

买入 调高

金融街 (000402)

2009 年 6 月 17 日

见底、并购与重估

房地产行业分析师: 帅虎

shuaih@htsec.com

021-23219401

2009 年 6 月 16 日收盘价 11.54 元, 6 个月内目标价 15.00 元

投资建议: 天津项目超越预期, 目前预售额已经超过 8 亿元, 均价超过 2 万元/平方米, 超越预期。津塔公寓和津门公寓 B 栋今年交房, 将对今年业绩产生重大影响。因此, 我们略微调高对公司 2009 年和 2010 年的业绩预测。当然, 从公司过往的销售历史看, 德胜国际中心 C 栋与德胜凯旋中心 A 栋, 将实现整体销售。另外, 公允价值变动损益将成为公司业绩的平滑剂, 如金融街中心 (A5) 项目和德胜国际中心 B 栋项目。至于自持物业方面, 预期将较为稳定。公司战略重心回归商务地产, 聚焦环渤海湾区域, 作为现金最为充裕的地产公司之一, 收购冲动强烈。在此之前, 已经开始大规模的储备商务地产项目, 如前期收购的复兴门项目和位于西单区域的美晟国际广场; 在商务地产行业见底和公司现金充裕的前提下, 公司有望再次逢低吸纳, 大规模拓展北京区域的商业地产储备。预测公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.65 元, 每股净现值为 14.18 元。无论 PE 或者 P/RNAV, 公司都是地产行业最低。考虑到商务地产行业见底迹象明显, 通胀预期下商务地产的资产重估空间远高于住宅, 公司充足的现金将提高其并购冲动。因此, 我们调高对公司的投资评级至“买入”, 6 个月目标价 15 元。

我们在 2009 年 5 月 26 日发出的《物业税渐行渐进》的行业跟踪报告中, 因为考虑到估值压力, 已将多数地产股的投资评级调低, 金融街也不例外。

但是, 从商务地产行业的最新变化看, 作为行业滞后指标的北京市高档写字楼空置率, 已经见顶回落, 商务地产行业明显有见底迹象。因此, 我们对于商务地产行业相关公司开始持乐观态度; 作为国内最具规模和经验的商务地产开发经营商, 公司将有望从两方面受益。

首先, 公司战略重心回归商务地产, 聚焦环渤海湾区域, 作为现金最为充裕的地产公司之一, 收购冲动强烈。在此之前, 已经开始大规模的储备商务地产项目, 如前期收购的复兴门项目和位于西单区域的美晟国际广场; 在商务地产行业见底和公司现金充裕的前提下, 公司有望再次逢低吸纳, 大规模拓展北京区域的商业地产储备。

其次, 通货膨胀预期进而导致资产重估, 商务地产远高于住宅的投资收益率, 将为商务地产提供远为广阔的重估空间。公司持有已开业的出租物业 42.26 万平方米, 而在其持有的 622 万平方米的项目储备中, 商务地产占比超过 50%; 因此, 潜在受益空间较大。

关于商务地产行业的最新进展, 请参考我们后续的行业跟踪报告。

1. 天津项目超越预期, 目前预售额已经超过 8 亿元, 均价超过 2 万元/平方米, 超越预期。津塔公寓和津门公寓 B 栋今年交房, 将对今年业绩产生重大影响。因此, 我们略微调高对其 2009 年的业绩预测。当然, 从公司过往的销售历史看, 德胜国际中心 C 栋与德胜凯旋中心 A 栋, 将实现整体销售。另外, 公允价值变动损益将成为公司业绩的平滑剂, 如金融街中心 (A5) 项目和德胜国际中心项目。至于自持物业方面, 预期将较为稳定。

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 C 栋写字楼将销售, 并在 2009 年结算收入。

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 A 栋，即写字楼部分，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。天津项目分为津门、津塔两个部分；其中，津塔项目为 2 栋，1 栋为写字楼，1 栋为高级公寓；其中，津塔公寓共 644 套，为小户型。津门项目为 3 栋，2 栋为公寓，1 栋为酒店；其中，公寓部分共 436 套，为大户型。津门、津塔公寓部分现已开盘预售，价格在 2-2.1 万元之间，目前预售额已经超过 8 亿元。另外，项目存在提价可能。

需要强调的是津塔公寓和津门公寓的 B 栋，将于 2009 年交房，将对公司 2009 年业绩产生重大影响。我们假设该项目在 2009 年结算 8.2 万平方米，2010 年结算 9.2 万平方米。

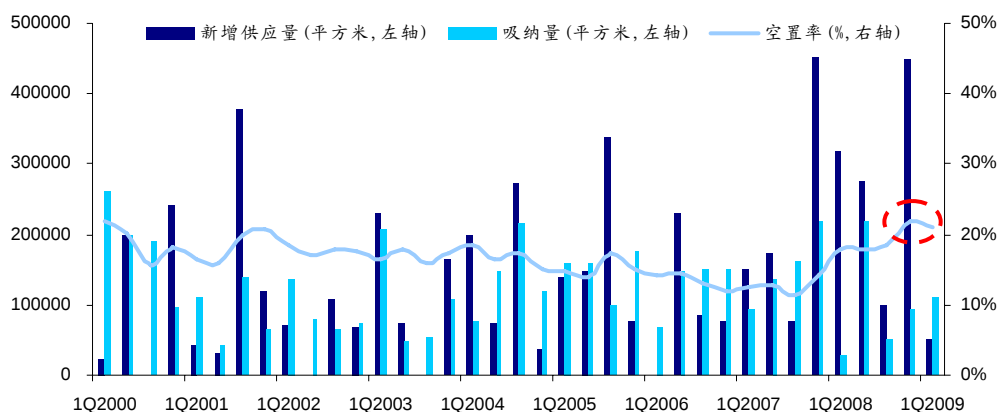
至于公允价值变动损益，将成为公司 2009 年业绩很好的平滑剂，比如即将营业的金融街中心（A5）项目和德胜国际中心 B 栋；当然，A5 公允价值变动损益的具体额度，或许取决于天津项目的销售及结算情况，两者或许呈反比。

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。至于前期公告转让的德外危改 F1 地块，公司收入约为 1.7 亿元，预计净利润为 5 千万元左右。

2. 随着国内外宏观经济的好转，商务地产行业见底迹象较为明显。我国商务地产市场的投资收益率高于全球其它国家，更远远高于我国住宅市场。宽松的货币政策导致 CRB 指数大幅反弹，PPI 及 CPI 有望随之反弹，通货膨胀预期进而导致资产重估；商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供远为广阔的重估空间。

随着国内外宏观经济的好转，商务地产行业见底迹象较为明显，租赁活动明显开始活跃。因为新增供应集中在 2008 年入市，2008 年第 4 季度，北京市高档写字楼空置率达到 21.9%，创历史新高。但是在 2009 年第 1 季度，空置率指标下降至 21% 以下；作为最为关键的滞后指标，值得重点关注；新增供应的大幅度下降和吸纳量的复苏，是其背后原因。

图 1 2000 年以来北京市高档写字楼新增供应量、吸纳量与空置率季度变化

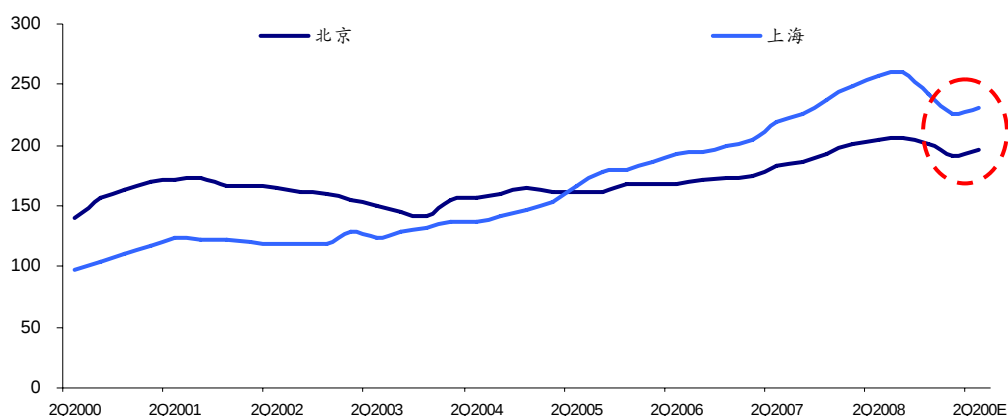


资料来源：CBRE，海通证券研究所

作为商务地产主力客户的相关外资企业，其投资中国应该是长期战略；金融危机的发生，短期内对商务地产的需求的确已经产生影响。但随着国内外宏观经济环境的好转，外资企业投资中国的脚步不会停止。众所周知，中国经济 2009 年维持 8% 的增速已较为明朗，而中长期的经济增速仍有望远超多数国家。国内外经济前景的差距，更能凸显中国商务地产的长期吸引力。

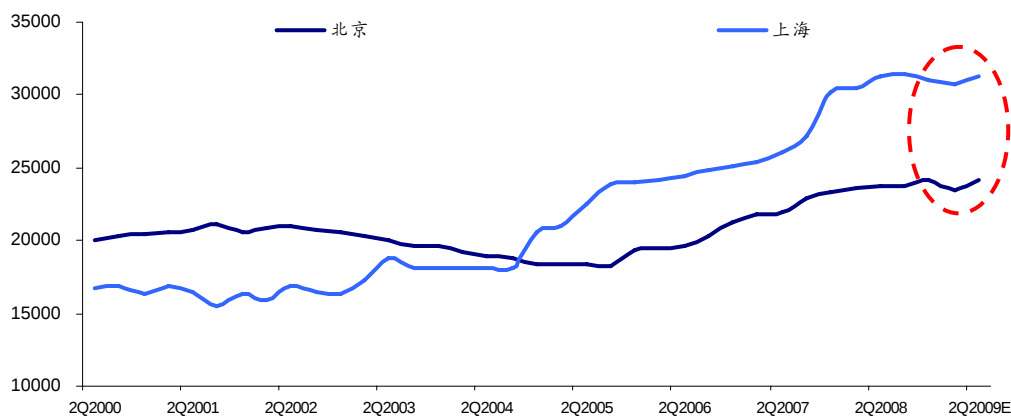
在 CBD 核心区，土地基本开发完毕，在建工程仅剩 6 个项目；除 CCTV 新总部大楼基本自用外，其余 5 个项目体量较小，预计总体写字楼可出租面积不会超过 70 万平方米（含国贸三期），这就构成了 CBD 未来仅有的供应。因此，CBD 未来新增供应压力极小。至于金融街区域，其核心区已经建设完毕，考虑到其西扩近期难以推进；因此，中期内的新增供应也极小。

图 2 2000 年以来北京市、上海市高档写字楼租金季度变化（元/月/平方米）



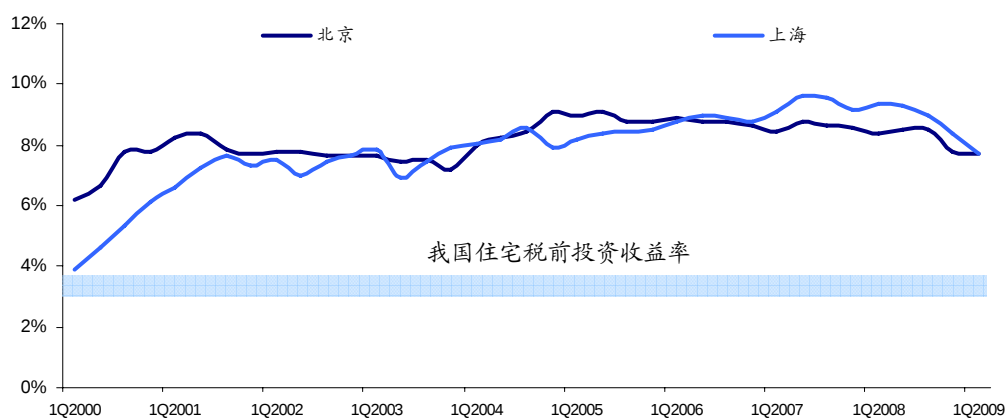
资料来源：CBRE，海通证券研究所

图 3 2000 年以来北京市、上海市高档写字楼售价季度变化（元/月/平方米）



资料来源：CBRE，海通证券研究所

图 4 2000 年以来北京市、上海市高档写字楼税前投资收益率季度变化



资料来源：CBRE，海通证券研究所

综合而言，CBD、金融街、中关村等地未来的新增供应极其有限；而随着国内外宏观经济的好转，商务地产的租赁需求已经开始复苏。供需关系的变化，将导致北京市写字楼市场未来空置率的下降。

商务地产租金的反弹迹象，也开始有所显露。2009 年第 1 季度，北京市高档写字楼租金水平为 190.7 元/月/平方米；从 2009 年 4-5 月的租金水平看，2009 年第 2 季度整体租金水平有望实现接近 3% 的增长；销售价格方面，2009 年第 2 季度也有望 2.5% 左右的增长。

如图 4 所示，我国商务地产市场的税前投资收益率高于全球其它国家，更远远高于我国住宅市场 3%-3.5% 的税前投资收益率。

考虑到未来新增供应极小，而投资收益率较高；因此，我们认为，我国以写字楼为代表的商务地产租金水平，其调整压力要远低于住宅。

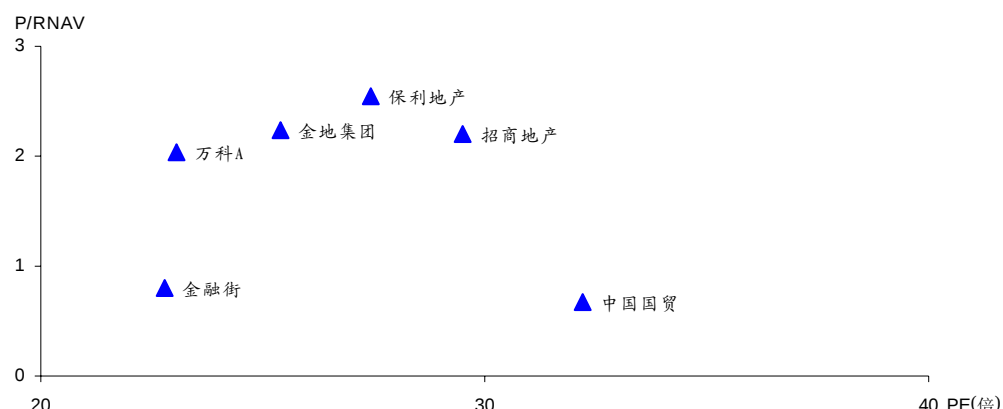
前期量化宽松的货币政策导致 CRB 指数大幅反弹，PPI 及 CPI 有望随之反弹，通货膨胀预期进而导致资产重估；商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供远为广阔的重估空间。

3. 商业地产估值：PE 结合 RNAV。

公司 RNAV 在 14.20 元左右，P/RNAV 仅为 0.81 倍。在住宅开发类龙头公司中，除万科之外，2009 年 PE 仍维持在 30 倍左右，2010 年 PE 基本维持在 20 倍左右，而其 P/RNAV 则在 2-2.5 倍之间。

公司无论 PE 或是 P/RNAV，都低于住宅开发类公司；另外，考虑到商务地产远高于住宅的投资收益率，将为商务地产提供远为广阔的重估空间。因此，我们认为，公司价值明显低估。

图 5 主要上市公司 PE 与 P/RNAV 示意图



资料来源：CBRE，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议。调高对公司的业绩预测，2009-2010 年 EPS 分别为 0.53 元、0.65 元，每股净现值为 14.18 元。无论 PE 或者 P/RNAV，公司都是地产行业最低。考虑到商务地产行业见底迹象明显，而通胀预期下商务地产的资产重估空间远高于住宅，以及公司的并购冲动。因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，6 个月目标价 15 元。

其中，我们盈利预测的关键假设如下：

天津项目在 2009 年结算 8.2 万平方米，2010 年结算 9.2 万平方米。

A5 项目和德胜国际中心项目在 2009 年计提公允价值变动损益。

出租物业租金保持稳定，即商务地产行业基本见底。

表 1 公司利润表预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	3,482	4,214	5,595	4,708	6,858
减：营业成本	2,199	2,356	2,800	2,027	3,425
营业税金及附加	329	516	755	587	851
销售费用	34	89	132	190	276
管理费用	174	277	300	344	393
财务费用	34	152	23	202	170
资产减值损失	-16	17	223	58	0
加：公允价值变动收益	0	1,697	-65	470	400
投资收益	42	313	74	0	0
二、营业利润	769	2,816	1,371	1,771	2,142
加：营业外收入	33	0	54	0	0
减：营业外支出	1	1	8	0	0
三、利润总额	801	2,816	1,417	1,771	2,142
减：所得税费用	275	811	378	443	536
四、净利润	526	2,005	1,039	1,328	1,607
归属于母公司所有者的净利润	536	730	1,039	1,325	1,607
少数股东损益	-10	2	-1	3	0
五、每股收益	0.43	1.03	0.43	0.53	0.65

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 不确定性因素。

系统性风险；西扩及通州商务园的具体进展，仍较难预测；公司销售多以整栋为主，具体的结算进度较难预测。

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、福星股份、中天城投、苏宁环球、嘉宝集团。

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。

免责声明

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。