

增 持 维持
京投银泰（600683）
2011 年 4 月 7 日

将受益于北京轨道交通建设提速

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0740210020003
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

投资建议：

公司后期有望受益于北京轨道交通建设提速和潭柘寺土地流转。按照工程进度推算，预计公司北京房山项目、内蒙项目和长沙项目将在 2011 年下半年实现预售。以上项目将成为公司 2012 年业绩主要来源。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.43 和 0.77 元。截至 4 月 6 日，公司收盘于 9.23 元，对应 2011 年 PE 为 21.46 倍，2012 年 PE 为 11.98 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 6.47 元左右。计算以上两项目的 RNAV 在 9.23 元。我们认为公司所主导的地铁物业模式和大股东背景在 A 股地产公司中具备明显优势。如果公司能将以上优质落实到经营，未来将具有广阔的成长空间。综合以上原因，维持对公司的“增持”评级。

主要内容：

1. 北京轨道交通建设提速，公司“地铁物业”模式有望间接受益：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。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

目前北京重点工程建设中地铁轨道建设发展明显提速。根据 2011 年重点建设项目计划，轨道地铁 6 号线一期、7 号线一期、8 号线二期、9 号线、10 号线二期、14 号线、15 号线一期，以及轨道交通房山线、昌平线南段、西郊线等都将推进建设。预计到 2020 年北京地铁运营总里程将达 1050 公里。

表 2 北京与世界其他大国轨道交通对比

项目	法国巴黎	英国伦敦	美国纽约	日本东京	中国北京 (2020 年)
地铁线数量（条）	14	15	25	13	30
车站数量（个）	380	273	468	214	约 450
全长（公里）	220	408	1344	292.2	约 1050
站点间距离（米）	543	1500	最长 5.6 公里	未披露	线网密度每平方公里 1.4
公里运行间隔	不到 5 分钟	平均 2-3 分钟	1.5 至 10 分钟	高峰 5 分钟	平均两三分种其他时间 10 分钟

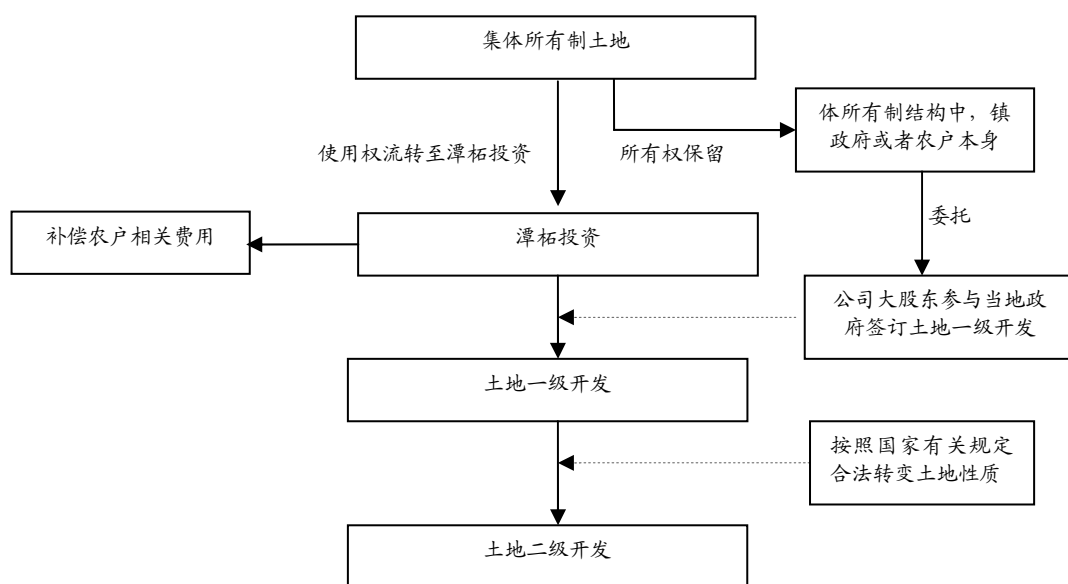
资料来源：各国地铁公司网站、海通证券研究所

我们在《京投银泰(600683)深度报告：轨道物业获得实质支持，基本面有望逐步转好》中曾提出在北京土地出让方式发生变化后，公司在地铁上盖土地的拿地优势得到加强。目前北京轨道交通建设提速有望从轨道沿线整理出更多可供开发的轨道物业。这也是公司未来“轨道物业”模式发展的契机。

2. 潭柘寺土地流转工作稳步推进：公司 2010 年 10 月 26 日公告称公司全资子公司潭柘投资拟与潭柘寺镇政府签订《协议书》，将潭柘寺镇中心区合计 2909 亩（以实际发生流转量为准）农村土地的承包经营权统一流转至潭柘投资名下，由潭柘投资对上述土地依法在流转期限内进行农业生产经营管理。

由于北京主城区人口问题已经凸显，因此京外十一卫星城建设工作开始提速。门头沟地区作为北京周边唯一无工业区，未来具备较好的人口居住环境。目前包括中国建筑在内的多家大型企业已经进入该区域进行配套开发。（中国建筑 2010 年 6 月 20 日公告称，京门头沟区签订战略合作协议，双方拟推动门头沟新城的全面建设。中国建筑拟在未来几年内向门头沟新城投资 500 亿元人民币，参与门头沟新城的城市综合开发建设。）公司所参与土地流转的潭柘寺镇属于门头沟区域内风景名胜较为集中的地带，自古即有“先有潭柘寺，后有北京城”的说法。

图 1 潭柘投资土地流转过程图



资料来源：海通证券研究所

目前，潭柘寺土地一级开发和“三定三限”实施方案正在上报过程；控制性详细规划也正在紧锣密鼓推进之中，预计 3 月底上报首规委。从门头沟政府网站可以看到，公司大股东京投公司已经和门头沟区政府签订《潭柘寺镇土地一级开发合作框架协议》。公司较早进入这一区域也将为未来参与潭柘寺镇土地二级开发准备好更多的地缘优势。

3. 投资建议：多项目下半年进入预售，维持“增持”评级。按照工程进度推算，公司北京房山项目、内蒙项目和长沙项目均有望在 2011 年下半年实现预售。以上项目将成为公司 2012 年业绩主要来源。预计公司 2011、2012 年每股收益分别是 0.43 元和 0.77 元。截至 4 月 6 日，公司收盘于 9.23 元，对应 2011 年 PE 为 21.46 倍，2012PE 为 11.98 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 6.47 元左右。计算以上两项目的话 RNAV 在 9.23 元。我们认为公司所主导的地铁物业模式和大股东背景在 A 股地产公司中具备明显优势。如果公司能将以上优质落实到经营，未来将具有广阔的成长空间。综合以上原因，维持对公司的“增持”评级。

4. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

5. 相关报告

《京投银泰(600683)年报点评：落实轨道物业用地是后期战略关键》

2011 年 3 月 1 日

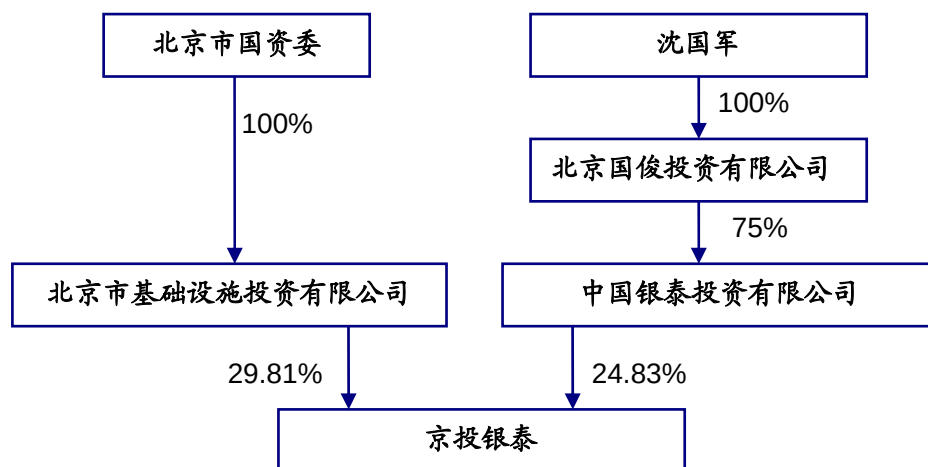
《京投银泰(600683)深度报告：轨道物业获得实质支持，基本面有望逐步转好》

2010 年 12 月 6 日

《京投银泰(600683)跟踪报告：轨道物业用地首获进展，顺利取得长阳西站地块》

2010 年 12 月 15 日

图 2 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

表 3 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	21.23 亿
总资产	1174.39 亿	85.83 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

注：京基投为 2009 年年报数据、京投银泰为 2010 年年报数据

资料来源：公司公告、海通证券研究所

表 4 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、商业	100%	-	21.01	21.01
房山长阳镇水碾屯村	住宅	-	7.78	14.6	-
房山区长阳镇长阳西站 3 号地	住宅	-	6.05	7.18	-
宁波东钱湖项目	住宅	45%	-	8.96	8.96
宁波华联 3#地块	商业	100%	3.20	2.88	3.2
杭州银泰海威国际	住宅、酒店	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	暂时未定	51%	1.36	9.00	4.59
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	土地流转	100%	194.03	194.03	-
合计		-	-	213.29	-

注: 合计面积中未统计潭柘寺和无锡项目。大红门项目商业建筑面积在 8 万方上下。
资料来源: 海通证券研究所

损益表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	664	795	655	1,461	2,110	3,009
增长率(%)	-11.5	19.8	-17.7	123.2	44.4	42.6
营业成本	-609	-672	-505	-996	-751	-963
营业成本/销售收入(%)	91.7	84.6	77.1	68.1	35.6	32.0
毛利	55	123	150	466	1,359	2,046
毛利率(%)	8.3	15.4	22.9	31.9	64.4	68.0
营业税金及附加	-5	-24	-22	-108	-437	-660
营业税金及附加/销售收入(%)	0.7	3.0	3.4	7.4	20.7	21.9
营业费用	-12	-26	-31	-30	-106	-150
营业费用/销售收入(%)	1.8	3.2	4.7	2.1	5.0	5.0
管理费用	-11	-20	-57	-125	-184	-271
管理费用/销售收入(%)	1.7	2.5	8.7	8.5	8.7	9.0
息税前利润(EBIT)	27	53	39	203	633	964
EBIT/销售收入(%)	4.0	6.7	6.0	13.9	30.0	32.1
财务费用	-18	-20	-12	-42	-217	-213
财务费用/销售收入(%)	2.7	2.5	1.8	2.9	10.3	7.1
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	190	0	0
投资收益/税前利润(%)	31.7	63.3	98.9	53.9	0.0	0.0
营业利润	19	85	148	350	417	749
营业利润率(%)	2.9	10.7	22.6	23.9	19.8	24.9
营业外收支	15	-1	-8	2	0	0
税前利润	34	84	140	352	417	749
利润率(%)	5.2	10.6	21.4	24.1	19.8	24.9
所得税	-14	-25	-34	-94	-96	-172
所得税率(%)	39.3	29.4	24.3	26.8	23.0	23.0
净利润	21	59	106	257	321	576
少数股东损益	0	0	-3	-11	2	4
归属于母公司的净利润	21	59	108	269	320	573
净利率(%)	3.1	7.5	16.6	18.4	15.2	19.0

现金流量表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	21	59	106	257	321	576
少数股东损益	0	0	0	0	2	4
非现金支出	17	19	38	27	18	17
非经营收益	-1	-20	-128	-173	260	263
营运资金变动	122	-86	545	-1,769	43	-81
经营活动现金净流	158	-28	560	-1,657	643	779
资本开支	-10	5	10	40	-4	8
投资	-137	63	-238	-399	-56	0
其他	6	-100	-74	-269	0	0
投资活动现金净流	-121	-41	-321	-707	-52	-8
股权募资	0	0	773	98	0	0
债权募资	253	44	-121	2,986	352	-233
其他	-36	-23	-57	-229	-238	-239
筹资活动现金净流	216	21	595	2,854	113	-471
现金净流量	253	-48	834	490	704	300

资产负债表(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	321	272	1,106	1,596	2,298	2,594
应收款项	33	52	17	35	112	160
存货	331	219	2,651	4,026	5,979	6,608
其他流动资产	19	54	347	1,398	742	872
流动资产	704	597	4,120	7,054	9,131	10,234
流动资产/总资产(%)	53.8	50.7	83.1	83.5	87.2	88.5
长期投资	482	456	687	704	687	687
固定资产	71	76	95	100	66	56
固定资产/总资产(%)	5.5	6.5	1.9	1.2	0.6	0.5
无形资产	38	37	18	30	24	24
非流动资产	603	581	837	1,392	1,337	1,327
非流动资产/总资产(%)	46.2	49.3	16.9	16.5	12.8	11.5
资产总计	1,307	1,179	4,957	8,446	10,468	11,561
短期借款	393	490	1,231	2,271	2,621	2,382
应付款项	380	234	1,867	2,023	5,468	7,176
其他流动负债	18	9	63	211	181	201
流动负债	791	733	3,161	4,504	8,269	9,759
长期贷款	200	147	286	1,859	1,859	1,859
其他长期负债	148	42	109	52	52	52
负债	1,139	921	3,556	6,415	10,180	11,670
普通股股东权益	904	609	1,541	1,710	2,030	2,602
少数股东权益	0	0	36	414	416	420
负债股东权益合计	2,043	1,531	5,133	8,539	12,625	14,692

比率分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标(元)						
每股收益	0.074	0.210	0.219	0.364	0.432	0.773
每股净资产	3.201	2.159	3.121	2.308	2.740	3.513
每股经营现金净流	0.561	-0.099	1.133	-2.237	0.206	0.249
每股股利	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	15.78	15.75	22.01
总资产收益率	1.02	3.88	2.11	3.16	2.53	3.90
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	1493.12	44.39	42.59
EBIT增长率	-36.52	99.76	-26.13	2931.58	212.19	52.29
净利润增长率	-26.2	184.1	82.6	1594.3	18.5	79.1
总资产增长率	112.4	-25.1	235.3	66.4	47.8	16.4
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	12.2	19.2	19.1	19.1	19.1	19.1
存货周转天数	366.4	149.3	1,036.9	3,500.0	2,900.0	2,500.0
应付账款周转天数	288.0	721.0	1,591.4	1,301.3	1,398.0	1,365.7
固定资产周转天数	633.4	28.3	38.9	19.7	11.1	5.2
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	30.1	59.9	26.0	119.3	89.2	54.5
EBIT利息保障倍数(倍)	1.5	2.7	3.4	4.8	2.9	4.5
资产负债率	55.8	60.2	69.3	75.1	80.6	79.4

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

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、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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。