

增持 维持

京投银泰（600683）

2011 年 9 月 21 日

梦想照进现实，轨道物业模式正式落实

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

事件：

公司近期通过招拍挂方式连续取得北京轨道物业郭公庄地块和内蒙古鄂尔多斯 2011-14-1、2011-14-2 住宅商服用地。此外，公司前期通过增资方式将房山区长阳镇长阳西站 3 号地权益比例从 40% 扩大至 85%。通过招拍挂和增资扩股，公司轨道物业模式正式落实。

投资建议：

公司本次拿地成功，代表着 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已经从战略规划，转为实际操作。我们认为公司有望通过借助大股东优势和独特定位，在市场调整过程中实现“弯道超车”。目前公司项目储备在 240 万平米，权益建筑面积在 182 万平左右。按照工程进度，公司 2011 年下半年大部分项目均有望实现预售。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 9 月 20 日，公司收盘于 6.98 元，对应 2011 年 PE 为 16.23 倍，2012 年 PE 为 9.06 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 8.27 元左右。计算以上三项目的 RNAV 在 10.13 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。综合以上原因，维持对公司的“增持”评级，将 RNAV 上限折价 20%，对应目标价格 8.1 元。

主要内容：

1. 郭公庄地块收入囊中，“轨道物业”模式正式落实：从北京市土地储备管理中心网站可以看到，本次公司所取得的“郭公庄五期项目”用地西侧紧邻地铁郭公庄站。目前郭公庄站是地铁 9 号线和房山线的换乘站，预计将于 2012 年全线贯通。土地内涵盖 8.35 万平车辆段，土地性质为交通设施用地兼容居住、公建，属于公司一直致力发展的轨道物业用地。

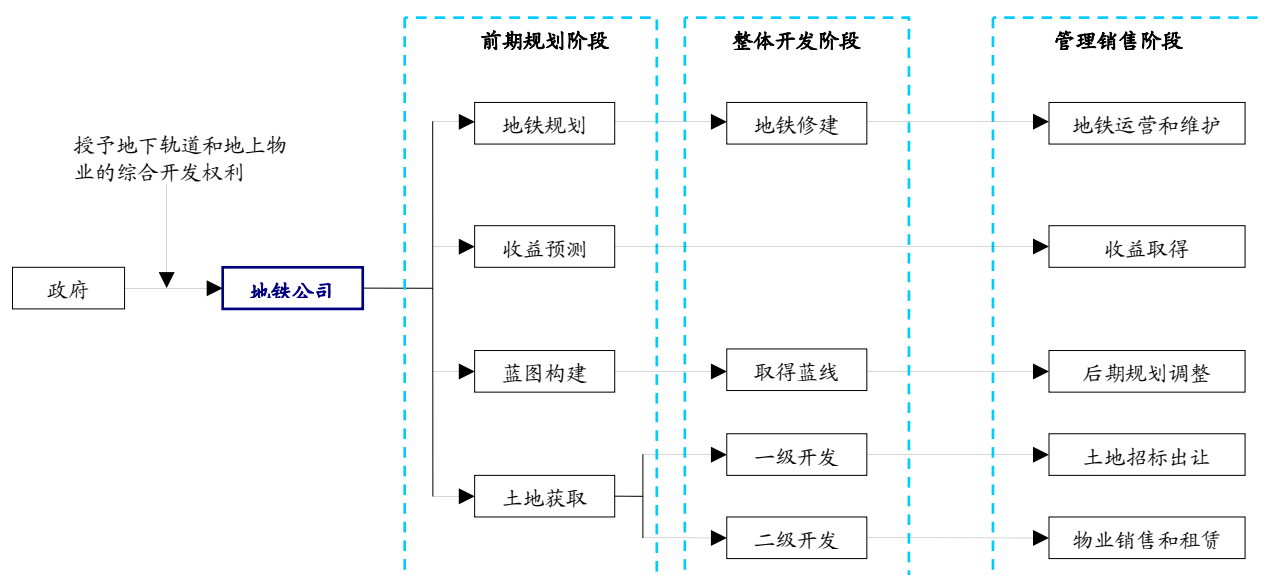
图 1 郭公庄站是地铁 9 号线和房山线的换乘站



资料来源：搜房网、海通证券研究所

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。前期公司已经发布公告，将利用大股东在技术和资金方面的优势加大轨道物业储备（详见2010年12月6日报告《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》）。本次郭公庄站地块的取得是公司实质意义上收获的第一块轨道物业，其关键意义在于联合大股东解决上市公司资金和技术实力的轨道物业发展模式正式成行。此外，京投置地、京投公司与北京万科将按照15%、35%、50%的持股比例共同设立项目公司，负责项目的开发建设。引入中国标杆地产企业，将极大提升公司在轨道物业领域的竞争优势。公司“轨道物业”模式已经从规划转入落实，预计公司未来在轨道物业上还有望继续突破。

图2 TOD模式说明



资料来源：世联地产、海通证券研究所

2. 间接受益北京轨道交通建设提速，“轨道物业”模式后期可发展性强：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

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, 公司一旦和大股东联合将在地铁上盖物业的土地获取方面具备绝对优势。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。

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	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

3. 项目土地成本在 11473 元每平左右, 周边项目每平售价在 2.1 到 3.3 万: 此外从土地出让公告可以看到, 该项目土地面积 30.73 万平, 建筑控制规模在 62.92 万平, 其中可出让面积 29.21 万平。按照 33.51 亿元成本价计算, 折合土地楼面地价为 1.14 万元每平方米。

表 4 郭公庄项目经济技术指标

项目	单位	参数
1. 总用地面积	万平	30.73
1.1 建设用地面积	万平	23.32
1.2 代征地面积	万平	7.41
2. 建筑控制规模	万平	62.92
2.1 可出让建筑面积	万平	29.207
2.1.1 住宅	万平	17.18
2.1.2 商业、综合	万平	9.77
2.1.3 地上夹层车库	万平	2.25
2.2 非出让建筑面积	万平	33.71
2.2.1 公共租赁房	万平	25
2.2.2 幼儿园	万平	0.36
2.2.3 地上车辆段	万平	8.35
3. 总地价	亿元	33.15
4. 可售面积楼面价	元/平	11473

资料来源: 公司公告、海通证券研究所

目前项目周边物业售价在 2.1 到 3.3 万元每平方米左右。距离项目位置较近的中海九号公馆坐落在丰台科技园站点附件, 为京投本次郭公庄项目前一站, 目前中海项目售价在 3.3 万元每平方米。预计伴随 9 号线落成, 项目未来将有不错收益。

表 5 北京与世界其他大国轨道交通对比

项目名称	位置	类型	均价(元/平)
金融街·金色漫香林	大兴亦庄三羊居住区,五环和京津塘交汇处	板楼、小高层	21000
中海九号公馆	临近地铁 9 号线丰台科技园站	板楼、高层	33000
设计师广场	丰台西四环南路 1 号	公寓、酒店式公寓	32000
期颐百年	普通住宅	板楼、低层	25000

资料来源：搜房网、海通证券研究所

4. 逆市成长，借助股东优势实现“弯道超车”：公司同时公告取得鄂尔多斯东胜区 2011-14-1、2 两处土地。所取得项目紧邻公司即将开盘的泰悦府项目。预计未来以上项目将合并为一处开发。公司鄂尔多斯项目位于主城区之内，与泡沫较大的斯康巴什新区（即媒体报告的鄂尔多斯“鬼城”）属于两个地区。目前当地人仍倾向于在主城区购房。考虑到公司前期通过增资方式，扩大对房山长阳 3 号地的权益比例，截止本报告为止，公司累计获取近 84 万平土地储备，折合权益建筑面积在 20 万平方米以上。我们认为公司充分利用市场调整机会和大股东雄厚背景，在市场调整过程中不断扩大自身规模。

表 6 公司周边项目销售价格

项目名称	类型	权益	占地面积 (万平)	容积率	建筑面 积 (万平)	权益建面 (万平)	楼板价 (元/平)
陵水项目	旅游地产	55%	27.07	0.72	19.53	10.74	2601
北京市房山区长阳镇长阳西站 3 号地	轨道周边物业	85%	6.05	1.19	7.18	6.10	5584
鄂尔多斯市东胜区 2011-14-1、2 号地	住宅、商业	51%	4.01	-	-	-	-
郭公庄车辆段项目五期 1518-632 地块	轨道物业	15%	23.32	1.25	29.21	4.38	11473
无锡嘉仁花园	住宅、商业	51%	24.16	-	-	-	-
合计			84.60	-	-	-	-

注 1：公司暂未公告鄂尔多斯 2011-14-1、2 号地容积率

注 2：公司间接持有无锡嘉仁花园 51% 股权。上市公司目前已支付意向金，计划收购项目剩余 49% 股权。公司暂未公告无锡嘉仁花园项目容积率。

资料来源：公司公告、海通证券研究所

5. 投资建议：多项目下半年进入预售，维持“增持”评级。公司本次拿地成功，代表着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已经从战略规划，转为实际操作。我们认为公司有望通过借助大股东优势，在市场调整过程中实现“弯道超车”。目前公司项目储备在 240 万平米，权益建筑面积在 182 万平左右。按照工程进度推算公司 2011 年下半年大部分项目均有望实现预售。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 9 月 20 日，公司收盘于 6.98 元，对应 2011 年 PE 为 16.23 倍，2012 年 PE 为 9.06 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 8.27 元左右。计算以上三项目的话 RNAV 在 10.13 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。综合以上原因，维持对公司的“增持”评级，将 RNAV 上限折价 20%，对应目标价格 8.1 元。

6. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

7. 相关报告

《京投银泰(600683)2011 年半年报点评：能否利用股东资源实现“弯道超车”是后期关键》

2011 年 8 月 29 日

《京投银泰(600683)跟踪报告：进入海南旅游地产开发》

2011 年 4 月 15 日

《京投银泰(600683)调研简报：将受益于北京轨道交通建设提速》

2011 年 4 月 7 日

《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)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

《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

损益表(单位:百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	795	655	1,461	2,110	3,009	5,032
增长率(%)	19.8	-17.7	123.2	44.4	42.6	67.2
营业成本	-672	-505	-996	-760	-1,034	-1,540
营业成本/销售收入(%)	84.6	77.1	68.1	36.0	34.4	30.6
毛利	123	150	466	1,350	1,975	3,491
毛利率(%)	15.4	22.9	31.9	64.0	65.6	69.4
营业税金及附加	-24	-22	-108	-422	-588	-872
营业税金及附加/销售收入(%)	3.0	3.4	7.4	20.0	19.6	17.3
营业费用	-26	-31	-30	-106	-150	-252
营业费用/销售收入(%)	3.2	4.7	2.1	5.0	5.0	5.0
管理费用	-20	-57	-125	-184	-271	-438
管理费用/销售收入(%)	2.5	8.7	8.5	8.7	9.0	8.7
息税前利润(EBIT)	53	39	203	638	965	1,930
EBIT/销售收入(%)	6.7	6.0	13.9	30.3	32.1	38.4
财务费用	-20	-12	-42	-217	-214	-142
财务费用/销售收入(%)	2.5	1.8	2.9	10.3	7.1	2.8
资产减值损失	-2	-18	-1	1	-3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	138	190	0	0	0
投资收益/税前利润(%)	63.3	98.9	53.9	0.0	0.0	0.0
营业利润	85	148	350	423	748	1,791
营业利润率(%)	10.7	22.6	23.9	20.0	24.9	35.6
营业外收支	-1	-8	2	0	0	0
税前利润	84	140	352	423	748	1,791
利润率(%)	10.6	21.4	24.1	20.0	24.9	35.6
所得税	-25	-34	-94	-97	-172	-412
所得税率(%)	29.4	24.3	26.8	23.0	23.0	23.0
净利润	59	106	257	325	576	1,379
少数股东损益	0	-3	-11	2	4	7
归属于母公司的净利润	59	108	269	324	572	1,372
净利率(%)	7.5	16.6	18.4	15.3	19.0	27.3

现金流量表(单位:百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	59	106	257	325	576	1,379
少数股东损益	0	-3	-11	2	4	7
非现金支出	19	38	27	18	17	19
非经营收益	-20	-128	-173	260	263	257
营运资金变动	-86	545	-1,769	12	-220	4,053
经营活动现金净流	-28	557	-1,668	617	640	5,714
资本开支	5	10	40	-4	8	10
投资	63	-238	-399	-139	0	0
其他	-100	-74	-269	0	0	0
投资活动现金净流	-41	-321	-707	-135	-8	-10
股权募资	0	773	98	0	0	0
债权募资	44	-121	2,986	352	-233	-2,358
其他	-23	-57	-229	-238	-239	-233
筹资活动现金净流	21	595	2,854	113	-471	-2,590
现金净流量	-48	831	478	595	161	3,114

资产负债表(单位:百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	272	1,106	1,596	2,189	2,347	5,454
应收款项	52	17	35	112	160	267
存货	219	2,651	4,026	6,051	7,094	4,231
其他流动资产	54	347	1,398	742	875	1,314
流动资产	597	4,120	7,054	9,095	10,476	11,266
流动资产/总资产(%)	39.0	80.3	82.6	71.8	69.8	62.2
长期投资	586	881	814	881	881	881
固定资产	62	77	81	66	56	49
固定资产/总资产(%)	4.1	1.5	0.9	0.5	0.4	0.3
无形资产	37	18	30	24	24	23
非流动资产	698	1,012	1,484	1,530	1,521	1,512
非流动资产/总资产(%)	45.6	19.7	17.4	12.1	10.1	8.3
资产总计	1,531	5,133	8,538	12,663	15,008	18,121
短期借款	490	1,231	2,271	2,621	2,382	2,384
应付款项	234	1,867	2,023	5,510	7,496	9,175
其他流动负债	7	30	203	173	194	247
流动负债	732	3,128	4,496	8,303	10,072	11,806
长期贷款	147	286	1,859	1,859	1,859	1,859
其他长期负债	42	109	52	52	52	52
负债	921	3,556	6,415	10,214	11,983	13,716
普通股股东权益	609	1,541	1,709	2,033	2,606	3,978
少数股东权益	0	36	414	416	420	427
负债股东权益合计	1,531	5,133	8,538	12,663	15,008	18,121

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	0.210	0.219	0.364	0.437	0.773	1.852
每股净资产	2.159	3.121	2.307	2.745	3.518	5.369
每股经营现金净流	-0.099	1.133	-2.237	0.198	0.205	1.836
每股股利	0.000	0.550	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率(%)						
净资产收益率	9.74	16.28	15.79	15.92	21.96	34.49
总资产收益率	3.88	2.11	5.26	3.79	4.52	9.14
投入资本收益率	9.51	14.80	12.61	12.72	19.14	36.58
增长率(%)						
营业总收入增长率	19.77	-17.66	123.18	44.39	42.59	67.23
EBIT增长率	99.76	-26.13	413.70	214.74	51.15	100.03
净利润增长率	184.1	82.6	149.0	19.9	76.8	139.7
总资产增长率	-25.1	235.3	66.3	48.3	18.5	20.7
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	19.2	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
存货周转天数	149.3	1,036.9	1,206.0	2,900.0	2,500.0	1,000.0
应付账款周转天数	721.0	1,591.4	1,301.3	1,398.0	1,365.7	1,376.5
固定资产周转天数	28.3	38.9	19.7	11.1	5.2	2.2
偿债能力(%)						
净负债/股东权益	59.9	26.0	119.3	93.5	62.6	-27.5
EBIT利息保障倍数(倍)	2.7	3.4	4.8	2.9	4.5	13.5
资产负债率	60.2	69.3	75.1	80.7	79.8	75.7

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(000002.SZ)、保利地产(600048.SH)、招商地产(000024.SZ)、金地集团(600383.SH)、华侨城A(000069.SZ)、金融街(000402.SZ)、首开股份(600376.SH)、北京城建(600266.SH)、苏宁环球(000718.SZ)、万通地产(600246.SH)、荣盛发展(002146.SZ)、滨江集团(002244.SZ)、广宇集团(002133.SZ)、亿城股份(000616.SZ)、新潮实业(600777.SH)、天津松江(600225.SH)、天房发展(600322.SH)和广宇发展(000537.SZ)。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 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;	类别	评级	说明
	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;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
	中性		
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。	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。