



京能置业（600791）

所属行业：房地产

战略布局“东移”有利于估值水平的提升

投资要点：

◆ **四合上院三期结算锁定 2013-2014 年业绩：**项目 2013 年 7 月份开盘均价 55000 元/平米，较 2010 年一期售价 33000 元/平米上涨高达 60% 以上，预计项目可结算货值达 33 亿元，净利率将超过 30%。我们测算项目权益净利润将超过 6 亿元，考虑到公司 2012 年净利润仅为 1.6 亿元，随着项目于今明两年陆续结算，公司业绩有望得到显著提升。

◆ **战略布局“东移”初见成效：**2010 年以来，公司加大了对东部发达地区市场的开拓力度，截止目前，已累计在天津、大连等地取得了 100 多万平米的土地储备，初步确立了“北京-天津-大连”三角战略布局。2013 年，随着天津海与城项目首期 10 万平米开盘以及大连项目首期 10 万平米开工，公司未来经营业绩有望摆脱西部地区市场低迷的不利影响。

◆ **背靠京能集团，融资成本优势突出：**公司大股东京能集团多年来资产规模和电力装机容量在我国电力行业中处于第一梯队，资金实力雄厚。近年来，京能集团为公司业务发展提供了大量的资金支持，目前公司的融资成本仅为 7% 左右，显著低于行业平均水平。

盈利预测与评级：

预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.72 元、0.45 元。我们认为，从短期看，北京四合上院项目结算对公司业绩的提升因素已在一定程度上为市场所消化，公司长期看点在于其战略重心从西部地区向天津、大连等东部热点城市的转移，从目前来看，这一努力已经初见成效，公司长期发展潜力正在改善，有利于公司估值水平的提升，尽管我们给予公司 2015 年相对保守的业绩预期，依然给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：

项目销售、结算低于预期；行业调控升级。

盈利预测(百万元、元)

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率
2012	107,836	-40.84%	26,738	-17.38%	0.37	55.51%
2013E	159,645	48.04%	37,806	46.33%	0.53	50.22%
2014E	201,000	25.90%	51,018	34.95%	0.72	52.49%
2015E	144,000	-28.36%	30,438	-40.34%	0.43	46.83%

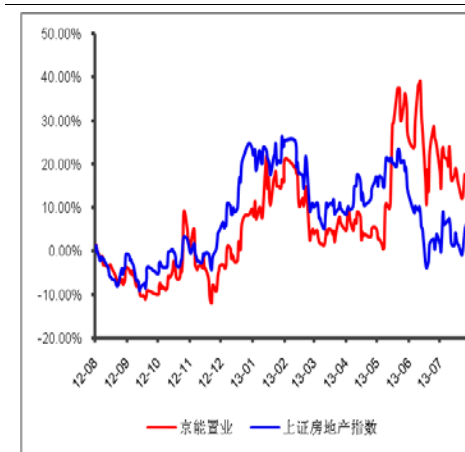
来源：新时代证券研发中心预测

投资评级	增持
目标价格	
当前价格	4.93 元

交易数据

52 周股价区间 (元)	4.14-4.93
总市值 (亿元)	22
流通 A 股 (万股)	4523.14
流通股比例 (%)	100%
日均成交量 (万股)	223
日均成交值 (万元)	1104

股价表现



分析师： 裴明华
执业证书： S0280511030001
Email： peiminghua@xsdzq.cn
Tel： 010-83561313



内容目录

一、公司是拥有国资背景的小型房企	4
(一) 公司背靠京能集团，融资成本优势突出	4
(二) 国资管理体制，经营灵活度略显不足	4
(三) 公司项目储备主要分布在天津、大连和银川	5
二、预计公司2013年销售额有望超20亿元	5
(一) 调控因素影响北京项目销售进程	5
(二) 银川京能天下川销售波澜不惊	6
(三) 预计天津海与城项目一期去化率 50%	6
三、2013-2014年业绩无忧，战略重心“东移”奠定长远发展基础.....	7
(一) 四合上院三期结算锁定 2013-2014 年业绩	7
(二) “北京-天津-大连”三角战略确立.....	8
四、长期发展潜力改善，给予“增持”评级	9



图目录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权与控制关系示意图	4
图 2: 四合上院项目效果图	5
图 3: 四合上院项目位置图	5
图 4: 京能天下川项目效果图	6
图 5: 京能天下川项目位置图	6
图 6: 海与城项目效果图	6
图 7: 海与城项目位置图	6
图 8: 四合上院售价与结算净利率走势	7
图 9: 天津、银川商品房销售额对比（亿元）	8
图 10: 天津、银川样本住宅平均价格对比（元）	8
图 11: 公司估值与行业对比	9

表目录

表 1: 2011 年以来京能集团向公司提供借款情况	4
表 2: 公司主要项目信息	5
表 3: 公司 2013 年销售额预测	7
表 4: 公司 2013-2015 年项目结算预测表	8
表 5: 公司项目结算净利率对比	8
表 6: 京能置业盈利预测表	10

一、公司是拥有国资背景的小型房企

（一）公司背靠京能集团，融资成本优势突出

京能置业成立于1993年，总部位于北京，主营业务是房地产开发与经营。2012年，公司实现营业收入10.78亿元，实现归属于上市公司股东的净利润1.65亿元，截止年末，公司总资产49亿元，整体经营规模偏小。

公司大股东北京能源投资（集团）有限公司（以下简称“集团”）成立于2004年12月8日，是北京市人民政府出资设立的国有独资公司，注册资本130亿元。作为北京市政府电力能源的投资建设主体，多年来资产规模和电力装机容量在我国电力行业中处于第一梯队，资金实力雄厚。

通过调研，我们了解到，由于目前电力资产占比较高，集团有意提升地产业务的比重。近年来，公司业务的发展受到了集团在资金方面的大力支持，目前公司的融资成本仅为7%左右，显著低于行业平均水平。

表1：2011年以来京能集团向公司提供借款情况

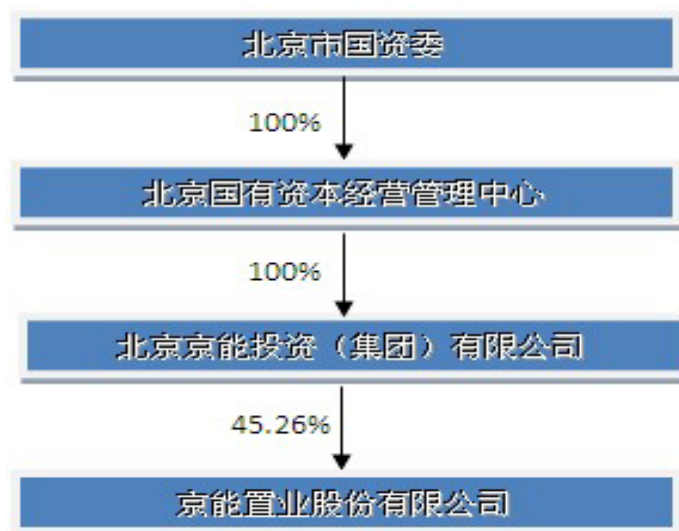
年份	借款金额（亿元）	期限	利率
2011.06	3	2年	6.77%
2012.06	0.5	1年	10%
2012.08	2	3年	9.50%
2013.06	3	2年	6.52%

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

（二）国资管理体制，经营灵活度略显不足

作为北京市国资委（以下简称“国资委”）控制下的重要子公司，公司经营管理不可避免地受到国资管理体制的影响。我们了解到，由于在国资委层面尚未明确，公司尚未出台有关激励政策，这在一定程度上限制了公司经营业绩的提升空间。

图1：公司与实际控制人之间的产权与控制关系示意图



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

(三) 公司项目储备主要分布在天津、大连和银川

目前，公司项目主要分布在北京、银川、内蒙、大连、天津等地区，其中，北京、银川、天津地区项目是公司今年销售的主力。公司北京、内蒙等地区项目销售、结算完毕后，未来公司项目储备主要分布在天津、大连和银川。

表2：公司主要项目信息

地区	项目名称	权益	取得年份	规划建面(万平)	售价(元)	最新状态
北京	四合上院	62%	2006	19	33000-55000	三期在售
银川	京能天下川	70%	2007	90	6400	二期在售
内蒙	京能花园	100%	2007	11	4700	尾盘销售
天津	海与城	60%	2010	80	9200	今年 10 月开盘
大连	旅顺项目	51%	2012	25	待定	今年 10 月开工

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

二、预计公司2013年销售额有望超20亿元

2013年，公司主要在售项目为北京四合上院、银川京能天下川和天津阳关海岸项目，三个项目可售货值可达45亿元，结合每个项目的具体情况，我们保守预计公司全年销售额将突破20亿元，去化率达50%：

(一) 调控因素影响北京项目销售进程

北京四合上院项目位于北京西城区宣武门SOGO南侧，周围地铁密集，位置优越。项目一、二期已销售完毕，三期为4、5号楼，建筑面积为8万平米，2013年7月开盘当月即基本认购完毕，但受到调整政策影响，政府对购房者资质的审核影响了项目销售回款的进度。即使保守估计三期2013年35%实现销售，对应销售额也将达11.5亿元。

图 2：四合上院项目效果图



来源：搜房网、新时代证券研发中心整理

图 3：四合上院项目位置图



来源：搜狐焦点网、新时代证券研发中心整理

(二) 银川京能天下川销售波澜不惊

京能天下川项目位于银川市北塔湖畔，是银川市政府未来几年规划的重点区域。项目在银川属于较为高档楼盘，目前项目二期在售，可售面积23万平方米。由于银川住房需求低迷，加之项目大户型占比偏高，项目二期从2012年10月开盘至2013年6月的9个月时间内，累计销售面积9万平米，月均1万平米，低于公司预期。2012年年报显示，项目目前有4亿元左右的现房存货，并计提了1200万元的跌价准备。预计项目2013年销售仍难有大的起色，预计全年销售面积9万平方米左右，去化率40%，对应销售金额达5.8亿元。

图 4：京能天下川项目效果图



来源：搜房网、新时代证券研发中心整理

图 5：京能天下川项目位置图



来源：搜房网、新时代证券研发中心整理

(三) 预计天津海与城项目一期去化率 50%

天津海与城项目位于天津市滨海新区东疆港南端，属于海景房。项目计划今年10月份开盘，首期开盘10万平米，我们认为不能对项目销售过于乐观。首先，项目所在地区城市生态尚不成熟，这将对项目销售产生不利影响；另一方面，与项目比邻的万科东海岸2013年“封盘”很可能是由于销售低于预期所致，万科2012年年报显示，东海岸项目2012年仅有少量开工（万科东海岸项目规划建面36万平米，2012年仅开工2万多平米），2013年并无开工计划。我们给予项目50%的去化率，2013年销售额预计为4.5亿元。

图 6：海与城项目效果图



来源：搜房网、新时代证券研发中心整理

图 7：海与城项目位置图



来源：搜房网、新时代证券研发中心整理

表3：公司2013年销售额预测

项目名称	售价（万元）	可售面积（万平米）	可售金额（万元）	去化率	预计销售额
四合上院三期	55,000	6	330,000	35%	115,500
京能天下川二期	6,300	23	144,900	40%	57,960
海与城	9,000	10	90,000	50%	45,000
合计		39	449,254	49%	218,460

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

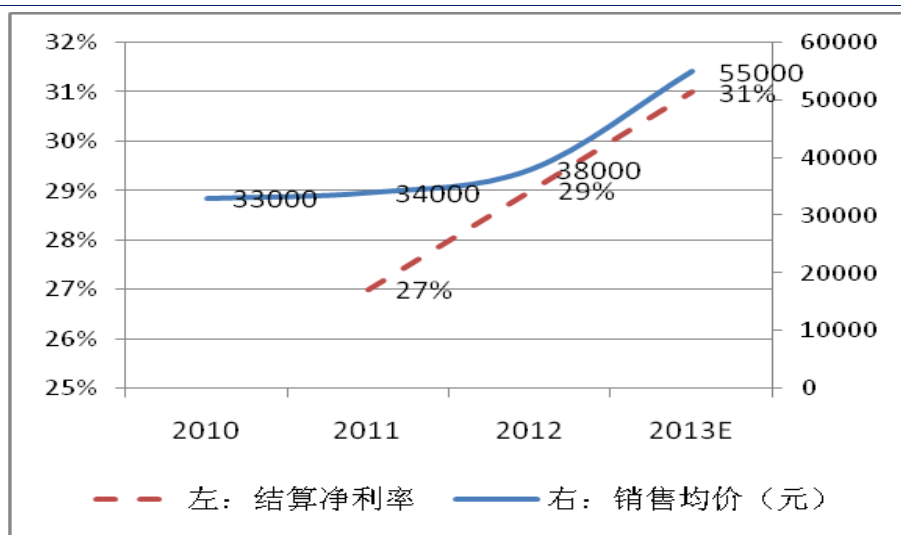
三、2013-2014年业绩无忧，战略重心“东移”奠定长远发展基础

涨价因素导致北京四合上院三期项目结算净利率将超过30%，考虑到限购因素，我们预计项目结算周期将拉长至2-3年，由于2012年基数较低，公司2013-2014年业绩基本锁定。与此同时，公司项目布局“由西向东”的转变将为未来公司业绩的发展奠定良好的开端：

（一）四合上院三期结算锁定 2013-2014 年业绩

预计北京四合上院三期权益净利率总量可观。项目是公司2013-2014年结算的主力项目。项目2013年7月份开盘均价55000元/平米，较2010年一期售价33000元/平米上涨高达60%以上，考虑到项目可结算面积有6万平米，预计项目可结算货值达33亿元，净利率将超过30%，我们测算项目权益净利润将超过6亿元，考虑到公司2012年净利润仅为1.6亿元，项目的结算将显著提升公司业绩。

图 8：四合上院售价与结算净利率走势



来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

项目结算完毕需要2-3年时间。我们调研了解到，项目将于年底竣工，且目前已基本认购完毕，但由于限购因素，加之项目定位高端，政府部门对项目购房者资质的审核进度缓慢，这将导致项目销售回款以及结算需要一个漫长的时期。我们预计项目2013-2015年的结算比例分别为35%、50%、15%，对应的权益净利润贡献分别为2.1亿元、3.1亿元、0.8亿元，由此可见，仅此一个项目贡献的净利润已经锁定公司未来两年业绩。

表4：公司2013-2015年项目结算预测表

项目名称	结算面积			结算收入		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
四合上院二期	0.45	0.00	0.00	17,000	0	0
四合上院三期	2.00	3.00	1.00	110,000	165,000	55,000
京能天下川二期	5.00	8.00	10.00	31,000	0	0
京能花园	0.35	0.00	0.00	1,645	0	0
海与城	0.00	4.00	5.00	0	36,000	45,000
旅顺项目	0.00	0.00	5.00	0	0	35,000
合计	7.80	15.00	21.00	159,645	201,000	135,000

来源：新时代证券研发中心测算

（二）“北京-天津-大连”三角战略确立

公司正逐步从西部市场“抽身”。公司于2007年开始进入西部地区，但银川、呼市两个西部项目的运作情况并不顺利，销售低于预期，并拖累了公司2012年的经营业绩。2013年，随着内蒙项目2013年结算完毕，加之银川项目三期（45万平方米）开发的“冻结”，公司得以踏出西部市场的“泥潭”。

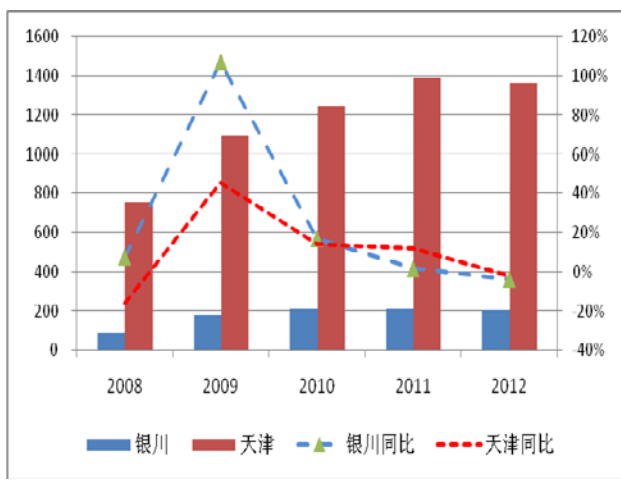
表5：公司项目结算净利率对比

结算净利率	2011年	2012年
北京四合上院	27%	29%
银川京能天下川	14%	13%
内蒙京能花园	4%	4%

来源：公司公告、新时代证券研发中心整理

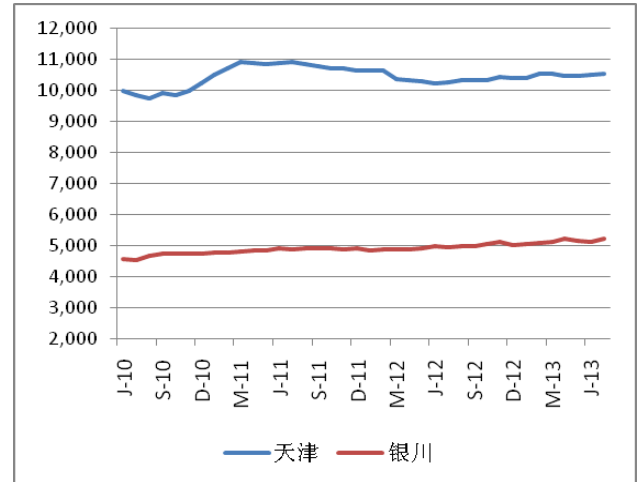
银川、呼市项目的开发经验使得公司意识到西部地区无论是从市场容量还是项目利润空间来看，均显著低于东部。2010年以来，公司加大了对东部发达一二线城市市场的开拓力度，并于2010年取得天津海与城项目、2012年取得大连旅顺项目，在东部发达城市取得了100多万平米的土地储备，初步确立了“北京-天津-大连”三角战略布局。

图9：天津、银川商品房销售额对比（亿元）



来源：WIND、新时代证券研发中心整理

图10：天津、银川样本住宅平均价格对比（元）

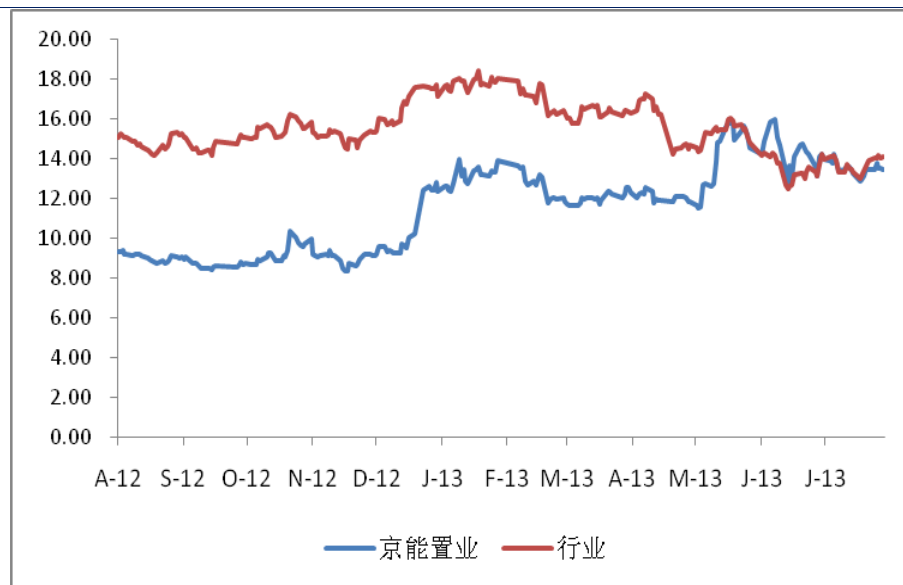


来源：WIND、新时代证券研发中心整理

四、长期发展潜力改善，给予“增持”评级

预计公司2013-2015年的EPS分别为0.53元、0.72元、0.45元，以2013年8月9日的4.93元收盘价计算，分别对应的PE为9.3倍、6.8倍、10.9倍。从业绩角度来看，预计公司2013-2015年的EPS分别为0.53元、0.72元、0.45元。我们认为，从短期看，北京四合上院项目结算对公司业绩的提升因素已在一定程度上为市场所消化，公司长期的看点在于其战略重心从西部地区向天津、大连等东部热点二线城市的转移，从目前来看，公司的这一努力已经初见成效，公司长期发展潜力正在改善，有利于公司估值水平的提升，尽管我们给予公司2015年相对保守的业绩预期，依然给予公司“增持”的投资评级。

图 11：公司估值与行业对比



来源：WIND、新时代证券研发中心整理

表6: 京能置业盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	453517	800827	1008276	722347	营业总收入	107836	159645	201000	144000
货币资金	30077	88539	111474	79862	营业成本	47977	79464	95490	76560
应收账款	53	1596	2010	1440	营业税金及附加	18817	23947	30150	21600
其他应收款	1101	8369	10537	7549	销售费用	1406	1406	1406	1406
预付款项	8378	3428	4316	3092	管理费用	1926	2874	3618	2592
存货	413909	698894	879938	630403	财务费用	554	718	905	648
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	148	0	0	0
非流动资产	31763	42151	53070	38020	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	29943	34837	43861	31423	投资净收益	-1333	0	0	0
固定资产	1812	7290	9178	6575	营业利润	35676	51238	69434	41197
无形资产	8	24	31	22	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	27	0	0	0
资产总计	492970	849910	1070074	766620	利润总额	35662	51238	69434	41197
流动负债	60523	108207	740817	324508	所得税	10533	8925	12602	17006
短期借款	43000	49772	62665	44894	净利润	25130	42313	56832	24191
应付账款	17523	58435	73572	52709	少数股东损益	10203	13610	18366	10958
其他流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	16535	24196	32651	19480
非流动负债	80305	198772	302290	113453	EBITDA	36230	48975	70339	41844
长期借款	80305	198772	302290	113453	EPS (元)	0.37	0.53	0.72	0.43
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	320922	637361	854493	509061					
少数股东权益	48131	67823	38679	61176					
实收资本	45288	45288	45288	45288					
资本公积金	14981	14981	14981	14981					
留存收益	63648	84456	116633	136114					
归属于母公司所有者	123917	144726	176903	196383					
负债和所有者权益总	492970	849910	1070074	766620					

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-77023	-71058	-94738	178632
净利润	25130	42313	56832	24191
折旧摊销	-177	-2981	1	-1
财务费用	554	718	905	648
投资损失	1333	0	0	0
营运资金变动	0	-174786	-127333	175504
其他经营现金	-103863	63677	-25143	-21711
投资活动现金流	2792	4851	2168	-2988
固定资产投资	45	5478	1888	-2603
长期投资	802	-627	279	-385
其他投资活动现金	1944	0	0	0
筹资活动现金流	-348278	248544	364955	158347
短期借款	43000	49772	62665	44894
长期借款	80305	198772	302290	113453
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-274	0	0	0
其他筹资活动现金	-471309	0	0	0
现金净增加额	-16303	58462	22935	-31612

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入增速	71.29%	48.04%	25.90%	-28.36%
营业利润增速	33.47%	41.29%	34.95%	-40.34%
净利润增速	60.10%	46.33%	34.95%	-40.34%
获利能力				
毛利率	37.73%	50.22%	52.49%	46.83%
净利率	16.40%	23.68%	25.38%	21.14%
ROE	25.09%	22.00%	26.55%	10.23%
ROIC	13.28%	7.50%	8.07%	14.80%
偿债能力				
资产负债率	78.43%	74.99%	79.85%	66.40%
净负债比率	54.19%	75.28%	117.58%	30.47%
流动比率	1.91	1.83	1.83	1.83
速动比率	0.36	0.21	0.21	0.21
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.24	0.21	0.16
应收账款周转率	57.19	193.63	111.47	83.48
应付账款周转率	4.00	2.09	1.45	1.21
每股指标(最新摊薄\元)				
每股收益	0.44	0.53	0.72	0.43
每股经营现金流	(1.33)	1.29	0.51	(0.70)
每股净资产	5.26	4.69	4.76	5.69
估值比率				
P/E	13.56	9.27	6.87	11.51
P/B	0.94	1.05	1.04	0.87
EV/EBITDA	15.79	16.68	14.79	17.61

来源: 公司公告、新时代证券研发中心整理

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级界定：

行业评级：

推荐：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级：

买入：预期未来6个月股价涨幅： $\geq 15\%$
增持：预期未来6个月股价涨幅： $10\% - 15\%$
中性：预期未来6个月股价涨幅： $-10\% - +10\%$
减持：预期未来6个月股价跌幅： $>10\%$

免责声明：

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京市海淀区北三环西路99号西海国际中心1号楼15层

电话：010-83561319