

当前是金融街最具投资价值的时期

推荐 维持评级

合理估值: 25 元

分析师

潘玮

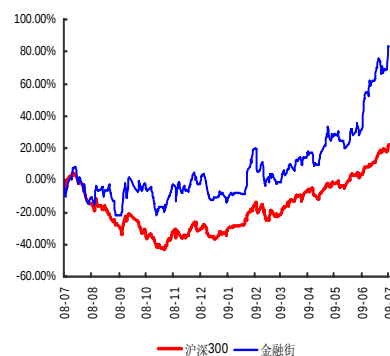
✉: panwei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8212

市场数据 时间 2009.07.14

A 股收盘价(元)	15.43
A 股一年内最高价(元)	15.43
A 股一年内最低价(元)	6.43
上证指数	3145.16
市净率	2.61
总股本(万股)	248000
实际流通 A 股(万股)	239700
限售的流通 A 股(万股)	8424
流通 A 股市值(亿元)	370

相对沪深 300 股指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

投资要点:

- 公司的商业地产占据城市核心区域, 这些地区属于稀缺资源, 因此在流动性充裕造成资产泡沫的情况下, 核心城市的商业地产公司虽然业绩增长缓慢, 但是市场重估价值增长很快。商业地产的复苏也慢于住宅。商业地产公司今年以来上涨幅度远低于其他住宅类公司, 我们认为在资产价格上涨情况下, 这些公司也必然会有一轮补涨行情。
- 金融街商业物业建筑面积超过 200 万平方米, 并在不断扩大中。去年开始陆续在一线城市核心地段收购商业项目。09 年下半年, 金融街不但能够享受重估价值快速增长, 也能够享受住宅开发进入结算期带来的丰厚收益, 这是住宅项目历史上第一次开始为金融街贡献利润, 时机难得, 当前可谓别具投资价值, 在地产公司中独一无二。
- 津门津塔项目的成功开发彰显了金融街优异的开发实力, 进一步强化了品牌影响力, 为公司今后打造商业住宅综合项目奠定了良好的基础, 也让市场从对公司在商业、住宅共同发展模式向来持有一定怀疑态度到认可金融街的开发能力和战略执行力并发现其价值。
- 当前是最好投资时机, 原因是商业地产重估刚刚启动, 且重估空间大于住宅地产; 公司住宅利润开始释放, 津门津塔为高利润项目, 为公司未来两年业绩重要来源; 公司股价一直表现弱于地产板块, 超预期的利润和价值重估使得公司存在强烈的补涨需求。公司近期也在积极参与准备拿地, 利用充沛的现金流获取优异的土地储备。
- 我们预计, 公司 09、10 年的每股收益为 0.57 元和 0.70 元。给予公司“推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	3481.7	4214	5093	5,489	6,975.8
销售收入增长率(%)	74.1%	21.04%	20.8%	38%	45%
净利润(百万元)	535.6	730.2	1045.8	1426.7	1885
净利润增长率(%)	30.98%	36.33%		27.33%	32.14%
摊薄 EPS(元)	0.22	0.29	0.42	0.57	0.70
PE(X)				25	20.6

资料来源: 中国银河证券研究所

一、公司为国资委控股的商业地产龙头

同陆家嘴、张江高科一样，金融街的形成和发展是政府直接推动的结果。1993 年国务院批复的《北京城市总体规划》，提出在西二环阜成门至复兴门一带建设国家级金融管理中心，集中安排国家级银行总行和非银行机构总部，北京金融街应运而生。作为首都第一个大规模整体定向开发的金融功能区，经过十二年的发展，金融街已经成为对中国金融业最具影响力的金融中心区。公司大股东为北京金融街建设集团。集团成立于 1992 年，系国有控股的资产运营管理公司，集团开发建设的知名项目有：西单商业街、北京金融街、西环广场、德胜尚城、德胜国际中心、德胜凯旋广场等。金融街控股在北京黄金地段金融街区域拥有无可比拟的资源优势和开发优势。

在 16 年的发展过程中，金融街控股由最开始的单纯的代为北京市西城区政府进行土地一级开发逐步转型为房地产开发并持有优质出租物业，从一个北京地区的区域开发商转变为全国性的开发商，总资产规模从成立之初的 2000 万增长到 2009 年一季度末的 294 亿。

公司原来为西城区政府进行金融街区域的一级开发，一级开发后可以将地卖出或继续进行二级开发。二级开发后有自持和出售两种模式。公司在金融街区域拥有近 80 万平米的自持物业。从 05 年开始，公司开始异地扩张并进入住宅开发领域。至今，公司共拥有土地储备超过 620 万平方米（包括出租类和销售类）。从 05 年开始，公司进入商品住宅的开发领域，在天津、重庆、惠州、北京石景山等地陆续通过招拍挂和项目收购等方式取得了一一万平方米的土地储备并进行住宅开发销售。从 09 年开始，住宅项目陆续进入销售结算阶段。天津的津门津塔项目预计为公司 09、10 年的重要利润来源。

二、自持类物业每年带来稳定现金流

截止到 09 年一季度，公司在北京、天津、重庆、南昌等地拥有自持类物业的建筑面积为超过 200 万平方米。公司在北京金融街的出租类物业比较成熟，每年的出租收入 5 亿元，可增加净利润 1 亿元。天津、重庆、南昌的商业部分从 05 年开始起步，公司力图在这些城市的核心地段复制金融街的商业模式，这些商业部分还在建设中，预计今后将为公司带来更多稳定的现金流。

（一）北京：分布在金融街、西单区域

金融街规划用地位于西二环东侧，南起复兴门内大街，北至阜成门内大街，西自西二环路，东临太平桥大街，南北长约 1700 米，东西宽约 600 米，规划用地 103 公顷，总建筑面积 300 多万平方米。金融街公司在该区域拥有金融街中心、金阳大厦、通泰大厦、金融街购物中心、金融家公寓等从甲级写字楼、顶级购物中心、高档酒店公寓等各种业态的自持性物业，建筑面积超过 80 万平方米。

目前，金融街原有项目出租率在 90%以上，包括新增项目出租率也在 85%以上，在北京市三大商务圈（金融街、国贸、中关村）中是情况最好的。甲 A 级写字楼原来的出租客户以外资机构为主，近几年新增了金融监管机构、能源电力公司和跨国公司等。

目前租金状况英兰大厦每月 300-330 元/平米，南区每月 220-230 元/平米，A5 项目低价入市，每月 250-260 元/平米。出租合同 2-3 年一签，续签每 2 年上调 7%-8%。

美昇购物广场：位于西单，大悦城对面，收购价格 16 亿元。楼面价 20000 元一平米，租金为每日每平米 8 元。该项目初步准备自持。

金融街 A5 项目（金融街中心）：年中竣工出租，确认收入，公允价值变动约 6 亿元。目前南楼租用意向超过 120%，已签约 40% 多，租金相对低一些；北楼尚未开始租。金融街区域的土地成本基本可以忽略，建安成本在 5000 元左右。

德胜项目：德胜中心，总建面 10 万平方米，售价 2 万/平米，A、D 已结算，C、E 已售出，09 年确认收入（收入约 7.2 亿元，净利润约 1.3 亿元），B 座为自持物业，出租收入约为 2 亿元每年。

德胜凯旋，总建面 8.3 万平方米，为写字楼和酒店公寓，写字楼拟整体销售，公寓在售。

复兴门 4-2 项目：09 年底将完成拆迁，10 年开工建设。

（二）在天津、重庆、南昌复制金融街模式

公司在天津的津门项目、重庆江北城世纪中心、南昌金融大街项目，都是试图复制金融街的商业模式，通过持有核心城市黄金地段的商业地产，来获得稳定的出租收益，在营造金融区域商业气氛，带动周边发展的同时，也为公司带来稳定的现金流。

（三）09 年公司拟在一线城市收购商业地产项目

公司现金流充沛，截止 09 年一季度，公司货币资金 84 亿，除去募集资金之外，剩余资金将考虑收购一线城市核心地段的商业地产项目，通过持有经营，获取租金收入和土地未来升值收益。

图 1 金融街办公区域（金融街标志附近）



资料来源：中国银河证券研究所

图 2 金融街购物中心连卡佛



资料来源：中国银河证券研究所

表 1 公司自持类物业项目储备列表

所属地区	项目名称	功 能	规划建筑面积 (平方米)
北京	金融街中心项目 (A5 地块)	办公	90,000
	金融街 E6 和 E6A 地块	办公	121,718
	金融街 E1 地块	商业	19,000
	金融街 E2 地块	商业	24,190
	金融街 F7 二期	商业	16,123
	复兴门 4-2 项目	办公	160,000
	西绦胡同项目	办公	4,960
	西单美晟广场项目	商业、办公	111,201
	德胜国际中心项目	办公	99,944
	丽思卡尔顿酒店	酒店	41,127
	金融街公寓	酒店式公寓	50,719
	金融家俱乐部	商业	6,000
	金融街购物中心	商业	89,000
	金树街项目	商业	8,966
	C3 四合院	商业	2,081
	金融大厦	办公	12,825
	金阳大厦	办公	10,619
	通泰大厦	办公	1,173
	富凯大厦	办公	19,261
	其他(车位及配套)	配套	25,905
天津	津门出租	商业	69,000
	津塔出租	商业	286,400
重庆	江北城世纪中心项目	办公	336,118
	嘉年华大厦项目	商业	14,407
南昌	金融大街项目	商业、金融和办公	250,000
惠州	惠州金海湾项目	住宅、商业及配套	110,000
	惠州喜来登酒店	酒店	43,524
合计			2,024,261

资料来源：中国银河证券研究所

三、住宅开发 09 年将进入丰收期

公司共持有权益建面 326 万平方米的开发类土地储备。分布在北京、天津、重庆、南昌、惠州。09 年开始进入丰收期。我们预测，公司 09、10 年住宅项目将带来 36 亿和 65 亿的收入。

津门津塔公寓部分：位于天津和平区核心地带，地段独一无二，为天津市的地标性建筑，市级重点建筑工程。项目建面共 58 万平米，包括写字楼、五星酒店（5 万平米）和公寓（6+5+5 万平米），土地成本仅 1800 元/平米。现销售均价 22000。该项目实际销售情况超预期，公寓部分现已认购金额 10 亿元。该项目将为公司 09、10 年利润来源的重要组成部分。该项目彰显

了金融街控股在开发城市商业、高级公寓方面的实力，为公司品牌的打造奠定了更加深厚的基础。预计 09 年该项目认购额能够达到 14 亿，未来两年总销售额超过 35 亿。

津门公寓是天津地区现有高档住宅里卖的最好的，得益于以下三点：一是津门津塔项目是天津地标性建筑，位于天津市最核心的地段；二是项目整体使用玻璃幕墙，精装修大户型，品质独一无二；三是津塔将被打造成为华北地区第一高楼，津门公寓之间还将引入超五星级酒店圣瑞吉斯酒店，整个项目临近天津著名的劝业场商业区，未来还将引入高级商业中心，该区域未来将成为天津最繁华、商业气氛最浓厚的区域，升值潜力巨大。

大屯路项目：该项目由于地价较高，在 08 年曾计提减值准备，随着房地产行业的复苏以及容积率规划进行了调整并上报，突破了 70/90 的限制，该项目的风险已经化解，并预计下半年开始动工，10 年开始结算。

惠州巽寮湾：建面 247 万平方米，包括商业、金融和写字楼，土地成本 130 元/平米。公司对惠州项目的规划：先做好市政配套工程，再推进住宅的建设销售。土地该项目公司计划开发周期达 10 年以上，目前主要做销售型物业和配套商业等。08 年销售了 400 套公寓，上半年结算；下半年开始销售别墅，售价 1.5 万元/平米，预计年内竣工。

南昌紫金园：地处南昌红谷滩。紫金园 4.7 万平米，为普通商品房，分 1-4 期开发，目前售价 3700 元/平米。南昌 CBD 金融街预计 09 年底开工。该项目土地成本很低。

重庆项目：土地储备 70 万平方米。主要有马房湾（住宅）、江北城（江北区金融街，2 栋写字楼，09 年 3 月份开工，10 年 10 月竣工结算）、大学城（住宅，预计 09 年 8 月开工）。该项目土地成本非常低。

表 2 公司开发类项目土地储备及结算收入预测

地区	项目名称	功能	权益	规划建面	权益建面	预计销售 均价(元)	09 结算 面积	10 结算 面积	09 收入 (百万元)	10 收入 (百万元)
北京	德胜凯旋项目	商住	100%	83,300	83,300	22,000	20825	45815	458.15	1007.93
	大屯路项目	住宅	100%	79,789	79,789	20,500	0	0	0	0
	后沙峪项目	住宅	100%	65,266	65,266	14,500	0	0	0	0
	衙门口项目	住宅	75%	430,603	322,952	9,500	0	80738	0	767.0116
天津	津门项目	公寓	100%	175,690	175,690	22,000	66762	101900	1468.768	2241.804
	津塔项目	办公	100%	57,800	57,800	22,000	21964	33524	483.208	737.528
重庆	大学城融城华府项目	住宅	100%	244,901	244,901	4,500	0	0	0	0
	马房湾彩立方项目	住宅	100%	226,133	226,133	5,200	0	0	0	0
南昌	紫金园一期	住宅	67%	17,874	11,976	3,800	8382.9	3592.7	31.85504	13.65216
	紫金园二期	住宅	67%	59,051	39,564	4,000	31651	7912.8	126.6053	31.65134
	紫金园三期	住宅	67%	180,000	120,600	4,500	0	36180	0	162.81
	紫金园四期	住宅	85%	216,000	183,600	4,500	0	0	0	0
惠州	惠州金海湾项目	住宅	70%	2,359,300	1,651,510	6,300	165151	247727	1040.451	1560.677
总计				4,195,707	3,263,081				3609.04	6523.06

资料来源：中国银河证券研究所

四、盈利预测

(一) 09、10 年盈利预测:

自持物业: 金融街物业大多分布在北京金融街地区, 每年的租赁收入带来的净利润 1 亿元左右; 德胜 C 栋今年将整体销售并结算收入。

住宅方面, 从 2009 年起, 公司住宅项目陆续进入结算的有天津津门津塔公寓、南昌及惠州的公寓项目。受益于地产行业复苏, 津门津塔公寓项目远超预期, 开盘至今预售额已经达 10 亿元, 均价 22000 元/平方米。加上其他地区的公寓销售, 预计公司 09、10 年住宅项目结算将带来 36 亿和 65 亿的收入。

公允价值调整: 08 年采用公允价值的项目包括金融街购物中心、金树街餐饮街、金融街 C3 四合院项目; 09 年 1 季度德胜国际中心项目用于出租的 3.4 万平米物业计入投资性房地产, 采用公允价值计量, 公允价值变动约 1.6 亿元; 09 年中, A5 项目南、北两栋楼 (9 万平米) 竣工, 还将确认公允价值变动收入约 5 亿元。2010 年将增加西单美晟广场 11 万平米、天津酒店 4 万平米, 届时也将计入投资性房地产, 预计带来公允价值变动收入约 5 亿元。

预计公司 09、10 年的净利润分别为 14.15 和 17.3 亿元。对应每股收益为 0.57 元和 0.7 元。

表 3 公司盈利预测表: (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	3,481.72	4,214.36	5,595.08	5,489.00	6,975.78
营业收入	3,481.72	4,214.36	5,595.08	5,489.00	6,975.78
二、营业总成本	2,755.04	3,407.87	4,233.09	4,321.00	5,332.49
营业成本	2,199.24	2,355.95	2,799.69	2,965.25	3,932.38
营业税金及附加	329.43	515.98	755.41	820.53	850.76
销售费用	34.05	89.10	132.32	200.32	176.45
管理费用	173.79	277.33	300.04	280.50	270.50
财务费用	34.38	152.30	22.52	35.30	45.80
资产减值损失	-15.85	17.21	223.11	19.10	56.60
三、其他经营收益					
投资净收益	42.12	313.06	74.23	660.98	580.56
四、营业利润	769.26	1,119.55	1,371.00	1,828.00	2,221.00
加: 营业外收入	32.82	0.06	53.67	20.90	37.89
减: 营业外支出	0.90	0.59	7.57	9.46	10.90
五、利润总额	801.19	1,119.02	1,417.10	1,839.80	2,249.00
减: 所得税	275.27	386.65	378.26	420.87	510.50
六、净利润	525.91	732.37	1,038.84	1,418.90	1,739.00
减: 少数股东损益	-9.67	2.18	-0.53	3.45	2.89
归属于母公司所有者的净利润	535.59	730.19	1,039.38	1,415.00	1,736.00
七、每股收益:	0.6	0.68	0.43	0.57	0.7

资料来源: 中国银河证券研究所

五、估值分析

(一) RNAV 法估值

表 4 公司 NAV 估值表格

公司 NAV (亿元)	
储备项目	239 亿
物业经营	280 亿
净负债	140 亿
NAV	379 亿
总股本数	24.8 亿
每股 NAV (元)	15.3 元

资料来源：中国银河证券研究所

公司现有的业务为房地产开发和商业物业出租。对物业采用可比物业出售价格法进行重估，对地产项目采用现金流折现法进行估算公司 09 年的 RNAV 为每股 15.3 元。

(二) PE 估值

我们预测，公司 09、10 年每股收益为 0.57 元（27x），0.7 元（22x）。当前地产平均市盈率为 38 倍，按 10 年 0.7 元每股收益，公司估值为 26.6 元。

结合 RNAV 和 PE 估值，我们认为公司的合理价位为 25 元。

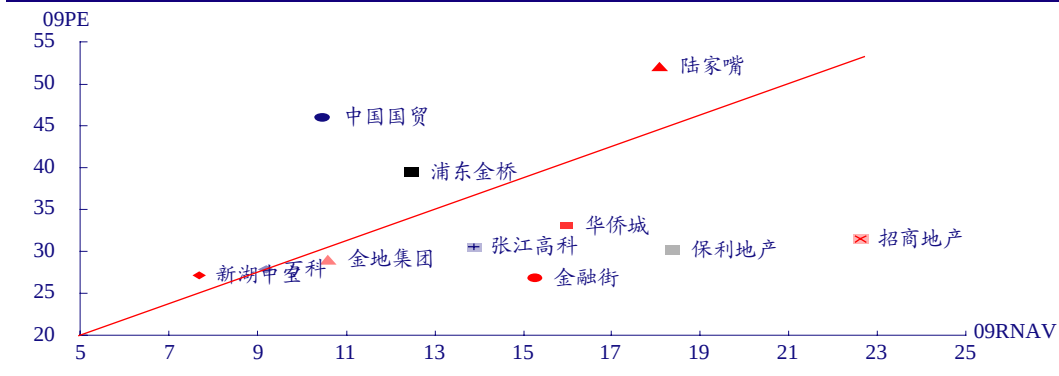
表 5：重点公司估值比较

证券代码	证券简称	股价 7.14	EPS			PE			09NAV	股价对 NAV 溢价
			EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	10PE		
000002.SZ	万科 A	14.44	0.37	0.46	0.56	39.0	31.4	25.8	9.2	56.96%
600048.SH	保利地产	29.71	0.91	0.92	1.25	32.6	32.3	23.8	18.4	61.47%
600663.SH	陆家嘴	28.15	0.47	0.50	0.57	59.9	56.3	49.4	18.1	55.52%
000024.SZ	招商地产	39.5	0.94	1.01	1.25	42.0	39.1	31.6	22.6	74.78%
000069.SZ	华侨城 A	23.87	0.35	0.57	0.72	68.2	41.9	33.2	16	49.19%
000402.SZ	金融街	15.43	0.43	0.57	0.70	35.9	27.3	22.8	15.3	0.85%
000046.SZ	泛海建设	20.09	0.09	0.17	0.28	213.7	118.2	71.8	14.6	37.60%
600895.SH	张江高科	16.35	0.38	0.50	0.68	43.0	32.7	24.0	13.9	17.63%
600208.SH	新湖中宝	14.29	0.30	0.41	0.52	47.6	34.9	27.5	7.7	85.58%
600383.SH	金地集团	17.79	0.38	0.55	0.64	46.3	32.1	27.9	10.6	67.83%
601588.SH	北辰实业	7.14	0.13	0.23	0.28	54.9	31.0	25.5	4.5	58.67%
002244.SZ	滨江集团	17.79	0.61	0.53	0.68	29.2	33.6	26.2	12.4	43.47%
000031.SZ	中粮地产	15.4	0.08	0.13	0.15	192.5	118.5	102.7	7.8	97.44%
600325.SH	华发股份	23.48	0.88	0.95	1.18	26.7	24.7	19.9	15.3	53.46%
000718.SZ	苏宁环球	15.37	0.33	0.54	0.82	46.1	28.4	18.8	10.9	41.01%

600748.SH	上实发展	20.27	0.34	0.43	0.49	59.6	47.1	41.4	11.8	71.78%
600675.SH	中华企业	19.6	0.50	0.72	0.66	39.2	27.2	29.7	11.6	68.97%
600376.SH	首开股份	26.1	0.70	0.84	0.98	37.3	31.1	26.6	15.7	66.24%
600639.SH	浦东金桥	16.39	0.33	0.38	0.46	49.7	43.1	35.6	12.5	31.12%
600246.SH	万通地产	13.83	1.04	0.29	0.45	13.3	47.7	30.7	11.5	20.26%
600007.SH	中国国贸	12.24	0.35	0.26	0.35	35.0	47.1	35.0	10.5	16.57%
600266.SH	北京城建	19.68	0.43	0.56	0.75	45.8	35.1	26.2	15.6	26.15%

资料来源：中国银河证券研究所

图 3：地产公司 09 年 PE 和 RNAV 对比



资料来源：中国银河证券研究所

分析师简介

潘玮，清华大学金融学学士，管理学硕士，2008 年加入银河证券，从事房地产行业研究。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908