

增持 首次

京投银泰(600683)

2010 年 12 月 6 日

股票价格

12 月 3 日收盘价	7.8 元
6 个月内目标价	9.33 元
52 周内股价波动	5.20 - 14.98 元

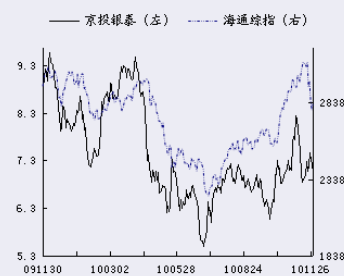
主要估值指标

	2009	2010E	2011E
市盈率	31.70	16.24	11.55
市净率	4.82	2.97	2.67

股本结构

总股本 (万股)	74078
流通 A 股 (万股)	42338
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



资料来源：海通证券研究所

轨道物业获得实质支持，基本面有望逐步转好

京投银泰是 A 股唯一一家战略定位中存在“轨道物业”模式的房地产开发企业。12 月 3 日公司股东大会通过了大股东与上市公司联合拿地的运作模式，同时拟通过大股东委托贷款和投资款的形式为上市公司提供资金支持。

由于目前北京市土地出让由原来的“招拍挂”转为“综合评定”，本次议案签订后上市公司将分享大股东相关优势，之前困扰上市公司的土地和资金瓶颈有望迎刃而解。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润增长率 (%)	184.07	82.6	112.36	49.29	66.16
营业利润率 (%)	15.4	22.9	67.2	64.4	68
净资产收益率 (%)	9.74	16.28	11.4	14.55	19.47
每股收益 (摊薄, 元)	0.21	0.22	0.31	0.46	0.77

资料来源：海通证券研究所

- **A 股唯一定位于“轨道物业”的地产开发企业。**公司是京投公司唯一上市平台。在不计算潭柘寺和无锡项目的前提下，公司储备项目累计建筑面积在 159 万平。公司目前已经形成“3+X”和“1+N”的战略发展模式。
- **资金和土地成为公司前期发展瓶颈。**我们探讨了轨道物业发展的原因和模式，认为国内土地“价高者得”的出让制度是造成当前“轨道物业”模式在国内难复制的主要原因。这使得公司前期发展存在瓶颈。
- **《议案》为公司“轨道物业”后期发展奠定基础。**12 月 3 日《议案》关于大股东与上市公司联合拿地，以及按照不高于 12% 的利率给予上市公司资金支持的方案，在北京市土地出让方式变化后对上市公司构成利好。12% 的贷款利率虽然高于银行渠道，但是明显低于目前的信托贷款。在地产企业融资渠道逐渐收紧的情况下，资金支持将为公司后期发展提供动力。
- **北京轨道线发展将给公司后期扩大带来契机。**根据北京轨道发展规划，到 2015 年京投公司将建成轨道交通线路 19 条，运营总里程 561.5 公里。轨道沿线的扩张将整理出更多可供开发的轨道物业用地。这也是公司未来“轨道物业”模式发展的契机。
- **首次给予公司“增持”评级。**12 月 3 日，公司收盘于 7.8 元，对应 2010 年 PE 为 25.16 倍，2011PE 为 16.95 倍。不计算潭柘寺和无锡嘉仁花园项目的前提下，公司地产业务 RNAV 在 6.57 元左右。计算以上两项目的话 RNAV 在 9.33 元。本次《议案》中大股东对上市公司在拿地和资金上的支持使得公司“轨道物业”的独特战略定位从实质上得到利好。公司基本面有望逐步转好。首次给予公司“增持”评级。如果公司后期能在土地市场上将“轨道物业”模式正式实现，基本面将进一步改善。
- **风险提示：**“轨道物业”模式在国内暂无先例，后期依旧需要检验公司在土地市场上的运作能力。行业面临加息和政策调控两大风险。

房地产行业分析师

涂力磊

SAC 执业证书编号：

S0740210020003

电话：021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

联系人

贾亚童

电话：021-23219421

Email: jjayt@htsec.com

目 录

我们的观点:	3
1. A股市场唯一的“轨道物业”模式	3
1.1 公司发展历程	3
1.2 大股东介绍	4
1.3 公司战略: “3+X”和“1+N”	4
2. 为何选择“轨道物业”?	5
2.1 地铁公司盈利难是世界性问题	5
2.2 从“政策性盈利”到“多元投资”: 轨道物业成为首选	5
3. 轨道物业开发模式介绍	7
3.1 “地铁企业二级开发”模式	7
3.2 “地铁企业联合开发”模式	7
3.3 TOD模式(交通引导开发)	8
3.4 案例分析: “轨道物业”成就港铁公司经营盈利	8
4. 当梦想照进现实	10
4.1 合作投资: “轨道物业”模式的开始	10
4.2 股东背景目前与上市公司规模不相称	12
5. 盈利预测和估值	14
5.1 业绩预测	14
5.2 RNAV	14
6. 投资建议	15
7. 风险提示	15

图表目录

图 1 上市公司股权关系构架图.....	3
图 2 申通地铁近几年日均客运量和平均票价情况.....	5
图 3 申通地铁近几年利润总额和 09 年营业外收入	5
图 4 传统轨道企业盈利模式	6
图 5 “地铁企业二级开发”模式说明	7
图 6 “地铁企业联合开发”模式说明	7
图 7 TOD 模式说明	8
图 8 港铁公司近几年营业收入保持增长	9
图 9 港铁公司近几年净利润情况	9
图 10 港铁运营模式图	9
图 11 港铁公司各项业务利润贡献（单位：亿港元）	10
图 12 京投银泰近几年预收账款变化	11
图 13 京投银泰资金面情况.....	11
图 14 北京市 2004-2015 年地铁规划图.....	13
表 1 大股东一级开发项目表	4
表 2 公司项目储备情况	4
表 3 轨道企业不同业务模式优劣比较.....	6
表 4 《议案》主要内容	10
表 5 大股东与上市公司实力比较	11
表 6 2010 年部分上市公司信托计划	12
表 7 近期所发行房地产信托融资成本高于本次《议案》	12
表 8 京投公司与香港地铁比较表	13
表 9 公司房地产业务销售预测.....	14
表 10 公司 RNAV 预测	14

我们的观点:

由于行业 2011 年面临政策面销售的压制、宏观面从“适度宽松”转为“稳健”后对行业资金面的紧缩,因此我们维持对行业的“中性”评级。在这种背景下,盈利模式和资金面成为企业后期竞争的关键。

京投银泰是 A 股唯一一家战略定位中存在“轨道物业”模式的房地产开发企业。大股东京投公司主要业务为城市轨道交通及轨道交通沿线资源开发。12 月 3 日公司董事会审议通过《关于公司与北京市基础设施投资有限公司合作投资房地产项目暨关联交易的议案》。该议案拟定了大股东与上市公司联合拿地的运作模式,同时拟通过大股东委托贷款和投资款的形式为上市公司提供资金支持。

由于目前北京市土地出让由原来的“招拍挂”转为“综合评定”,本次议案签订后上市公司将分享大股东在轨道开发、资金运营和地缘关系等方面的优势,之前困扰上市公司的土地和资金瓶颈有望迎刃而解。公司所倡导的“轨道物业”模式再次获得股东支持,基本本有望逐步转好。

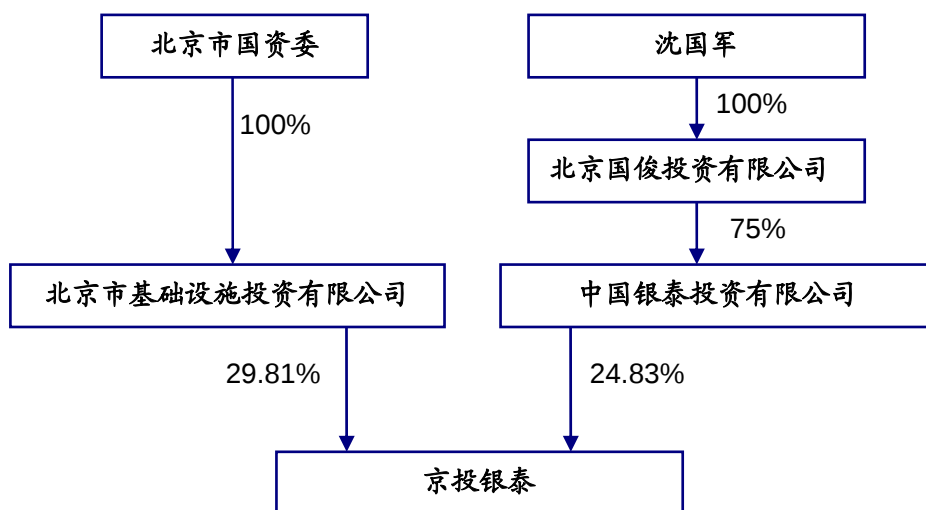
1. A股市场唯一的“轨道物业”模式

1.1 公司发展历程

公司前身是 1993 年上市的宁波华联集团。2000 年公司控股股东由宁波国有资产管理局变更为中国银泰投资有限公司。09 年 3 月,公司向北京市基础设施投资有限公司(以下简称京投公司)和中国银泰投资非公开发行 21,160 万股。发行完毕后,京投公司持有公司 29.81% 股权,成为控股股东。原控股股东中国银泰持股比例降为 24.83%,成为第二大股东。

目前京投银泰是京投公司旗下唯一的上市融资平台。

图 1 上市公司股权关系构架图



资料来源:公司公告、海通证券研究所

1.2 大股东介绍

公司大股东京投公司主要业务为城市轨道交通及轨道交通沿线资源开发。目前京投公司拥有已运营地铁线路 228 公里,日均客运量 500 多万人次。此外公司业务已延伸到轨道交通沿线土地一级开发、高速铁路投资、城中村改造和信息基础设施等相关领域。京投公司所参与的地铁沿线土地一级开发项目请见表 1。

表 1 大股东一级开发项目表

项目名称	类型	面积(公顷)	状态
轨道交通大兴线枣园站	土地一级开发	42	在建
地铁 9 号线	土地一级开发	160	前期准备
潭柘寺镇	土地一级开发	175	前期准备
地铁 10 号线黄庄站	地下空间开发	-	前期准备

资料来源:公司公告、海通证券研究所

截至 2010 年 6 月,京投公司注册资本 485.13 亿元,净资产 600.97 亿元,总资产 1174.39 亿元,为北京第二家资产规模过千亿元大关的国有企业。

1.3 公司战略:“3+X”和“1+N”

目前公司是 A 股唯一一家战略定位中存在“轨道物业”模式的房地产开发企业。公司当前发展战略立足于“3+X”模式,即以轨道物业、景观物业和高端城市综合体三大产品开发为核心,做大做强房地产开发业务;在此基础上,依托开发业务发展壮大自持物业业务,依托自持物业适时发展房地产金融业务。此外,在项目布局方面,公司推行“1+N”模式,即以北京为核心,宁波和长沙等其他城市为补充。

目前在不计算潭柘寺和无锡嘉仁花园项目(潭柘寺项目已成立投资公司,拟与当地政府签订协议进行整体开发。详情请见公司 2010 年 10 月 26 日公告。无锡嘉仁花园项目公司已签订收购意向并锁定收购条件。详情请见公司 2010 年 2 月 4 日公告。)的前提下,公司储备项目累计建筑面积为 159 万平,其中商业项目 2 个,住宅项目 6 个。

表 2 公司项目储备情况

物业名称	物业类型	权益	占地面积(万平)	规划建筑面积(万平)	权益建筑面积(万平)
大红门项目	住宅	95%	-	21.01	19.96
宁波东钱湖项目	住宅	45%	-	8.96	8.96
宁波华联 3#地块	住宅	90%	3.20	2.88	2.88
杭州银泰海威国际	商业	37%	30.83	11.41	11.41
武广国际项目	住宅	80%	107.25	107.25	85.80
CBD 商业项目	住宅	41%	1.36	9.00	3.67
内蒙古鄂尔多斯项目	住宅	51%	24.79	49.58	25.29
上海礼兴酒店 107 号土地	商业	27.5%	0.46	3.21	0.88
无锡嘉仁花园	住宅	-	24.16	-	-
潭柘寺整体开发项目	住宅	100%	194.03	194.03	194.03
合计				213.29	158.84

注:合计面积中未统计潭柘寺和无锡项目
资料来源:海通证券研究所

2. 为何选择“轨道物业”？

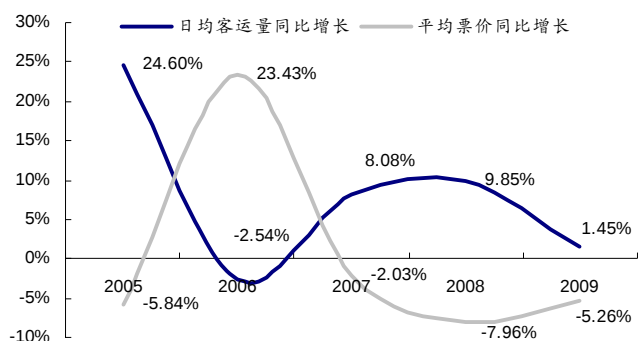
2.1 地铁公司盈利难是世界性问题

地铁作为城市的重要交通工具，在居民生活和城市经济发展中起到重要作用。但是对于大部分地铁公司而言，单纯依靠地铁票价基本上很难实现盈利。造成这一现象的主要原因在于地铁投资建设费用远高于后期票价收入。此外，一旦轨道交通进入运营阶段，又将产生大量维护和运营费用。这些成本使得全球大部分地铁公司主营业务基本处于亏损，长期需要政府财政补贴来维持运营。

地铁盈利难问题在我国同样存在。从建设成本来看按照目前价格水平，如果设备主要立足国内，地铁造价一般在每公里 4 亿元左右，轻轨造价在 2.5 亿元左右。由于设备更加先进，目前北京地铁平均建造成本是 1 公里 7.3 亿。按照北京地区 142 公里已建地铁线路看，总投资不少于 1036 亿。但是从回报方面看，按照北京日均客运量 300 万人次，人均票价 2 元测算，年收入在 21.9 亿。不考虑后期地铁线延长造成的规模效应，车票收入的静态投资回报率超过 50 年。

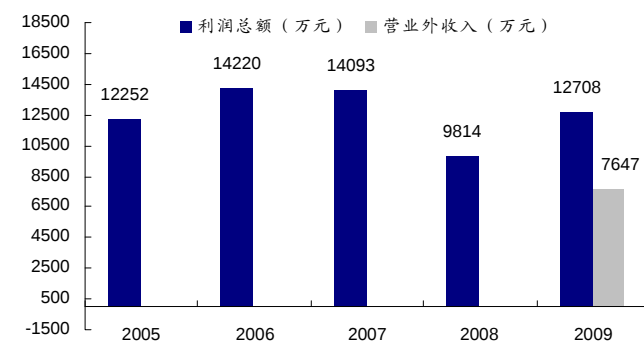
在运营费用方面，我们以经营上海地铁 1 号线的申通地铁（600843）为例。公司近几年利润增长较慢，且动力主要依赖政府补贴。2009 年全年利润总额的 60% 均来自于此。另一方面，虽然近几年客流量保持同比增长，但由于车辆陆续大修以及地铁票价优惠等因素造成实际票价逐年下滑。

图 2 申通地铁近几年日均客运量和平均票价情况



资料来源：申通地铁 09 年年报、海通证券研究所

图 3 申通地铁近几年利润总额和 09 年营业外收入



资料来源：申通地铁 09 年年报、海通证券研究所

考虑到申通地铁主要参与地铁运行，而不参与地铁建设，因此如果将地铁建设费用摊销到营运期间的話，公司将难有盈利。

综上所述，以上众多原因造成地铁企业很难实现盈利。

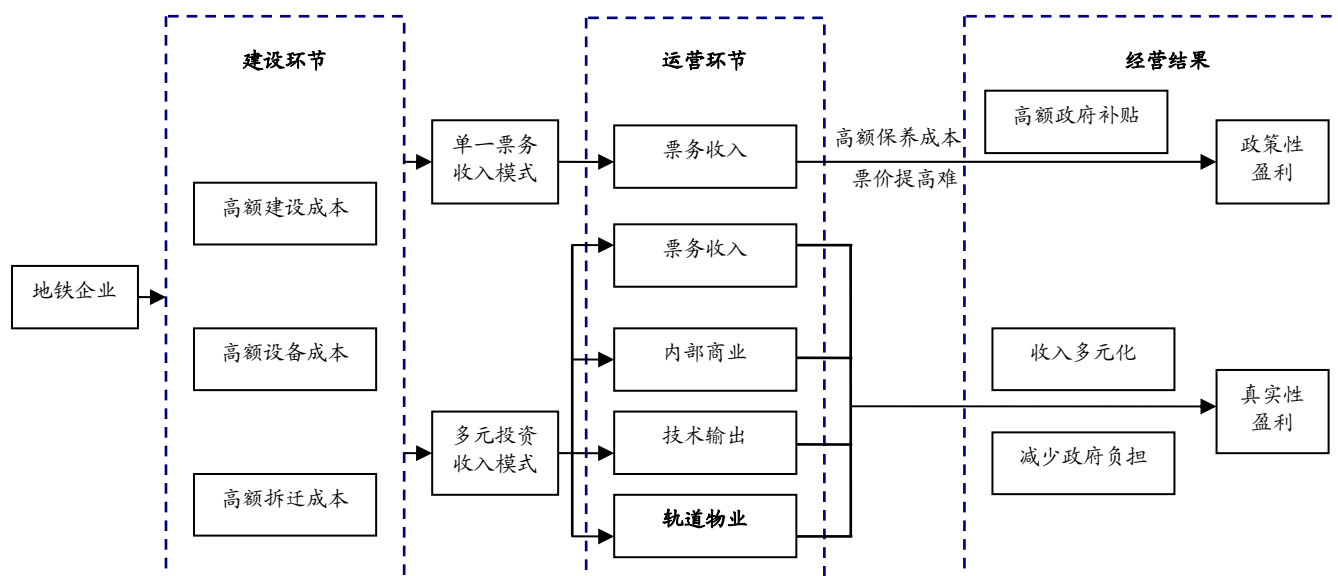
2.2 从“政策性盈利”到“多元投资”：轨道物业成为首选

虽然地铁属于社会公益性事业，其效益主要体现在社会效益上，即地铁在推动城市经济和社会发展、解决城市交通问题、提高城市现代化水平及改善居民生活质量等方面所起到的重要作用。但是如此巨大的建设和运营成本，单靠地方政府财力支持无疑对轨道交通事业发展有所制约。因此，地铁公司实现自身盈利依旧具有现实意义。

从以上分析中不难看出，对于地铁运营公司而言一方面高票价和提升票价都很困难，否则有加大居民成本，难以体现地铁公益属性之嫌；另一方面简单的票价收入与高额造价相比依旧是入不敷出。

因此，越来越多的城市开始选择将地铁管理公司由最初的“政策性盈利”转移到“多元投资”。所谓多元投资就是指将地铁运营收入从之前单纯的票务收入，衍生到地铁内部商业、地铁周边地产开发和地铁运营技术输出收入等方面。

图 4 轨道企业单一票务和多元投资模式比较



资料来源：海通证券研究所

而其中的地铁周边地产开发就是所谓的“轨道物业”。“轨道物业”主要指轨道交通上盖（车辆段、车站）和沿线物业。相比票务收入、政策补贴、地铁内部商业和技术输出而言，“轨道物业”开发对地铁运营公司具备优势和吸引力。相关详细比较请见下表 3。

表 3 轨道企业不同业务板块优劣比较

项目	轨道物业	票务收入	政策补贴	内部商业	技术输出
技术优势	在车站上盖和地下轨交枢纽站物业建设方面具备明显优势	垄断经营	不存在	垄断经营	视公司实力
利润大小	较大	较小	与地方财力有关	较小	高端技术输出利润较大
利润稳定性	具有周期性波动特征	稳定增长	与地方财力有关	稳定增长	与轨交行业整体发展速度
持续发展能力	随轨道交通面积扩大，可开发面积随之扩大	稳定增长	与地方财力有关	与整体经济有关	与公司研发能力有关
地缘优势	了解轨道发展方向、审批部门和内部关键结构	垄断经营	与地方财力有关	垄断经营	垄断经营
政策影响	受国家调控影响	政策保护	政策保护	垄断经营	与国内技术输出规定有关
竞争力	交通优势明显，竞争力较高	未有明显优势	不存在该问题	未有明显优势	与公司综合能力有关

资料来源：海通证券研究所

因为轨道物业在以上几个方面具备优势，越来越多的轨道公司开始考虑将轨道沿线物业开发纳入主营业务之中，希望通过对衍生业务的合理搭配，努力缩小亏损、甚至略微盈利。

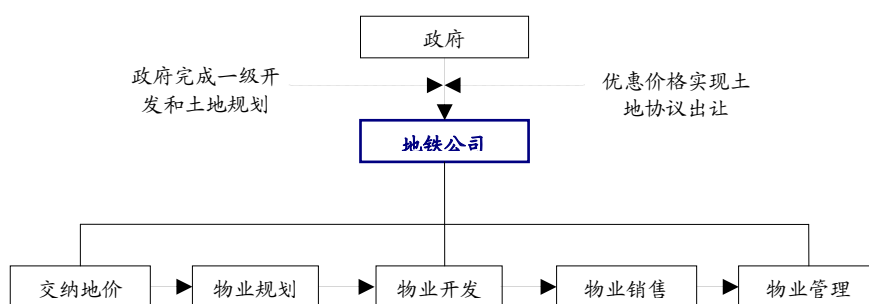
3. 轨道物业开发模式介绍

从目前各国已有的“轨道物业”开发模式来看，整体可以分为三类：地铁企业二级开发、地铁企业联合开发、TOD 模式开发（交通引导开发）。

3.1“地铁企业二级开发”模式

地铁企业二级开发模式指政府首先负责轨道上方土地的一级开发流程。当土地整理工作完成后，政府以相对优惠的价格将土地出让给地铁企业。地铁企业必须按照政府部门对土地的整体规划进行施工建设，仅参与土地二级开发。“地铁企业二级开发”模式由于土地出让价格相对优惠，因此类似于政府间接补贴。

图 5 “地铁企业二级开发”模式说明

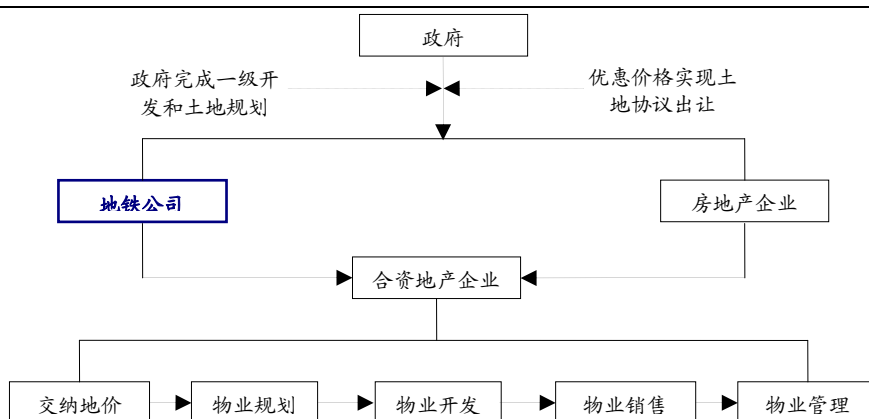


资料来源：世联地产、海通证券研究所

3.2“地铁企业联合开发”模式

地铁企业联合开发模式与地铁企业二级开发模式有类似之处。但与第一种模式稍有不同的是，联合开发中地铁企业将与政府指定开发商组建合资房地产公司。政府在土地出让上依旧采取补贴方式，以相对低廉的价格将土地出让给合资地产公司。在合资地产公司中地铁企业主要负责对轨道上盖物业的安全性提供技术支持、资金筹措等，并不一定直接参与物业建设。之所以成立合资地产公司主要是防止“大而全、小而全”的资源浪费问题，让地产企业专攻轨道建设的同时，又能分享部分物业建设收益。

图 6 “地铁企业联合开发”模式说明



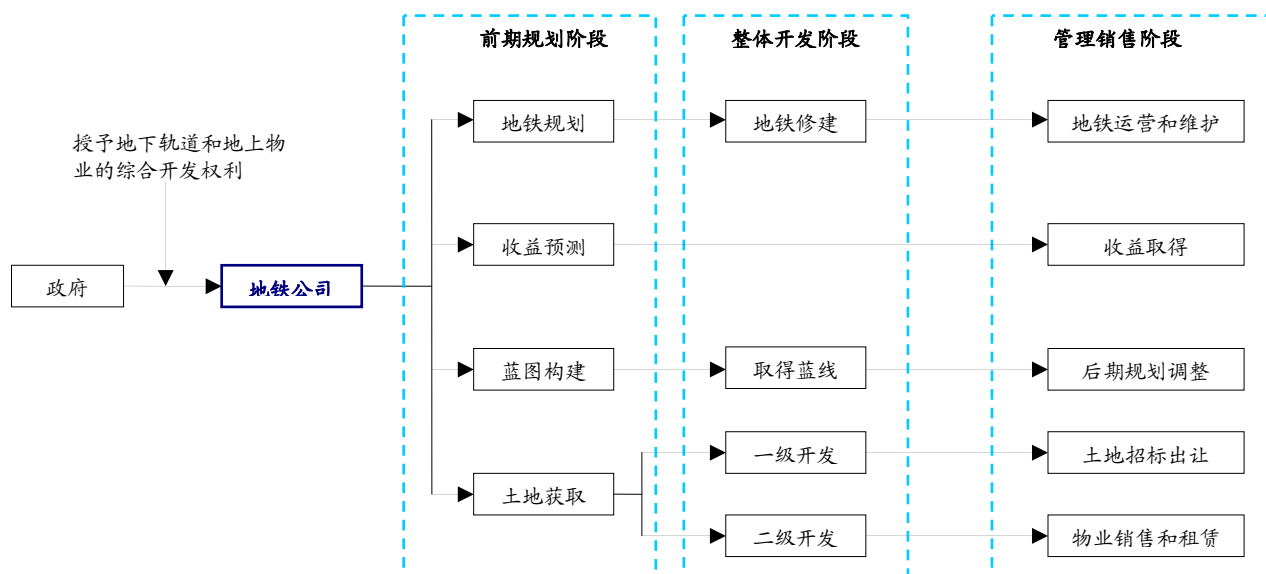
资料来源：世联地产、海通证券研究所

3.3 TOD模式（交通引导开发）

TOD 模式（交通引导开发）指政府将土地以协议出让方式提供给地铁企业。地铁企业负责整个地上、地下建筑物一级和二级开发，包括规划设计、资金安排、招标分包和招租销售等工作。地铁企业成为整个城市轨道交通沿线的设计师和建筑师。

TOD 模式与之前两种模式最大区别在于轨道上方物业的土地一级整理和土地规划工作也完全由地铁企业负责。地铁企业突破了原本仅参与二级开发的盈利模式。一级整理和整体规划有利于将轨道周边所有资源进行整合，实现城市高效率运行。与此同时，地铁企业除享受自身修建物业的销售收入外，也可享受土地一级出让收入。

图 7 TOD 模式说明



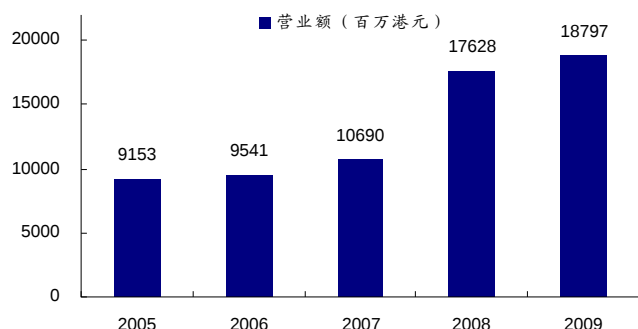
资料来源：世联地产、海通证券研究所

在 TOD 模式中地铁公司成为地铁沿线物业开发的主导者。目前我国香港地区地铁公司就采用 TOD 模式。

3.4 案例分析：“轨道物业”成就港铁公司经营盈利

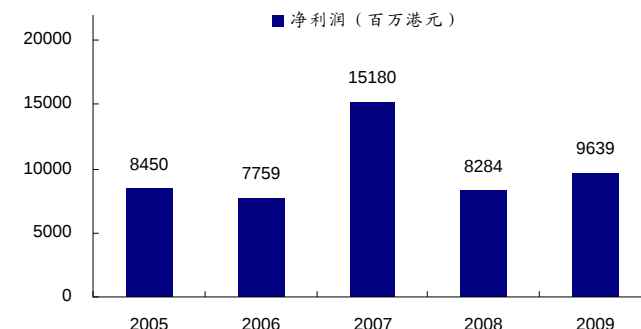
香港地铁有限公司（以下简称港铁公司）是香港地铁建设、运营、管理的唯一主体。公司 2009 年实现营业收入 187.97 亿，较 08 年同比增长 6.6%；当年实现净利润 96.39 亿，较 08 年增长 16%。公司近五年营业收入保持增长，是世界上为数不多、可以实现盈利的轨道企业。

图 8 港铁公司近几年营业收入保持增长



资料来源：港铁公司年报、海通证券研究所

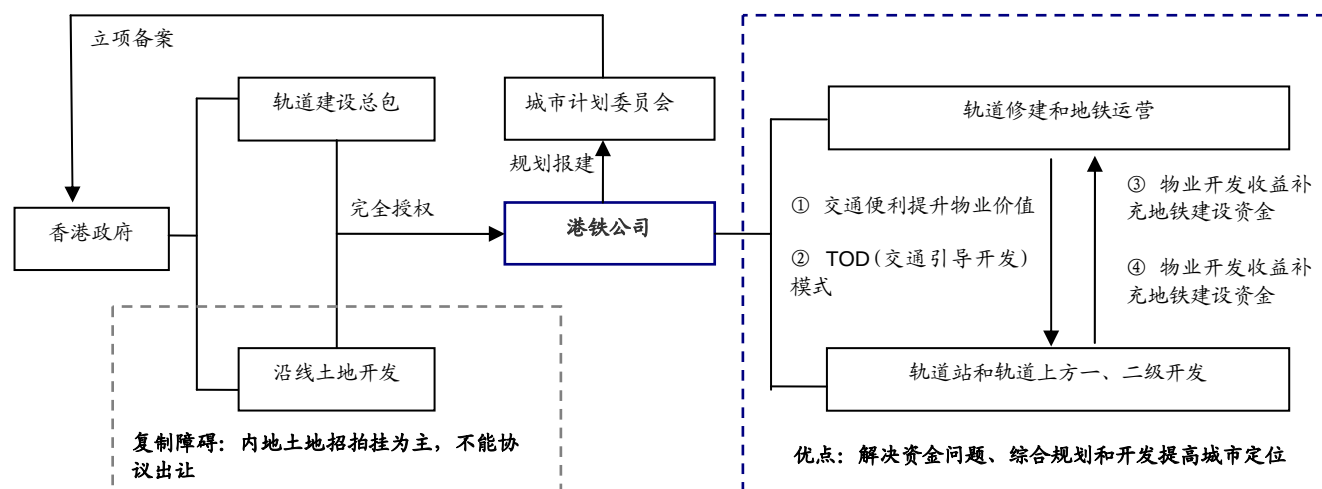
图 9 港铁公司近几年净利润情况



资料来源：港铁公司年报、海通证券研究所

港铁公司 TOD 运营模式的具体操作流程如下图 10，首先由香港政府在安排港铁公司对轨道进行建设、融资和运营的同时，以总承包的方式批给港铁公司在车站车辆段上部及其邻近范围进行物业开发的权利。由港铁公司负责将整个铁路及沿线物业规划方案提交城市计划委员会审批。获批之后，港铁公司即开展对地铁建设和轨道物业的招标开发工作。

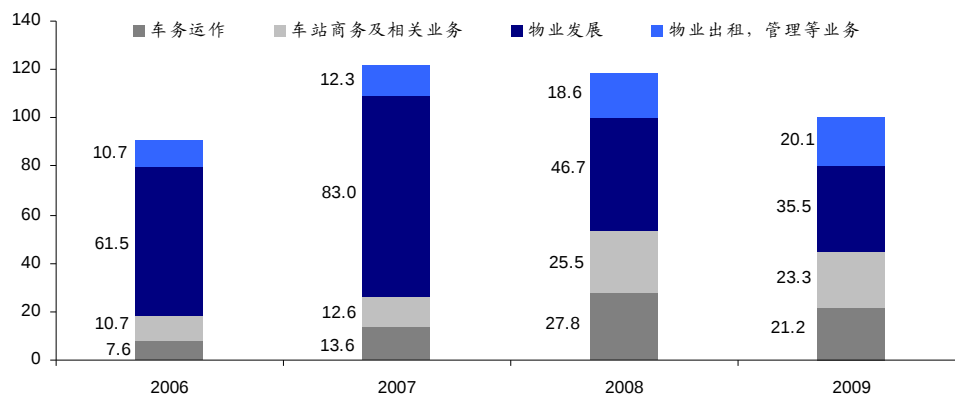
图 10 港铁运营模式图



资料来源：海通证券研究所

港铁公司的 TOD（交通引导开发）经营模式，通过将地下轨道建设和地上城市开发两者进行有机结合，最大程度提高了城市建设的合理性和资源利用。更为重要的是通过地上城市开发，港铁公司实现了大量资金回流。物业项目利润成为公司实现盈利运营、甚至是减少政府轨道投资资金压力的重要手段。近几年物业发展、出租和管理等业务在港铁公司总利润中的贡献比例占 50%以上。而真正的纯车务运作利润（包括票务、工程代建等）在总利润的占比不到 10%。

图 11 港铁公司各项业务利润贡献（单位：亿港元）



资料来源：港铁公司年报、海通证券研究所

综合以上分析可以看出港铁模式最为突出的就是将物业开发和轨道建设有机结合。政府在土地问题上的大力支持，成为该模式成功的关键。

4. 当梦想照进现实

由于公司大股东北京市基础设施投资有限公司是北京唯一的地铁开发、建设和运营企业，因此作为大股东唯一的上市融资平台京投银泰被资本市场寄予拓展“轨道物业”的厚望，希望公司能够实现对港铁模式的成功复制。但是，由于目前内地土地出让均采用招拍挂形式，这无形中使得上市公司复制港铁模式存在一定困难。

2010 年 12 月 4 日，公司董事会大会审议通过了《关于公司与北京市基础设施投资有限公司合作投资房地产项目暨关联交易的议案》。京投银泰拟与京投公司合作，投资开发北京市范围内的轨道交通上盖（车辆段、车站）及沿线物业，以及其他招拍挂普通住宅项目。与此同时拟通过大股东委托贷款和投资款的方式（年综合成本最高不超过 12%）向上市公司提供资金支持，以确保项目资金到位。在北京市土地出让采取“综合评标”后，该议案的通过有望使得“轨道物业”模式在国内得到发展。

4.1 合作投资：“轨道物业”模式的开始

本次《议案》通过了上市公司与大股东京投公司合作投资轨道物业及北京区域普通住宅开发项目的投资方案。方案具体内容请见下表 4。

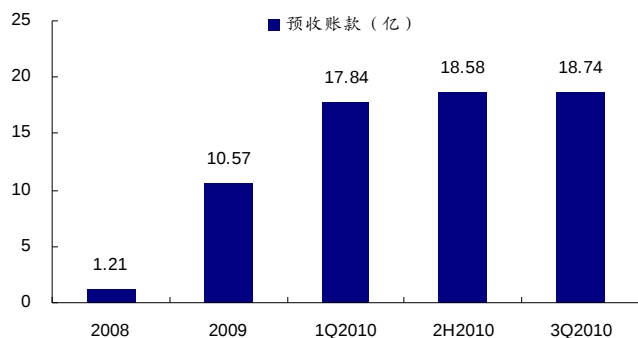
表 4 《议案》主要内容

议题	主要内容
投资范围	轨道交通上盖（车辆段、车站）和沿线物业，以及北京市域范围内的其他普通住宅物业
投资模式	公司与京投公司以组成联合体或其他合作方式参与开发地块的竞标
项目公司组建方式	原则上上市公司占项目公司的股权比例大于 51%
股东方资金支持	项目公司支付地价款时，除项目公司自有资金以外，其余资金拟由京投公司以股东委托贷款和投资款的方式提供，所提供资金（指股东贷款和投资款）的年综合成本最高不超过 12%，具体数值由双方参照市场利率协商确定
项目公司经营管理	公司全权负责项目公司具体经营管理。京投公司不参与项目公司运营管理，所持股权将以股权托管的方式委托公司管理

资料来源：公司公告、海通证券研究所

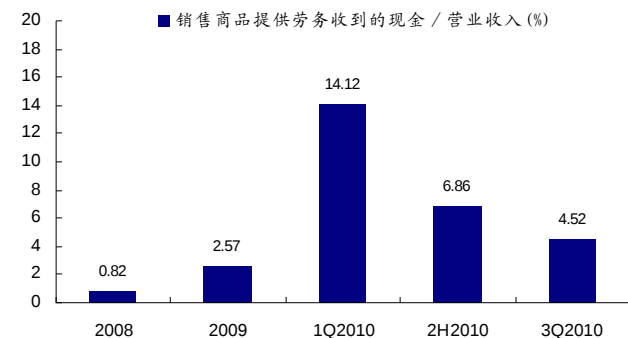
在《议案》通过之前,虽然公司把“轨道物业”定位为战略方向,但是由于自身实力和资质等方面的原因,在北京激烈的土地竞标中一直处于下风。3季报显示公司预收账款 18.74 亿,销售商品提供劳务收到的现金比营业收入为 4.52%。按照公司目前的资金状况在强手如林的北京土地市场希望抢占“轨道物业”存在明显瓶颈。

图 12 京投银泰近几年预收账款变化



资料来源:公司年报、海通证券研究所

图 13 京投银泰资金面情况



资料来源:公司年报、海通证券研究所

《议案》通过之后,公司将直接享受大股东在资金和资质方面的优势。我们将京投银泰与大股东在相关方面进行对比,可以明显看出大股东京投公司不论在资质、资金,还是在开发经验和社会背景方面较上市公司都高出一个层次。

表 5 大股东与上市公司实力比较

项目	北京市基础设施投资有限公司	京投银泰
注册资本	485.13 亿	7.41 亿
净资产	600.97 亿	18.96 亿
总资产	1174.39 亿	71.74 亿
地缘关系	北京国资委全资控股企业	京投公司控股企业
资质	拥有地铁建设、土地一级开发和房地产开发相关资质	不具备地铁建设和土地一级开发资质
主营业务	投资管理、资源开发、资产管理、轨道建设	房地产开发
核心资产	9 条地铁、累计 142 公里线路经营权	146 万平土地储备、其中京内建面 23 万平
优势	在轨道资源开发、渠道融资等方面具有明显优势	具备相关地产开发经验

资料来源:公司公告、海通证券研究所

目前北京市取消了原本单靠资金实力竞价的土地招拍挂方式。新办法采用“综合条件最优者得”,同时试点“限地价、竞政策房面积”的评标方式。按照这一规定,大股东参与土地投标将增加公司优势。在地铁综合枢纽站、交通接驳站和城市中心站上方,这些对工程技术、施工设计和地铁线路熟悉程度要求较高的地段,大股东优势十分明显。综合分析,公司与大股东联合建设属于介于“地铁企业二级开发模式”和“TOD 模式”之间的形态。对突破上市公司土地瓶颈构成利好。

除以上规定外,《协议》商定公司大股东将向上市公司提供资金支持,贷款利率不超过 12%,主要用于土地购置或者后期建设。在 A 股融资渠道基本停止的背景下,地产商基本只能通过银行和信托两大途径实现融资。近期银监会下发了《信托公司房地产信托业务风险提示的通知》,要求各家信托公司立刻对房地产信托的合规性和风险状况进行自查。就当前情况来看,信托融资同样基本叫停。

表 6 2010 年部分上市公司信托计划

公司名称	类型	规模	合作方式
万通地产	房地产信托计划	计划 5 年内完成 50 亿人民币投资	公司与平安信托将分别作为目标项目公司股东对目标项目公司按照各自 50% 出资。
绿城集团	房地产信托计划	计划 3 年完成 150 亿人民币投资	与平安信托合作设立基金管理公司。
新城 B	房地产信托计划	人民币 3 亿元	信托计划期限为 2 年，综合成本不超过 13%/年
南国置业	房地产信托计划	人民币 1.98 亿元	发行总额为 2 亿元、期限 30 个月，利息不超过 15%。
上实发展	房地产信托计划	人民币 10 亿元	与中诚信托合作，为期 1 年，利率 4.779%

资料来源：上市公司公告、海通证券研究所

按照京投银泰目前的规模很难获得较大银行信贷额度。大股东在行业资金收紧的大背景下，给予资金支持将使得公司在调控中处于相对有利位置。目前 12% 的融资成本相对银行贷款而言较高，但是相对信托融资而言明显处于较为有利位置。目前房地产信托产品的平均预期收益率在 10% 以上，开发商融资成本在 15% 到 20%。而大股东给予的 12% 的融资成本优于信托计划。

表 7 近期所发行房地产信托融资成本高于本次《议案》

信托名称	用途	资金规模（万元）	期限	预期收益率
百瑞信托-百瑞宝盈 91 号集合资金信托计划	新都汇购物广场项目建设	9000-12000	2 年	<12.5%
北方信托-香水湾红-度假区金锦花园项目	香水湾红-度假区金锦花园项目建设	45000-55000	18-24 个月	9.2%-10%
西安信托-中大西郊半岛信托计划	西郊半岛项目建设	8000	2 年	<10%
新华信托-天津浩地集团山水云天信托计划	“山水云天”项目的后续工程建设	20000	2 年	<10%
新华信托-惠州东江新城项目	“惠州东江新城项目”的开发和建设	60000	18 个月	<12.5%
新华信托-江西极地置业	九江“盛世名都”项目开发建设	15000-20000	24 个月	9.5%—10.5%
华宸信托-金山 1 号天成一品房地产	“天成一品”房地产项目建设	15000	24 个月	9.5%—12%

资料来源：中国信托协会网站、海通证券研究所

综上所述，《议案》的通过是对公司“轨道物业”未来发展的重要支持，一旦该模式进入成熟阶段将为公司带来长足发展的动力。

4.2 股东背景目前与上市公司规模不相称

我们将公司控股股东京投公司与香港地铁有限公司进行比较可以看到，京投银泰大股东在轨道建设数量、未来发展、资金实力上并不落后于港铁公司。但是，在轨道物业的发展上较港铁公司存在差距。目前大股东在本次《议案》中已经明确了后期进入这一领域的开发方式，京投银泰作为京投公司唯一上市平台在轨道物业上将得到大股东的后续支持。

5. 盈利预测和估值

5.1 业绩预测

我们预计公司 2010、2011 和 2012 年公司住宅销售收入分别在 11.95 亿、19.8 亿和 28.99 亿左右。对应各年 EPS 分别为 0.31 元、0.47 元和 0.77 元。项目销售收入测算请见表 9。

表 9 公司房地产业务销售预测

物业名称	权益	占地面积 (万平)	规划建筑面积 (万平)	权益建筑面 积(万平)	结算面积(万平)			结算收入(百万元)		
					10	11	12	10	11	12
大红门项目	95%	21.01	21.01	19.96	4.00	6.00	8.00	880	1320	1936
宁波东钱湖项目	45%	19.90	8.96	8.96			0.98	0	0	129
宁波华联 3#地块	90%	3.20	2.88	2.88		1.00	1.00	0	160	176
杭州银泰海威国际	37%	30.83	11.41	11.41	1.26	2.00	1.00	315	500	275
武广国际项目	80%	107.25	107.25	85.80			5.80	0	0	383
CBD 商业项目	41%	1.36	9.00	3.67				0	0	0
内蒙古鄂尔多斯项目	51%	24.79	49.58	25.29				0	0	0
潭柘寺整体开发项目	100%	194.03	194.03	194.03				0	0	0
上海 107 酒店								0	0	0
房地产开发分计					5	9	17	1195	1980	2899
合计								1195	1980	2899

资料来源：海通证券研究所

5.2 RNAV

不计算潭柘寺和无锡嘉仁花园项目的前提下，公司地产业务销售 RNAV 在 6.57 元左右。RNAV 测算请见表 10。

表 10 公司 RNAV 预测

项目名称	权益	规划建筑 面积	权益规划建 筑面积	2010 年初权益未结 算面积	权益净资产值	占权益净资产 产值比例
	(%)	(万平)	(万平)	(万平)	(百万元)	(%)
大红门项目	95%	21.01	20.0	19.96	958	29.09%
宁波东钱湖项目	45%	19.90	9.0	5.98	157	4.77%
宁波华联 3#地块	90%	3.20	2.9	2.00	82	2.48%
杭州银泰海威国际	37%	30.83	11.4	4.26	625	18.98%
武广国际项目	80%	107.25	85.8	85.80	911	27.67%
CBD 商业项目	41%	9.00	3.7	3.67	269	8.18%
内蒙古鄂尔多斯项目	51%	49.58	25.3	25.29	291	8.84%
分计				146.96	3292	100.00%
WACC						8.60%
地产业务净权益增加值						3292
2009 年净资产账面价值						1577
RNAV						4869
股本(百万股)						740.78
每股 RNAV (元)						6.57

资料来源：海通证券研究所

目前无锡项目已签订收购意向并交纳担保金，潭柘寺已成立项目公司，如果以上两项目能顺利划归公司名下，公司每股重估净资产在 9.33 元左右。

6. 投资建议

12月3日,公司收盘于7.8元,对应2010年PE为25.16倍,2011PE为16.95倍。本次《议案》中大股东对上市公司在拿地和资金上的支持使得上市公司“轨道物业”的独特战略定位从实质上得到利好。公司基本面有望逐步转好。首次给予公司“增持”评级。后期如果能在土地市场上将“轨道物业”模式真正实现,基本面将进一步改善。

7. 风险提示

《议案》尚需等待公司股东大会通过。此外,当前房地产行业整体面临加息和政策调控的系统性风险。

损益表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	664	795	655	1,258	2,110	3,009
增长率	-11.54%	19.8%	-17.7%	92.1%	67.7%	42.6%
营业成本	-609	-672	-505	-413	-751	-963
% 销售收入	91.7%	84.6%	77.1%	32.8%	35.6%	32.0%
毛利	55	123	150	845	1,359	2,046
% 销售收入	8.3%	15.4%	22.9%	67.2%	64.4%	68.0%
营业税金及附加	-5	-24	-22	-307	-537	-800
% 销售收入	0.7%	3.0%	3.4%	24.4%	25.4%	26.6%
营业费用	-12	-26	-31	-60	-106	-150
% 销售收入	1.8%	3.2%	4.7%	4.8%	5.0%	5.0%
管理费用	-11	-20	-57	-110	-184	-271
% 销售收入	1.7%	2.5%	8.7%	8.7%	8.7%	9.0%
息税前利润(EBIT)	27	53	39	367	533	824
% 销售收入	4.0%	6.7%	6.0%	29.2%	25.3%	27.4%
财务费用	-18	-20	-12	-68	-85	-75
% 销售收入	2.7%	2.5%	1.8%	5.4%	4.0%	2.5%
资产减值损失	0	-2	-18	-1	1	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	53	138	0	0	0
% 税前利润	31.7%	63.3%	98.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	19	85	148	299	449	746
营业利润率	2.9%	10.7%	22.6%	23.8%	21.3%	24.8%
营业外收支	15	-1	-8	0	0	0
税前利润	34	84	140	299	449	746
利润率	5.2%	10.6%	21.4%	23.8%	21.3%	24.8%
所得税	-14	-25	-34	-66	-103	-172
所得税率	39.3%	29.4%	24.3%	22.0%	23.0%	23.0%
净利润	21	59	106	233	345	575
少数股东损益	0	0	-3	3	2	4
归属于母公司的净利润	21	59	108	230	344	571
净利率	3.1%	7.5%	16.6%	18.3%	16.3%	19.0%

现金流量表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	21	59	106	233	345	575
少数股东损益	0	0	0	3	2	4
非现金支出	17	19	38	15	18	17
非经营收益	-1	-20	-128	153	172	175
营运资金变动	122	-86	545	-532	581	1,085
经营活动现金净流	158	-28	560	-128	1,118	1,856
资本开支	-10	5	10	6	3	8
投资	-137	63	-238	0	0	0
其他	6	-100	-74	0	0	0
投资活动现金净流	-121	-41	-321	-6	-3	-8
股权募资	0	0	773	0	0	0
债权募资	253	44	-121	354	344	-225
其他	-36	-23	-57	-84	-101	-104
筹资活动现金净流	216	21	595	269	243	-329
现金净流量	253	-48	834	136	1,358	1,520

资产负债表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	321	272	1,106	1,239	2,595	4,111
应收款项	33	52	17	67	112	160
存货	331	219	2,651	3,966	3,709	3,171
其他流动资产	19	54	347	534	778	909
流动资产	704	597	4,120	5,806	7,195	8,351
% 总资产	53.8%	50.7%	83.1%	87.5%	89.8%	91.2%
长期投资	482	456	687	687	687	687
固定资产	71	76	95	82	65	55
% 总资产	5.5%	6.5%	1.9%	1.2%	0.8%	0.6%
无形资产	38	37	18	23	24	24
非流动资产	603	581	837	828	813	804
% 总资产	46.2%	49.3%	16.9%	12.5%	10.2%	8.8%
资产总计	1,307	1,179	4,957	6,634	8,008	9,155
短期借款	393	490	1,231	1,594	1,929	1,661
应付款项	380	234	1,867	2,885	5,468	7,176
其他流动负债	18	9	63	63	92	112
流动负债	791	733	3,161	4,542	7,489	8,950
长期贷款	200	147	286	286	286	286
其他长期负债	148	42	109	109	109	109
负债	1,139	921	3,556	4,937	7,884	9,345
普通股股东权益	904	609	1,541	2,018	2,362	2,933
少数股东权益	0	0	36	39	41	44
负债股东权益合计	2,043	1,531	5,133	6,994	10,286	12,323

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益(元)	0.074	0.210	0.219	0.311	0.464	0.771
每股净资产(元)	3.201	2.159	3.121	2.725	3.189	3.959
每股经营现金净流(元)	0.561	-0.099	1.133	-0.176	0.359	0.596
每股股利(元)	0.000	0.000	0.550	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.31%	9.74%	16.28%	11.40%	14.55%	19.47%
总资产收益率	1.02%	3.88%	2.11%	3.29%	3.34%	4.63%
投入资本收益率	4.44%	9.51%	14.80%	16.63%	17.43%	17.40%
增长率						
营业总收入增长率	-11.54%	19.77%	-17.66%	92.13%	67.73%	42.59%
EBIT增长率	-36.52%	99.76%	-26.13%	830.39%	45.15%	54.60%
净利润增长率	-26.17%	184.07%	82.59%	112.36%	49.29%	66.16%
总资产增长率	112.38%	-25.08%	235.35%	36.26%	47.07%	19.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数(天)	12.2	19.2	19.1	19.1	19.1	19.1
存货周转天数(天)	366.4	149.3	1,036.9	3,500.0	1,800.0	1,200.0
应付账款周转天数(天)	288.0	721.0	1,591.4	1,301.3	1,398.0	1,365.7
固定资产周转天数(天)	633.4	28.3	38.9	20.7	9.8	5.2
偿债能力						
净负债/股东权益	30.14%	59.89%	26.05%	31.16%	-15.85%	-72.68%
EBIT利息保障倍数	1.5	2.7	3.4	5.4	6.3	11.0
资产负债率	55.77%	60.18%	69.27%	70.59%	76.64%	75.84%

信息披露

分析师负责的股票研究范围

涂力磊：房地产行业

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、京投银泰、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单 磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周 健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472

klijang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
方 维 (021) 23219438
舒 灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢 盐 (021) 23219436
联系人
董 乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白 洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
罗少平 (021) 23219390
虞 楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘 博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusul@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383

zhangh@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tl5535@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com