

动态报告

房地产

房地产开发

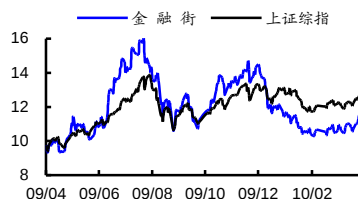
金融街(000402)
推荐

09 年报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 6 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	11.56
总股本/流通 A 股(百万股)	2,481.21/2,480.69
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	28,682.82/28,676.74
上证综指/深圳成指	3,157.96/12,767.86
12 个月最高/最低 (元)	16.00/9.33

财务数据

净资产值(百万元)	15,515.37
每股净资产(元)	6.25
市净率	1.85
资产负债率	62.36%
息率	

相关研究报告:

《金融街: 预计 08 业绩增长 50%左右》——2008-4-30

《金融街: 业务架构独特, 未来仍将稳步增长》——2008-3-31

《金融街: 项目销售顺利, 业绩增长确定 (更新)》——2007-8-7

分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

联系人: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-mail: ourm@guosen.com.cn

联系人: 黄道立

电话: 010-82133397

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

租售并举, 投资性房产重估提升公司业绩

●净利润增长 31.39%, 每股收益 0.55 元超预期

公司 09 年净利润 13.66 亿元, 增长 31.39%, 每股收益 0.55 元, 略超我们预期 (我们预期 0.48 元)。超预期的原因为: (1) 公允价值变动导致净利润增加超预期; (2) 投资收益较去年大幅增加; (3) 08 年存货跌价准备转回。

●独特商业模式使公司较容易持续从投资性房产获得业绩提升

公司租售并举的独特商业模式使拥有较多投资性物业, 09 年合计公允价值变动损益 7.78 亿元, 占营业利润的 40%。鉴于公司商业地产项目主要集中在京津地区核心地段, 拥有较大升值空间, 未来公允价值变动损益仍将为公司提供可观利润。

●聚焦京津, 成效显著

公司目前拥有总储备建筑面积 639 万平方米, 其中京津项目占 44%, 两地 09 年共实现营业收入 55 亿元, 占公司营业收入的 87.9%。且公司于 09 年末以挂牌方式获得天津南市项目, 为公司增加 66 万平方米建面储备, 该项目将继续津门、津塔项目之后, 成为未来公司在天津地区的重要收入来源。

●资金充裕, 支持公司进一步扩张

09 年末公司货币资金高达 131.89 亿元, 主要因报告期内公司房地产预收账款大幅增加并成功发行 56 亿元公司债所致。宽裕的资金面将使公司扩张底气十足。

●Reits 若开闸, 公司将是优先受益者, 维持“推荐”评级

公司 10 年计划开工 300 万平, 远超 09 年 212 万平的水平, 计划投资 280 亿, 远超 09 年的 80 亿。公司拥有丰富、优质、成熟的投资性房产, 我们认为, 若 Reits 开闸, 公司极有可能最先受益。其租售并举的独特商业模式以及在商业地产开发方面积累的成功经验和品牌价值已使其成为目前 A 股中不可多得的优质商业地产股, 按现有股本摊薄, 10-12 年 EPS 分别为 0.62 元 (19x)、0.78 元 (15x)、0.85 元 (14x), RNAV12.5 元, 维持推荐。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5,595.08	6,231.49	7,073	8,275	9,930
(+/-%)	32.76%	11.37%	13.5%	17.0%	20.0%
净利润(百万元)	1,039.38	1,365.64	1535	1933	2100
(+/-%)	-48.10%	31.39%	12.4%	25.9%	8.6%
每股收益 (元)	0.42	0.55	0.62	0.78	0.85
EBIT Margin	30.38%	17.6%	30.5%	32.4%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	7.14%	8.80%	9.7%	11.9%	11.9%
市盈率 (PE)	27.60	21.00	18.6	14.8	13.7
EV/EBITDA	19.97	50.2	23.8	19.8	17.3
市净率 (PB)	1.97	1.85	1.81	1.77	1.63

净利润增长 31.39%，每股收益 0.55 元超预期

公司 09 年实现营业收入 62.31 亿元，同比增长 11.4%，实现营业利润 18.85 亿元，同比增长 37.53%，净利润 13.66 亿元，增长 31.39%，每股收益 0.55 元，略超我们预期（我们预期 0.48 元）。超预期的原因：（1）09 年行业回暖，公司加大营销力度促进房地产开发项目的销售，且已销售房产开发项目中满足收入确认条件的较多，导致营业收入较上年同期增加；（2）公允价值变动导致营业利润、净利润增加。

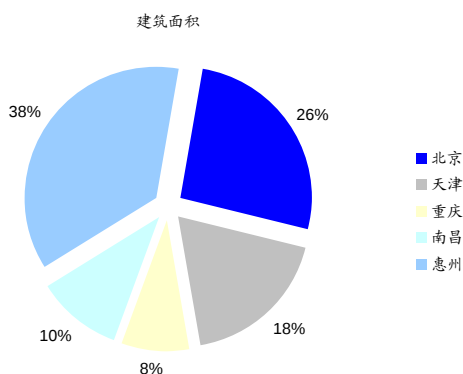
独特的商业模式使公司易从投资性房产中获得业绩提升

2009 年，公司将新金融街中心项目、德胜国际中心项目部分房产计入投资性房地产产生公允价值变动损益 76,919.39 万元，原投资性房地产项目（金融街购物中心、金树街、C3 四合院）产生公允价值变动损益 923.77 万元。合计公允价值变动损益 7.78 亿元，占营业利润的 40%。鉴于公司商业地产项目主要集中在京津地区核心地段，拥有较大升值空间，未来这些项目计入投资性房地产产生的公允价值变动损益仍将为公司提供可观利润。

聚焦京津，成效显著

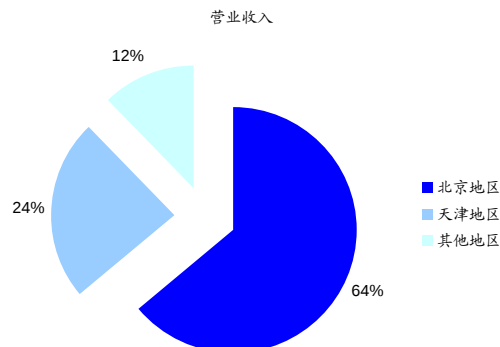
公司开发项目资源丰富，目前拥有总储备建筑面积 639 万平方米，其中，位于京津的项目占 44%，剩余项目主要位于惠州、重庆、南昌。本年度结算项目主要有德胜凯旋广场公寓和写字楼，德胜国际中心 C、E 两座写字楼，津门津塔公寓，惠州惠州小户型公寓和部分别墅，南昌紫金园项目等，收入主要来源于京津地区，两地共实现营业收入 55 亿元，占公司营业收入的 87.9%。且公司于 2009 年末以挂牌方式获得天津南市项目，为公司增加 66 万平方米建面储备，该项目将继津门、津塔项目之后，成为未来公司在天津地区的重要收入来源。

图 1：公司 09 年开发项目城市分布



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：公司 09 年收入按城市分布



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 1: 公司持有物业情况

所属地区	项目名称	功 能	建筑面积 (平方米)	权益
北京	金融街中心项目	办公	90,000	100%
	德胜国际中心项目	办公	55,315	100%
	丽思卡尔顿酒店	酒店	41,127	100%
	金融街公寓	酒店式公寓	50,719	100%
	金融家俱乐部	商业	6,000	100%
	金融街购物中心	商业	89,000	100%
	金树街项目	商业	8,966	100%
	C3 四合院	商业	2,081	100%
	金融大厦	办公	12,825	100%
	金阳大厦	办公	10,619	100%
	通泰大厦	办公	1,173	100%
	富凯大厦	办公	19,261	100%
	其他(车位及配套)	配套	25,905	100%
	合计		412,991	
重庆	嘉年华大厦项目	办公及配套	13,930	100%
	合计		13,930	
惠州	惠州喜来登酒店	酒店	43,524	70%
	合计		43,524	
总计			470,445	

资料来源：上市公司年报

表 2: 公司可开发项目情况

所属地区	项目名称	功 能	建筑面积 (平方米)	权益
北京	金融街 E6 地块	办公	90,000	100%
	金融街 E6A 地块	办公		
	金融街 F7 二期	商业	16,123	100%
	德胜凯旋项目	办公、公寓	8,536	100%
	融华世家项目(大屯路)	住宅	72,685	100%
	复兴门 4-2 项目	办公	149,570	100%
	西绦胡同项目	办公	4,468	100%
	融景城项目 (含经济适用房)	住宅	504,600	100%
	西单美晟广场项目	商业、办公	111,201	100%
	金色漫香林项目	住宅	445,631	100%
	孙村项目	住宅	257,406	100%
	合计	-	1,660,220	
天津	环球金融中心项目 (津门)	酒店、公寓、商业	197,830	100%
	环球金融中心项目 (津塔)	办公、公寓、商业	318,094	100%
	南市项目	办公、住宅	659,400	100%
	合计	-	1,175,324	
重庆	大学城融城华府项目	住宅	116,649	100%
	马房湾彩立方项目	住宅	190,000	100%
	江北城金融中心项目	办公	230,679	100%
	合计	-	537,328	
南昌	紫金园一、二期	住宅	22,189	67%
	紫金园三期	住宅	154,000	67%
	紫金园四期	住宅	169,000	67%
	金融大街项目	商业、金融和办公	323,290	85%
	合计	-	668,479	
惠州	惠州金海湾项目	住宅、商业及配套	2,349,216	70.40%
	合计	-	2,349,216	
	总计	-	6,390,567	

资料来源：上市公司年报

资金充裕，支持公司进一步扩张

09 年，公司超额完成年初的新开工和竣工计划。09 年末，公司货币资金高达 131.89 亿元，主要因报告期内公司房地产预收账款大幅增加并成功发行 56 亿元公司债所致。公司 2010 年计划开复工面积约 300 万平方米，实现竣工面积约 100 万平方米，安排项目投资约 280 亿元；三项指标与 09 年初计划相比，分别增长 60%、194%、195%，可见宽裕的资金面使公司扩张底气十足。

Reits 若开闸，公司将是优先受益者，维持“推荐”评级

公司拥有丰富、优质、成熟的投资性房产，我们认为，若 Reits 开闸，公司极有可能最先受益。其租售并举的独特商业模式以及在商业地产开发方面积累的成功经验和品牌价值已使其成为目前 A 股中不可多得的优质商业地产股，按现有股本摊薄，10-12 年 EPS 分别为 0.62 元(15x)、1.23 元(11x)、1.43 元(10x)，RNAV12.7 元，维持推荐。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	13189	14616	13452	12663	营业收入	6231	7073	8275	9930
应收款项	1148	1303	1525	1830	营业成本	3797	4005	4535	5263
存货净额	18550	15160	17250	20838	营业税金及附加	847	354	414	695
其他流动资产	492	1230	1439	1727	销售费用	165	177	207	266
流动资产合计	33379	32309	33665	37057	管理费用	326	381	441	524
固定资产	1678	1566	1726	1708	财务费用	290	437	427	451
无形资产及其他	684	657	629	602	投资收益	191	120	120	120
投资性房地产	6301	6301	6301	6301	资产减值及公允价值变动	888	194	194	0
长期股权投资	312	1192	1192	1192	其他收入	0	0	0	0
资产总计	42354	42025	43513	46860	营业利润	1885	2033	2566	2851
短期借款及交易性金融负债	4100	3784	3784	3784	营业外净收支	32	26	26	26
应付款项	1501	1652	1880	2271	利润总额	1917	2059	2592	2877
其他流动负债	6747	6288	7177	8687	所得税费用	543	515	648	765
流动负债合计	12348	11724	12841	14741	少数股东损益	8	9	11	13
长期借款及应付债券	13382	13382	13382	13382	归属于母公司净利润	1366	1535	1933	2100
其他长期负债	680	680	680	680					
长期负债合计	14063	14063	14063	14063					
负债合计	26410	25787	26903	28804					
少数股东权益	428	430	432	435					
股东权益	15515	15808	16177	17621					
负债和股东权益总计	42354	42025	43513	46860					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1366	1535	1933	2100
资产减值准备	(333)	292	18	(2)
折旧摊销	0	131	135	137
公允价值变动损失	(888)	(194)	(194)	0
财务费用	290	437	427	451
营运资本变动	(4311)	2482	(1386)	(2282)
其它	335	(290)	(16)	4
经营活动现金流	(3831)	3956	490	(43)
资本开支	(527)	(90)	(90)	(90)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(528)	(970)	(90)	(90)
权益性融资	201	0	0	0
负债净变化	2399	0	0	0
支付股利、利息	(954)	(1242)	(1564)	(656)
其它融资现金流	7156	(316)	0	0
融资活动现金流	10249	(1559)	(1564)	(656)
现金净变动	5890	1427	(1164)	(789)
货币资金的期初余额	7298	13189	14616	13452
货币资金的期末余额	13189	14616	13452	12663
企业自由现金流	(4052)	4140	668	101
权益自由现金流	5504	3496	348	(230)

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.55	0.62	0.78	0.85
每股红利	0.38	0.50	0.63	0.26
每股净资产	6.25	6.37	6.52	7.10
ROIC	3%	5%	7%	8%
ROE	9%	10%	12%	12%
毛利率	39%	43%	45%	47%
EBIT Margin	18%	30%	32%	32%
EBITDA Margin	18%	32%	34%	33%
收入增长	11%	14%	17%	20%
净利润增长率	31%	12%	26%	9%
资产负债率	63%	62%	63%	62%
息率	3.3%	4.3%	5.5%	2.3%
P/E	21.0	18.7	14.8	13.7
P/B	1.8	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	50.2	23.8	19.8	17.3

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		