



房地产 - 园区土地开发

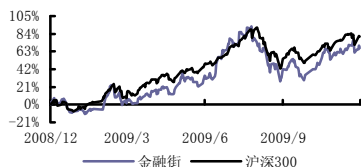
Real estate-park land development

2009 年 12 月 4 日

市场数据	2009 年 12 月 3 日
当前价格 (元)	13.88
52 周价格区间 (元)	7.37-16.00
总市值 (百万)	34439.24
流通市值 (百万)	33269.99
总股本 (百万股)	2481.21
流通股 (百万股)	2396.97
日均成交额 (百万)	550.75
近一月换手 (%)	45.80%
Beta (2 年)	1.20
第一大股东	北京金融街建设集团
公司网址	http://www.jrjkg.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	49.96%	36.45%
净利率	18.58%	31.07%
净资产收益率	7.14%	5.88%
总资产收益率	377.97%	3.37%
资产负债率	46.11%	42.65%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	32.28	38.41
市净率	2.36	4.79

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金融街	3.58%	17.63%	69.27%
沪深 300	4.52%	17.66%	83.90%

金融地产小组

+86 755 83199599ext8280
wangbq1@csc.com.cn

分析师申明

本人, 金融地产小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

可结算资源丰富, 公允价值计量提升公司业绩

—金融街调研报告

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	5595.08	5046.01	7668.26	9828.00
净利润 (百万元)	1039.38	1468.94	1945.31	2291.46
每股收益 (元)	0.43	0.59	0.78	0.92
净利润增长率%	42.34%	41.33%	32.43%	17.79%
每股净资产 (元)	5.87	6.46	7.24	8.16
市盈率	32.28	23.53	17.80	15.09
市净率	2.36	2.15	1.92	1.70

资料来源: 世纪证券研究所

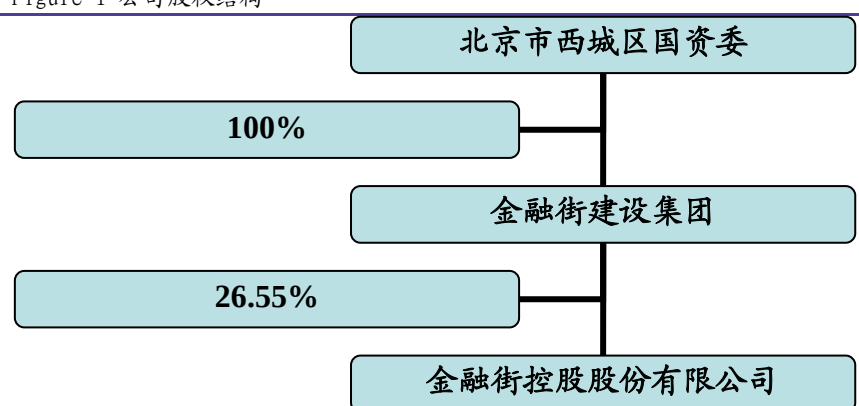
- **公司项目储备丰富。**2009 年公司通过增资、收购方式新增金色漫香林、孙村项目, 截至三季度末, 未结算项目储备 6,367,557 平方米, 其中在北京地区项目储备 2,178,386 平方米。
- **商业地产发展前景广阔, 商品住宅市场短期将为维持供不应求的局面。**公司商业地产项目主要位于北京市金融街区域, 地理位置优越, 出租率和租金水平持续上涨, 天津市商业地产市场发展迅速, 公司在天津的津门、津塔商业地产项目未来发展前景广阔。
- **公司可结算资源丰富。**2009 年公司可结算的项目主要包括天津的津门、津塔项目中公寓部分、德胜国际中心、德胜凯旋、金色漫香林、南昌紫金园和惠州项目, 2010 年重庆江北城、大学城项目新进入结算。
- **公允价值计量提升公司业绩。**2009 年通过对部分物业采用公允价值计量, 公允价值变动增加 7.9 亿元, 对公司业绩贡献较大, 预计未来公司将会有更多项目采用公允价值计量, 有效提升公司业绩。
- **盈利预测与投资评级。**预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.59 元、0.78 元、0.92 元, 对应的市盈率分别为 23.53、17.80、15.09, 当前股价与 RNAV 相比有 16.83% 的折价率, 估值水平合理, 给予“增持”的投资评级。
- **风险因素。**宏观经济政策的变化和公允价值可能的不利变动, 将对公司业绩产生影响。

公司概况

公司股权结构

公司的前身为重庆华亚现代纸业股份有限公司,2000 年经股权转让变更为金融街控股股份有限公司,控股股东为金融街建设集团,实际控制人为北京市西城区国资委。

Figure 1 公司股权结构



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

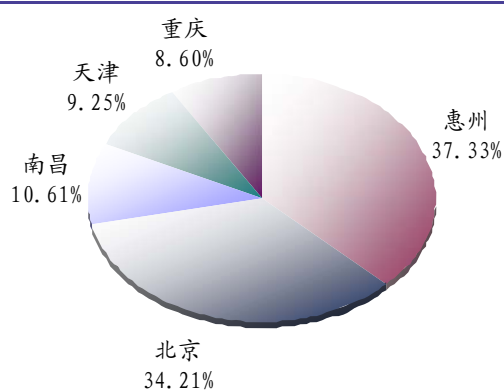
公司项目分布

公司主要从事北京市金融街区域写字楼的开发,同时辅之以高档酒店、公寓、购物中心、餐饮等配套,公司业务区域主要分布于北京、天津、重庆、南昌、惠州。

2009 年公司完成收购奕兴公司、奕环公司 100%的股权,新增项目储备 76 万平方米,其中奕兴公司主要经营大兴区金色漫香林项目,奕环公司负责大兴项目。

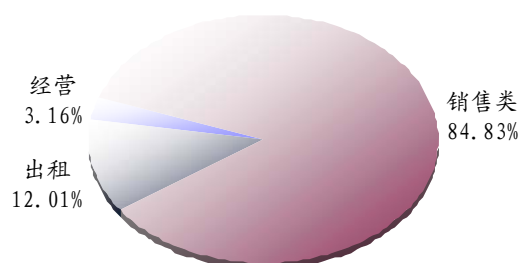
公司目前项目储备 6,367,557 平方米,其中在北京地区项目储备为 2,178,386 平方米。

Figure 2 公司项目地域分布



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 公司项目类别



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

公司中长期发展思路是“1+X”,即立足北京,面向全国重点城市和地区,开拓新的发展空间,形成房地产开发和自持物业出租经营两个支柱业务领域,定位于开发城市综合体。

Figure 4 公司项目储备明细

地区	项目名称	规划建筑面积 (平方米)
北京	德胜凯旋项目	38,598
	大屯项目	79,789
	西绦胡同项目	4,960
	德胜国际中心	23,856
	复兴门项目	160,000
	衙门口商品房项目	290,803
	衙门口商业金融项目	51,800
	衙门口经适房项目	88,000
	三羊项目	500,000
	孙村项目	257,000
	销售项目小计	1,494,806
	金融街中心	90,000
	金融街E6地块	33,000
	金融街E6A地块	88,718
	金融街E1地块	19,000
	金融街E2地块	24,190
	德胜国际中心B、E座部分楼层	33,672
	金融街F7二期	16,123
	金融街购物中心	89,000
	丽思卡尔顿酒店	41,127
	金融家俱乐部	6,000
	金融街公寓	50,719
	金树街项目	8,966
	C3四合院	2,081
	金融大厦	12,825
	金阳大厦	10,619
	通泰大厦	1,173
	富凯大厦	19,261
	美晟大厦	111,201
	其他(车位及配套)	25,905
	出租、经营项目小计	683,580
	合计	2,178,386
天津	津门项目	244,695
	津塔项目	344,200
	合计	588,895
重庆	大学城融城华府项目	127,800
	马房湾彩立方项目	226,133
	江北城世纪中心项目	179,380
南昌	嘉年华大厦	14,407
	合计	547,720
	紫金园一期	7,369
	紫金园二期	22,449
	紫金园三期	180,000
	紫金园四期	216,000
	金融大街项目	250,000
惠州	合计	675,818
	喜来登酒店	43,524
	金海湾项目	2,333,214
	合计	2,376,738
	总计	6,367,557

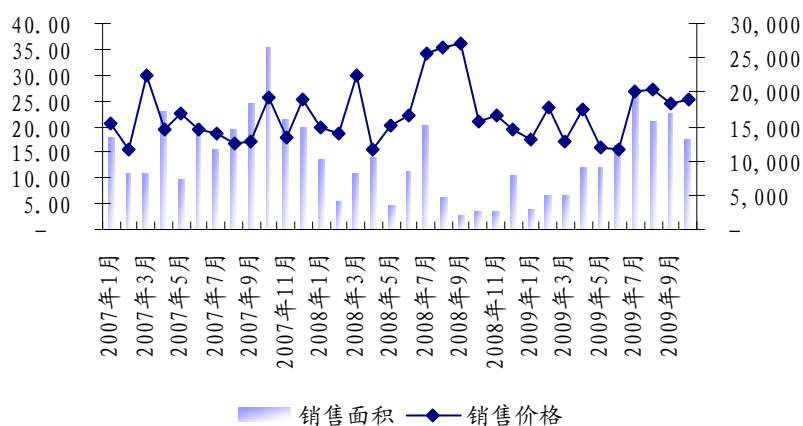
数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

商业地产前景广阔，商品住宅供不应求的局面短期难以改变

北京市写字楼市场空置率不断降低，租金稳定上涨

北京市写字楼主要分布在 CBD、金融街、中关村三个区域，近年来北京市写字楼市场快速发展。

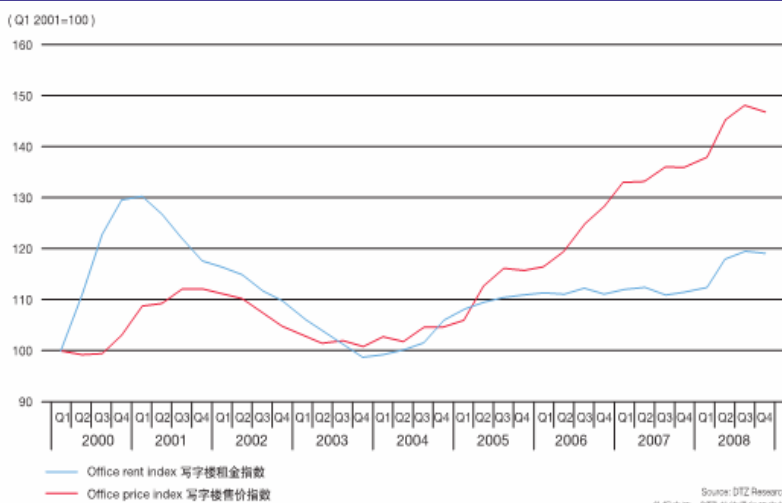
Figure 5 北京市写字楼销售情况



数据来源：中国指数研究院、世纪证券研究所

北京市写字楼租金水平不断上升，其中金融街区域平均租金水平为区域第一，出租率较高。

Figure 6 北京市写字楼市场租金与售价



数据来源：公司公告、戴德梁行研究部

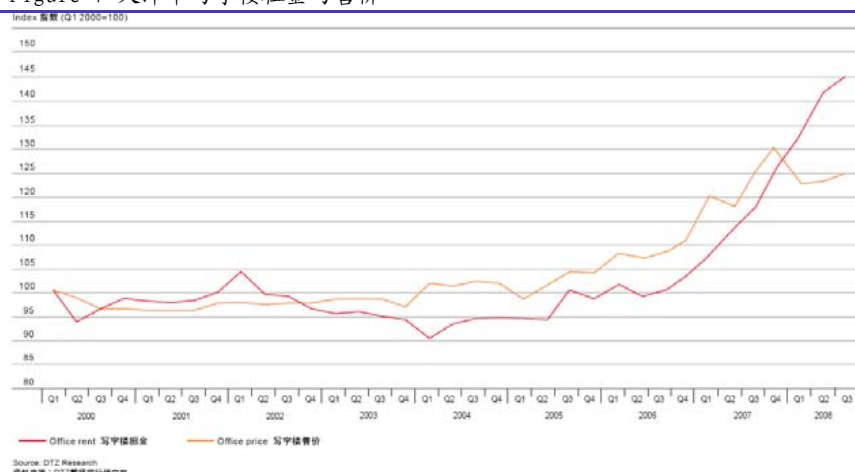
天津市写字楼市场快速发展

目前天津优质写字楼集中分布在和平区与河西区的小白楼区域、南京路和友谊路沿线。海河沿线区域和天津经济技术开发区将发展成为新的商务中心区。

近年来，天津市写字楼市场快速发展，租金水平不断上升，随着天津外向型经济的发展和企业的升级改造，中心城区立足于发展商贸、金融、物流服务、旅游服务等第三产业，天津独特的经济、地理优势以及国家在政策上的倾斜将会吸引更多金融、物流、房产等行业企业的进驻，天津地区对优质办公楼的需求将进一步加强，由此会带动写字楼等商业

地产的快速发展。

Figure 7 天津市写字楼租金与售价

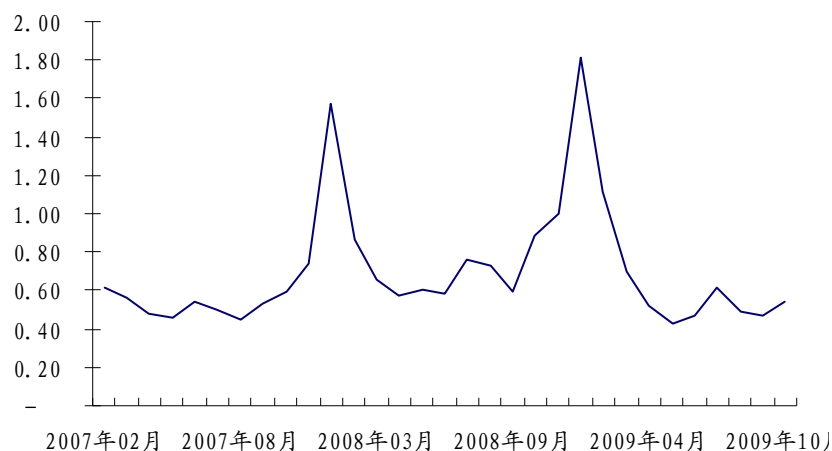


数据来源: 公司公告、戴德梁行研究部

商品住宅短期将会维持供不应求的局面

由于今年以来房地产市场的快速回升, 库存消化加速, 与此同时由于 2008 年新开工面积的大幅下降, 市场供给难以有效提升, 供销比不断下降, 我们认为短期之内房地产市场将会维持供不应求的局面, 房价水平维持高位。

Figure 8 全国商品房供销比



数据来源: wind、世纪证券研究所

公司主营业务分析

房地产开发与销售业务稳定发展, 未来可结算资源丰富

公司未来可结算资源丰富, 2009 年结算的主要包括天津津门、津塔项目中的公寓部分、德胜凯旋项目、德胜国际中心、金色漫香林, 南昌紫金园 1 期、2 期, 以及惠州项目。

2010 年公司结算的项目主要包括北京地区的金色漫香林项目, 衙门口项目, 天津的津门、津塔项目, 重庆江北城、大学城项目进入结算, 惠州项目部分结算。

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司房地产销售结算收入分别为

47.66 亿元、73.58 亿元、94.88 亿元。

Figure 9 公司项目结算预测

地区	项目	结算面积			结算收入		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
天津	德胜凯旋项目	40,000	10,000	10,000	7.60	1.90	1.90
	大屯项目		20,000	30,000	-	5.80	8.70
	德胜国际中心	50,000	10,000	10,000	10.00	2.00	2.00
	复兴门项目				-	-	-
	衙门口商品房项目		20,000	40,000	-	1.43	2.86
	衙门口商业金融项目		10,000	20,000	-	0.72	1.43
	衙门口经适房项目		10,000	20,000	-	0.18	0.35
	三羊项目	50,000	100,000	150,000	6.50	13.00	19.50
	孙村项目		20,000	30,000	-	2.00	3.00
	小计						
	津门公寓	60,000	50,000	30,000	12.60	10.50	6.30
	津门商业（地上、地下）		1,000	1,500	-	0.40	0.60
	津门车位		200	300	-	0.26	0.39
	津塔公寓	26,280	20,000	10,000	4.99	3.80	1.90
	津塔写字楼		20,000	40,000	-	4.80	9.60
重庆	津塔商业（地上）		1,000	1,500	-	0.32	0.48
	小计				-	-	-
	大学城融城华府项目		20,000	30,000	-	2.00	3.00
	马房湾彩立方项目		30,000	40,000	-	1.95	2.60
	江北城世纪中心项目		40,000	60,000	-	5.00	7.50
南昌	小计						
	紫金园一期	10,505	7,369		0.25	0.18	-
	紫金园二期	36,602	22,449		0.89	0.54	-
	紫金园三期		30,000	60,000	-	0.73	1.45
	紫金园四期			50,000	-	-	1.21
惠州	金融大街项目				-	-	-
	小计				-	-	-
	金海湾项目（住宅部分等）	60,000	200,000	250,000	4.82	16.08	20.10
合计					47.66	73.58	94.88

数据来源：世纪证券研究所

物业租赁与经营收入稳定增长

虽然受到国际金融危机的影响，但是得益于公司客户稳定和地理位置优越，公司物业租赁与经营收入稳定增长，我们预计公司未来 3 年物业租赁与经营收入维持稳定增长的态势。

Figure 10 公司物业租赁与经营收入预测（单位：亿元）

收入来源	2009年	2010年	2011年
物业租赁	0.30	0.35	0.40
物业经营	2.50	2.75	3.00

数据来源：世纪证券研究所

公允价值计量对公司利润增长的贡献明显加大

2009 年公司对部分持有型物业采用公允价值计量，包括金融街购物中心、金树街、C3 四合院、德胜国际中心项目（用于出租的约 3.4 万平方米物业）及金融街中心项目，预计 2009 年公允价值增加 7.9 亿元。

2010 年预计西单美昇广场将会采用公允价值计量，公允价值预计增加 6 亿元。

2011 年预计天津的津门津塔一部分写字楼将会采用公允价值计量，预计公允价值增加 5 亿元。

保险资金投资不动产和 Reits 将对公司形成利好

保险资金投资不动产开闸将新增 2000 亿元投资需求

根据新的保险法的规定，保险公司可以投资于不动产，预计这将带来 2000 亿元的投资需求，而且主要将会投资于商业地产项目，公司作为在核心地段持有大量商业地产项目的公司，将会明显受益于新保险法带来的好处。

Reits 推出在即

Reits(房地产投资信托基金)是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

Reits 的投资对象一般为能够产生稳定的租金收入的写字楼，预计 2010 年 Reits 将会推出，公司在京津地区拥有优质的商业地产项目储备，将会明显受益。

金融街西扩为公司发展带来新的契机

2007 年 10 月 北京市市长办公会讨论通过《关于对金融街区域拓展和功能完善的意见》，提出要将金融街核心区从原规划的 1.18 平方公里拓展到 2.59 平方公里。并将月坛南街项目、华嘉小区、新兴盛、月坛北街、复兴门、阜成门六个项目纳入金融街拓展一期工程的意见。

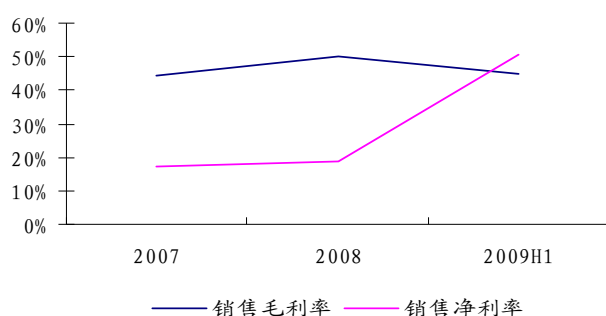
随着第一阶段开发资金的陆续到位，西城区金融街西扩工程正式启动。截至 2009 年 8 月，金融街西扩项目累计完成 1.3 亿元拆迁投资，公司具有商业地产多年的开发经验，同时作为西城区国资委直属的房地产企业，将会受益于金融街西扩进程。

公司财务状况良好

公司毛利率维持稳定，净利率不断提升

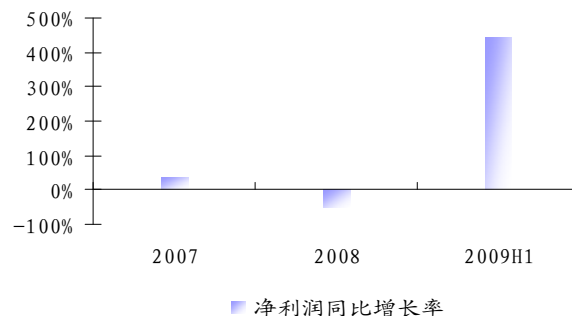
2009 年上半年，受益于项目良好的销售情况和部分持有型物业采用公允价值计量，公司净利润大幅增长

Figure 11 公司毛利率与净利率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 12 公司净利润同比增长率

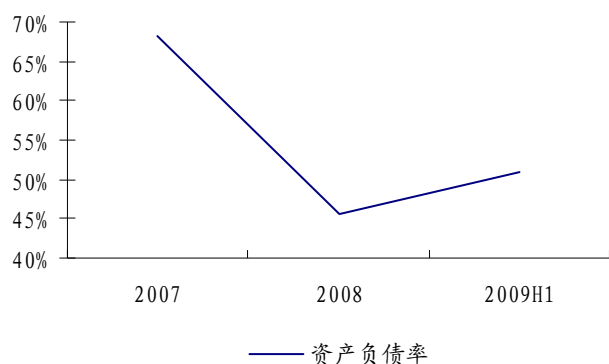


数据来源: wind、世纪证券研究所

公司现金流状况明显改善，资产负债率下降

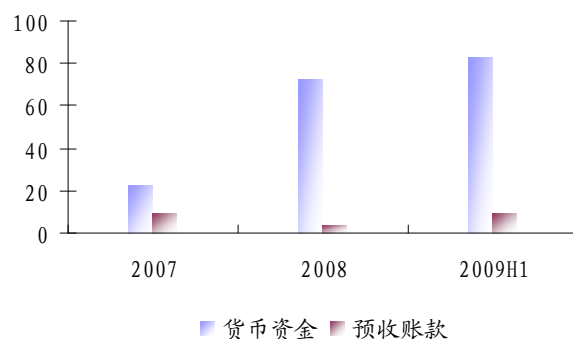
在今年成功发行公司债以后，公司现金流状况得到改善，资产负债率明显下降。

Figure 13 公司资产负债率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 14 公司现金和预收账款



数据来源: wind、世纪证券研究所

估值与投资评级

盈利预测

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.59 元、0.78 元、0.92 元。

Figure 15 利润表预测

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	42.14	55.95	50.46	76.68	98.28
营业收入	42.14	55.95	50.46	76.68	98.28
二、营业总成本	34.08	42.33	38.85	56.75	72.73
营业成本	23.56	28.00	25.23	38.34	49.14
营业税金及附加	5.16	7.55	5.05	7.67	9.83
销售费用	0.89	1.32	2.52	3.83	4.91
管理费用	2.77	3.00	2.52	3.83	4.91
财务费用	1.52	0.23	2.52	1.53	1.97
资产减值损失	0.17	2.23	1.01	1.53	1.97
三、其他经营收益	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-	-0.65	7.98	6.00	5.00
投资净收益	3.13	0.74	-	-	-
四、营业利润	11.20	13.71	19.59	25.94	30.55
加: 营业外收入	0.00	0.54	-	-	-
减: 营业外支出	0.01	0.08	-	-	-
五、利润总额	11.19	14.17	19.59	25.94	30.55
减: 所得税	3.87	3.78	4.90	6.48	7.64
六、净利润	7.32	10.39	14.69	19.45	22.91
减: 少数股东损益	0.02	-0.01	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	7.30	10.39	14.69	19.45	22.91
七、每股收益:	0.68	0.43	0.59	0.78	0.92

数据来源: 世纪证券研究所

每股 RNAV 价值为 16.69 元¹

RNAV = (物业面积 * 预计售价 - 净负债) / 总股本, 其中净负债 = 总负债 - 现金及等价物。

¹ 详细的重估价值计算见附录表 17

Figure 16 RNAV 估计 (单位: 亿元)

项目	金额
物业面积*预计售价	523.88
负债总额	235.97
现金	126.40
净负债	109.58
总股本	24.81
RNAV (元)	16.70

数据来源: 世纪证券研究所

投资评级

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.59 元、0.78 元、0.92 元, 按照 12 月 3 日收盘价, 对应的市盈率分别为 23.53、17.80 元、15.09。当前股价与 RNAV 相比折价 16.83%, 估值水平合理, 具有较好的安全边际, 给予“增持”的投资评级。

风险因素分析

政策风险

国家宏观经济政策的变化和调整, 将会对房地产市场产生较大的影响。

公允价值变动的风险

公司 2009 年开始对部分项目采用公允价值计量, 对公司利润贡献程度较大, 未来公允价值可能的不利变动将会对公司业绩产生较大的影响。

附录：公司项目重估价值表

Figure 17 公司项目重估价值表

地区	项目名称	权益比例	规划建筑面积（平方米）	重估价值
北京	德胜凯旋项目	100%	38,598	7.33
	大屯项目	100%	79,789	15.96
	西绦胡同项目	100%	4,960	0.99
	德胜国际中心	100%	23,856	4.77
	复兴门项目	100%	160,000	24.00
	衙门口商品房项目	50%	290,803	20.79
	衙门口商业金融项目	50%	51,800	3.70
	衙门口经适房项目	50%	88,000	1.54
	三羊项目	100%	500,000	65.00
	孙村项目	100%	257,000	25.70
	销售项目小计	100%	1,494,806	169.79
	金融街中心	100%	90,000	18.00
	金融街E6地块	100%	33,000	6.60
	金融街E6A地块	100%	88,718	17.74
	金融街E1地块	100%	19,000	3.80
	金融街E2地块	100%	24,190	4.84
	德胜国际中心B、E座部分楼层	100%	33,672	6.73
	金融街F7二期	100%	16,123	3.22
	金融街购物中心	100%	89,000	17.80
	丽思卡尔顿酒店	100%	41,127	8.23
	金融家俱乐部	100%	6,000	1.20
	金融街公寓	100%	50,719	10.14
	金树街项目	100%	8,966	1.79
	C3四合院	100%	2,081	0.42
	金融大厦	100%	12,825	2.57
	金阳大厦	100%	10,619	2.12
	通泰大厦	100%	1,173	0.23
	富凯大厦	100%	19,261	3.85
	美晟大厦	100%	111,201	22.24
	其他(车位及配套)	100%	25,905	5.18
	出租、经营项目小计	100%	683,580	136.72
	合计		2,178,386	306.51
天津	津门公寓	100%	133,500	20.03
	津门商业（地上、地下）	100%	12,000	1.80
	津门车位	100%	39,195	1.69
	津塔公寓	100%	56,280	8.44
	津塔写字楼	100%	229,240	34.39
	津塔商业（地上）	100%	4,220	0.84
	合计		588,895	67.19
重庆	大学城融城华府项目	100%	127,800	7.67
	马房湾彩立方项目	100%	226,133	14.70
	江北城世纪中心项目	100%	179,380	10.76
	嘉年华大厦	100%	14,407	0.86
南昌	合计		547,720	33.99
	紫金园一期	67%	7,369	0.18
	紫金园二期	67%	22,449	0.54
	紫金园三期	67%	180,000	4.36
	紫金园四期	85%	216,000	6.61
	金融大街项目	85%	250,000	7.65
惠州	合计		675,818	19.35
	喜来登酒店	80%	43,524	2.80
	金海湾项目	80%	2,333,214	93.81
	合计		2,376,738	96.61
	总计		6,367,557	523.64

数据来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.