

湘财证券研究所

行业研究部

刘飞烨 分析师

执业编号：S0500510010006

联系人：

杨森

Tel: 021-68634518-8990

E-mail: ys2875@xcsc.com

事件：

我们于近日调研了金融街，和公司领导进行了沟通。

投资要点：

未来商住发展定位：在过去的几年中，公司一直以商业地产经营为重心，商业地产占营收的平均比重超过 75%。近一年的房地产调控，尤其是新国八条的出台对住宅市场短期影响明显，与之相伴的是市场对商业地产的热情开始回升。公司今后仍然会以商业地产为主导，增加在核心城市的优质地段的优质物业，预计未来公司将把优质资源集中在城市综合体的建设上。

出售业务：截至目前，公司可够出售的储备面积超过 700 万方。从 10 年的推盘情况来看，预计公司 10 年实际销售面积接近 80 万方，实现销售收入约 160 亿元。其中销售项目主要集中在北京的融景城、金色漫香林、融华世家、西单美晟，天津的津门和津塔项目的公寓，重庆的融城华府、金融中心和惠州的金海湾项目。

我们保守估计，公司 11 年完成 100 万方的销售面积的可能性很大，销售收入有望突破 200 亿元。

持有物业：目前公司自持物业面积超过 50 万，其中写字楼、商业、酒店和公寓各占 1/3 左右的比例，写字楼略高。预计在 2011 年底，公司的自持物业将会达到 70~75 万方（主要是天津环球金融中心项目竣工新增）。在结构上，预计公司将继续加大写字楼和商业物业的占比，酒店和公寓占比略有下降。

公司公允价值在 10 年继续保持较快增长，主要由于购物中心二期开始计入。在 11 年还将有天津津塔项目进入公允价值计量。

维持公司“增持”评级：

我们预计公司 10~12 年营业收入将分别达到 71 亿，120 亿和 170 亿元，实现 EPS 分别为 0.59 元，0.73 元和 0.95 元。按照现价 6.47 元来看，对应 PE 分别为 11X，8.88X 和 6.78X。公司目前 RNAV 为 13.69 元，目前折价明显。公司现有储备都集中在核心城市的核心区域，资质较好。商业地产的价值逐步重估将有利于公司估值水平回升。我们继续维持公司的“增持”评级。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5595	6231	7194	12180	16992
YoY (%)	33%	11%	15%	69%	40%
归属母公司净利润	1039	1366	1779	2207	2887
YoY (%)	42%	31%	30%	24%	31%
EPS	0.34	0.45	0.59	0.73	0.95
P/E	18.84	14.34	11.01	8.88	6.78
P/B	1.35	1.26	1.08	0.94	0.81
EV/EBITDA	10.29	6.59	5.14	4.09	3.04

表 1: 金融街估值表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21,066	33,379	36,698	63,812	52,574	营业收入	#####	6,231.49	7,194.36	12,180.39	16,992.24
现金	7,298	13,189	24,069	15,958	18,335	营业成本	#####	3,797.12	3,741.06	6,942.82	9,515.65
应收账款	603	540	811	1,449	1,721	营业税金及附加	755.41	846.87	943.30	1,632.30	2,271.46
其他应收款	736	609	605	1,702	1,331	营业费用	132.32	164.76	170.82	299.76	423.63
预付账款	1,452	220	447	1,023	449	管理费用	300.04	325.87	411.82	662.46	928.47
存货	10,924	18,550	10,489	43,402	30,460	财务费用	22.52	290.43	208.09	323.01	578.02
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	2,497.70	3,098.47	4,053.43
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	45,812	73,509	62,935	利润总额	#####	1,917.46	2,497.70	3,098.47	4,053.43
流动负债	6,908	12,348	10,907	33,444	17,179	所得税	378.26	543.40	707.84	878.10	1,148.74
短期借款	1,647	2,720	2,720	19,677	2,720	净利润	#####	1,374.06	1,789.86	2,220.37	2,904.70
应付账款	1,572	1,501	1,919	4,272	4,139	少数股东损益	-0.53	8.42	10.96	13.60	17.79
其他流动负债	3,689	8,127	6,268	9,496	10,319	归属母公司净利润	#####	1,365.64	1,778.90	2,206.77	2,886.91
非流动负债	5,772	14,063	16,388	18,816	21,205	EBITDA	#####	2,175.92	2,788.46	3,504.89	4,715.25
长期借款	5,315	7,714	10,114	12,513	14,913	EPS	0.42	0.55	0.59	0.63	0.83
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	27,295	52,260	38,383	成长能力					
少数股东权益	266	428	439	453	471	营业收入	32.76%	11.37%	15.45%	69.30%	39.50%
股本	2,481	2,481	3,027	3,481	3,481	营业利润	22.46%	37.53%	32.47%	24.05%	30.82%
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%	30.26%	24.05%	30.82%
留存收益	3,825	4,818	6,597	8,083	10,589	获利能力					
归属母公司股东权益	14,553	15,515	18,078	20,796	24,081	毛利率(%)	49.96%	39.07%	48.00%	43.00%	44.00%
负债和股东权益	27,499	42,354	45,812	73,509	62,935	净利率(%)	18.58%	21.92%	24.73%	18.12%	16.99%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	7.14%	8.80%	9.84%	10.61%	11.99%
经营活动现金流	-546	1,100	9,048	-26,182	18,602	ROIC(%)	8.02%	10.90%	23.38%	6.48%	14.13%
净利润	1,039	1,374	1,790	2,220	2,905	偿债能力					
折旧摊销	0	0	83	83	84	资产负债率(%)	46.11%	62.36%	59.58%	71.09%	60.99%
财务费用	23	290	208	323	578	净负债比率(%)	69.26%	44.73%	52.61%	64.42%	49.83%
投资损失	-74	-191	0	0	0	流动比率	304.98%	270.32%	336.45%	190.80%	306.04%
营运资金变动	0	0	5,979	-29,595	14,290	速动比率	146.82%	120.10%	240.28%	61.03%	128.73%
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%	16.32%	20.42%	24.91%
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	2,338	18,717	-15,499	EPS(摊薄)	0.34	0.45	0.59	0.73	0.95
短期借款	404	1,073	0	16,957	-16,957	每股经营现金流	-0.18	0.36	2.99	-8.65	6.15
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	5.97	6.87	7.96
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	18.84	14.34	11.01	8.88	6.78
其他筹资现金流	-159	4,053	-61	-1,093	-942	P/B	1.35	1.26	1.08	0.94	0.81
现金净增加额	0	0	10,880	-8,111	2,377	EV/EBITDA	10.29	6.59	5.14	4.09	3.04

资料来源: 湘财证券研究所

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。