

买入 维持

金融街 (000402)

2011 年 7 月 13 日

再次取得优质商业土地，沉淀价值将不断提升

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0740210020003
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件：

近日，公司全资子公司金融街（天津）置业有限公司通过挂牌方式以总价 23.6 亿元获得了津南长（挂）2011-034 号国有建设用地使用权。项目商业金融业建筑面积约 20.90 万平方米，居住用地建筑面积约 8.60 万平方米。

投资建议：

截止本报告日，公司连续通过收购和招拍挂方式累计取得近 79.5 万平米项目储备。以上项目商业面积大、地理位置优越，预计未来将有可观收益。截止 2010 年年报，公司拥有建筑面积约 54 万平方米的自持物业。2011 年预计还将新增 13 万平自持物业。考虑到公司年内新获取项目均为大体量优质商业土地，我们认为公司未来自持物业还将保持增长。**随着金融街资产规模的不断扩大，相关自持物业的沉淀价值将逐步浮出水面。**

公司 1 季报已经公告，预计半年报累计实现净利润 8.63 亿到 11.17 亿，同比增长 70%到 120%；预计实现每股收益 0.29 到 0.37 元，同比增长 45%到 85%。预计公司 2011 年和 2012 年每股收益在 0.68 和 0.92 元。2011 年 7 月 12 日，公司股价收盘于 7.16 元，对应 2011 年和 2012 年 PE 分别是 10.52 倍和 7.78 倍，对应 RNAV 在 11.31 元。我们认为公司自持项目资质和规模在 A 股地产企业中均属优异，未来将享受价值重估带来的最大利益。此外目前公司累计土地储备 788 万平，且部分投资较大项目已经进入收获期，未来业绩将呈现稳定增长。我们给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，对应目标价格在 10.2 元，维持“买入”评级。

主要内容：

1. 本次天津项目地理位置优越、未来收益可观。本次天津项目位于南开区长江道与南开三马路交口，规划用地性质为商业金融业（兼容居住）。该项目总用地面积 7.96 万平方米，可建建筑面积不大于 29.50 万平方米，其中商业金融业建筑面积约 20.90 万平方米，居住用地建筑面积约 8.60 万平方米。项目土地成本为 23.6 亿，折合每平米楼板价 8000 元。

表 1 公司本次天津项目周边物业情况

项目名称	类型	价格（元/平方米）	地理位置
天津壹街区商铺	商业	40000	南开东马路与北城街交口
河床商业区	商业	30000	南开城厢东路与南城街交口
天街	商业	40000	南开城厢中路
富力星光大道	商业	30000	南开老城厢鼓楼西街
富力城华庭	住宅	22000	南开西马路与北城街交口
阳光晶典	住宅	19000	南开南城街与城厢东路交口

资料来源：搜房网、海通证券研究所

目前区域内在售商业均价在 4 万元每平米、住宅均价 2 万元每平米。考虑到金融街品牌在天津地区影响力，以及项目商业面积占比较高，我们预计项目后期若采取租售并举方式入市也将有不错收益。

2. 年内连续取得优质商业、住宅用地。公司前期先后两次收购中信城 B、C、D 地块近 50 万平方米商业土地使用权。该项目属于北京市二环以内，占地面积 7.88 公顷，总建筑面积约 50 万平方米。中信城项目地理位置优越，建筑面积大。该项目的获取有望成为公司北京地区又一高峰。截止本报告日，公司连续通过收购和招拍挂方式累计取得近 79.5 万平方米项目储备。以上项目地理位置优越，预计未来将有可观收益。

表 2 公司中信城项目获取情况

项目	权益	土地面积 (万平)	规划建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地总价 (亿元)	用地 性质
北京·中信城 B、C、D 地块（1）	100%	-	20.00	20.00	40.00	商业 金融
北京·中信城 B、C、D 地块（2）	100%	-	30.00	30.00	60.18	商业 金融
津南长（挂）2011-034 号宗地	100%	7.96	29.50	29.50	23.6	商业 住宅
2011 年合计	-	-	79.50	79.50	123.78	-

注：公司 2011 年分两次全面收购中信城 B、C、D 地块

资料来源：公司公告、海通证券研究所

3. 自持物业不断扩大，沉淀价值不断提升：截止 2010 年年报，公司拥有建筑面积约 54 万平方米的自持物业。2011 年预计还将新增 13 万平自持物业。考虑到公司年内新获取项目均为大体量优质商业土地，我们认为公司未来自持物业还将保持增长。

表 3 金融街自持物业详细情况

类型	所属地区	项目名称	功 能	规划建筑面积 (平方米)
已竣工	北京	金融街中心项目	办公	90000
		德胜国际中心项目	办公	55315
		丽思卡尔顿酒店	酒店	41127
		金融街公寓	酒店式公寓	50719
		金融家俱乐部	商业	6000
		金融街购物中心	商业	89000
		金融街购物中心 2 期	商业	22573
		金树街项目	商业	8966
		C3 四合院	商业	2081
		金融大厦	办公	12825
		金阳大厦	办公	10619
		通泰大厦	办公	1173
		富凯大厦	办公	19261
		其他(车位及配套)	配套	25905
	重庆	嘉年华大厦项目	办公及配套	13930
	惠州	惠州喜来登酒店	酒店	43524
总计				470445
预计 2011 年内 将竣工	北京	西单广场商业部分	商业	约 40000
	天津	天津瑞吉酒店	商业	约 76000
	惠州	惠州地区酒店项目	酒店	约 24000
	总计			约 130000

资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司当前和未来有望陆续建成的自持物业地理位置均十分优异,部分物业已经实现盈利。我们认为,随着金融街资产规模的不断扩大,相关自持物业的沉淀价值将逐步浮出水面。

3. 中报业绩继续保持增长。公司一季报实现每股收益 0.22 元,比去年同期增长 633.33%。造成这一增长的主要原因一是报告期内公司部分已销售房地产开发项目满足收入确认条件的较多;二是报告期内公司津塔写字楼(部分,预测面积约 97,971 平方米)和金融街中心(部分,预测面积约 3,129 平方米)等项目计入投资性房地产采用公允价值计量。公司在 1 季报中同时公布预计年初到半年报累计实现净利润 8.63 亿到 11.17 亿,同比增长 70%到 120%;预计实现每股收益 0.29 到 0.37 元,同比增长 45%到 85%。

4. 投资建议:维持“买入”评级。预计公司 2011 年和 2012 年每股收益在 0.68 和 0.92 元。2011 年 7 月 12 日,公司股价收盘于 7.16 元,对应 2011 年和 2012 年 PE 分别是 10.52 倍和 7.78 倍,对应 RNAV 在 11.31 元。我们认为公司自持项目资质和规模在 A 股地产企业中均属优异,未来将享受价值重估带来的最大利益。此外目前公司累计土地储备 788 万平,且部分投资较大项目已经进入收获期,未来业绩将呈现稳定增长。我们给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率,对应目标价格在 10.2 元,维持“买入”评级。

风险提示: 行业面临加息和政策调控两大风险。

相关报告:

金融街(000402)跟踪报告:北京区域继续深耕、加大中信城收购面积**买入**提高	2011 年 6 月 27 日
金融街(000402)跟踪报告:多项目逐步进入收获期**买入**提高	2011 年 4 月 14 日
金融街(000402)年报点评:建筑城市精神,提升区域价值**增持**维持	2011 年 4 月 8 日
金融街(000402)跟踪报告:成功引入顶级百货,项目写字楼间接受益	2010 年 12 月 1 日
金融街(000402)调研简报:自持物业规模扩大,长短并举两相得益**增持**维持	2010 年 11 月 8 日

损益表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	4,214	5,595	6,231	8,110	10,207	15,013
增长率 (%)	21.0	32.8	11.4	30.2	25.8	47.1
营业成本	-2,356	-2,800	-3,797	-4,501	-5,126	-7,492
营业成本/销售收入 (%)	55.9	50.0	60.9	55.5	50.2	49.9
毛利	1,858	2,795	2,434	3,609	5,080	7,521
毛利率 (%)	44.1	50.0	39.1	44.5	49.8	50.1
营业税金及附加	-516	-755	-847	-943	-1,073	-1,556
营业税金及附加/销售收入	12.2	13.5	13.6	11.6	10.5	10.4
营业费用	-89	-132	-165	-275	-204	-664
营业费用/销售收入 (%)	2.1	2.4	2.6	3.4	2.0	4.4
管理费用	-277	-300	-326	-403	-510	-1,006
管理费用/销售收入 (%)	6.6	5.4	5.2	5.0	5.0	6.7
息税前利润 (EBIT)	976	1,608	1,097	1,988	3,292	4,295
EBIT/销售收入 (%)	23.2	28.7	17.6	24.5	32.3	28.6
财务费用	-152	-23	-290	-256	-817	-740
财务费用/销售收入 (%)	3.6	0.4	4.7	3.2	8.0	4.9
资产减值损失	-17	-223	110	142	8	-28
公允价值变动收益	0	-65	778	353	0	0
投资收益	313	74	191	33	220	150
投资收益/税前利润 (%)	28.0	5.2	10.0	1.3	8.1	4.1
营业利润	1,120	1,371	1,885	2,260	2,703	3,677
营业利润率 (%)	26.6	24.5	30.3	27.9	26.5	24.5
营业外收支	-1	46	32	270	0	0
税前利润	1,119	1,417	1,917	2,531	2,703	3,677
利润率 (%)	26.6	25.3	30.8	31.2	26.5	24.5
所得税	-387	-378	-543	-697	-622	-846
所得税率 (%)	34.6	26.7	28.3	27.5	23.0	23.0
净利润	732	1,039	1,374	1,834	2,082	2,832
少数股东损益	2	-1	8	51	22	33
归属于母公司的净利润	730	1,039	1,366	1,782	2,060	2,799
净利率 (%)	17.3	18.6	21.9	22.0	20.2	18.6

现金流量表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	732	1,039	1,374	1,834	2,082	2,832
少数股东损益	0	0	0	0	22	33
非现金支出	92	308	-23	-51	78	77
非经营收益	-131	85	-335	-147	741	765
营运资金变动	-1,506	-6,558	-2,586	-4,116	1,127	4,717
经营活动现金净流	-813	-5,127	-1,571	-2,481	4,050	8,424
资本开支	290	166	151	-228	0	7
投资	-23	-147	116	527	6	0
其他	-14	31	2	3	220	150
投资活动现金净流	-326	-281	-33	757	226	143
股权募资	30	8,295	201	20	0	0
债权募资	2,046	3,086	8,247	3,848	-234	-345
其他	-560	-956	-954	-1,426	-961	-915
筹资活动现金净流	1,516	10,424	7,494	2,442	-1,195	-1,260
现金净流量	377	5,016	5,890	718	3,081	7,307

数据来源：海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	2,283	7,298	13,189	13,907	16,966	24,240
应收款项	472	603	540	404	946	1,394
存货	6,393	10,924	18,550	28,452	24,219	23,306
其他流动资产	65	1,504	1,101	2,019	2,250	2,878
流动资产	9,212	20,330	33,379	44,783	44,381	51,818
流动资产/总资产 (%)	69.2	76.3	79.0	82.8	83.5	85.7
长期投资	1,823	3,434	6,020	6,610	6,020	6,020
固定资产	1,321	1,720	1,696	1,673	1,581	1,528
固定资产/总资产 (%)	9.9	6.5	4.0	3.1	3.0	2.5
无形资产	585	701	685	595	705	689
非流动资产	4,101	6,314	8,876	9,318	8,746	8,676
非流动资产/总资产 (%)	30.8	23.7	21.0	17.2	16.5	14.3
资产总计	13,313	26,644	42,255	54,101	53,127	60,494
短期借款	1,716	3,467	4,100	6,120	5,886	5,541
应付款项	2,409	2,279	7,102	13,109	10,540	14,532
其他流动负债	1,628	1,161	1,146	1,682	1,917	2,832
流动负债	5,754	6,908	12,348	20,911	18,343	22,906
长期贷款	3,080	5,315	7,714	9,554	9,554	9,554
其他长期负债	128	457	6,348	6,461	6,461	4,201
负债	8,962	12,679	26,410	36,925	34,357	36,660
普通股股东权益	4,711	14,553	15,515	16,905	18,965	21,763
少数股东权益	194	266	428	342	364	397
负债股东权益合计	13,866	27,499	42,354	54,172	53,686	58,820

比率分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标(元)						
每股收益	0.677	0.419	0.550	0.590	0.681	0.924
每股净资产	4.368	5.865	6.253	5.584	6.265	7.189
每股经营现金净流	-0.754	-2.066	-0.633	-0.820	1.296	2.700
每股股利	0.000	0.000	0.370	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	15.5	7.1	16.3	10.6	10.9	12.9
总资产收益率	5.3	3.8	3.2	3.3	3.8	4.8
投入资本收益率	4.4	9.5	14.8	16.6	17.4	17.4
增长率 (%)						
营业总收入增长率	21.0	32.8	11.4	30.2	25.8	47.1
EBIT增长率	31.0	64.7	-31.8	81.2	65.6	30.5
净利润增长率	36.3	42.3	31.4	30.8	15.3	35.9
总资产增长率	21.0	98.3	54.0	27.9	-0.9	9.6
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	61.6	35.1	33.5	34.0	33.8	33.9
存货周转天数	366.4	1,128.8	1,416.6	2,004.8	1,721.1	1,133.3
应付账款周转天数	288.0	173.1	158.3	163.2	161.6	162.1
固定资产周转天数	633.4	98.1	97.9	74.1	56.8	36.4
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	51.3	10.0	26.9	43.2	21.5	-25.9
EBIT利息保障倍数(倍)	6.4	71.4	3.8	7.8	4.0	5.8
资产负债率	64.6	46.1	62.4	68.2	64.0	62.3

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 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 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别 评级 说明		
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。