

买入 调高

金融街（000402）

2009 年 2 月 6 日

隐形的翅膀

2009 年 2 月 5 日收盘价 8.41 元，6 个月内目标价 12.50 元

房地产行业分析师：帅虎

shuaih@htsec.com

021-23219401

投资建议：因为市场的流通性极低，商务地产的销售需时较长；如果选择持有经营，业绩释放虽稳定但极为缓慢。公司对投资性房地产采用公允价值计量方法，能将在未来分多年释放的业绩提前快速体现，其持有型物业的业绩释放周期大为缩短；即将推出的 REITs，将极大的改善商务地产市场的流动性，其销售型物业的投资回收周期将大为缩短。规模宏大的金融街西扩和通州商务园项目，预期将在 2009 年取得初步成果，公司未来在商务地产市场的拓展空间惊人；更为重要的是，公司通过公允价值计量和 REITs 不断快速实现业绩的模式，也将因此而具有可持续性。公司控股股东志存高远，通过设立长城人寿保险公司和并购恒泰证券，以公司为旗舰，构建金融地产联合体，力图打造中国版 ING；金融与地产的联合，将对公司的未来发展产生实质性影响。环球影城是迪斯尼的竞争对手，而非追随者；在迪斯尼落户上海的可能性极大的情况下，环球影城落户北京的可能性，远大于上海；从地理条件、城市规划和区域功能定位看，如果这一国际性的主题公园选择北京，通州将是较好的选择；如果环球影城落户通州，对于公司参与的通州商务园项目而言，无疑将带来极为长久的影响。预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.50 元、0.67 元。无论 PE 或者 PB，公司都是商务地产行业最低。因此，我们上调对公司的投资评级至“买入”，6 个月目标价 12.50 元。

尚未到来的幸福，总是最让人心动。起步于 1993 年的金融街，迟至 2003 年之后，才迎来业绩的春天。而这一次，我们无须等待 10 年之久。无论是公司现有业务，如写字楼的整栋销售，还是金融街西扩和通州商务园项目，在 2009 年，预期都将实现实质性的突破。而因为对投资性房地产进行公允价值的后续计量，以及即将推出的 REITs 市场，将为公司业绩的发展，提供一对隐形的翅膀。因为通州商务园项目的缘故，环球影城若落户通州，则将在其业绩之翼上，添上最为浓墨重彩的一笔。

1. 作为中国最富盛名的商务地产类公司，金融街拥有良好的品牌与经验丰富的销售经营团队，足以应对市场的恶化。F3 项目已经交付，2008 年业绩完全确定；自持物业方面，经营情况良好；而德胜国际中心 C 栋和德胜凯旋中心写字楼部分，其销售有望实现突破，并成为 2009 年业绩的重要来源。

2008 年 12 月，销售收入高达 23 亿元的 F3 项目已经竣工交付，将在 2008 年年报中体现收入；因此，公司 2008 年业绩已经完全确定。

表 1 公司 2008 年营业收入构成

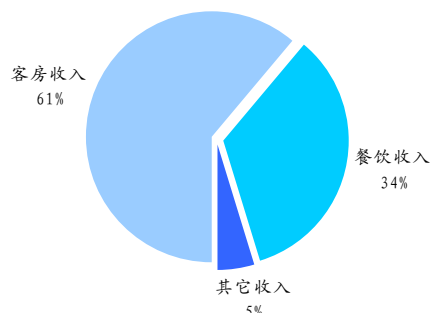
项目名称	结算收入（百万元）	比例（%）	结算进度
F3 项目	2,303	43.6%	第 4 季度结算
德胜国际中心	1,479	28.0%	第 3 季度已结算
重庆嘉年华	322	6.1%	上半年已结算
B7 会议中心	180	3.4%	上半年已结算
冠英园大厦	187	3.5%	上半年已结算
南昌紫金园项目	250	4.7%	全年结算
自持物业	565	10.7%	全年结算
合计	5,286	100.0%	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

持有经营方面，随着市场的逐步成熟，相关经营情况超越预期。以金融街购物中心为例，虽然开业时间较短，但其坪效仍达到了 2.5 万元/年/平方米的水平，出租率超过 95%；在入驻租户中，基本囊括了国际一线奢侈品品牌，租户构成也渐趋

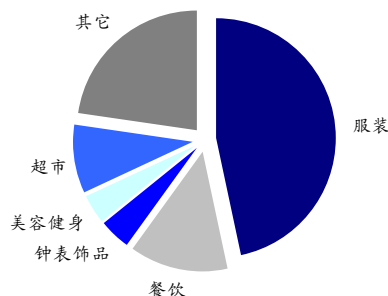
合理。究其根本原因，在于作为北京最为重要的金融机构聚集区域，其地段优势无可比拟，而区域氛围也日渐成熟，足以减弱宏观经济恶化的影响。

图 1 2008 年丽思卡尔顿酒店收入构成（%）



资料来源：中国酒店业协会，海通证券研究所

图 2 金融街购物中心按面积计算的租户构成（%）



资料来源：CBRE，海通证券研究所

市场环境虽已恶化，但在商务地产领域，公司具有良好的品牌和经验丰富的销售团队；德胜国际中心 C 栋和德胜凯旋大厦的写字楼部分，其销售有望实现突破，并成为 2009 年业绩的重要来源。

其中，德胜国际中心项目的 A 栋、D 栋已经预售并在 2008 年结算收入，面积为 9.76 万平方米，占可售面积的 47.94%。未销售的 B 栋写字楼及 E 栋商铺，预计将持有经营；而 B 栋写字楼将销售，并在 2009 年结算收入。

表 2 德胜国际中心项目情况

	已售面积（万平米）	未售面积（万平米）	合计（万平米）
写字楼	5.89	7.81	13.70
商业	1.63	0.95	2.58
配套服务用房	0.65	0.39	1.04
车位	1.58	1.44	3.02
合计	9.76	10.59	20.35

资料来源：北京市房地产交易管理网，海通证券研究所

至于德胜凯旋大厦，该项目位于北二环的德胜门外大街旁，分为 A、B、C 三栋，A 栋为 18 层的写字楼，可售面积为 3.8 万平方米；B 栋为 18 层的酒店式公寓，可售面积为 2.3 万平方米；C 栋为 3 层的独栋办公楼，可售面积为 0.5 万平方米左右。目前，该项目主体结构已封顶，已进入内外部装修阶段，预计 2009 年 9 月交房。

2008 年 7 月中旬，该项目的酒店式公寓已经开始预售，主力户型为 61 平方米的小户型（一室户，精装修），目标客户定位为未婚白领。目前，该项目所在区域暂无新盘供应，且周边的商务地产较多，如在德胜门外大街对面，就是公司另外的德胜国际中心项目，办公人群多为收入较高的白领。至于该项目的写字楼部分，按公司过往的销售历史看，将有可能以整体销售的方式转让。

2009 年，公司业绩很大程度上取决于天津项目的销售情况。但是，公允价值变动损益，将成为很好的平滑剂；另外，新近收购的美晟国际广场项目，因为其南半部分已经结构封顶，不排除其选择销售而非持有的可能。因此，我们对于其 2009 年的业绩，有较为充足的信心。

2. 2009 年，金融街西扩工程将进入实质性突破阶段。在光电设备厂成功并表之后，作为金融街的关联公司，华融基础设施投资公司，现正着力于儿童研究所的最后拆迁，并为更大规模的拓展而布局。

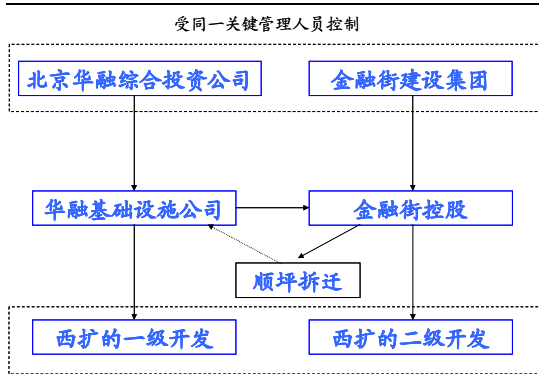
金融街现有区域，位于北京市西城区西二环之内的阜成门与复兴门之间，面积为 1.03 平方公里。所谓西扩，指作为北京市金融功能区的金融街，向西二环之外拓展。

至于西扩的具体面积，如西城区政府所言，核心区面积将达到 2.59 平方公里。而公司也在 2007 年 11 月 7 日公告：“2007 年 11 月 5 日，北京市西城区政府在‘第十一届京港洽谈会——北京金融街发展及京港金融合作交流会上’对外宣布，北京金融街区域的拓展方案已经得到北京市政府的批准。北京金融街核心区的扩大将在原金融街区域的基础上，使核心区面积达到 2.59 平方公里。西城区政府将按照北京市统一部署，积极推进金融街区域的拓展工作。”

公司早在 2007 年中报中就已经披露，2007 年 4 月 11 日，公司与北京华融基础设施投资有限责任公司（简称“华融基础设施公司”，为控股股东之另一控股子公司）签署“股权转让协议”，公司将持有的子公司北京顺平拆迁有限责任公司 51% 股权转让给华融基础设施公司，转让价格 539.90 万元。目前股权转让的相关事宜尚在办理当中。

我们认为，这是西扩启动的标志。至于西扩的具体模式，正如其他房地产开发一样，也可分为两个阶段：一是土地开发（一级开发），二是房产开发（二级开发）。作为现有金融街区域的唯一规划开发者，金融街控股的成绩与贡献斐然，我们认为，金融街控股参与西扩，应该是在情理之中。如所述，公司将持有的子公司北京顺平拆迁有限责任公司 51% 股权转让给华融基础设施公司。而公司的控股股东——金融街建设集团控股的所有公司中，具有拆迁资格的，只有北京顺平拆迁有限责任公司。那意味着西扩的第一阶段——土地开发，很有可能是由华融基础设施公司来进行；而西扩的第二阶段——房产开发，则由金融街控股负责。

图 3 西扩启动标志及运作模式猜想图



资料来源：海通证券研究所

图 4 金融街区域西扩首批六个项目



资料来源：海通证券研究所

如今，相当于再造一个金融街的西扩工程，已开始加速。在光电设备厂成功并表之后，作为金融街的关联公司，华融基础设施投资公司，现正着力于儿童研究所的最后拆迁，并为更大规模的拓展而布局。未来，在寸土寸金的西城区，将新增最多 1.56 公里的土地储备。

3. 至于公司参与的总规模 7 平方公里的通州商务园项目，作为成功的产业链延伸，最迟在 2009 年年中，公司或可收获第一个惊喜。为北京金融产业后台服务中心，其与金融街的关系，正如张江之与陆家嘴一样，功能互补。该项目为一级联动开发项目，现正处于一级开发阶段。公司作为商务地产领域的领军企业，独家负责金融街区域的整体开发经营，成绩斐然；已建成的金融街区域，是其最好的名片；而在成功融资后，公司已公告将发行公司债，资金优势明显；公司为西城区国资委下属的核心企业，而在其建设的金融街区域，其缴纳的税收占全北京的 22%。因此，在政府指导的通州商务园开发中，很有可能成为通州商务园项目的最大受益者。

因为金融业务的细化和成本控制问题，在城市核心区域办公的国内外金融机构，有将部分后台支持服务部门转移到非核心区域办公的需求；通州商务园的建成，就能满足部分金融街区域金融机构的这一需求。

北京通州商务园是通州区实现区域服务中心定位的关键项目，它位于通州新城西北部的温榆河畔，总规划面积约 7.3 平方公里，商务园项目将分三期进行开发。

依据北京市规划委员会《关于通州商务园控制性详细规划的审查意见》，一期总占地 296 公顷，综合容积率 0.8，规划建筑面积约 220 万平方米，以商务办公为主，辅以配套商业和住宅。一期开发分 10 个地块滚动式进行，预计总投资 37 亿元，预计 2010 年一期土地开发全部完成，2012 年一期全部建成。二期约占地 2.5 平方公里，计划用时 3-5 年完成。余下土地用作三期开发备用。

2007 年 9 月，北京市通州区人民政府与通州商务园公司就商务园土地一级开发（一期）订立合作协议，由通州商务园

公司负责一期地块的一级开发和招商工作，区政府负责协调政府有关主管部门帮助通州商务园公司分期分批合法获得本项目土地的一级开发权以及其它一级开发手续。

早在 2007 年 12 月 15 日，金融街就公告了第四届董事会第三十三次会议决议：“同意公司出资 1 亿元参股北京通州商务园开发建设有限公司，占其总股本的 18.75%。授权公司经理班子办理相关事宜。”

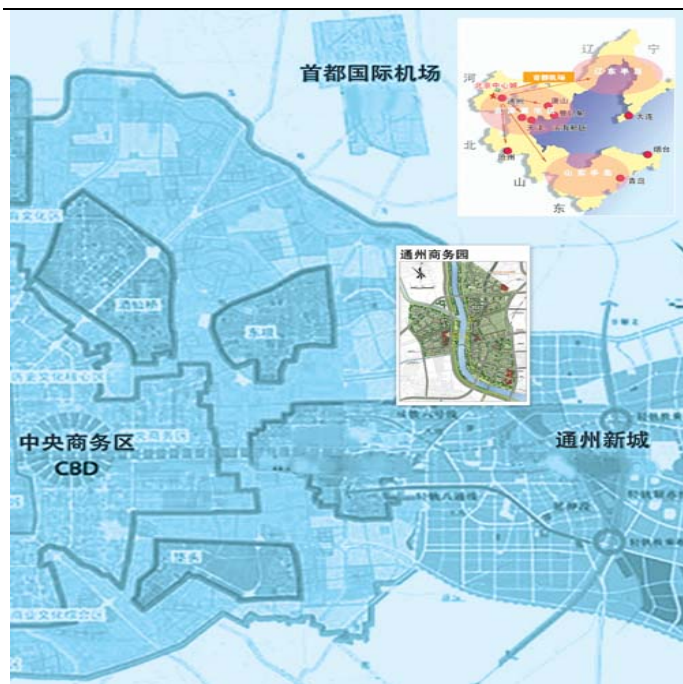
表 3 北京通州商务园开发建设有限公司股权结构

公司名称	股权比例
紫光集团有限公司	25%
金融街控股股份有限公司	18.75%
北京联海房地产开发有限公司（丰华股份持有其 50%股权）	18.75%
北京紫光高科置业有限公司	15.625%
浙江郡原地产股份有限公司	15.625%
北京市通州区永顺镇投资促进中心	6.25%

资料来源：海通证券研究所

通州商务园公司已取得北京市国土资源局的批复，进行通州商务园区一期项目 A、B1、B2、C1、C2、D1、D2、E1 地块的土地一级开发，剩余两个地块的一级开发授权文件正在审批之中。从目前土地一级开发的进程看，面积合计为 35 万平方米的 B1、B2 地块，有望在 2009 年年中挂牌。这两块土地用途定位为商务办公楼，因此，公司获取该地块的动力极大。

图 5 通州商务园位置图



资料来源：海通证券研究所

公司参股比例虽为 18.75%，但因为其突出的商务地产开发业绩与能力及资源优势，很有可能成为通州商务园项目的最大受益者。公司作为商务地产领域的领军企业，独家负责金融街区域的整体开发经营，成绩斐然；已建成的金融街区域，是其最好的名片；而在成功融资后，公司已公告将发行公司债，资金优势明显；公司为西城区国资委下属的核心企业，而在其建设的金融街区域，相关企业缴纳的税收占全北京的 22%。因此，在政府指导的通州商务园开发中，金融街获得最大份额成果的可能性极大。

4. 环球影城：媲美迪斯尼的国际性主题公园。环球影城是迪斯尼的竞争对手，而非追随者；在迪斯尼落户上海的可能性极大的情况下，环球影城落户北京的可能性，远大于上海；从地理条件、城市规划和区域功能定位看，如果

这一国际性的主题公园选择北京，通州将是较好的选择；如果环球影城落户通州，对于公司参与的通州商务园项目而言，无疑将带来极为长久的影响。

环球影城（Universal Studio）由美国环球主题公园及度假区集团（Universal Parks & Resorts）管理经营，前者是世界上最大的电影、电视制片厂以及电影题材为主的主题公园，集游乐项目、酒店、餐饮、购物为一体，是与迪斯尼齐名的国际性主题公园。全球现共有三个，分别位于美国洛杉矶市的好莱坞、佛罗里达州的奥兰多市以及日本大阪。2004年5月，通用电气公司旗下的美国全国广播公司（NBC）从法国维旺达集团购得美国环球主题公园及度假区集团股权。

环球影城早在2003年之前就与上海接洽过，当时相关媒体也有众多报道，但也许正是因为上述控股股东的变化，使得在2004年环球影城终止了相关合作。而据近期相关报道，环球影城将转而寻求与北京市的合作，位置或将在通州区。

我们难以判断这一信息的真实性。而且，如此规模的项目，其从可行性研究、审批、开工到最终建成营业，所需时间显然较长；对于各个关键时点，也难以预判。

但是，在其最大的竞争对手落户上海日益明朗的情况下，环球影城进入中国市场的动力应该较强。而环球影城在2004年曾终止了与上海的合作，因此，环球影城落户北京的可能性，远大于上海。从交通网络、区域定位和自然条件看，如果这一国际性的主题公园选择北京，通州可能是较好的选择。

（1）交通网络便捷，是离首都机场最近的区域，这点最为关键。

（2）根据北京市相关规划，通州将成为北京重点发展的新城之一，主要引导发展行政办公、商务金融、文化、会展等功能，是中心城行政办公、金融贸易等职能的补充配套区。环球影城与其区域功能定位，较为契合。

（3）自然条件较好，土地资源丰富，土地成本低。

显然，如果环球影城最终落户通州，这将丰富通州区的城市功能，创造新的就业岗位，带动周边服务行业的发展，并对周边房地产的价格有较为正面的影响。同时，对于公司参与的通州商务园项目而言，无疑将带来极为长久的影响。

5. 公司对投资性房地产采用公允价值计量的方式，将极大的缩短其持有型物业的业绩释放周期；而 REITs 的推出，将改善市场流通性，缩短其销售型物业的投资回收周期。

与住宅类公司相比，从拥有项目到业绩释放，商务地产类公司往往需要等待更久。其中原因，就如同我们之前所论述的，中小投资者因为资金门槛难以参与，而专门投资于商务地产的大型机构尚未真正兴起，使得中国商务地产市场的流通性较低，相对于住宅而言，商务地产的销售所需时间较长。

而如果选择持有经营，业绩分40至50年分期释放，虽稳定但极为缓慢。公司对投资性房地产采用公允价值计量方法，能将在未来分多年释放的业绩提前快速体现，业绩释放周期大为缩短。

投资性房地产的初始计量按成本进行，后续计量通常采用成本模式；但是，有确凿证据表明投资性房地产的公允价值能够持续可靠取得的，可以采用公允价值模式进行后续计量。公允价值模式下的投资性房地产，不计提折旧或进行摊销，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益，并对净资产产生影响。

具体而言，公允价值变动对当期损益的影响，分为两类：

（1）项目建设完成、开始经营的前后，其从存货转变为投资性房地产。存货是以原始投入计量，而当其成为投资性房地产后，如按公允价值计量。前后的差异，就成为所谓的变动损益。

（2）在经营期间，投资性房地产的市场价值发生变化，也应计为变动损益。

其中，第一类的变动幅度往往较大，对业绩的影响一般会远大于第二类变动。因此，如果某公司不断有项目建成投入经营，即从存货成为投资性房地产，则将不断为其业绩提供保证。

从现有项目建设进度看，金融街A5项目将在2009年开始营业，并将对业绩产生重大影响；2010年，天津项目将建设完成；2011年，南昌、重庆、惠州等地的写字楼、商铺项目，甚至包括通州商务园35万平方米的项目，也将投入使用。至

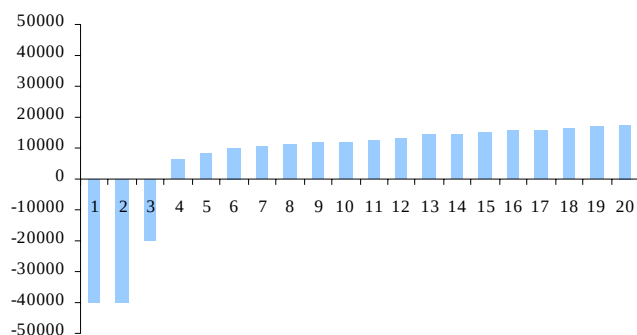
于 2012 年及之后，金融街西扩和通州商务园的相关项目，将大规模建设完成。因此，公司通过公允价值计量和 REITs 不断快速实现业绩的模式，将具有很强的可持续性。

管理层不断强调的 REITs，在 2009 年成功推出的可能性极大，将使得中小投资者能参与其中，极大的改善商务地产市场的流动性，有利于公司项目的快速变现，缩短其投资回收周期，并带来其发展模式的升级。

以一个投资额为 10 亿元的项目为例，假设建设周期为 3 年，第 4 年可开始营业，土地使用期限为 50 年。营业前 3 年的净收益分别为 0.6 亿元至 1 亿元之间，以反映空置率的逐步下降，之后收益增速比例为 5% 左右，在营业第 10 年后按 3% 的增速，第 20 年后假设不再增长。

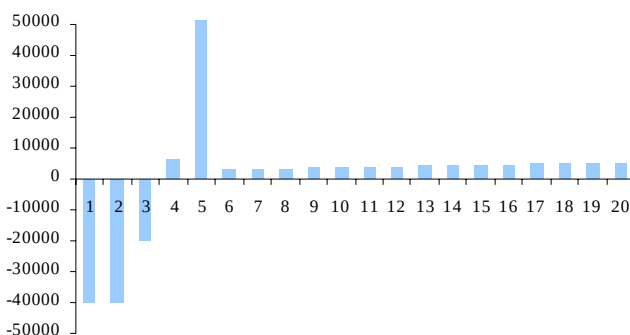
若选择销售，其定价为 15 亿元，考虑土地增值税及所得税，其净利润为 2.625 亿元，销售净利率为 17.5%；若发行 REITs，假设其优先认购 30% 的基金份额，REITs 的收益全部分派。根据以上假设可以看出，选择出租的动态投资回收期高达 20.4 年，而发行 REITs 的动态投资回收期仅为 8.2 年，静态投资回收期仅 4.8 年；选择销售的动态投资回收期仅为 4 年，但如上所述，非住宅物业的销售较为困难，且需缴纳土地增值税。

图 6 非住宅物业不发行 REITs 的模拟现金流（万元）



资料来源：海通证券研究所

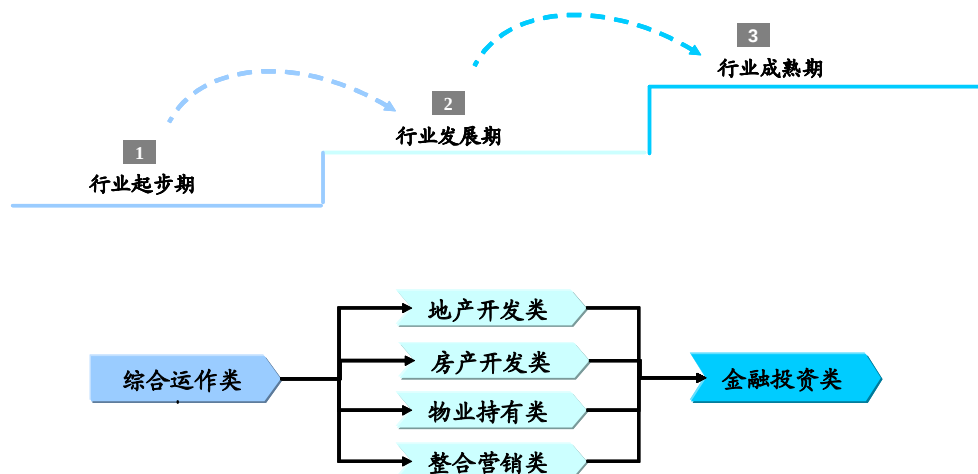
图 7 非住宅物业发行 REITs 的模拟现金流（万元）



资料来源：海通证券研究所

6. 公司控股股东志存高远，通过设立长城人寿保险公司和并购恒泰证券，以公司为旗舰，构建金融地产联合体，力图打造中国版 ING；金融与地产的联合，也将对公司的未来发展产生实质性影响。

图 8 企业在行业的不同发展阶段有不同的发展模式



资料来源：海通证券研究所

根据产业链价值增值方式的不同，房地产企业的盈利模式各有区别，我们进而可以将相关企业划分为六大类：综合运作类，地产开发类，房产开发类，物业持有类，整合营销类，金融投资类。作为最高端的地产投资形式——金融投资类企业，在国内更是尚付阙如，国际级企业有 ING、凯德置地等。

公司控股股东志在长远，以公司为旗舰，构建金融地产联合体，力图打造中国版 ING。其中，北京华融综合投资公司、金融街建设集团分别为长城人寿保险公司的第一和第三大股东，而金融街建设集团为恒泰证券第一大股东。金融与地产的联合，也将对公司的未来发展产生实质性影响。

7. 盈利预测与投资建议。预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.50 元、0.67 元。无论 PE 或者 PB，公司都是商务地产行业最低，为该子行业的最佳投资标的。我们上调对公司的投资评级至“买入”，给予其 25 倍 PE，6 个月目标价 12.50 元。

表 4 公司利润表预测（百万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	3,482	4,214	5,286	5,554	8,062
减：营业成本	2,199	2,356	2,306	2,664	3,250
营业税金及附加	329	516	662	677	1,314
销售费用	34	89	173	149	212
管理费用	174	277	346	303	393
财务费用	34	152	335	464	817
资产减值损失	(16)	17	150	58	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	510	450
投资收益	42	313	23	0	0
二、营业利润	769	1,120	1,336	1,749	2,526
加：营业外收入	33	0	21	0	0
减：营业外支出	1	1	4	0	0
三、利润总额	801	1,119	1,354	1,749	2,526
减：所得税费用	275	387	338	437	632
四、净利润	526	732	1,015	1,312	1,895
归属于母公司所有者的净利润	536	730	1,014	1,238	1,668
少数股东损益	(10)	2	2	73	227
五、每股收益	0.49	0.68	0.41	0.50	0.67

资料来源：公司公告，海通证券研究所

8. 不确定性因素。

系统性风险；宏观调控对房地产行业的影响极大，但前者较难预测。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、滨江集团、华发股份、滨江集团、万通地产。

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。