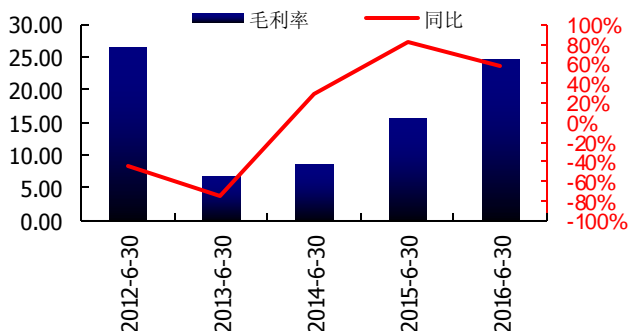
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



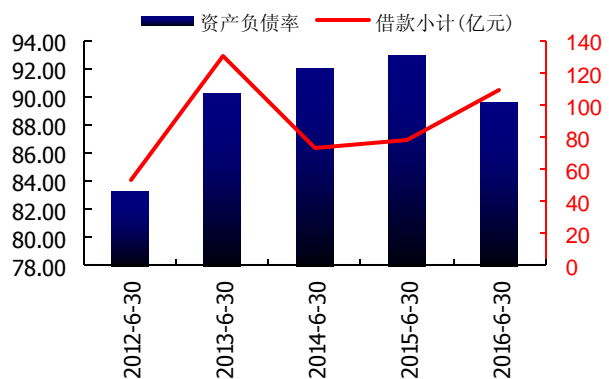
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况

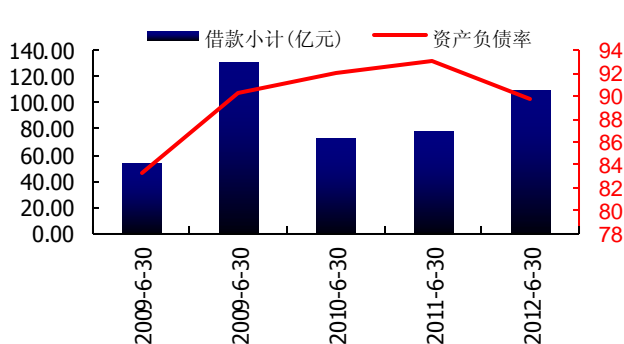


资料来源: 公司公告, 东兴证券

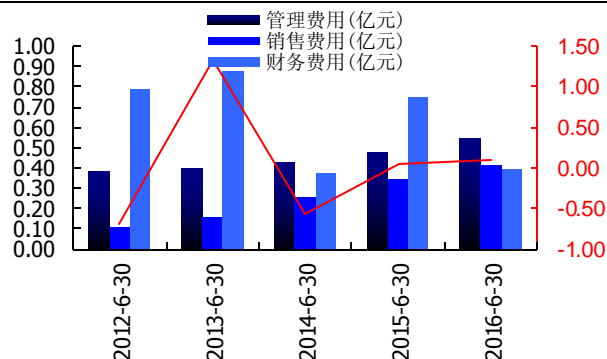
图 8: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9：贷款情况


资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 10：销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告，东兴证券

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。公司将显著受益于北京市及未来的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。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 2016 年-2018 年营业收入分别为 98.2 亿元、117.72 亿元和 132.1 亿元，净利润分别为 3.15 亿元、4.56 亿元和 6.63 亿元；每股收益分别为 0.43 元、0.62 元和 0.90 元，对应 PE 分别为 23.08、15.97 和 10.98。维持公司“强烈推荐”评级。

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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	28022	26310	29877	32784	32767	营业收入	3486	8436	9821	11772	13210
货币资金	2264	2116	4419	5297	5945	营业成本	2593	6257	6961	7445	7136
应收账款	39	25	27	32	36	营业税金及附加	304	582	687	1001	1123
其他应收款	1218	539	628	753	845	营业费用	112	158	196	388	436
预付款项	252	124	263	412	555	管理费用	124	131	157	412	462
存货	23110	21961	22884	24478	23460	财务费用	76	129	182	264	260
其他流动资产	1140	1545	1656	1812	1927	资产减值损失	97.33	223.84	200.00	200.00	200.00
非流动资产合计	1639	1267	846	838	831	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	185	141	141	141	141	投资净收益	135.43	22.83	20.00	20.00	20.00
固定资产	55.44	58.14	51.24	44.33	37.43	营业利润	316	977	1457	2081	3614
无形资产	5	5	4	4	3	营业外收入	9.34	1.13	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	746	322	0	0	0	营业外支出	1.87	0.95	2.00	2.00	2.00
资产总计	29660	27576	30723	33622	33598	利润总额	323	977	1465	2089	3622
流动负债合计	19919	15620	17322	17094	12137	所得税	130	362	549	784	1358
短期借款	961	225	9466	9151	4250	净利润	193	616	916	1306	2263
应付账款	1184	1128	1240	1326	1271	少数股东损益	168	500	600	850	1600
预收款项	5627	5496	5496	5496	5496	归属母公司净利润	25	115	316	456	663
一年内到期的非流	10369	7688	0	0	0	EBITDA	414	1129	1647	2353	3881
非流动负债合计	7570	9150	9836	11886	14886	BPS (元)	0.03	0.16	0.43	0.62	0.90
长期借款	7527	8249	9749	11749	14749	主要财务比率					
应付债券	0	773	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	27489	24770	27158	28980	27023	成长能力					
少数股东权益	303	823	1423	2273	3873	营业收入增长	249.92%	141.99	16.41%	19.86%	12.22%
实收资本(或股本)	741	741	741	741	741	营业利润增长	310.92%	209.70	49.10%	42.87%	73.61%
资本公积	328	328	328	328	328	归属于母公司净利润	-66.26%	358.89	173.48%	44.48%	45.53%
未分配利润	694	807	775	729	663	获利能力					
归属母公司股东权	1868	1984	2141	2369	2701	毛利率(%)	25.62%	25.83%	29.12%	36.75%	45.98%
负债和所有者权益	29660	27576	30723	33622	33598	净利率(%)	5.54%	7.30%	9.32%	11.09%	17.13%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.08%	0.42%	1.03%	1.36%	1.97%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	1.35%	5.82%	14.74%	19.24%	24.56%
经营活动现金流	184	3499	329	-136	3320	偿债能力					
净利润	193	616	916	1306	2263	资产负债率(%)	93%	90%	88%	86%	80%
折旧摊销	22.86	22.56	0.00	7.37	7.37	流动比率	1.41	1.68	1.72	1.92	2.70
财务费用	76	129	182	264	260	速动比率	0.25	0.28	0.40	0.49	0.77
应收账款减少	0	0	-2	-5	-4	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.13	0.29	0.34	0.37	0.39
投资活动现金流	984	853	142	-180	-180	应收账款周转率	109	264	378	398	386
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.21	7.30	8.30	9.18	10.17
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	135	23	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.16	0.43	0.62	0.90
筹资活动现金流	-30	-4481	1832	1194	-2492	每股净现金流(最新)	1.53	-0.17	3.11	1.19	0.87
应付债券增加	0	0	-773	0	0	每股净资产(最新摊)	2.52	2.68	2.89	3.20	3.65
长期借款增加	0	0	1500	2000	3000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	327.67	61.44	23.08	15.97	10.98
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.90	3.67	3.40	3.07	2.70
现金净增加额	1137	-129	2304	878	647	EV/EBITDA	57.61	19.58	13.41	9.73	5.24

资料来源: 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, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。