

轨道上盖龙头 资源优势尽展

——京投发展（600683）2017 年半年报点评

2017 年 08 月 25 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	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司 8 月 24 日公布 2017 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入人民币 21.02 亿元, 较 2016 年上半年的人民币 13.67 亿元上升 53.71%; 实现归属于股东的净利润人民币 0.45 亿元, 较 2016 年上半年的 0.39 亿元同比上升 14.76%; 稀释 EPS 为每股 0.06 元, 同期上升 20.00%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 (百万元)	6248.46	1002.03	365.29	200.17	4354.37	161.59	1940.17
增长率 (%)	90.87%	1718.13%	-36.41%	-87.15%	-30.31%	-83.87%	431.13%
毛利率 (%)	29.62%	24.38%	25.26%	37.70%	34.42%	30.09%	26.43%
期间费用率 (%)	2.82%	6.35%	19.65%	4.80%	4.31%	57.09%	3.56%
营业利润率 (%)	16.73%	12.59%	3.19%	43.01%	18.87%	-30.27%	18.74%
净利润 (百万元)	710.47	88.68	12.40	67.82	577.01	-51.45	260.54
增长率 (%)	58.69%	-227.12%	-140.79%	1150.91%	-18.78%	-158.01%	2000.70%
每股盈利 (季度, 元)	0.33	0.05	0.00	0.08	0.26	-0.08	0.14
资产负债率 (%)	89.82%	89.49%	89.68%	90.68%	87.94%	88.90%	88.03%
净资产收益率 (%)	25.31%	3.05%	0.44%	2.34%	16.62%	-1.50%	7.38%
总资产收益率 (%)	2.58%	0.32%	0.05%	0.22%	2.01%	-0.17%	0.88%
增长率 (%)	550.04%	-23.79%	99.13%	51.96%	12.63%	-5.14%	-100.00%

观点:

- 营业收入和净利润均实现大幅增长。2017 年上半年, 公司实现营业收入 21.02 亿元, 较 2016 年上半年的 13.67 亿元上升 53.71%; 主营业务收入中房地产销售结转实现收入 20.42 亿元, 较上年同期增加 75819.92 万元, 增幅 59.08%, 主要系报告期房地产项目满足销售结转的竣工面积较上年同期大幅增加所致。实现归属于股东的净利润人民币 0.45 亿元, 较 2016 年上半年的 0.39 亿元同比上升 14.76%, 净利润增速不及营收增速主要归因于少数股东权益大幅增加; 上半年, 公司实现签约销售额 3.15 亿元, 签约销售面积 10150 平方米。

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)

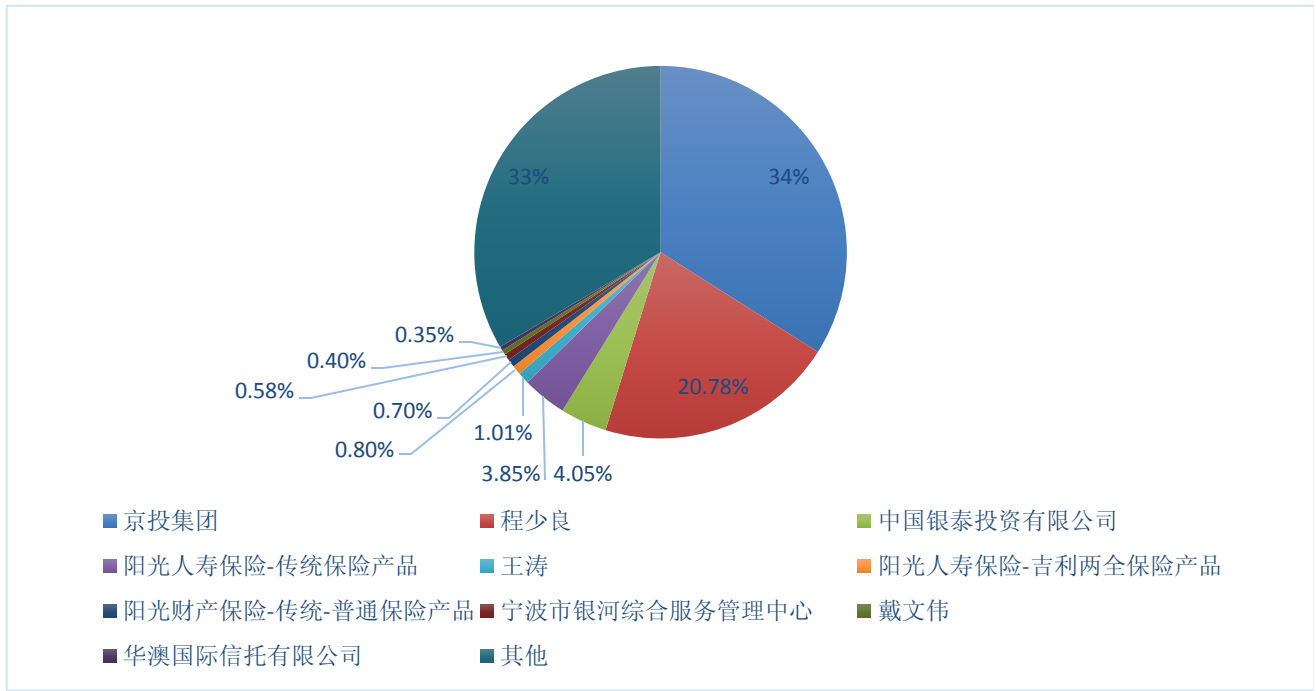
项目	2017H	2016H	同比变动	原因分析
净利润	2.09	1.01	106.84%	营收和毛利大幅增长
营业收入	21.02	13.67	53.71%	竣工结转面积增加
资产负债率	88.03%	89.68%	-1.65%	基本保持稳定
财务费用	5.62	4.96	0.66	费用化利息支出增加
加权 ROE	2.09%	1.99%	5.03%	净利润增加
总资产	295.14	287.76	2.56%	基本持平
货币资金	23.21	12.45	86.43%	销售回款及发行融资融券
预收账款	77.95	66.25	17.66%	销售结转
一年内到期非流动负债	78.7	32.83	139.72%	负债集中到期
经营活动净现金流	2.57	8.45	-69.59%	较上年同期预售款减少
稀释 EPS	0.06	0.05	20.00%	净利润增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 拓宽融资渠道, 融资成本进一步降低。** 公司通过多种融资方式有效降低了综合融资成本, 2017年上半年度公司综合融资成本8.13%, 较2016年度公司借款综合资金成本8.54%下降0.41个百分点。。截至2017年6月30日, 公司共取得金融机构授信55.59亿元, 累计使用授信额度29.18亿元。
- 合作开发拿地, 降拿手成本+提开发能力并举。** 17年1月19日, 公司全资子公司京投置地、首开股份、保利北京、龙湖天行、德俊置业组成的联合体以 63.3 亿元的价格获得了北京市门头沟潭柘寺镇 MC01-0003-6009、6008、0057、0086、0120、6016、6015 地块的使用权。公司依托于大股东京投集团一级开发功能, 一定程度上实现了一、二级联动, 拿地能力强于其他房企, 同时通过合作开发拿地的模式, 降风险、降成本和提能力三效共举。
- 大股东增持控制力增强 资源有望进一步倾斜** 基于对公司目前价值的判断及未来发展的信心, 并支持上市公司健康发展, 公司控股股东北京市基础设施投资有限公司 (后简称“京投公司”) 在 2016 年 12 月 23 日至 2017 年 2 月 15 日, 增持公司 A 股股份 7407796 股, 占公司总股份的 1%。本次增持后, 京投公司持有公司 A 股股份 251864314 股, 占公司总股份的 34%。

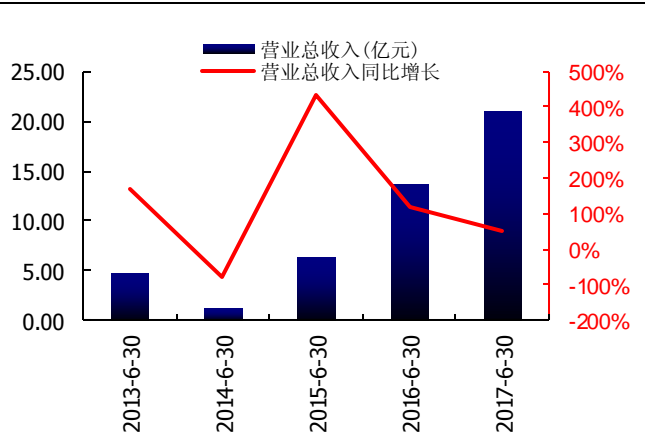
京投集团是北京市国资委100%持股的公司, 是北京市城市轨道交通建设的投资运营主体, 承担北京市轨道交通等基础设施项目的投融资、前期规划、资产管理、资本运营及相关资源开发管理等职能, 在北京市城市轨道交通行业处于垄断地位。公司作为控股股东京投集团唯一的A股上市平台, 有望在未来进一步获得集团资源倾斜。公司第二大股东持股20.78%且已经退出公司经营管理层, 成为一个财务投资者。

图 3: 截止 2017 年上半年公司股权结构



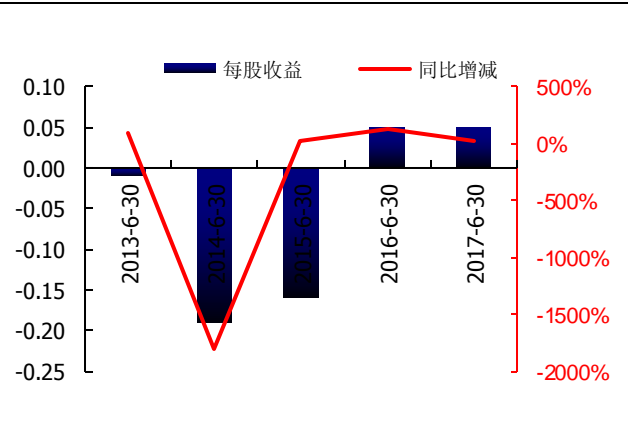
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 7: 营业收入情况



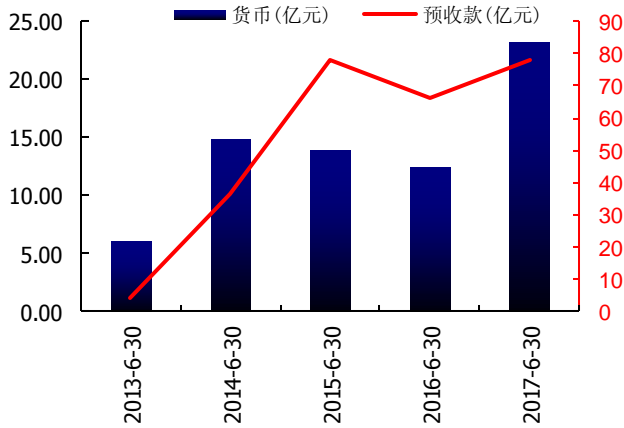
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 每股收益情况



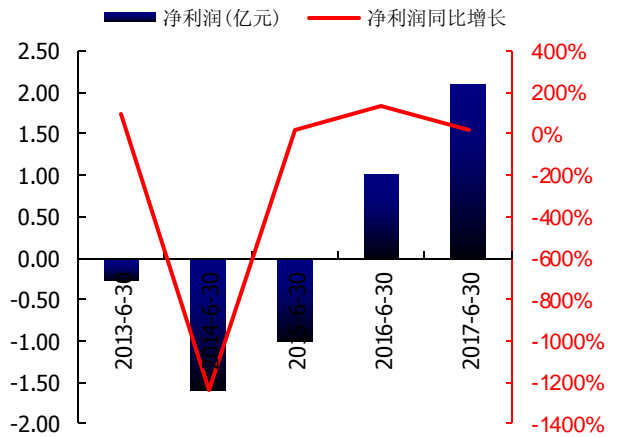
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 货币和预收款情况



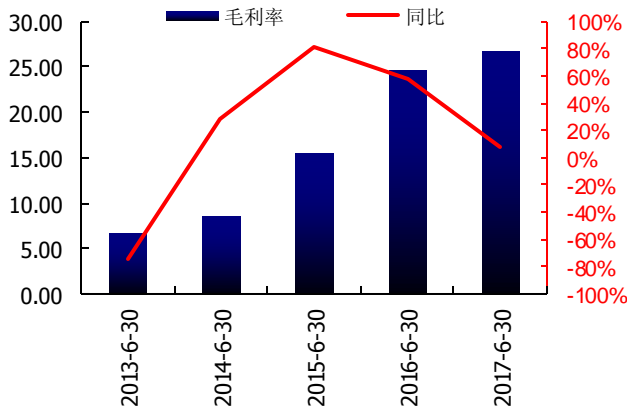
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 净利润情况



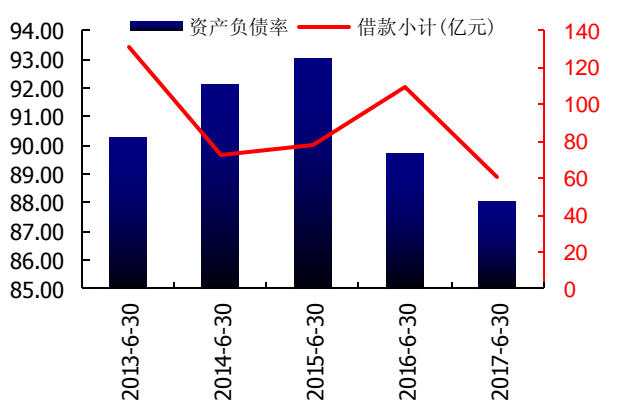
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 11: 销售毛利率情况



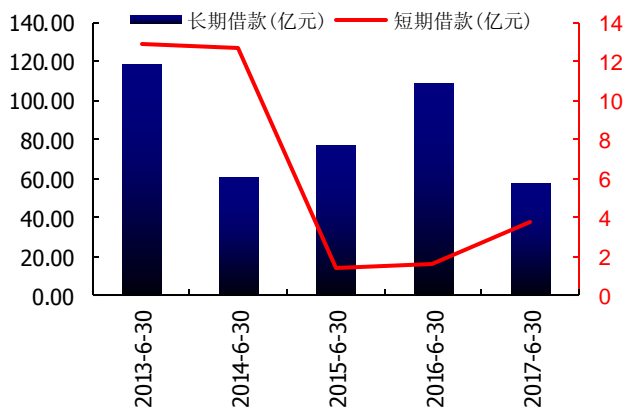
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12: 资产负债率情况



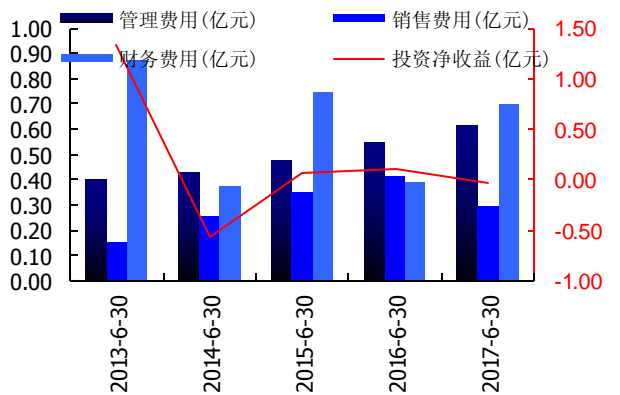
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 13: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 14: 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:

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, 并充分享受北京及周边区域轨道交通快速发展所带来的轨道上盖开发机遇。公司通过合作拿地来降低拿地风险和提升开发能力, 通过多渠道融资来降低融资成本, 通过“轨道上盖+普通住宅”两类开发模式并行保障经营稳定性, 多举措提升公司长远发展能力。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 71 亿元、81 亿元、89 亿元, 每股收益分别为 0.54 元、0.6 元和 0.7 元, 对应 PE 分别为 40、36.26 和 30.86, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 销售不及预期、调控政策趋严、宏观经济继续寻底

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	26310	26795	25430	28861	31731	营业收入	8436	5922	7068	8069	8930
货币资金	2116	2799	3180	3631	4019	营业成本	6257	4011	4766	5447	6012
应收账款	25	14	97	111	122	营业税金及附加	582	468	530	605	670
其他应收款	539	350	418	477	528	营业费用	158	117	141	161	179
预付款项	124	135	159	186	216	管理费用	131	144	170	194	214
存货	21961	21598	19585	22385	24706	财务费用	129	71	90	114	108
其他流动资产	1545	1899	1991	2071	2140	资产减值损失	223.84	80.62	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	1267	1981	862	855	848	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	141	155	155	155	155	投资净收益	22.83	15.70	20.00	20.00	20.00
固定资产	58.14	53.45	47.10	40.75	34.41	营业利润	977	1045	1341	1517	1718
无形资产	5	3	3	3	2	营业外收入	1.13	16.78	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	322	864	0	0	0	营业外支出	0.95	0.05	0.10	0.10	0.10
资产总计	27576	28776	26292	29716	32580	利润总额	977	1062	1355	1532	1733
流动负债合计	15620	16453	15025	16583	17495	所得税	362	316	407	460	520
短期借款	225	329	2633	1988	512	净利润	616	746	949	1072	1213
应付账款	1128	1062	1306	1492	1647	少数股东损益	500	455	547	629	691
预收款项	5496	7982	9749	11766	13998	归属母公司净利润	115	290	402	444	522
一年内到期的非流	7688	5727	0	0	0	EBITDA	1129	1137	1438	1638	1832
非流动负债合计	9150	8852	7048	8063	9063	BPS (元)	0.16	0.39	0.54	0.60	0.70
长期借款	8249	5926	6926	7926	8926	主要财务比率					
应付债券	773	2765	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	24770	25305	22073	24646	26558	成长能力					
少数股东权益	823	1293	1840	2468	3160	营业收入增长	141.99%	-29.80	19.35%	14.16%	10.68%
实收资本(或股本)	741	741	741	741	741	营业利润增长	209.70%	6.99%	28.24%	13.17%	13.24%
资本公积	328	328	328	328	328	归属于母公司净利润	358.89%	151.73	38.50%	10.35%	17.51%
未分配利润	807	1001	920	832	727	获利能力					
归属母公司股东权	1984	2178	2707	2929	3190	毛利率(%)	25.83%	32.27%	32.57%	32.49%	32.68%
负债和所有者权	27576	28776	26621	30044	32908	净利率(%)	7.30%	12.60%	13.42%	13.29%	13.58%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	0.42%	1.01%	1.53%	1.49%	1.60%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	5.82%	13.34%	14.86%	15.15%	16.35%
经营活动现金流	3499	5055	5183	462	1262	偿债能力					
净利润	616	746	949	1072	1213	资产负债率(%)	90%	88%	83%	82%	81%
折旧摊销	22.56	20.77	0.00	6.69	6.69	流动比率	1.68	1.63	1.69	1.74	1.81
财务费用	129	71	90	114	108	速动比率	0.28	0.32	0.39	0.39	0.40
应收账款减少	0	0	-83	-14	-12	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1767	2017	2233	总资产周转率	0.29	0.21	0.26	0.28	0.28
投资活动现金流	853	-505	834	-30	-30	应收账款周转率	264	307	128	78	77
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.30	5.41	5.97	5.77	5.69
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	23	16	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.39	0.54	0.60	0.70
筹资活动现金流	-4481	-3865	-5636	18	-844	每股净现金流(最新)	-0.17	0.92	0.51	0.61	0.52
应付债券增加	0	0	-2765	0	0	每股净资产(最新摊)	2.68	2.94	3.65	3.95	4.31
长期借款增加	0	0	1000	1000	1000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	135.81	55.72	40.01	36.26	30.86
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.11	7.39	5.95	5.50	5.05
现金净增加额	-129	685	381	450	388	EV/EBITDA	27.39	24.67	7.12	13.66	11.74

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。央视财金频道嘉宾。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

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。