

房地产

2009 年 中报分析

2009 年 08 月 20 日

市场数据: 2008 年 08 月 19 日

收盘价 (元)	11.48
6 个月内最高/最低 (元)	16.20/8.13
市净率	1.92
市盈率	26
实际流通市值 (百万元)	27517.22

注: “息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2009 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.99
资产负债率%	50.94
总股本/实际流通(百万)	2481/2397
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

稳健成长的区域商业地产龙头
(20090331)

执笔人

平海庆

Pinghq@126.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

金融街 (000402)

开发节奏拖累业绩 资金略显紧张

买入

维持

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益 (元)	销售净利率	市盈率
2008A	5,595.08	33	1,038.84	42	0.43	18.57	31
2009E	5,046.64	-10	1,324.52	27	0.53	26.25	26
2010E	6,635.49	31	1,780.30	34	0.71	26.83	19
2011E	8,330.43	26	2,143.08	20	0.86	25.73	16

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩, 每股收益按目前股本摊薄

投资要点:

④ **房地产开发业务低于预期。**2009 年上半年公司实现营业收入 15.04 亿元, 同比增长 33.91%; 实现利润总额 10.63 亿元, 同比增长 562.28%; 实现净利润 7.55 亿元, 同比增长 445.70%; 实现每股收益 0.30 元, 同比增长 400%。由于开发周期较长, 导致公司上半年结算面积仅 9.75 万平方米, 结算收入 10.76 亿元, 结算收入和结算毛利均低于预期。营业利润和净利润大幅增长的主要原因为公司的金融街中心项目和德胜国际中心项目部分投资性房地产公允价值收益所得, 若扣除非经常性损益后净利润仅为 0.48 亿元, 折算成每股收益为 0.02 元。

④ **物业租赁和物业经营稍有下降。**由于金融街购物中心租户调整, 导致上半年公司物业租赁收入同比下降 9.24%至 1.25 亿元, 但公司物业可租赁面积由年初的 18 万平米增至目前的 30 万平米, 而且随着出租率的不断上升, 公司物业租赁业务将会保持稳定上升。物业经营面积虽没有下降, 但由于受甲型 H1N1 型流感影响, 公司上半年物业经营收入同比下降 11.84%至 1.04 亿元, 但我们认为下半年将会恢复至正常水平。

④ **期间费用率上升较多。**销售费用率和管理费用率上升主要原因为公司规模扩大和销售低于预期所致; 值得注意的是公司的有息负债由年初的 87.82 亿元上升至上半年末的 114.87 亿元, 上升了 30.8%, 这也导致公司上半年的财务费用率同比上升至 6.59%, 同比上升 7.97%, 相对年初上升 6.19%。大量的有息负债将吞噬公司的利润。

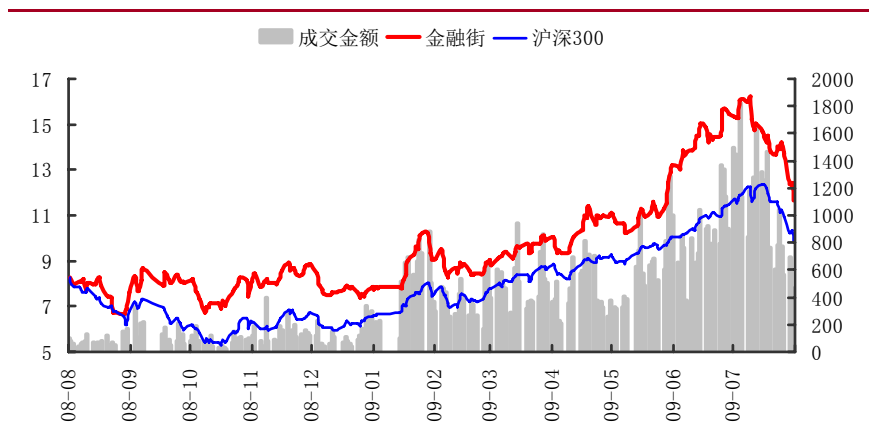
④ **负债比例上升 资金偏紧。**2009 年上半年末公司资产负债率、有息负债率、净负债率分别为 50.94%、76.05%、21.33%，相对年初分别上升 4.83%、16.79%、11.32%。上半年末公司短期有息负债为 58.57 亿元，拥有货币资金 82.66 亿元，虽然不存在短期偿债压力，但相对于公司将近 200 万平方米的开复工面积而言，资金显得有些紧张。

④ **下半年竣工项目价值较高。**下半年竣工或部分竣工的项目有金融街中心项目（A5 项目）、德胜 H 项目、津塔项目、津门项目、德胜国际中心项目，这些项目都处于城市的核心地段，升值潜力大，价值高。

④ **盈利预测与投资评级。**基于公司开发节奏低于预期，我们下调了公司的营业收入，预计公司 2009-2010 年营业收入分别为 50.47 亿元和 66.35 亿元；净利润分别为 13.11 亿元和 17.62 亿元。按目前股本折算，09、10 年的 EPS 分别为 0.53 元和 0.71 元。基于公司土地储备的价值较高，升值潜力较大，我们在行业 20 倍市盈率的基础上给予公司 20%-35%的溢价，对应的股价区间为 12.72-14.31，维持“买入”评级。

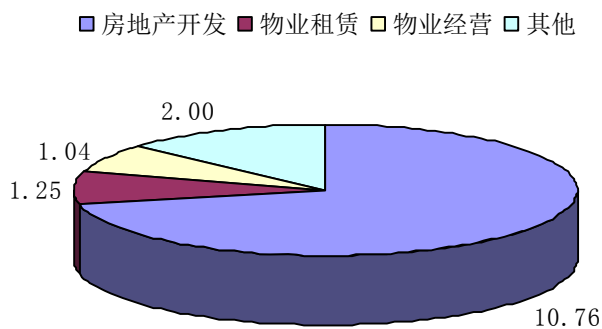
④ **风险分析。**宏观经济波动对公司投资性房地产价值和经营情况的影响；公司开发节奏低于预期的风险。

图 1：一年内公司股价走势



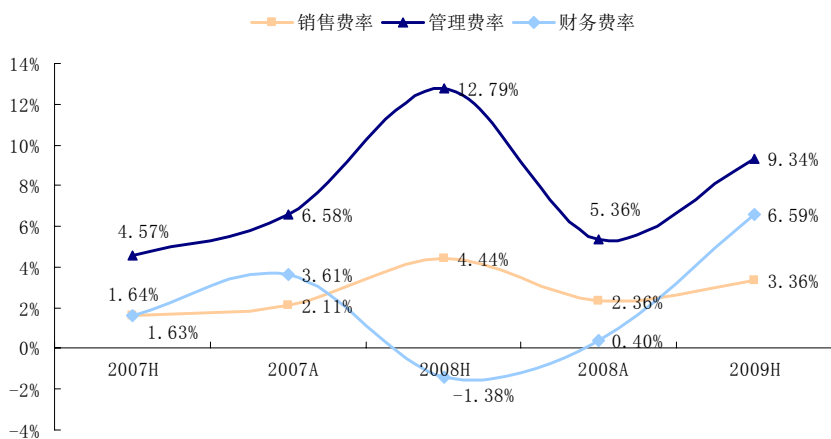
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 2：2009 年上半营业收入构成（单位：亿元）



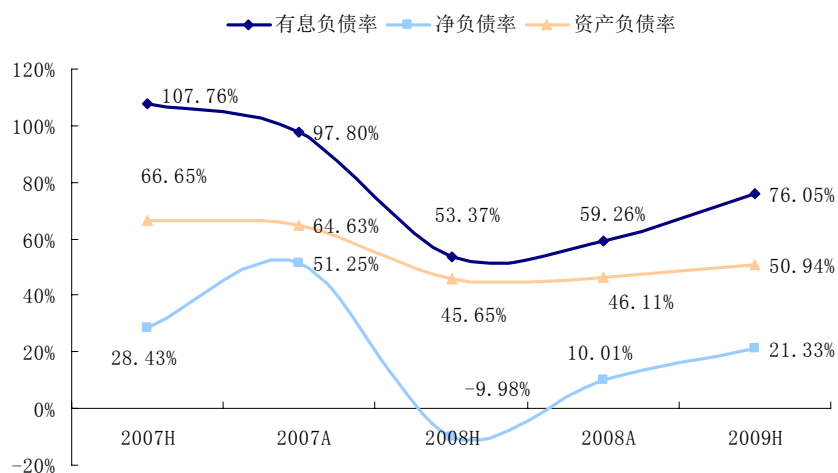
数据来源：山西证券研究所

图 3：期间费用变化



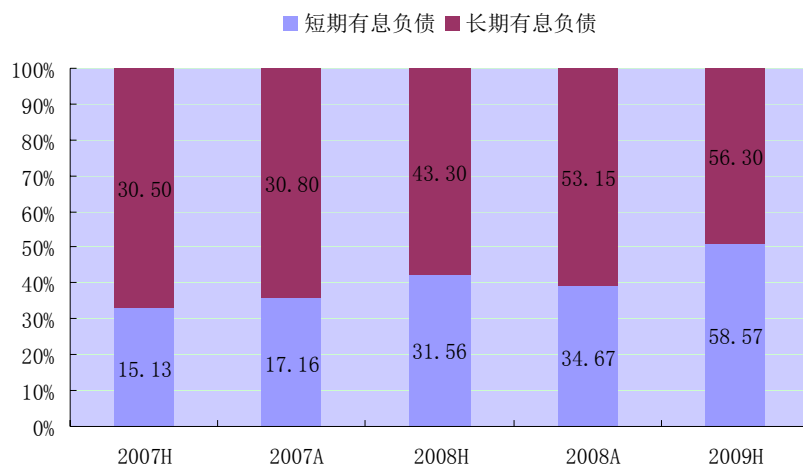
数据来源：山西证券研究所

图 4：负债比例变化



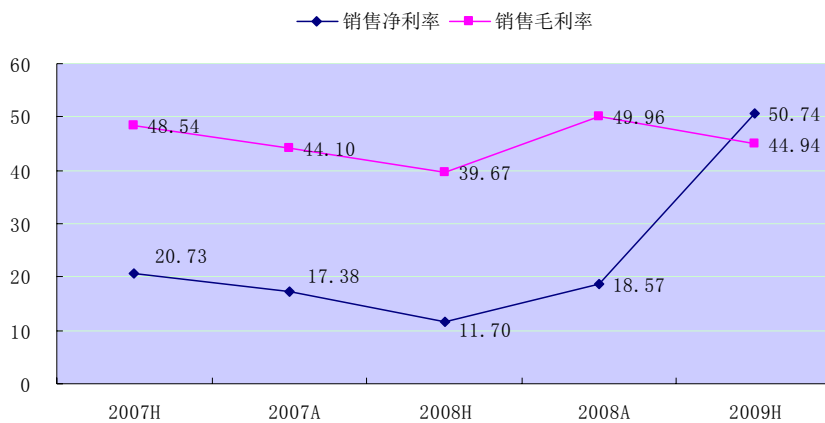
数据来源：山西证券研究所

图 5：有息负债结构（单位：亿元）



数据来源：山西证券研究所

图 6：毛利率与净利率变化



数据来源：山西证券研究所

表 1 未来两年盈利预测

(百万)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,481.72	4,214.36	5,595.08	5,046.64	6,635.49	8,330.43
营业成本	2,199.24	2,355.95	2,799.69	2,896.65	3,653.42	4,589.44
营业税金及附加	329.43	515.98	755.41	679.87	809.05	970.86
销售费用	34.05	89.10	132.32	119.08	129.80	150.57
管理费用	173.79	277.33	300.04	270.04	297.04	354.97
财务费用	34.38	152.30	22.52	178.52	192.80	227.51
资产减值损失	-15.85	17.21	223.11	75.62	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.47	0.00	-65.22	790.85	751.31	751.31
投资净收益	42.12	313.06	74.23	115.08	69.05	69.05
营业利润	769.26	1,119.55	1,371.00	1,732.78	2,373.73	2,857.44
加：营业外收入	32.82	0.06	53.67	33.59	0.00	0.00
减：营业外支出	0.90	0.59	7.57	0.34	0.00	0.00
利润总额	801.19	1,119.02	1,417.10	1,766.03	2,373.73	2,857.44
减：所得税	275.27	386.65	378.26	441.51	593.43	714.36
净利润	525.91	732.37	1,038.84	1,324.52	1,780.30	2,143.08
减：少数股东损益	-9.67	2.18	-0.53	13.25	17.80	21.43
归属于母公司净利润	535.59	730.19	1,039.38	1,311.27	1,762.49	2,121.65
总股本	1,078.45	1,078.45	2,481.21	2,481.21	2,481.21	2,481.21
每股收益(元)	0.60	0.68	0.43	0.53	0.71	0.86

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。