

稳健增长的商务地产领军者


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 6 月 15 日)	7.16 元
目标价	10.20 元
行业	房地产
报告发布日期	2011 年 6 月 16 日 星期四

杨国华 房地产行业高级分析师
010-66210585
yangguohua@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860210030001

联系人 周强
010-66210621
zhouqiang@orientsec.com.cn

事件

公司于 2011 年 6 月 15 日在北京举办了投资者交流会,会上公司高管就投资者关心的公司未来发展方向、业务优势、项目拓展、销售进度等问题作了解答。据此我们作出如下分析观点。

点评

坚持商务地产为主导,适当持有优质物业,以快速销售型项目为补充。公司目前 842 万平方米土地储备中 32%是商务地产,预期未来占比将提升至 70%,利润构成也将相应提升,未来项目拓展将以商务地产为主。目前公司自持物业 64 万平方米,主要分布在北京金融街和天津和平区,未来自持物业上限将有望从净资产的 70%提升至 100%,规模及占比将稳步提升,对绝版商务地块公司未来将以自持为主,非绝版核心地块虽然珍贵,但考虑到现金流等仍将开发与自持并举。目前公司自持物业盈利能力较好,金融街区域平均租金 240 元/月,较可比的国贸商圈租金高 30%,较中关村区域高 40%,且近 2 年部分租约到期租金水平仍将大幅提升。销售型项目作为现金流重要的补充,其中价值较高的项目未来仍将以利润为导向,盈利能力一般的项目将更侧重现金流贡献。

公司、客户、政府三赢模式是公司开发商务地产的核心优势。公司为客户开发产品;客户为政府创造就业、拉动经济、产生税收;政府出让土地,并为客户提供适当的优惠政策;公司、客户与政府三者利益一致。公司和政府良好的合作关系以及庞大的客户资源都决定了公司核心区域拿地有较强优势。

公司未来项目拓展仍预期将以北京、天津、重庆为主,其中北京金融街仍将是重点。北京金融街拓展区域扩大,其中西拓月坛南街金融中心地块近期将和居民签订拆迁协议;南拓中信城项目预计明年 3 月能交付地块;东拓三十五中腾退拆迁完成工作量 70%,市政府大力支持金融街拓展并成立了专项领导小组,西城与宣武区合并也为金融街拓展带来新的契机。除北京外公司积极参与天津、重庆土地市场,坚持以核心优势拿地不拼地价。

预计今年公司销售仍有增长,推盘主要安排在三季度和四季度上。截止 5 月底公司实现销售金额 50 多亿,市场中性预期下预计 6-12 月销售金额合计 95 亿左右,具体为金色漫香林 (14 亿)、金色漫香郡 (11 亿)、金色漫香苑 (12 亿)、金融街通州商务园 (10 亿);天津预计为大都会 (19 亿);重庆金悦城 (10 亿)、金融街融景城 (10 亿)、惠州项目 (10 亿)。考虑到北京、天津 (环球金融中心) 仍有部分可售面积,预计今年销售额仍有望增长。

公司资金面宽裕,按揭回款速度远高于同行,可优先获得开发贷且利率一般不上浮。2011 年初账面资金 139 亿元,截止 5 月底销售回款 60 亿,预计全年销售回款 120 亿以上,今年最大新增贷款可达 100 亿以上,除去工程款 40-60 亿、去年未支付地价 7 亿和今年需分期支付的中信城地价 10 亿、一年内到期的长短期负债 61 亿,预计公司 11 年可动用的资金高达 200 亿以上,预计今年将再新增 60-80 亿的土地储备。目前一般开发商的按揭回款周期为 3-6 个月,公司积极推进回款进度,一般购房手续齐全 1 个月左右按揭贷即可回款,银行开发贷额度优先发放给公司且利率一般不上浮。

投资建议:公司 NAV 折价 24%与主流住宅开发商持平,但其商务地产占比以及未来发展方向都决定了公司应当享有更高估值,我们预测公司 11 年-13 年 EPS 分别为 0.73 元、0.93 元和 1.18 元,11 年悲观销售情况下,预计 11-12 年业绩锁定性仍超过 100%。维持公司买入评级。

风险因素: 房地产政策风险;公司金色漫香林项目等销售低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：今年推出项目预计销售额（已剔除一季度销售额）

	预计推出量 (万平米)	预计售价 (元/平米)	去化率-悲观 (%)	去化率-中性 (%)	去化率-乐观 (%)	销售额-悲观 (亿元)	销售额-中性 (亿元)	乐观销售 额 (亿元)
北京								
金色漫香林（住宅+商业）	8.00	25500.00	60%	70%	90%	12.24	14.28	18.36
金色漫香郡	11.00	11500.00	70%	85%	95%	8.86	10.75	12.02
金色漫香苑	7.00	19000.00	60%	90%	95%	7.98	11.97	12.64
金融街园中国	6.00	18000.00	80%	90%	95%	8.64	9.72	10.26
天津								
大都会	8.00	26000.00	80%	90%	95%	16.64	18.72	19.76
重庆								
金悦城	10.00	11000.00	80%	90%	95%	8.80	9.90	10.45
金融街融景城	10.00	11000.00	80%	90%	95%	8.80	9.90	10.45
惠州项目	10.00	12000.00	70%	85%	95%	8.40	10.20	11.40
合计	70.00					80.36	95.44	105.33

注：销售额预测中未考虑少量北京。天津存量未售项目，未考虑漫香郡限价房项目

数据来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	44,783	47,975	54,451	61,504	营业收入	8,110	9,867	15,463	22,665
现金	13,907	9,354	8,392	8,749	营业成本	4,501	4,925	8,810	13,042
应收账款	309	685	988	1,389	营业税金及附加	943	1,263	1,624	2,108
其它应收款	85	620	824	1,118	营业费用	275	339	526	764
预付账款	1,103	1,124	1,810	2,865	管理费用	403	520	807	1,170
存货	28,452	35,677	41,857	46,783	财务费用	256	302	310	379
其他	927	515	580	600	资产减值损失	(142)	-	-	-
非流动资产	9,385	13,319	16,384	19,746	公允价值变动收益	353	870	612	736
长期投资	318	318	318	318	投资净收益	33	-	-	-
固定资产	1,650	1,582	1,513	1,445	营业利润	2,260	3,388	3,998	5,938
无形资产	594	545	478	409	营业外收入	285	-	95	63
其他	6,823	10,874	14,075	17,574	营业外支出	15	11	12	12
资产总计	54,168	61,294	70,835	81,249	利润总额	2,531	3,377	4,080	5,989
流动负债	20,911	22,980	27,022	30,250	所得税	697	844	1,020	1,497
短期借款	5,010	3,686	3,966	4,047	净利润	1,834	2,533	3,060	4,492
应付账款	1,465	1,911	3,245	4,796	少数股东损益	51	326	232	929
其他	14,436	17,383	19,811	21,407	归属于母公司净利润	1,782	2,207	2,828	3,562
非流动负债	16,014	18,425	21,052	24,054	EBITDA	2,607	3,778	4,396	6,405
长期借款	9,554	12,054	14,654	17,654	EPS (元)	0.59	0.73	0.93	1.18
其他	6,461	6,371	6,398	6,400	主要财务比率				
负债合计	36,925	41,405	48,075	54,304	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	342	668	900	1,829	成长能力				
股本	3,027	3,027	3,027	3,027	营业收入	30.2%	21.7%	56.7%	46.6%
资本公积	7,645	7,645	7,645	7,645	营业利润	19.9%	49.9%	18.0%	48.5%
留存收益	6,229	7,679	9,706	12,227	归属于母公司净利润	30.5%	23.8%	28.1%	26.0%
归属母公司股东权益合计	16,901	19,221	21,860	25,117	获利能力				
负债和股东权益	54,168	61,294	70,835	81,249	毛利率	44.5%	50.1%	43.0%	42.5%
现金流量表					净利率	13.4%	22.0%	22.4%	18.3%
单位:百万元					ROE	10.5%	11.5%	12.9%	14.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	9.9%	12.2%	12.3%	16.0%
经营活动现金流	(2,481)	(783)	451	2,139	偿债能力				
净利润	1,834	2,533	3,060	4,492	资产负债率	68.2%	67.6%	67.9%	66.8%
折旧摊销	91	88	88	88	净负债比率	42.45%	40.91%	41.17%	42.14%
财务费用	256	302	310	379	流动比率	2.14	2.09	2.02	2.03
投资损失	(33)	-	-	-	速动比率	0.78	0.54	0.47	0.49
营运资金变动	(4,116)	(4,502)	(3,640)	(3,593)	营运能力				
其它	(512)	797	632	772	总资产周转率	0.17	0.17	0.23	0.30
投资活动现金流	757	(3,978)	(3,152)	(3,451)	应收账款周转率	17	19	18	18
资本支出	(133)	-	-	-	应付账款周转率	3.04	2.92	3.42	3.24
长期投资	(2)	(4,008)	(3,200)	(3,500)	每股指标 (元)				
其他	892	30	48	49	每股收益	0.59	0.73	0.93	1.18
筹资活动现金流	2,442	208	1,739	1,669	每股经营现金流	-0.82	0.00	0.00	0.00
短期借款	2,290	(1,324)	280	81	每股净资产	5.58	6.35	7.22	8.30
长期借款	1,839	2,500	2,600	3,000	估值比率				
普通股增加	546	-	-	-	P/E	22.57	18.23	14.22	11.29
资本公积增加	(571)	-	-	-	P/B	2.38	2.09	1.84	1.60
其他	(1,662)	(969)	(1,141)	(1,411)	EV/EBITDA				
现金净增加额	718	(4,553)	(962)	357					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn