

湘财证券研究所

房地产

杨森： Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

张化东： Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

徐广福： Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

首次目标价： 8.5 元

首次评级： 增持

当前价格： 6.84 元

金融街最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

事件：

- 我们于 9 月 9 日对金融街进行了实地调研，与公司领导就行业和公司发展问题进行了沟通。

投资要点与关注：

- **战略方向：**立足京津、拓展其他重点城市；聚焦商业地产，平衡持有物业与开发业务的比重：

公司目前业务重点分布于京津地区，京津地区权益项目储备占比近 50%。我们认为公司和京津两地政府长期的较好地合作关系将使公司未来的业务发展重点仍然放在京津两地。公司未来将在立足京津的同时不断拓展全国其他重点城市的核心区域。

公司商业地产的本质特点不会改变，未来的发展仍将以商业地产为主，辅以住宅建设。由于持有性物业周转率较低，公司会参照盈利水平来平衡出售业务和持有物业的比例。目前来看，公司开发业务收入占总营收的比重在 82% 附近（10 年中期），持有项目营收占比较低并不能说明公司商业地产属性的弱化，而是公司在持有类物业和销售类项目之间的平衡。

- **财务状况健康，调控影响小于同业；融资渠道多样：**

公司目前基本没有未付地价款。截至 6 月末，公司持有货币资金 97 亿，资产负债率 65%，净负债率 33%，现金占借款总额的比例为 64%，现金占短期以及一年内到期借款的比例超过 150%。由于 10 年公司计划投入较大，计划年内竣工 100 万平米，投入 280 亿元，并且未调整年初目标，因此上述指标在 2 季度较 1 季度略有下降，不过仍然处于非常健康的财务安全水平。

公司目前融资渠道较多样，且都很畅通。未来也会注意融资渠道的创新，适时发展 REITs 或私募基金融资。

- **今年结算保持平稳增长，后续可结资源丰富：**

公司目前共有权益可售面积 750 万平米（扣除了南昌项目），10 年新增 3 幅土地，计 190 万方建面。我们预计公司 10 年主要有北京的融景城、金色漫香林，天津的环球金融中心津门和津塔项目，重庆的融城华府和惠州项目参与结算。收购的西单美晟广场今年将基本完工，不过完成竣工备案预计要 11 年。南昌项目由于已经出售，今后将不再参与公司项目结算。我们预计公司 10、11 年将分别结算 38 万和 50 万平米，分别实现营收 76 亿元和 99 亿元。公司 09 年实现销售面积 85 万平米，结算面积为 35 万平米，已售未结资源丰富，10 年业绩保证能力很强。

- **给予公司“买入”评级，综合 RNAV 为 10.64 元/股，目标价 8.5 元：**

我们预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.64 元、0.79 元和 0.99 元。截至

9月9日,股票现价6.84元,对应未来3年PE分别为10.61X、8.69X和6.93X。

目前公司RNAV为10.64元,对比股价折价30%多。我们认为,即使考虑进公司持有物业周转率较低的折价,股价也低估明显。综合考虑市场环境因素,我们首次给予公司“增持”评级,给予目标价8元。

□ **风险提示:** 管理层出台严厉的税收政策和加息。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5595	6231	8213	10680	14690
YoY(%)	33%	11%	32%	30%	38%
归属母公司净利润	1039	1366	1952	2384	2989
YoY(%)	42%	31%	43%	22%	25%
ROE	7.1%	8.8%	10.7%	11.3%	12.2%
EPS	0.34	0.45	0.64	0.79	0.99
P/E	19.92	15.16	10.61	8.69	6.93
P/B	1.42	1.33	1.13	0.98	0.85
EV/EBITDA	10.95	7.01	4.98	4.11	3.19

图 1: 公司土地储备地区分布

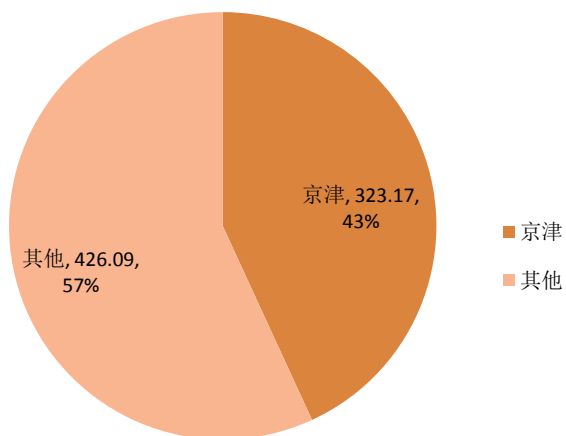
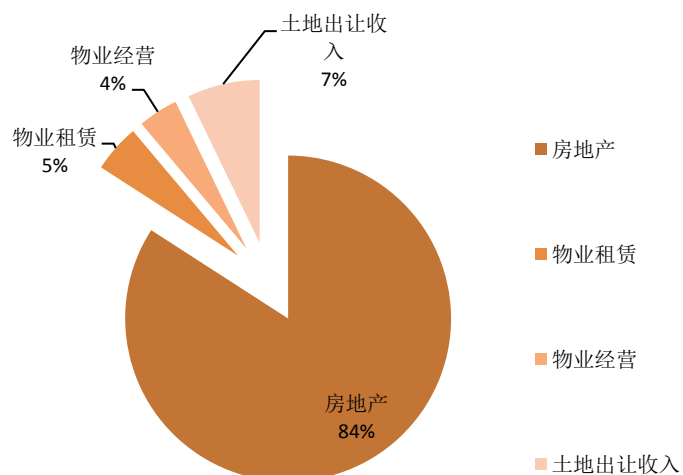
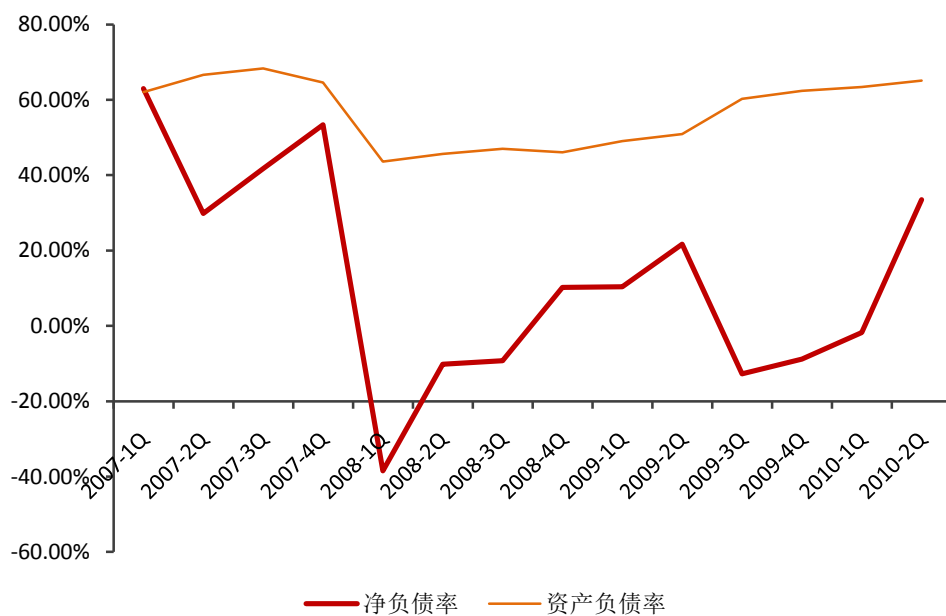


图 2: 公司 2009 年主营业务分部



资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

图 3: 金融街财务安全性很好



资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表 1: 金融街预测与估值表

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21,066	33,379	37,619	45,683	51,228	营业收入	#####	6,231.49	8,213.05	10,180.49	13,332.45
现金	7,298	13,189	20,483	15,958	20,298	营业成本	#####	3,797.12	4,270.78	5,293.85	6,932.87
应收账款	603	540	1,002	887	1,601	营业税金及附加	755.41	846.87	1,076.87	1,364.30	1,782.23
其他应收款	736	609	777	1,151	1,228	营业费用	132.32	164.76	195.00	250.55	332.39
预付账款	1,452	220	479	918	500	管理费用	300.04	325.87	470.13	553.69	728.50
存货	10,924	18,550	14,601	26,491	27,324	财务费用	22.52	290.43	237.55	269.97	453.52
其他流动资产	52	272	277	277	277	资产减值损失	223.11	-109.68	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6,432	8,975	9,114	9,697	10,361	公允价值变动收益	-65.22	778.43	778.43	778.43	778.43
长期投资	311	312	312	312	312	投资净收益	74.23	190.94	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,700	1,643	1,581	1,507	1,429	营业利润	#####	1,885.49	2,741.14	3,226.56	3,881.36
无形资产	700	684	736	755	790	营业外收入	53.67	36.46	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3,721	6,336	6,485	7,123	7,830	营业外支出	7.57	4.49	0.00	0.00	0.00
资产总计	27,499	42,354	46,733	55,380	61,589	利润总额	#####	1,917.46	2,741.14	3,226.56	3,881.36
流动负债	6,908	12,348	11,654	15,075	15,731	所得税	378.26	543.40	776.83	914.40	1,099.97
短期借款	1,647	2,720	2,720	3,970	2,720	净利润	#####	1,374.06	1,964.31	2,312.16	2,781.39
应付账款	1,572	1,501	2,404	2,317	3,811	少数股东损益	-0.53	8.42	12.03	14.16	17.03
其他流动负债	3,689	8,127	6,530	8,787	9,200	归属母公司净利润	#####	1,365.64	1,952.28	2,298.00	2,764.36
非流动负债	5,772	14,063	16,388	18,816	21,205	EBITDA	#####	2,175.92	3,061.36	3,579.96	4,418.68
长期借款	5,315	7,714	10,114	12,513	14,913	EPS	0.42	0.55	0.64	0.66	0.79
其他非流动负债	457	6,348	6,274	6,303	6,292	主要财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	12,679	26,410	28,041	33,891	36,936	成长能力					
少数股东权益	266	428	440	454	471	营业收入	32.76%	11.37%	31.80%	23.96%	30.96%
股本	2,481	2,481	3,027	3,481	3,481	营业利润	22.46%	37.53%	45.38%	17.71%	20.29%
资本公积	8,247	8,216	7,670	7,670	7,670	归属于母公司净利润	42.34%	31.39%	42.96%	17.71%	20.29%
留存收益	3,825	4,818	6,771	8,322	10,690	获利能力					
归属母公司股东权益	14,553	15,515	18,251	21,035	24,181	毛利率(%)	49.96%	39.07%	48.00%	48.00%	48.00%
负债和股东权益	27,499	42,354	46,733	55,380	61,589	净利率(%)	18.58%	21.92%	23.77%	22.57%	20.73%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	7.14%	8.80%	10.70%	10.92%	11.43%
经营活动现金流	-546	1,100	5,491	-6,916	4,750	ROIC(%)	8.02%	10.90%	17.71%	11.21%	14.36%
净利润	1,039	1,374	1,964	2,312	2,781	偿债能力					
折旧摊销	0	0	83	83	84	资产负债率(%)	46.11%	62.36%	60.00%	61.20%	59.97%
财务费用	23	290	238	270	454	净负债比率(%)	69.26%	44.73%	51.21%	53.00%	51.78%
投资损失	-74	-191	0	0	0	流动比率	304.98%	270.32%	322.81%	303.04%	325.64%
营运资金变动	0	0	2,218	-10,368	686	速动比率	146.82%	120.10%	197.51%	127.31%	151.95%
其他经营现金流	-1,534	-373	988	786	746	营运能力					
投资活动现金流	-281	-33	-506	-646	-726	总资产周转率	27.05%	17.84%	18.44%	19.94%	22.80%
资本支出	327	171	0	0	0	应收账款周转率	10.41	10.90	10.66	10.78	10.72
长期投资	53	11	454	628	691	应付账款周转率	1.95	2.47	2.19	2.24	2.26
其他投资现金流	99	150	-52	-19	-35	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	10,424	7,494	2,309	3,038	315	EPS (摊薄)	0.34	0.45	0.64	0.76	0.91
短期借款	404	1,073	0	1,250	-1,250	每股经营现金流	-0.18	0.36	1.81	-2.28	1.57
长期借款	2,235	2,399	2,399	2,399	2,399	每股净资产 (摊薄)	4.81	5.13	6.03	6.95	7.99
普通股增加	1,403	0	546	454	0	估值比率					
资本公积增加	6,541	-31	-546	0	0	P/E	19.92	15.16	10.61	9.01	7.49
其他筹资现金流	-159	4,053	-91	-1,066	-834	P/B	1.42	1.33	1.13	0.98	0.86
现金净增加额	0	0	7,294	-4,525	4,340	EV/EBITDA	10.95	7.01	4.98	4.26	3.45

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。