

2010年2月11日

# 京投银泰

## 京投快线销售乐观

A

### 持有

600683.SS - 人民币 11.56

目标价格: 人民币 12.13

**田世欣**

 +8621 6860 4866 (8519)  
 shixin.tian@bocigroup.com

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(6)	(5)	(13)	66
相对新华富时A50指数(%)	6	3	(3)	34

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	494
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	3,263
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
10年末净负债比率(%)	39
10年末每股评估净资产值(人民币)	10.66
主要股东(%)	
京投公司	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

京投银泰 09 年实现营业收入 6.55 亿元, 同比减少 17.7%, 实现净利润 1.08 亿元, 同比增加 82.59%。每股收益 0.25 元, 略低于我们预期的 0.28 元。分配方案为 10 股转增 5 股, 红利 0.5 元。我们小幅调整 2010 和 11 年的盈利预测至 0.799 元与 0.875 元。公司 2010 年销售锁定性较好, 完成盈利预测风险不大, 维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 09 年为公司新业务体系的构建和整合初期, 业绩乏善可陈, 2009 年非经常性损益达到 5,305 万元, 占到全部净利润的 49%。
- 目前权益土地储备 100 万平方米左右, 2010 年进一步拓展可期。
- 京投快线阳光花园销售价格超预期, 销售率达到 71%, 年末预收帐款已锁定我们 2010 年销售预测的 70%。

### 影响评级的主要风险

- 武广项目的拆迁进度是否符合预期。宏观经济和行业政策风险。

### 估值

- 我们小幅调整了对公司 2010 和 11 年的盈利预测, 并认为鉴于京投快线项目的超预期价格热销, 公司近年的销售锁定性好, 顺利完成盈利预测风险较小, 我们维持公司的持有评级和 12.13 元的目标价格不变。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	795	655	1,540	2,160	3,114
变动(%)	-	(18)	135	40	44
净利润(人民币 百万)	60	108	395	432	518
全面摊薄每股收益(人民币)	0.121	0.219	0.799	0.875	1.050
变动(%)	-	81.9	264.0	9.5	19.9
原来预测每股收益(人民币)	-	-	0.786	0.959	-
调整幅度(%)	-	-	1.7	(8.8)	N/A
市盈率(倍)	0.124	0.248	0.613	0.727	0.977
每股现金流量(人民币)	-	100.5	147.4	18.6	34.3
价格/每股现金流量(倍)	95.8	52.7	14.5	13.2	11.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(0.10)	1.44	(1.05)	(0.18)	0.48
每股股息(人民币)	(116.7)	8.0	(11.0)	(64.7)	24.0
股息率(%)	42.7	86.7	12.4	8.8	6.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 09年处于整合初期，业绩乏善可陈

京投银泰 2009 年 3 月完成了定向增发，向现有两大股东京投和银泰募集获得资金 7.7 亿元，2009 年是公司新业务体系的构建和整合初期，业绩乏善可陈。

09 年公司实现营业收入 6.55 亿元，同比减少 17.7%，实现净利润 1.08 亿元，同比增加 82.59%。每股收益 0.25 元，略低于我们预期的 0.28 元。其中房地产业务收入 3.0 亿元，同比减少 0.95%；进出口业务收入 2.4 亿元，同比减少 31.9%，主要原因是受金融危机影响，进出口业务量下降所致；家电等商业销售收入 9,827 万元，同比减少 19.22%，主要原因是公司对非房地产业务进行整合，逐步减少此类业务。

2009 年非经常性损益达到 5,305 万元，占到全部净利润的 49%。公司出售了部分持有的股票等金融资产，以及收取政府补贴款和钱湖国际等关联公司资金占用费等。

## 整合进程紧锣密鼓，土地储备拓展可期

公司围绕所定位的“轨道物业、景观物业及高端城市综合体”的发展战略，加大了房地产业务的拓展力度，在年内完成了几项重要的整合工作：

1. 组建轨道物业事业部，开展了对轨道交通沿线及站点周边土地资源的梳理和整合，对具备开发条件的潜在项目进行了详细的实地调研及筛选，重点跟踪了平西府、生物医药基地、六里桥等轨道物业项目；预计今年上半年可见成效；
2. 重点推进稀缺地段景观类物业的跟踪、项目洽购等工作，其中无锡项目基本落实。
3. 努力开拓高端城市综合体项目，签订了北京台湾会馆项目及上海礼兴 107 酒店的合作意向书；
4. 积极争取投资前景较好、利润较高的开发项目，年内新增奉化、长沙武广国际等 2 个项目，新增建筑面积约 108 万平米。目前公司可结算面积约 122 万平米，权益可结算建筑面积约 100 万平米。2010 年土地储备的进一步拓展可期。

## 销售顺利，预售锁定良好

2009 年度公司房地产销售面积 7.6 万平米，销售金额 11.2 亿元。结算面积 2.0 万平米，结算收入 2.5 亿元。主要结算项目为华联三号楼项目和慈溪富丽湾项目，结算面积分别为 8,700 平米和 11,283 平米。

从项目开发预售情况来看，京投快线阳光花园项目住宅部分已全部封顶，商业部分完成地下结构部分施工，项目整体销售率已达 71%，销售价格超出预期，从 9 月开盘的 17,000 元左右均价飙升至近期的 25,000 多，项目贡献利润将较原先预期大幅增长。另外，武广国际项目拆迁工作全面启动；宁波钱湖国际酒店项目正在进行室内精装修工程；住宅部分正在进行前期规划设计；杭州海威项目住宅部分基本销售完毕，住宅一期利润结转，体现为投资收益 4,651 万元。

2009 年底，公司预收款 10.56 亿元，已经锁定了我们 2010 年预测收入的 70%。

## 向大股东现金增发待批

2009 年末，由于四季度京投快线阳光花园项目的热销，公司净负债率从三季度末的 77.6% 下降至 26.1%，资产负债率仍然处在 69% 的水平。10 月 21 日，公司公布非公开发行预案，计划以 9.49 元向第一第二大股东增发 15,000 万股，如果增发成功，公司将处于净现金状态，净资产规模也几乎翻番达到 30 亿元左右，这将大幅提高公司涉足大型项目投资的能力。

在众多地产公司纷纷对公众增发圈钱的背景下，公司对两大股东现金增发，显示了股东对公司发展前景长期看好，且志在长远。

## 维持盈利预测和持有评级

我们小幅调整了对公司 2010 和 11 年的盈利预测，并认为鉴于京投快线项目的超预期价格热销，公司近年的销售锁定性好，顺利完成盈利预测风险较小，我们维持公司的**持有**评级和 12.13 元的目标价格不变。

图表 2. 09 年业绩摘要

(人民币百万)	2008 年	2009 年	同比增长 %
营业收入	795	655	(18)
营业成本	(672)	(505)	(25)
营业税	(24)	(22)	(6)
毛利润	99	128	28
其他收入	(2)	(18)	816
销售费用	(26)	(31)	20
管理费用	(20)	(57)	185
经营利润	51	21	(59)
投资收益	53	138	159
财务成本	(20)	(12)	(41)
营业外收支	(1)	(8)	892
税前利润	84	140	66
所得税金	(25)	(34)	37
少数股东权益	0	3	N/A
净利润	59	108	83
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	12	19	
经营利润率	6	3	
净利率	7	17	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	795	655	1,540	2,160	3,114
销售成本	(696)	(527)	(988)	(1,378)	(2,041)
经营费用	(29)	(69)	(95)	(113)	(155)
息税折旧前利润	70	59	457	669	918
折旧及摊销	(17)	(19)	(7)	(16)	(16)
经营利润(息税前利润)	53	39	450	653	902
净利息收入/(费用)	(20)	(12)	(20)	(19)	(21)
其他收益/(损失)	51	112	122	97	48
税前利润	84	140	553	731	928
所得税	(25)	(34)	(138)	(183)	(232)
少数股东权益	0	3	(20)	(116)	(178)
净利润	60	108	395	432	518
核心净利润	61	122	303	359	482
每股收益(人民币)	0.121	0.219	0.799	0.875	1.050
核心每股收益(人民币)	0.124	0.248	0.613	0.727	0.977
每股股息(人民币)	0.001	0.050	0.064	0.070	0.084
收入增长(%)	n.a.	(18)	135	40	44
息税前利润增长(%)	n.a.	(26)	1,039	45	38
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(17)	678	46	37
每股收益增长(%)	n.a.	82	264	10	20
核心每股收益增长(%)	n.a.	100	147	19	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	272	1,106	308	432	623
应收帐款	287	197	308	540	934
库存	219	2,651	2,772	3,457	4,359
其他流动资产	54	167	169	176	188
流动资产总计	833	4,120	3,556	4,604	6,104
固定资产	62	77	71	54	38
无形资产	37	16	16	16	15
其他长期资产	632	931	906	911	923
长期资产总计	698	1,012	980	969	964
总资产	1,531	5,133	4,536	5,574	7,068
应付帐款	119	817	203	290	443
短期债务	452	1,047	790	1,052	1,148
其他流动负债	162	1,296	1,298	1,461	2,042
流动负债总计	733	3,161	2,291	2,803	3,634
长期借款	147	286	286	286	286
其他长期负债	42	109	0	0	0
股本	282	494	494	494	494
储备	327	1,047	1,411	1,830	2,330
股东权益	609	1,541	1,905	2,324	2,824
少数股东权益	0	36	54	161	325
总负债及权益	1,531	5,133	4,536	5,574	7,068
每股帐面价值(人民币)	2.16	3.12	3.86	4.71	5.72
每股有形资产(人民币)	2.03	3.09	3.83	4.67	5.69
每股净负债(现金)	1.16	0.46	1.56	1.83	1.64

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	84	140	553	731	928
折旧与摊销	17	19	7	16	16
净利息费用	20	12	20	19	21
运营资本变动	(86)	545	(904)	(757)	(680)
税金	(25)	(34)	(138)	(183)	(232)
其他经营现金流	(38)	(122)	(56)	85	184
经营活动产生的现金流	(28)	560	(519)	(88)	238
购买固定资产净值	58	(46)	1	1	2
投资减少/增加	4	3	0	0	0
其他投资现金流	(104)	(277)	18	(11)	(69)
投资活动产生的现金流	(41)	(321)	19	(9)	(68)
净增权益	0	773	(19)	0	0
净增债务	44	(121)	(257)	262	97
支付股息	(23)	(57)	(32)	(35)	(41)
其他融资现金流	0	0	9	(5)	(35)
融资活动产生的现金流	21	595	(298)	222	20
现金变动	(48)	834	(798)	124	191
期初现金	321	272	1,106	308	432
公司自由现金流	(69)	238	(500)	(98)	170
权益自由现金流	(25)	117	(757)	164	267

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	8.9	9.0	29.7	31.0	29.5
息税前利润率	6.7	6.0	29.2	30.2	29.0
税前利润率	10.6	21.4	35.9	33.8	29.8
净利率	7.5	16.6	25.6	20.0	16.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.3	1.6	1.6	1.7
利息覆盖倍数	2.3	3.4	22.2	32.0	39.4
净权益负债率(%)	53.6	14.4	39.2	36.4	25.8
速动比率	0.8	0.5	0.3	0.4	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	95.8	52.7	14.5	13.2	11.0
核心业务市盈率	93.6	46.7	18.9	15.9	11.8
目标价对应核心业务市盈率	100.5	55.3	15.2	13.9	11.6
市净率	5.4	3.7	3.0	2.5	2.0
价格/现金流	(116.7)	8.0	(11.0)	(64.7)	24.0
企业价值/息税折旧前利润	42.7	86.7	12.4	8.8	6.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	114.8	993.3	1,001.3	824.9	698.9
应收帐款周转天数	131.9	134.9	59.8	71.6	86.4
应付帐款周转天数	54.5	260.9	120.9	41.7	43.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	0.3	22.8	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	9.8	10.1	22.9	20.4	20.1
资产收益率	2.5	0.9	7.0	9.7	10.7
已运用资本收益率	4.7	1.9	15.2	19.1	21.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 9 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個人人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371