

商业地产龙头 储备项目潜力大

金融街 (000402)

行业: 房地产

2010.7.26

评级: 谨慎推荐

当前价格: 7.6 元/股

52 周股价走势图



研究员

广州证券研究所行业组

电话: 020-87322668-304

电邮: liuchang@gzs.com.cn

相关报告

- 《金融街调研快报: 商业地产龙头, 储备项目潜力大》20100712

广证研究

投资要点

- 金融街的长期发展战略规划是以商业地产为主导, 以快速销售型项目为补充, 在适当的核心地段持有优质物业。从公司近几年的主营业务收入构成来看, 房地产开发与销售仍然是最大的营收来源。目前公司的商业地产项目储备建面约 224.47 万平方米, 住宅项目储备建面约 541.92 万平方米。已开业自持物业建面约 47 万平方米, 占整体储备比例较小。未来几年内公司计划继续扩大自持物业的面积, 11 年底自持物业将达到 62 万平方米。
- 从商业模式的可持续性发展来看, 商业地产比纯住宅地产的运营模式更具可持续性。在宏观经济面向好的前提下, 商业地产有望在未来几年内保持较快的发展态势。公司的区域发展定位是立足北京, 面向全国的重点城市。现有商业地产项目储备集中在北京、天津、重庆和惠州, 项目质优潜力大。
- 未来三年公司可结转资源丰富, 可结算建面可能达 170 万平方米。预计 10 年和 11 年的结转收入分别为 87 亿元和 138 亿元, 营收增长显著。
- 公司起源于北京金融街, 也从金融街的建设中获得了宝贵的经验。目前公司已经在商业地产方面形成了自己的品牌优势、客户资源优势和人才优势。
- 最新每股净资产为 5.03 元, 最新价格 PB 为 1.48 倍, 无论是从历史估值还是与同业比较都处于最低水平。目前公司仍处于快速发展的时期, 未来业绩增长潜力大。市场估值偏低。给予“谨慎推荐”评级。
- 盈利预测 (单位: 百万元) (以当前价格预测)

指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,231	9,347	14,395	18,713
(+/-%)	11.4%	50.0%	54.0%	30.0%
净利润	1366	1717	2638	3147
(+/-%)	31.4%	25.7%	53.7%	19.3%
每股收益 (元)	0.55	0.57	0.87	1.04
市盈率 (P/E)	13.8	13.4	8.7	7.3
市净率 (P/B)	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	21.9	16.2	12.2	11.3
息率 (%)	1.9%	2.4%	2.7%	4.2%

➤ 公司简介

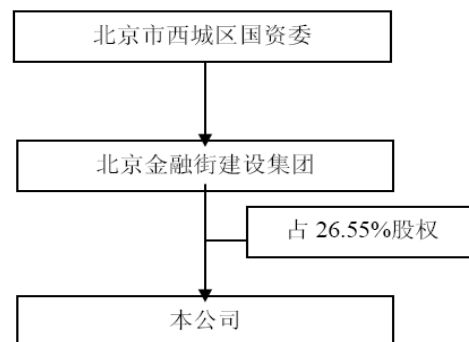
公司的前身为重庆华亚现代纸业股份有限公司，股票简称“重庆华亚”。2000年8月8日，公司名称变更为金融街控股股份有限公司，股票简称变更为“金融街”。

表1. 金融街股东结构（单位：%）

前十名股东名称	持股比例
北京金融街建设集团	26.55
诺安股票证券投资基金	2.09
广发聚丰股票型证券投资基金	1.70
诺安平衡证券投资基金	1.63
华宝兴业行业精选股票型证券投资基金	1.50
嘉实稳健开放式证券投资基金	1.30
融通深证100指数证券投资基金	0.91
光大保德信优势配置股票型证券投资基金	0.78
易方达深证100交易型开放式指数证券投资基金	0.75
全国社保基金一一零组合	0.74

资料来源：广州证券研究所根据公司公告整理

图1. 公司与实际控制人之间的产权和控制关系



资料来源：公司公告

➤ 商务地产为主导的战略，仍需快速销售型项目支持

金融街的长期发展战略规划是以商务地产为主导，以快速销售型项目为补充，在适当的核心地段持有优质物业。公司经营的市场定位是主要从事写字楼、公寓、酒店、商业及其配套项目的房地产开发，并对完成开发的项目进行销售、租赁和运营。写字楼的主要消费群体定位在金融监管机构、金融机构（证券、银行、保险）、国际国内知名企业、咨询（会计、律师）、能源、电信等。公寓的主要消费群体定位在机构或企业（公司）的高管和雇员、中外商务人士、中高收入阶层等。住宅项目主要定位在为满足消费者首次置业和改善居住环境的需求而提供不同类型、不同配套设施的产品。

从公司近几年的主营业务收入构成来看，房地产开发与销售仍然是最大的营收来源，09年占公司营业总收入的82.6%。09年结算面积约35万平方米，结算项目中除了金融街中心和天津环球金融中心之外依然是以住宅和公寓项目为主。可见住宅项目在未来几年内依然是公司开发项目的重点。住宅项目相对于商业地产销售周期更短，能够为公司加速资金回笼，是商务地产战略的有力补充。从金融街现有可开发的项目储备来看，住宅项目也是占比更高。公司商业地产项目储备建筑面积约为224.47万平方米，住宅项目储备建筑面积约为541.92万平方米。目前公司已开业的自持物业建筑面积约为47万平方米，占整体项目储备比例较小。未来几年内公司计划继续扩大自持物业的面积，加快自持物业的发展并提升自持经营水平。

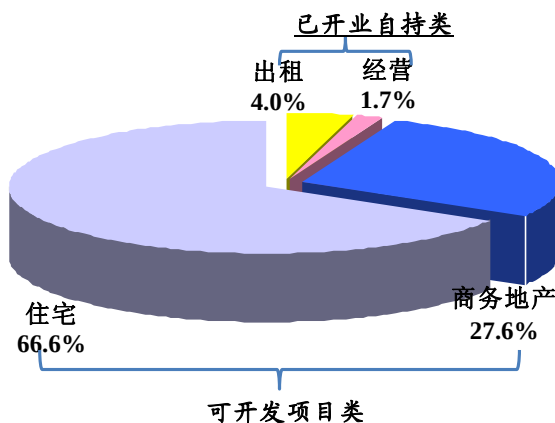
表2. 金融街近年来各主营业务的收入占比

各业务占比	2009	2008	2007	2006
房地产开发与经营业(%)	82.6	83.7	91.39	81.54
物业租赁(%)	4.66	4.52	3.32	1.96
物业经营(%)	3.89	5.62	4.78	
地产开发(%)				15.5

资料来源：广州证券研究所根据Wind资讯数据整理

敬请参阅最后一页重要声明

图2. 金融街项目储备按物业类型分类



资料来源：金融街控股股份有限公司

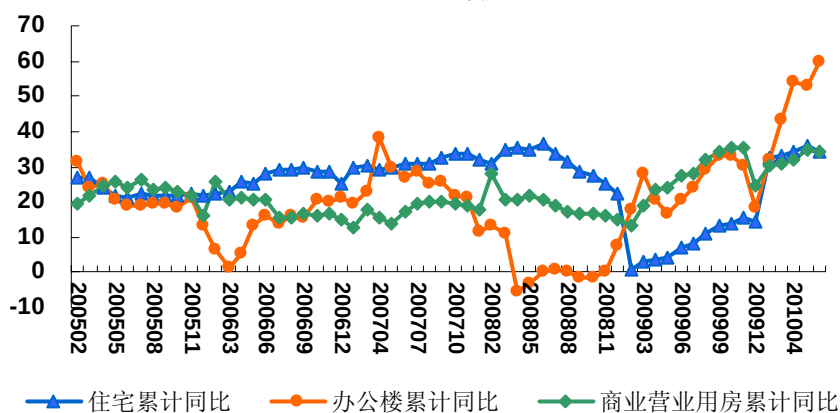
➤ 商务地产发展空间广阔，公司储备项目潜力大

从宏观政策面来看，商务地产受宏观政策调控的影响较少。政府对房地产行业的调控政策历来是以住宅地产为主要对象的。因为住宅价格的过快上涨不仅会形成资产泡沫，加大银行体系的风险，而且直接影响到民生甚至社会安定。相比之下商务地产的购买群体有限，其价格波动涉及面较小，通常不会成为社会舆论的焦点，因而受调控打击的可能性也较小。整体而言，商务地产的市场化程度更高，其租售价格的波动主要由宏观经济环境和市场供求关系所决定。

从商业模式的可持续性发展来看，商务地产比纯住宅地产的运营模式更具可持续性。土地始终是稀缺资源，全国还有18亿亩耕地红线的限制。住宅地产的运营模式需要不断地拿地并完成开发和销售，资金回笼速度较快，但随着可出让的土地资源日趋减少，住宅地产的发展必将受到制约。商务地产注重的是获取核心优质物业并通过长期运营获得稳定现金回报，虽然投资回收期较长，商务地产却更能为公司带来长期稳定的收入。

今年政府对住宅市场的调控对市场的成交量影响较大，商务地产的投资额和租售情况却在持续好转。今年上半年全国办公写字楼的投资增速显著超越住宅地产。在宏观经济面向好的前提下，商务地产有望在未来几年内保持较快的发展态势。

图3. 全国不同物业类型投资额同比增速（%）



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

图 4. 全国写字楼销售均价及增速(单位: 元, %)

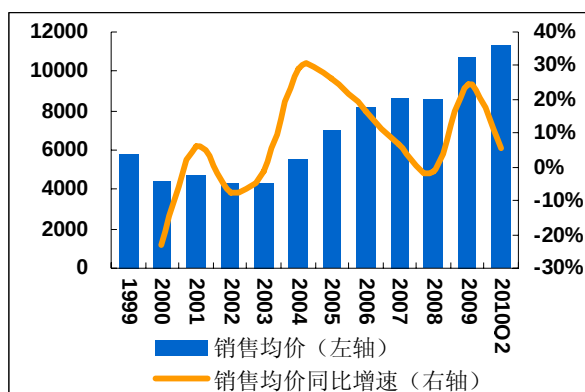
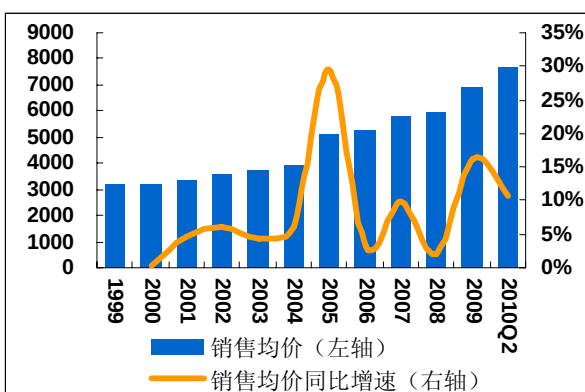


图 5. 全国商业营业用房销售均价及增速(单位: 元, %)



资料来源: 广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

金融街的区域发展定位是立足北京, 面向全国的重点城市。计划先把环渤海地区运作成熟了, 再逐渐进入其他地区。商务地产发展的需求, 是公司选择进驻区域的首要因素。从公司现有商务地产项目储备来看, 北京、天津和重庆三大直辖市是公司区域布局的重点。

表 3. 金融街商务地产项目一览 (包括可售项目及储备项目)

地区	项目名称	功 能	规划建筑面积 (平方米)	权益比例	权益面积 (平方米)
北京	金融街 E6 地块	办公	90,000	100%	90,000
	金融街 E6A 地块	办公			
	金融街 F7 二期	商业	16,123	100%	16,123
	德胜凯旋项目	办公、公寓	8,536	100%	8,536
	复兴门 4-2 项目	办公	149,570	100%	149,570
	西绦胡同项目	办公	4,468	100%	4,468
	西单美晟广场项目	商业、办公	111,201	100%	111,201
	通州商务园项目	办公	337,000	83.75%	282,238
	合计	-	716,898	-	662,136
天津	环球金融中心项目 (津门)	酒店、公寓、商业	197,830	100%	197,830
	环球金融中心项目 (津塔)	办公、公寓、商业	318,094	100%	318,094
	南市项目	办公、住宅	659,400	50%	329,700
	合计	-	1,175,324	-	845,624
重庆	江北城金融中心项目	办公	230,679	100%	230,679
	江北区观音桥地块 2	商业金融、住宅	831,666	100%	831,666
	合计	-	1,062,345	-	1,062,345
南昌	金融大街项目	商业、金融和办公	46,790	100%	46,790
	合计	-	46,790	-	46,790
惠州	惠州金海湾项目	住宅、商业及配套	2,349,216	80.41%	1,889,005
	合计	-	2,349,216	-	1,889,005

敬请参阅最后一页重要声明

总计	-	5,350,573	-	4,505,899
----	---	-----------	---	-----------

资料来源：广州证券研究所根据金融街年度报告及其他已披露数据整理

注：表 3 中个别项目的功能为商业加住宅，其规划建筑面积包括了二类用途的建筑面积总和，因此表中总计的规划建筑面积大于实际公司现有的商务地产项目规划建筑面积。

1) 随着国内经济结构转型，商业贸易行业日益兴旺，促进了商务地产的发展。北京作为首都，集政治、经济、文化中心于一身，必然是商务地产崛起的重要城市之一，其战略意义不言而喻。金融街是从开发北京金融街发展起来的，对于北京的市场运作情况最为熟悉，开发运营项目起来更为得心应手。因此立足北京，以北京作为公司核心的发展城市是公司一直坚持的战略。公司的项目储备多数集中在北京，现有可开发的商务地产项目合计建面约 71 万平方米。今年 3 月初公司与北京通州商务园开发建设有限公司联合通过招标方式以总价 9 亿元获得通州商务园 B1、B2 地块的土地使用权，两地块的规划建筑面积合计约 33 万平方米的。公司权益占 80%。通州区作为北京重点发展的新城、面向区域可持续发展的综合性服务中心和北京参与环渤海区域合作发展的重要基地，未来发展的空间广阔。通州商务园规划以高端商务办公为主，辅以配套商业和住宅。目前园区基础设施建设已全面展开，二级项目也已开始入驻建设。金融街园中园于 5 月 18 日奠基开工，计划打造一个超大型低密度亲水生态办公环境，成就北京新一代“商务花园”。预计该项目将为公司未来在通州发展项目打下良好的基础，是强化金融街开发品牌的良机。此外，2670 元/平方米的楼面地价也为项目的盈利提供了充足的空间。

2) 近年来，天津市的 GDP 一直保持快速发展的水平，年均增速达到 11.3%，居全国各省市前列。天津由原来的工业城市向国际化综合城市方向发展的态势日趋明显，第三产业服务业占比不断提高，金融及服务业发展迅猛。随着环渤海经济圈的发展以及京津一体化进程的加快，天津房地产市场的发展也将随着天津整体经济的提升而提速。滨海新区的规划发展将吸引大量优秀的外地企业进入天津市场，从而使全市的高端写字楼市场和商业地产需求大幅提升。公司看好天津未来的发展，也会关注其他项目，但由于天津城区成片的地块不多，大体量的写字楼较少，不易获得合适的项目。目前公司在天津的两个储备项目体量都较大，天津环球金融中心总建筑面积约 58 万平方米，分为津门津塔两部分；天津和平区荣业大街（南市项目）规划建面约 66 万平方米。天津环球金融中心地处天津城市核心区，近邻大沽桥，地理位置十分优越。项目规划集写字楼、超五星级酒店、豪华公寓、服务式公寓和顶级商业配套五种业态于一身，形成了一个多功能、高效率的标志性综合体。环球金融中心现已开始发售，津门公寓和津塔公寓已基本售罄，今年可以达到结算条件，而且利润空间可观。项目楼面地价约为 1790 元/平方米，目前销售均价近 30000 元。公司最初测算的津门项目的总体内部收益率预计约为 10%；销售毛利率为 25~30%；出租物业投资回收期 18 年（含建设期）。津塔项目的总体内部收益率预计为 8.2%；销售毛利率为 35~40%；出租物业投资回收期 15 年（含建设期）。目前两个项目的售价已高出预期许多，实际项目的总体内部收益率应超过原来的测算。天津和平区南市项目是与保利联合开发的，规划公寓和商业的比例为 1:1，商业部分主要以写字楼为主。计划今年内开工，目前正在做地面平整。项目楼面地价不高，约 6000 元/平方米，项目利润空间有保证。

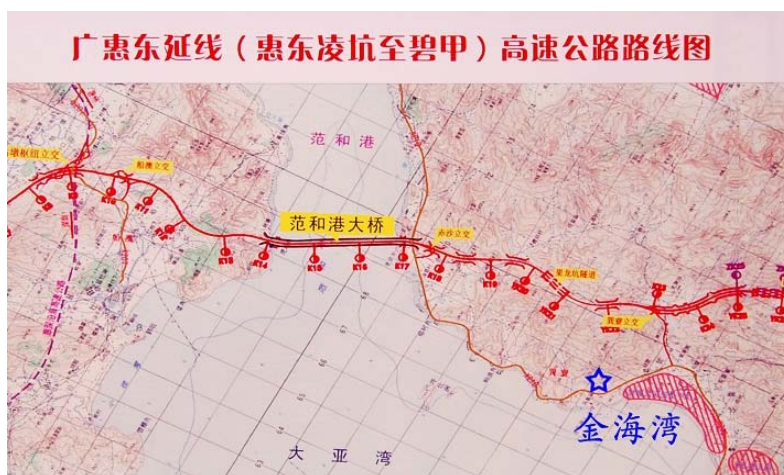
3) 重庆是中国中西部增长的主要动力，是制造、贸易、商业及物流活动的中心。今年 6 月 18 日，重庆两江新区宣告成立，成为我国继浦东新区、滨海新区后正式成立的第三个副省级新区。两江新区定位于：统筹城乡综合配套改革试验的先行区、中国内陆重要的先进制造业和现代服务业基地、长江上游地区金融中心和创新中心、内陆地区对外开放的重要门户、科学发展的示范窗口。根据规划，10 年后两江新区 GDP 将增长至 6000 亿，相当于现有的重庆经济体量。国内拉动内需、大力开发西部的政策也将促进重庆未来的经济发展。目前重庆市的政策环境良好，而且土地收入占政府财政收入的比例比较低，未来重庆地价上涨空间较大。公司非常看好重庆未来的发展，已经在重庆运作了 7、8 年，也与当地政府形成了良好的合作关系，

敬请参阅最后一页重要声明

目前在跟踪多个项目，计划在重庆继续深耕下去。10 年 5 月公司获得了江北区观音桥组团两宗地，合计建面约 132 万平方米。该地块地理位置优越，东为江北嘴中央商务区，西为观音桥商圈，南濒嘉陵江，隔江望解放碑。周边的江北区商务气氛渐浓，项目升值空间亦不断提升。楼面地价仅 2930 元/平方米，预计该项目盈利可观。

4) 惠州虽不是全国重点城市，但为公司提供了 1000 多亩带有优质自然资源的开发区域，使擅长区域开发的金融街可以一展身手。同时当地政府还大力支持该区域的开发，给予了许多优惠政策。5 万一亩约合 75 元/平方米的毛地价，为项目提供了巨大的盈利空间。该地块地处广东省惠东县巽寮镇，东与铁涌接壤，南与平海相连，西与大亚湾经济发区隔海相望，北与稔山镇交界。周边有广惠高速、深汕高速、广汕国道。

图 6. 惠州金海湾项目地图



资料来源：公司公告

惠州市属珠三角经济区，设有大亚湾经济技术开发区和仲恺高新技术产业开发区两个国家级开发区，是广东省的海洋大都市之一。惠州交通便捷，经惠深沿海高速，距深圳仅 2.5 小时车程；规划的广惠东延线及跨海大桥计划在 2012 年 12 月建成通车；香港至大亚湾北岸的海上穿梭计划在十一五期间开通。凭借其独特的区位优势 and 便利的交通条件，惠州地区有望成为周边发达城市外埠拓展的首选之地。与此同时，惠州的房价比周边其他城市显著偏低，随着惠州地区与周边城市的进一步融合，房间升值空间较大。惠州房地产市场正逐步形成以珠三角市场为依托，以滨海旅游、度假、休闲为特色，以珠三角游客、商务人士和香港、深圳东莞、广州高收入人士置业为主要客户群体的热点地区，从而也推动了惠州地区房地产价格上涨。在这样的背景下，公司规划的惠州金海湾度假休闲区有望成为珠三角商务人士及高收入人士度假置业的又一选择。目前金海湾项目距深圳仅需 1.5 小时车程；广惠高速东延线在金海湾中区设有出口，建成之后从深圳到金海湾从目前的 1.5 小时缩短为 60 分钟，广州至金海湾将从 2.5 小时缩短至 100 分钟，东莞到金海湾将从 2 小时缩短至 80 分钟。项目未来的交通情况将不断改善。

目前金海湾项目正按计划施工，分三区开发，北区计划建成红树林生态保护区，可适当开展拓展训练活动；中区建设休闲公寓、中央商务广场、酒吧街、港湾码头、水世界海洋休闲馆等休闲商务项目；南区将利用其出色的自然资源打造体育公园、五星级酒店群和低密度高端住宅。目前项目集中在中区的开发，前期募集的资金也主要用于中区开发。项目规划时测算中区的销售毛利率为 30~40%，内部收益率约 15%-20%。目前在售的中区别墅均价在 2 万元以上，公寓均价约 8300 元/平方米。今明两年的建设进度会加快。明年开始在南北区开工建设。公司在金海湾自营的惠州喜来登酒店在 08 年已开业，运营情况比预期的好。未来计划通过引入大型的商务会议来吸引全国的客户。随着交通条件的改善，预计金海湾也将吸引更多的人流。

敬请参阅最后一页重要声明

➤ 继续增加优质自持物业

在资金安全和运营安全的前提下，持续在核心地段选择优质物业自持是公司一直以来的经营战略。目前公司拥有已开业的自持物业 47 万平方米，在建项目中明确计划要自持的包括北京金融街购物中心的二期、西单美晟广场、惠州天后宫和天津津门项目中的酒店。公司目标到 11 年年底自持物业建筑面积达到 62 万平方米。未来公司计划自持物业的资产水平达到公司净资产的 50%-70%。09 年末公司净资产约为 160 亿元，可以预见未来公司自持物业的资产水平将达到 80 亿元至 112 亿元。目前以公允价值计量的投资性房产价值约 64 亿元，还有大概 20 亿元左右的以成本计量的投资性房产。未来两年内公司可能还会增加价值约 10 亿元的自持物业。在公司运营能力不断提升的前提下，自持物业面积的增加将意味着长期稳定营业收入的增加。

表 4. 金融街已开业自持物业及计划新增自持物业列表（单位：平方米）

地区	项目名称	功 能	已开业自持物业建面	2011 年计划自持物业建面
北京	金融街中心项目	办公	90,000	90,000
	德胜国际中心项目	办公	55,315	55,315
	丽思卡尔顿酒店	酒店	41,127	41,127
	金融街公寓	酒店式公寓	50,719	50,719
	金融家俱乐部	商业	6,000	6,000
	金融街购物中心	商业	89,000	89,000
	金融街购物中心二期	商业		16,000
	西单美晟广场项目	商业、办公		54,000
	金树街项目	商业	8,966	8,966
	C3 四合院	商业	2,081	2,081
	金融大厦	办公	12,825	12,825
	金阳大厦	办公	10,619	10,619
	通泰大厦	办公	1,173	1,173
	富凯大厦	办公	19,261	19,261
	其他(车位及配套)	配套	25,905	25,905
	合计		412,991	482,991
天津	津门酒店	酒店		60,000
	合计			60,000
重庆	嘉年华大厦项目	办公及配套	13,930	13,930
	合计		13,930	13,930
惠州	惠州喜来登酒店	酒店	43,524	43,524
	惠州天后宫	商业		20,000
	合计		43,524	63,524
总计			470,445	620,445

资料来源：广州证券研究所根据金融街年度报告及其他已披露数据整理

➤ 未来三年可结算资源丰富

目前公司的可开发及未结算项目的建筑面积达 766.41 万平方米，其中商务地产项目占 224.47 万平方米，住宅地产项目占 541.94 万平方米。今明两年可结算资源丰富，预计 10 年和 11 年分别结算 56 万平方米和 78 万平方米，远远超过 09 年的 35 万平方米的结算水平。10 年的结算项目主要集中在融景城、金色漫香林、津门津塔公寓、融城华府和江北世纪中心，而且这些项目在 11 年也将继续贡献盈利。预计北京的高端项目融华世家将成为 11 年的结算主力，金色漫香郡（孙村项目）也会在 11 年完成大部分的结算任务。商务项目北京西单美晟广场、天津环球金融中心（津门、津塔）、重庆江北城世纪中心和惠州金海湾都将在未来三年持续贡献营收，合计可结算建面达 170 万平方米。

表 5. 金融街 2010 年、2011 年可结算项目预测

项目名称	可售面积 (平方米)	公司权益	销售均价 (元/平)	10 年结算面 积(平方米)	10 年营业收 入(万元)	11 年结算面 积(平方米)	11 年营业收 入(万元)
德胜 H	8,536	100%	22,000	8,536	18,779		
融华世家	72,685	100%	30,000	10,000	30,000	40,000	120,000
融景城	504,600	50%	14,500	120,000	87,000	100,000	72,500
西单美晟广场	60,000	100%	40,000			20,000	80,000
金色漫香林	445,631	100%	21,000	100,000	210,000	200,000	420,000
金色漫香郡	257,406	100%	10,000	60,000	60,000	150,000	150,000
津门公寓	112,000	100%	29,000	80,000	232,000	32,000	92,800
津塔公寓	52,600	100%	28,000	30,000	84,000	22,600	63,280
津门商铺	20,000	100%	30,000			10,000	30,000
津塔商业	265,494	100%	30,000			60,000	180,000
融城华府	116,649	100%	6,200	50,000	31,000	50,000	31,000
江北世纪中心	230,679	100%	15,000	65,000	97,500	100,000	150,000
惠州金海湾	2,349,216	80.41%	8,300	40,000	26,696		
合计	4,546,697			563,536	876,975	784,600	1,389,580

资料来源：广州证券研究所根据公司公告及搜房网数据预测

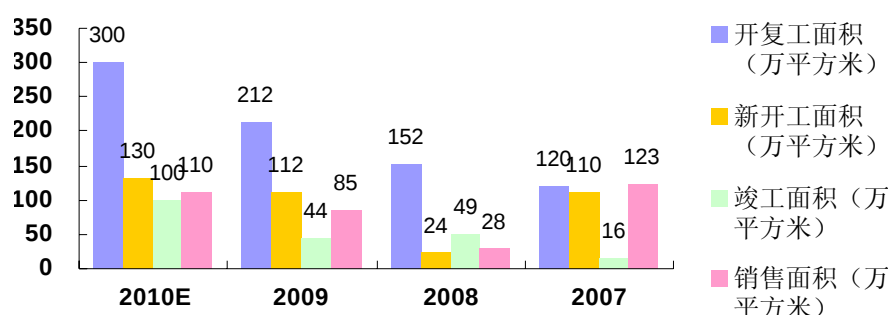
除了上述在售的项目之外，公司还有多个即将发售和近期开工的项目会在未来三年内贡献结算面积：09 年开工的复兴门 4-2 项目将建成北京西长安街上最后一座标志性建筑，规划建面 14.9 万平方米，预计 12 年竣工；即将开盘的通州商务园金融街园中园规划建面 33.7 万平方米，最早可于 11 年交楼；今年内开工的天津南市项目（天津大都会）规划建面 65.9 万平方米，公司权益占 50%，建设周期约 2 年；重庆江北观音桥两块地合计规划建面达 132 万平方米，主要是住宅项目加一部分商业配套，预计明年内开工。公司在近两年开始加快了拿地的步伐，今年预留了约 200 亿资金用于新增项目储备，可以预见未来三年公司的可销售和可结算资源十分可观。

➤ 公司开发运营能力不断提高，主营收入将大幅增长

近四年来公司的开发能力不断提升，开复工面积每年以超过 30% 的增速增长。由于商务地产项目的建设周期和销售周期较长，不同项目之间差异也较大，公司年度的竣工面积和销售面积数据显示出较大的波动性。

敬请参阅最后一页重要声明

图7. 公司项目开发及销售数据



资料来源：广州证券研究所根据公司公告整理

公司 09 年年报显示，10 年全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，并计划保持净利润较 09 年稳定增长。全年计划安排项目投资约 280 亿元，其中 80-90 亿元用于工程建设，余下 200 亿元左右用于新增土地储备。在目前宏观调控的环境下，公司可能会对今年的工作计划做出调整，但预计 10 年的营收将实现较大幅度的增长，净利润水平也有所提升。估计下半年公司会继续积极拿地，提高项目储备面积。

10 年一季度公司实现营业收入约 2.92 亿元，净利润 1.59 亿元，分别同比增加了 136.62% 和减少了 40.68%。今年结算的项目增长较多，但由于结算项目成本较高，导致毛利降低。此外，去年一季度有新增投资性房地产采用公允价值计量导致利润增加，而本期无新增投资性房地产，因此净利润同比有所下降。预计 10 年房地产开发销售业务的毛利率会高于 09 年的水平，11 年的结算项目由于成本较低毛利水平进一步提高。公司物业租赁业务收入主要来源于公司自持写字楼的租金。今明两年公司出售的写字楼面积将超过 36 万平方米，短期内难以全部出售，需要逐年消化。对于未能出售的写字楼单位公司将暂时性出租，可能导致 10 年和 11 年的租金收入上升。北京甲级写字楼在近两年的存量较大，写字楼出租率和租金受到限制，但金融街地区有其明显的区位优势 and 相对固定的客户群，受整体市场影响较小，公司在金融街的写字楼现在是满租的状态，租金上升空间也较大。公司另一主营业务物业经营的收入主要源于酒店和商业物业的运营收入。09 年由于受全球金融危机和甲型 H1N1 流感的影响公司酒店经营收入明显减少。随着经济复苏和流感影响的消退，10 年和 11 年的酒店经营状况预计会有所好转。11 年底前公司明确计划自持的物业中有 15 万平方米左右的酒店和商业物业，自持物业面积的大幅增长将有助于物业经营业务的收入增加。

表 6. 金融街主营业务毛利率及收入预测

主营业务		2007	2008	2009	2010E	2011E
毛利 率 (%)	房地产开发与经营	43.87	48.98	38.48	45.00	60.00
	物业租赁	79.44	87.83	85.77	82.00	82.00
	物业经营	28.56	29.58	26.65	28.00	28.00
主营 收入 (万 元)	房地产开发与经营	385,167.30	468,330.54	514,716.08	876,975.32	1,389,580.00
	物业租赁	14,007.76	25,310.35	29,010.89	30,000.00	30,000.00
	物业经营	20,127.47	31,440.23	24,269.75	29,000.00	32,000.00
	合计				935,975	1,451,580

资料来源：广州证券研究所根据公司公告及 Wind 资讯数据预测

敬请参阅最后一页重要声明

财务分析

商务地产运作的三个核心要素是土地、运营和融资。资金对于房地产企业来说尤为重要。金融街上市以来，善于从二级市场融资，先后在02年、04年、07年和08年四次增发累计发行511,735,700股，累计募集资金超过106亿元。09年在二级市场增发融资渠道受限的情况下，成功发行56亿元的债券，缓解资金压力，为公司继续扩张提供了保障。与此同时，公司对于资金的运用也较为谨慎。为保证资金安全，规定每项大的资金支出需上报董事会。10年的公司项目投资支出计划约280亿元，计划工程建设投入占80-90个亿，余下200亿元用于拿地。项目投资之外的支出包括银行利息约40亿元和税收费用约10亿元，加上预留货币现金100亿元，合计需营运资金约430亿元。公司资金来源主要来自自有资金、现有房地产项目销售收入、物业租赁收入和银行借款等其他融资渠道。09年末公司帐上货币现金约132亿元，预计10年销售回款130亿元，两项合计达262亿元，估计仍需要通过借款和信托等渠道融资168亿元左右，基本上与09年新增的借款总额相当。考虑到在行业宏观调控的环境下销售资金回笼可能会有所减少，公司拿地的步伐也会相应做出调整，整体上来说公司现有资金说不上充裕，但压力也不算大。

近年来公司的平均净资产收益率一直保持在10%左右的水平，而总资产净利率则出现下滑的迹象。历年来公司的主营业务毛利率和营业收入增长率都较大，这与每年结算项目的差异较大有关，但基本上毛利率仍能保持在40%左右的水平。从现金流量的情况来看，多年来公司的经营活动现金流量一直是净流出，09年经营活动现金流量净额为-15.71亿元。这与公司项目储备投资和工程支出较多有关，而且公司自持优质物业占用资金约17.8亿元（以成本法核算投资性房地产），导致经营活动现金流量净流出。

表 7. 金融街财务指标一览

财务指标分析	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 一季
每股指标				
基本每股收益(元)	0.68	0.43	0.55	0.04
每股经营活动现金流量净额(元)	-0.75	-2.07	-0.63	-0.37
每股净资产(元)	4.37	5.87	6.25	6.29
盈利能力				
ROE 净资产收益率-平均	16.76%	10.79%	9.08%	0.61%
净资产收益率-扣除非经常损益	15.57%	6.38%	3.80%	0.61%
ROA 总资产净利率-平均	5.78%	5.02%	3.93%	0.21%
毛利率	44.10%	49.96%	39.07%	51.80%
净利润率	17.38%	18.57%	22.05%	13.32%
成长性				
每股收益增长率-稀释		-36.76%	27.91%	-33.33%
收入增长率		32.76%	11.37%	136.62%
净利润增长率		41.85%	32.27%	-41.96%
净资产收益率(平均)增长率		-35.61%	-15.82%	-44.20%
偿债能力分析				
流动比率	1.61	3.05	2.70	2.43
速动比率	0.50	1.47	1.20	1.02
资产负债率	64.63%	46.11%	62.36%	63.43%
有息负债/总债务	0.54	0.69	0.66	0.68
长期负债/总资产	0.22	0.19	0.18	0.16

敬请参阅最后一页重要声明

利息覆盖倍数	8.30	63.73	7.59	1.94
归属于母公司的股东权益/负债	0.53	1.15	0.59	0.56
经营效率				
应收账款周转率（次）	7.43	10.41	10.90	1.34
存货周转率（次）	0.39	0.32	0.26	0.02
运营资金周转率（次）	1.21	0.40	0.30	0.03
固定资产周转率（次）	4.69	3.72	3.73	0.42
净资产周转率（次）	0.97	0.58	0.41	0.04
收益质量				
经营活动净收益/利润总额	72.07%	96.11%	47.78%	100.56%
价值变动净收益/利润总额	27.98%	0.64%	50.55%	-0.33%
扣除非经常损益后净利润/净利润	100.42%	89.32%	43.12%	100.23%
现金流量				
经营活动现金流量净额/营业收入	(0.19)	(0.92)	(0.25)	(1.33)
销售商品产生现金流量/营业收入	0.96	0.56	1.20	2.00

资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

➤ 品牌优势明显，估值偏低

公司的发展起源于北京金融街，也得益于金融街。北京金融街建成区吸引了 530 多家金融管理机构、银行和非银行金融企业、国家电信运营商及知名公司入驻，基本确立了金融街作为国家级金融管理中心区的格局。公司成功地树立了金融街的品牌，在商务地产、特别是高级写字楼这一领域具有较高的声誉，同时也得到其他省市政府的肯定，有利于公司进驻其他城市发展建设。经过近十年的发展，公司已经在商务地产方面形成了自己的品牌优势、客户资源优势和人才优势。公司通过多年的合作与客户形成了良好的关系，与金融机构和相关的监管机构的也建立了互信关系。能够做到明白客户的需求，同时公司的经营理念也获得客户的认同。这为公司在其他区域开发相关的项目提供了很大的帮助，使公司能迅速有效地完成招商工作。而且作为地方国企，公司在京津等地人脉深厚，有利于公司获得优质土地储备。除此之外，公司在发展过程中也积累了自己的人才队伍，具有一定的技术优势。

公司发展风格稳健，多年来业绩增长稳定，属于典型的商务地产蓝筹公司。公司最新每股净资产为 5.03 元，最新价格市净率(PB)为 1.48 倍，无论是从历史估值来看还是与同业比较都处于最低水平。市盈率(TTM)为 17.57，也处于较低水平。目前公司仍处于快速发展的时期，全国的商务地产市场也正处于提速阶段；公司在核心地段持有的核心物业确保了公司资产的长期价值，未来销售业绩增长的潜力也较大。综合来看目前市场给予的估值偏低。

我们预计公司在 10 年和 11 年结转收入会大幅增长。在未考虑增发扩股的情况下，预计 10 年、11 年和 12 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.87 和 1.04 元，净利润分别为 17.17 亿元、26.38 亿元和 31.47 亿元。给予“谨慎推荐”评级。

➤ 风险提示：

- 1) 如果国内宏观经济出现二次探底，商务地产将首当其冲受到打击。物业销售、出租率和租金都可能出现下降。
- 2) 今明两年短期内商业地产供应量较多，特别是北京的写字楼存量处于高位，有可能影响到商业物

敬请参阅最后一页重要声明

业的租金和售价的上升空间。

- 3) 商业地产相比住宅地产项目投资金额更大，建设开发周期更长，而且投资回收期也较长，对于开发商的资金要求更高。在宏观对房地产行业进行调控的大环境下，房地产企业融资渠道受到限制，融资成本有所提高。公司在大力推进项目开发的过程中也可能出现资金紧张的风险。
- 4) 公司自持物业的增加将考验公司的物业运营能力。物业招商和后续长期运营对开发商的综合开发运营能力要求较高，运营过程中也对开发商的现金流带来一定的压力，可能影响公司业绩。
- 5) 今年的房地产调控政策主要针对住宅地产，但后续调控政策的出台也可能会对商业地产造成影响。目前传闻物业税可能先在商业地产领域先行试点，此传闻本身就可能会对商业地产的投资者造成心理冲击，从而影响到项目的销售。

➤ 财务报表预测

表 8. 金融街盈利预测：单位（百万元）（以当前价格预测）

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股净资产	5.87	6.25	5.54	6.24	7.02
ROE	7%	9%	10%	14%	15%
资产负债率	46%	62%	64%	65%	65%
P/E	18.1	13.8	13.4	8.7	7.3
P/B	1.3	1.2	1.4	1.2	1.1
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	7298	13189	11942	13347	13185
应收账款及应收票据	603	540	748	1152	936
存货	10924	18550	28042	43184	50526
其他流动资产	2240	1101	1922	2383	2671
流动资产合计	21066	33379	42653	60066	67317
固定资产	1700	1643	1806	1873	1883
在建工程	7	35	47	49	49
无形资产	700	684	668	651	634
长期股权投资	311	312	312	312	312
资产总计	27499	42354	48113	55042	61831
短期借款及一年内到期借款	3467	4100	4100	4100	4100
应付款项	1582	1501	2523	2920	4012
其他流动负债	1859	6747	9021	11230	14612
流动负债合计	6908	12348	15644	18250	22724
长期借款及应付债券	5315	13382	14382	16382	16142
其他长期负债	457	680	880	1080	1280
长期负债合计	5772	14063	15263	17463	17423
负债合计	12679	26410	30907	35712	40147
少数股东权益	266	428	428	428	428
股东权益	14553	15515	16778	18901	21256
负债和股东权益总计	27499	42354	48113	55042	61831

敬请参阅最后一页重要声明

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5595	6231	9347	14395	18713
营业收入增长率	33%	11%	50%	54%	30%
营业成本	2800	3797	5046	7299	10031
营业毛利率	50%	39%	46%	49%	46%
营业税金及附加	755	847	1122	1871	2433
销售费用	132	165	234	389	468
管理费用	300	326	467	763	992
财务费用	23	290	670	748	785
投资收益	74	191	20	10	20
资产减值及公允价值变动	(288)	888	500	300	300
营业利润	1371	1885	2329	3634	4325
营业利润率	25%	30%	25%	25%	23%
营业外收入	53.67	36.46	60.00	50.00	50.00
营业外支出	7.57	4.49	4.49	4.49	4.49
利润总额	1417	1917	2384	3680	4370
所得税	378	543	668	1041	1224
净利润	1,039	1,374	1,717	2,638	3,147
净利润率	19%	22%	18%	18%	17%
净利润增长率	42%	32%	25%	54%	19%
少数股东损益	(1)	8	0	0	0
归属于母公司净利润	1039	1366	1717	2638	3147
EPS	0.42	0.55	0.57	0.87	1.04
每股红利	0.15	0.15	0.17	0.26	0.31
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生现金流净额	(6852)	(348)	(1654)	(1028)	(636)
投资活动现金流量净额	(269)	20985	(138)	947	1506
融资活动产生现金流量净额	1494	2238	546	1485	(1032)

资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。