

吴剑雄

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

2009年10月19日

兼具价值长期增值与销售短期快速增长

——金融街（000402）调研简报

公司调研

买入（维持）

报告关键要素：

公司是国内商业地产领先者，在京津等城市拥有约700万平方米含金量高的土地储备。公司长期发展战略中，兼顾商业地产业务的价值优化增值与开发销售利润的快速增长。商业地产长期增值将使得公司的公允价值大幅增加成必然趋势。我们维持公司买入投资评级。

事件：

- 近日我们对公司进行了实地调研，就公司战略、发展模式、项目新开工、项目销售情况、土地储备最新进展及其他最新事项进行了深入交流。

点评：

- 公司拥有近700万平方米的优质项目储备。公司最近通过增资方式以较低的成本获得了北京三羊（金色漫香林）项目，该项目总建筑面积50万平方米。截止目前，公司总储备接近700万平方米。公司土地储备含金量高，分布在北京、天津、重庆、南昌和惠州等城市，主要聚焦于京津。土地储备中，约有15%为高端办公楼和商业物业等持有类物业，其余85%为住宅等销售类物业。

表1：公司土地储备按区域分类表

城市	按开发区域分类 (平方米)	比例 (%)
北京	2,363,770	34.29
天津	588,895	8.54
南昌	722,925	10.49
重庆	704,458	10.22
惠州	2,512,983	36.46
合计	6,893,031	100.00

资料来源：中原证券研究所、公司资料

表2：公司土地储备按物业分类比例表

类型	面积（平方米）	比例 (%)
自持类	出租	764,601
	经营	201,370
	合计	965,971
销售类	5,927,060	85.99
总土地储备	6,893,031	100

资料来源：中原证券研究所、公司资料

表3: 公司北京项目储备表

	项目名称	建筑面积 (平方米)	业态
销售	德胜凯旋、德胜国际中心部分楼座及楼层、复兴门等	342,572	公寓、写字楼
	大屯路、衙门口、三羊、孙村项目等	1,337,618	住宅
出租	A5、金阳大厦、金融大厦、富凯大厦、通泰大厦、美晟大厦、德胜国际中心部分楼层、C3 四合院、金树街、金融街购物中心、F7 二期等	585,734	写字楼、餐饮、商业
经营	金融街公寓、丽思卡尔顿酒店、金融家俱乐部等	97,846	酒店、公寓

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

注: 本公司北京项目的持股比例, 除衙门口项目为50%外, 其余均为100%。

表4: 公司北京项目具体情况表

项目名称	建筑面积 (平方米)	楼面地价 (元)	预计售价	工程进度
大屯路(融华世家)	79,789	10470	25000	09年8月开工, 11年4月竣工
衙门口(融景城)	342,603	3500	12000-14000 (商品房) 7000(限价房)	09月6月开工, 10年底一期竣工
衙门口经适房	88,000	1500	5000	09年3月开工, 10年6月竣工
三羊(金色漫香林)	500,000	3100	13200(综合均价)	08年3月开工, 11年竣工

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

注: 本公司北京项目的持股比例, 除衙门口项目为50%外, 其余均为100%。

表5: 公司天津项目具体情况表

类型	项目名称	建筑面积 (平方米)	平均售价或租金	工程进度
经营	天津瑞吉金融街酒店	60,000	1350/间夜(第一年)	东塔结构封顶, 精装及幕墙施工, 09年10月完工。西塔结构施工, 10年竣工。
	公寓	133,500	20000	
	商业	12,000	40000	
销售	车位	39,195	130000(个)	幕墙施工, 09年11月竣工
	公寓	56,280	18000	
	写字楼	229,240	24000	
出租	商业(地上)	4,220	32000	幕墙施工, 09年11月竣工
	商业(地下)	6,180	180-210元/平/月	
	车位等	48,280		
合计		588,895		-

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

注1: 本公司天津项目的持股比例均为100%。

注2: 津门项目楼面地价约1120元/平方米, 津塔项目楼面地价约1850元/平方米。

表6: 公司重庆项目具体情况表

类型	项目名称	建筑面积 (平方米)	楼面地价 (元)	周边售价 (元/平方米)	工程进展
销售	马房湾彩立方	226,133	1260	住宅 4500	项目定位
	大学城融城华府	127,800	1660	6500-9000	09年6月开工
				商业 15000-20000	09年4月开工
	江北城世纪中心	336,118	2500	公寓 11000	10年10月一期竣工, 11年1月二期竣工
				写字楼 11000	
出租	嘉年华大厦 (剩余商业部分)	14,407	-	-	-
合计		704,458	-	-	-

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

注: 本公司重庆项目的持股比例均为 100%

表7: 公司南昌项目具体情况表

类型	项目名称	建筑面积	楼面地价 (元)	均价 (元/平方米)	工程进度
销售	紫金园 (67.36%)	一至三期 256,925	660	3600	一二期交房
		四期 216,000	1050	-	三四期规划设计
	金融大街 (85%)	250,000	810	-	规划阶段 10 年 开工
合计		722,925	-	-	-

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

表8: 公司惠州项目具体情况表

类型	项目名称	建筑面积 (平方米)	均价 (元)	工程进度
经营	喜来登酒店	43,524	1000/间夜	已开业
销售	住宅等	2,359,459	别墅 1.5-2 万	凤池岛双拼及别墅园林 09 年底 竣工; 凤池岛公寓主体建筑, 10 年 6 月竣工
	金海湾		公寓 8000-8500	
出租	商业	110,000	-	-
合计		2,512,983	-	-

资料来源: 中原证券研究所、公司资料

注1: 本公司惠州项目的持股比例为 80.41%, 惠州项目楼面地价约 110 元/平方米。

- **公司销售情况良好。**公司目前销售类物业销售情况良好, 到目前为止, 公司本年累计认购金额达到 61.50 亿元, 本年累计签约金额为 59.63 亿元。尽管自 8 月份以来, 北京的房地产销售市场出现一定的下滑, 但公司并没有出现销售困难, 公司依然保持项目推出即热销的态势, 但公司目前可售的资源并不是十分充裕。

表9：公司销售情况表

物业类型	本年度累计认购			本年度累计签约		
	套数	面积 (m ²)	金额 (万元)	套数	面积 (m ²)	金额 (万元)
住宅合计	2,695	303,659	429,737	2,463	281,016	390,941
写字楼合计	13	96,231	185,292	13	96,231	185,292
土地合计	-	-	-	-	-	20,161
合计	2,708	399,891	615,029	2,476	377,247	596,394

资料来源：中原证券研究所、公司资料

注：日期截止到09年10月11日

- **兼顾成长性和稳定性的发展模式。**公司作为国内优秀的商业地产公司，如何权衡处理发展的稳定性和成长性是很重要的问题。公司持有类物业面积近百万平方米，占总储备的15%左右，这部分物业大多分布于京津城市的黄金地段，出租率和租金状况都十分良好，可以给公司带来稳定的营业收入和很高的营业利润率。同时，由于采取公允价值估值，公司不断优化和扩大的持有物业储备将给公司带来公允价值长期增值的好处。但依靠租金收入也有其致命弊端，那就是增长比较慢，在当前房地产行业处于快速发展阶段，不能抓住行业发展扩张机会将是致命的。公司因此也通过开发销售快速周转保持公司业绩快速增长。在持有类物业和销售类物业比例上，公司原则上自持类物业成本不超过净资产的70%。公司在自持类商业物业与开发销售类物业的比例、稳定性与成长性、公允价值增值与销售利润之间不断进行动态平衡优化。
- **公允价值增值是必然趋势。**公司拥有大量持有类物业，已经在报表中采取公允价值估值的会计政策，公允价值重估部分在短期内会保持相对稳定。由于公司在金融街区域物业获取土地成本低廉，公司在对其进行公允价值重估的时候有较大的折让，而由于其物业独特的区域位置，未来其公允价值增值是必然趋势。
- **金融街西扩将给公司提供发展契机。**金融街西扩付诸实践已经越来越接近，作为该区域内主导房地产企业，公司有更多的机会获取土地资源和开发项目，我们预计公司将通过向控股公司定向增发的方式获取土地资源。
- **维持公司买入投资评级。**我们维持公司2009 -2010年EPS分别为0.53元和0.64元盈利预测不变，当前动态市盈率分别为 23.11倍和19.14倍，动态市盈率处于合理区域，市净率为2.05倍，低于行业平均，我们维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示。**房地产市场可能面临的市场调整风险；公司资源获取和物业经营达不到预期的风险；公司以商务地产为主导的发展模式下不能保持快速发展的风险。

盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(亿元)	42.14	55.95	41.89	76.65
增长比率(%)	21.02	32.77	-25.13	82.99
净利润(亿元)	20.03	10.39	13.15	15.88
增长比率(%)	273.69	-48.13	26.57	20.75
每股收益(元)	0.81	0.42	0.53	0.64
市盈率(倍)	15.12	29.17	23.11	19.14

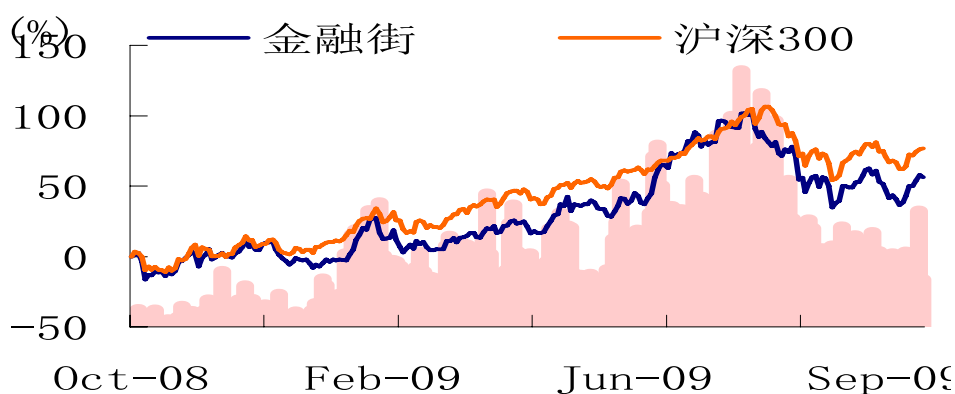
市场数据 (2009年10月19日)

收盘价(元)	12.25
一年内最高/最低(元)	16.20/6.50
沪深300	3241.71
市净率(倍)	2.05
流通市值(亿元)	293.63

基础数据 (2009年06月30日)

每股净资产(元)	5.99
每股经营现金流(元)	-0.41
毛利率(%)	44.94
净资产收益率(%)	5.08
资产负债率(%)	50.94
总股本/流通股(万股)	248,121/239,697
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。