

公司研究

房地产

评级：买入

信达证券股份有限公司

研发中心

北京市西城区闹市口大街
九号院一号楼六层

张冬峰

SAC 执业证书 No: S1500209090113

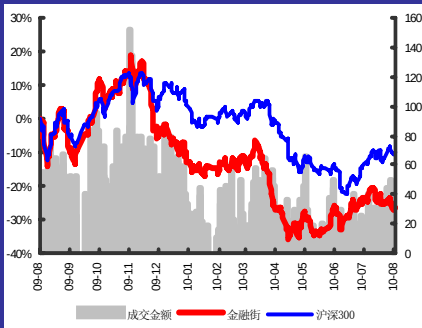
zhangdongfeng@cindasc.com

最新价：7.28 元

基础数据

52 周内股价波动区间 (元)	6.97-15.35
最近一月涨跌幅 (%)	-6.99
总股本 (亿股)	30.27
流通 A 股比例 (%)	99.98
总市值 (亿元)	220.37
每股净资产	6.45
总资产 (亿元)	470.78
十大流通股东 (%)	30.35

近一年股价走势



“金融街”独树一帜 调控中逆市扩张

2010 年 8 月 24 日

投资要点

- **可比口径，营业利润翻番** 剔除 2009 年上半年公允价值变动收益 7.9 亿元的影响，今年上半年公司营业利润同比增长 111%。扣除非经常性损益后的净利润增长 6 倍多。
- **逆市储地，未雨绸缪** 新政实施后北京试行暗标出让土地，国企身份以及良好的政府公共关系，使公司在“综合条件最优者得”的拿地竞争中占据优势。行业调控让公司获得了难得的扩张机会，上半年公司斥资 65 亿元，新增项目储备面积 189 万平方米，一旦调控期结束，公司将抢得市场先机。
- **未来业绩增长信号强烈** 公司存货 276.5 亿元，较年初增加近 50%，经营活动产生的现金流量净额为-67 亿元，支出较去年同期大幅增加 57 亿元。我们认为在当前的政策调控形势下，房地产公司呈现负现金流状态比正现金流状态要更有远见和魄力，也使公司未来出现强劲销售增长成为可能。
- **品牌积聚效应加速显现** 近期，金融业巨头林立的金融街地区，又进驻一批重量级单位，包括北京金融资产交易所、大连银行北京分行、江苏银行北京分行、太平洋保险北京分公司等机构。
- **建设区域西扩至钓鱼台国宾馆，发展空间不断拓展** 公司是市政府规划、意图的具体落实与实施者，同等条件下，可优先获取相关项目，并获得大量潜在资源及无形支持。
- **商务地产龙头，受益于行业政策调控** 本轮政策调整，主要指向商品住宅，商务地产正成为地产商们的“避风港”，一些投资者也将从住宅市场撤出来的资金投入到了商务地产上。商务地产成为宏观调控下投资新宠。
- **非信贷融资渠道开启利好公司** 《保险投资运用管理暂行办法》已公布，保险资金的主要投资方向为商业地产。值得关注的是，金融街建设集团及关联公司北京华融同为长城人寿第一大股东，公司去年发行的公司债，前十名持有人聚集了国内几乎全部大型保险公司，公司受益于保险资金入市的潜力可见一斑。
- **投资建议** 财报显示，公司仍手持货币资金 97 亿元，预收款项达 41.56 亿元，同比增加 47.8%，年终业绩确定。同时，由于今年的大幅投入，2011 年后公司将进入收获期。

按最新股本摊薄后，预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 13.7X 和 11.5X；最新 PB 为 1.37X，处于沪深二市最低水平。鉴于公司可售资源丰富且估值具有较强吸引力，维持 **买入** 评级。

营业收入稳步增长

公司今年上半年实现营业收入约 19.8 亿元，同比增长 31.6%；营业利润 5.04 亿元，同比下降 51%；净利润 5.08 亿元，同比下降 32.8%；每股收益 0.20 元。

可比口径，营业利润翻番

剔除 2009 年上半年公允价值变动收益 7.9 亿元的影响，今年上半年公司营业利润同比增长 111.06%。扣除非经常性损益后的净利润增长 6 倍多。

去年同期金融街中心（A5）大厦和德胜国际中心部分楼层竣工转为投资性房地产，并采用公允价值计量，产生较多公允价值变动损益。按照会计准则的规定，公司投资性房地产项目采用公允价值计量产生的公允价值变动收益不计入营业收入，只计入营业利润，导致本期营业收入同比增长，营业利润却同比下降。

逆市储地，未雨绸缪

本轮行业调控让公司获得了难得的扩张机会，上半年公司斥资 65 亿元，新增项目储备面积 189 万平方米。

新政实施后北京试行暗标出让土地，国企身份以及良好的政府公共关系，使公司在“综合条件最优者得”的拿地竞争中占据优势。行业调控将带来“逆周期效应”，一旦调控期结束，只有提前做好土地储备的开发商才能抢得市场先机。

图表 1 公司上半年新增项目储备情况

地块名称	占地面积 (万平方米)	权益比例 (%)	规划建筑面积 (万平方米)
北京通州商务园 B1、B2 地块	30.88	83.75	33.7
北京市昌平区北七家项目	15.65	100	23.47
重庆市江北区观音桥组团	28.47	100	132.36
合 计	75.00		189.53

资料来源：公司公告 信达研发

未来业绩增长信号强烈

公司存货 276.5 亿元，较年初增加近 50%；经营活动产生的现金流量净额为-67 亿元，流出量较去年同期大幅增加 57 亿元。主要是报告期内发生的上述土地购置支出以及工程款支出 26.44 亿元，较上年同期土地购置支出 5.68 亿元及工程款支出 12.19 亿元增加较多，这使公司未来的销售出现强劲增长成为可能。

我们认为在当前的政策调控形势下，房地产公司呈现负现金流状态比正现金流状态要更有远见和魄力。

品牌积聚效应加速显现

金融街聚集了中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国保监会等国家金融决策

和监管机构，已经成为国家金融政策的发源地。近期，金融业巨头林立的金融街地区，又进驻一批重量级单位，包括北京金融资产交易所、大连银行北京分行、江苏银行北京分行、太平洋保险北京分公司等机构。

目前，在该地区各类企业总部和地区总部已经突破 150 家，金融资产规模近 40 万亿元，占北京市金融资产的 82%，占全国的 47.6%；控制着全国 95% 的信贷资金和 65% 的保费资金；金融从业人员 14 万人，占北京市金融从业人员的 56%。

建设区域西扩至钓鱼台国宾馆，发展空间不断拓展

随着国内金融机构争相入驻，北京市已经批准金融街地区的拓展计划。未来的金融街南至长安街，西至钓鱼台国宾馆，北至白塔寺，东至西单商业大街。今后几年，北京市力争在金融街新增商业建筑面积 260 万平方米，使之可以容纳更多的金融机构、企业落户，为国内外优质金融资源聚集提供更大的发展空间。

种种举措下，上市公司将是近水楼台先得月。公司是市政府规划、意图的具体落实与实施者，同等条件下，可以优先获取相关项目，并获得大量潜在资源及无形支持。同时，在行业调控的大背景下，北京市政府正试图改变拆迁环节“漫天要价”的情况，从而有利于金融街西扩进程的推进。

商务地产龙头，受益于行业政策调控

本轮房地产调控，主要指向商品住宅，旨在通过加大商品房和保障性住房的供应、抑制投机性购房，遏制部分城市房价过快上涨势头，促进房地产业健康平稳发展。

据 Wind 资讯数据，2010 年上半年全国办公楼开发投资额为 2,337 亿元，同比增长 52.7%；销售额 2,482 亿元，同比增长 95.92%。2010 年上半年全国商业营业用房开发投资额 6,157 亿元，同比增长 33.42%；销售额 5,283 亿元，同比增长 66.12%。可以明确的是，在扩大内需、城市化进程加速和居民消费水平提高等因素的带动下，商务地产需求将保持不断上升态势，在未来相当长的时期内有着广阔的发展空间。

近期，国土部再次曝光闲置土地情况，国务院副总理李克强亦要求，切实增加住房有效供应，坚决抑制投机炒作行为，巩固调控成果。这些措施与声音进一步表明房地产调控政策延续，房市调控严厉势头未减。

在此背景下，商务地产正成为地产商们的“避风港”，一些投资者也将从住宅市场撤出来的资金投入到了商务地产上。预计在政策作用下，会有越来越多基金进入商务地产领域，商务地产将成为宏观调控下投资新宠。

因此，公司将坚持以商务地产为主导，立足北京，面向全国重点城市，充分发挥在商务地产开发领域的核心能力和品牌优势，打造金融街绿色商务地产品牌。

非信贷融资渠道开启利好公司

刚刚公布的《保险投资运用管理暂行办法》明确，保险公司季末资产 10% 可用于投资固定资产，这意味着未来有超过 3000 亿元的保险资金可进入房地产市场。保险资金要求长期稳定的收益回报，这就决定了保险资金的主要投资方向为商业地产。

值得关注的是，公司的控股股东北京金融街建设集团及关联公司北京华融综合投资公司同为长城人寿第一大股东，并且国内其它保险公司与公司均有密切联系。公司去年下半年发行的 56 亿元公司债，前十名持有人即聚集了国内几乎全部大型保险公司，公司受益于保险资金进入房市的潜力可见一斑。

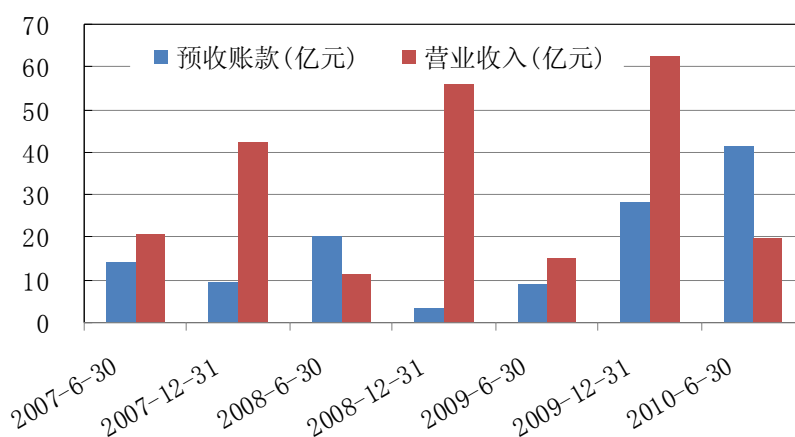
投资建议

2010 年中期报告体现的是 2009 年乃至 2008 年项目的结算状况，比较政策调控期间各房地产公司竞争力的优劣、可持续发展能力，则要看今明两年的业绩。

财报显示，公司仍手持货币资金 97 亿元，现金充足；预收款项达 41.56 亿元，同比增加 47.8%，公司在销房产开发项目中满足收入确认条件的较多，年终业绩确定。同时，由于今年的大幅投入，2011 年后公司将进入收获期。

维持前期的盈利预测，按最新股本摊薄后预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.53 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 13.7X 和 11.5X；最新 PB 为 1.37X，处于沪深二市最低水平。鉴于公司可售资源丰富且估值具有较强吸引力，维持 **买入** 评级。

图表 2 公司预收账款及营业收入增长情况



资料来源：公司公告 信达研发

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102