

强烈推荐-A (维持)

金融街 000402.SZ

目标估值: 7.50 元

当前股价: 6.42 元

2012 年 8 月 20 日

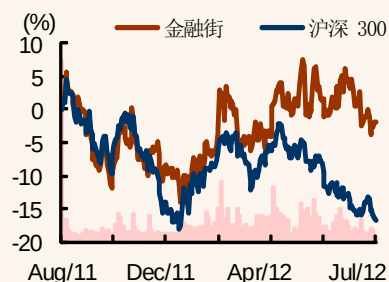
商业地产继续强化, 现金流风险增加

基础数据

上证综指	2115
总股本(万股)	302708
已上市流通股(万股)	302657
总市值(亿元)	194
流通市值(亿元)	194
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	9.9
资产负债率	70.6%
主要股东	北京金融街投资
主要股东持股比例	26.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	5	-4
相对表现	0	14	15



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

《金融街(000402)——商业地产继续发力》2012/04/09

《房地产调控与中等收入陷阱——2012 年度房地产行业投资策略》2011/12/05

贾祖国

010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090511040045

事件: 公司发布半年报。报告期内, 公司业绩增长趋缓, 净利润也有所下降。未来公司将继续强化商业地产特色, 预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.75 元、0.79 元和 0.88 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **业绩增长趋缓 净利润有所下降。**报告期内, 公司实现营业收入 51.39 亿元, 较上年同期增长 11.31%; 实现净利润 11.02 亿元, 较上年同期降低 13.25%。2012 年上半年 EPS 为 0.36 元, 较去年同期下降 14.29%;
- **销售增速下滑 自持物业业绩稳步增长。**报告期内, 公司实现房产销售签约面积 44.33 万平方米, 较去年同期增长 37.67%; 签约金额 64.44 亿元, 较去年同期下降 5.40%。受到调控持续从严影响, 市场预期下滑, 公司销售业绩较 2011 年同期而言, 增速大幅下滑。公司持有自营物业共实现营业收入约 1.97 亿元, 同比增长 23.10%; 出租物业合计实现营业收入约 2.79 亿元, 同比增长 19.99%;
- **继续强化商业地产特色。**报告期内, 公司新开工面积约 19.26 万平方米, 较去年同期 (39.44 万平方米) 下降 104.8%; 竣工面积约 4.3 万平方米, 较去年同期 (13.00 万平方米) 下降 202.3%。截止 2012 年 6 月 30 日, 公司土地储备规划建筑面积约 352.15 万平方米, 较去年同期 (546.74 万平方米) 下降 55.3%。公司继续强化商务地产的特色, 积极补充商务地产资源;
- **现金流风险增加。**资产负债率为 70.60%, 较去年同期上升 1.57 个百分点, 在行业中保持较低水平。报告期末, 公司持有货币资金 124.54 亿元, 较去年年末上升 34.87%, 略高于短期借款和一年内到期的非流动负债总额 116.06 亿元, 现金流风险增加;
- **维持公司股票估值“强烈推荐—A”的投资评级。**2012-2014 年, 我们维持预计公司: 房地产结算收入分别为 109 亿元、138 亿元和 162 亿元; EPS 分别为 0.75 元、0.79 元和 0.88 元。我们按 2012 年 10 倍动态 PE 对金融街进行估值, 即目标价 7.5 元。我们维持公司股票“强烈推荐—A”的投资评级;
- **风险提示:** 政府调控决心坚定。

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	8110	9637	11891	14906	17441
同比增长	30%	19%	23%	25%	17%
营业利润(百万元)	2260	2873	3155	3348	3718
同比增长	20%	27%	10%	6%	11%
净利润(百万元)	1782	2018	2256	2394	2658
同比增长	31%	13%	12%	6%	11%
每股收益(元)	0.59	0.67	0.75	0.79	0.88
PE	10.9	9.6	8.6	8.1	7.3
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: 公司数据、招商证券

1、业绩增长趋缓 净利润有所下降

报告期内，公司实现营业收入 51.39 亿元，较上年同期增长 11.31%；实现净利润 11.02 亿元，较上年同期降低 13.25%。2012 年上半年 EPS 为 0.36 元，较去年同期下降 14.29%。

房地产项目结算面积 23.32 万平方米，较去年同期（24.93 万平方米）下降 6.5%，确认收入的项目包括美晟国际广场项目、北京金色漫香林项目、北京金色漫香郡项目、天津大都会项目、天津津塔写字楼、重庆金融中心项目等。

结算项目毛利率同比有所下降，造成公司净利润的下降，此外，结算项目中含部分非全资子公司项目，其营业收入全部计入公司的营业收入。整体行业景气下滑，公司毛利率受到一定影响，未来预期将会持续下降。

（1）主营业务分行业情况

表 1：2012 年上半年主营业务分行业情况（单位：百万元）

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 同比增减	营业成本 同比增减	毛利率同比 增减百分点
房产开发	4662.91	3058.25	34.41%	21.04%	35.99%	-7.22%
物业租赁	279.34	18.43	93.40%	19.99%	24.93%	-0.26%
物业经营	196.57	139.29	29.14%	23.10%	36.09%	-6.76%

资料来源：公司数据、招商证券

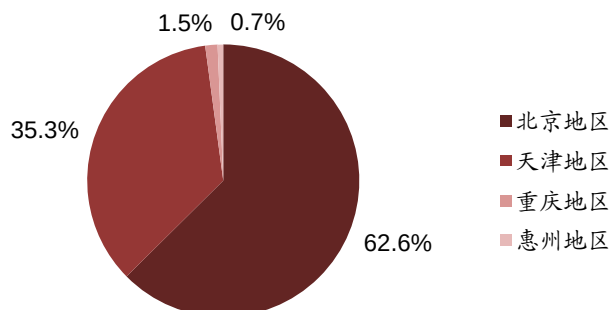
（2）主营业务分地区情况

表 2：2012 年上半年主营业务分地区情况（单位：百万元）

地区	营业收入	比上年同期增减
北京地区	3215.48	95.52%
天津地区	1814.07	47.53%
重庆地区	75.01	-95.61%
惠州地区	34.26	7.22%

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：2012 年上半年主营收入分地区占比



资料来源：公司数据、招商证券

2、销售增速下滑 自持物业业绩稳步增长

报告期内，公司实现房产销售签约面积 44.33 万平方米，较去年同期增长 37.67%；签约金额 64.44 亿元，较去年同期下降 5.40%。其中商务地产销售签约面积为 14.17 万平方米，签约额 22.06 亿元；住宅签约面积 30.16 万平方米，签约额为 42.38 亿元。受到调控持续从严影响，市场预期下滑，公司销售业绩较 2011 年同期而言，增速大幅下滑。

报告期内，公司持有运营的物业包括北京丽思卡尔顿酒店、北京金融街公寓、金融家俱乐部、惠州喜来登酒店、天津圣·瑞吉酒店，合计建筑面积约为 20.7 万平方米。报告期内，公司上述物业共实现营业收入约 1.97 亿元，同比增长 23.10%。

报告期内，公司持有北京金融街中心、北京德胜国际中心部分房产、天津环球金融中心部分房产、北京金融街购物中心（一期、二期）、北京美晟国际广场、北京金融街 C3 四合院、北京金树街餐饮、北京金融街区域的零散写字楼和车位等出租物业，合计建筑面积约 47.2 万平方米，其中办公楼约为 24.0 万平方米，商业和餐饮约为 20.1 万平方米，北京金融街区域的零散车位及配套面积约为 3.1 万平方米。报告期内，公司出租物业合计实现营业收入约 2.79 亿元，同比增长 19.99%。

3、继续强化商务地产特色

报告期内，公司项目实现开复工面积 340 万平方米，同比增加 37.1%，完成竣工面积 54 万平方米，同比下降 21.4%。其中北京、天津、重庆、惠州实现开复工面积分别为 139 万平方米、51 万平方米、83 万平方米、67 万平方米。此外，公司受托管理项目实现开复工面积 9 万平方米。

公司继续强化商务地产的特色，积极补充商务地产资源，2012 年 6 月，公司全资子公司金融街（天津）置业有限公司持股 51% 的金融街融展（天津）投资有限公司以总价 17.5 亿元获得了津和大（挂）2012-041 号地块的国有建设用地使用权，总占地面积 2.75 万平方米，建筑面积 21.05 万平方米。

4、现金流风险增加

截至 2012 年 6 月 30 日，公司资产总额为 649.02 亿元，较 2011 年末 597.22 亿元增加 8.67%；负债总额 458.18 亿元，较 2011 年末 412.27 亿元增加 11.1%；资产负债率为 70.60%，较去年同期上升 1.57 个百分点，在行业中保持较低水平。

报告期末，公司短期借款 24.40 亿元，较去年末上升 205.0%，长期借款 116.89 亿元，较去年末上升 76.80%。由于公司新增借款较多，报告期末，公司持有货币资金 124.54 亿元，较去年末上升 34.87%，略高于短期借款和一年内到期的非流动负债总额 116.06 亿元，现金流风险增加。

5、公司业绩预测及估值

2012-2014 年，我们维持预计公司：房地产结算收入分别为 109 亿元、138 亿元和 162 亿元；EPS 分别为 0.75 元、0.79 元和 0.88 元。

我们按 2012 年 10 倍动态 PE 对金融街进行估值，即目标价 7.5 元。我们维持公司股票“强烈推荐—A”的投资评级。

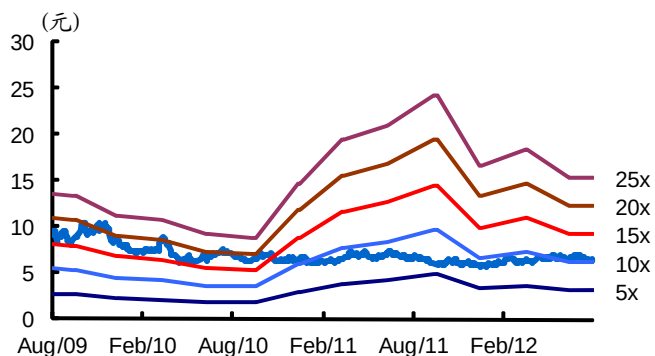
表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8110	9637	11891	14906	17441
营业成本	4502	5410	6421	8199	9767
营业税金及附加	943	1158	1428	1791	2095
营业费用	275	399	442	508	564
管理费用	403	504	538	584	622
财务费用	256	265	401	528	731
资产减值损失	(142)	199	0	0	0
公允价值变动收益	353	1111	450	0	0
投资收益	33	59	45	50	55
营业利润	2260	2873	3155	3348	3718
营业外收入	285	9	0	0	0
营业外支出	15	5	0	0	0
利润总额	2531	2877	3155	3348	3718
所得税	697	819	852	904	1004
净利润	1834	2058	2303	2444	2714
少数股东损益	51	40	47	50	56
归属于母公司净利润	1782	2018	2256	2394	2658
EPS (元)	0.59	0.67	0.75	0.79	0.88

资料来源：公司数据、招商证券

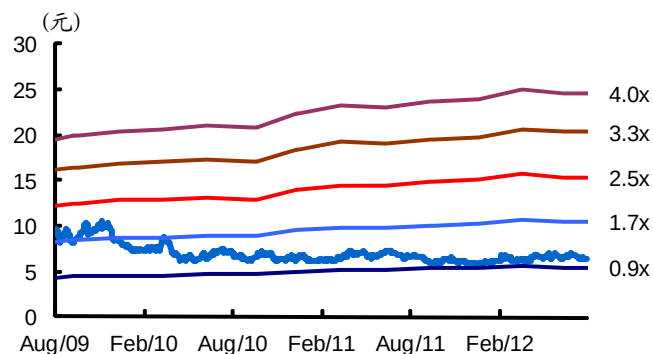
6、PE-PB Band

图 2：金融街历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 3：金融街历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

中国当代房地产研究专题系列：

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列：

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	44783	46388	48422	55910	66235
现金	13907	9234	3130	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	95	0	0	0	0
应收款项	309	211	238	298	349
其它应收款	85	113	119	149	174
存货	28452	31863	41738	51651	61530
其他	1935	4968	3196	3712	4081
非流动资产	9385	13334	13011	12796	12602
长期股权投资	318	318	318	318	318
固定资产	1650	2727	2487	2272	2081
无形资产	594	697	628	565	508
其他	6823	9591	9578	9641	9694
资产总计	54168	59722	61433	68706	78836
流动负债	20911	30095	25722	29214	35746
短期借款	5010	800	600	2432	4620
应付账款	1465	2068	2440	3115	3711
预收账款	8958	13624	15989	18037	20998
其他	5478	13603	6693	5629	6416
长期负债	16014	11132	14940	16276	17560
长期借款	9554	6611	13611	14611	15611
其他	6461	4521	1328	1665	1948
负债合计	36925	41227	40662	45490	53306
股本	3027	3027	3027	3027	3027
资本公积金	7645	7596	7596	7596	7596
留存收益	6229	7490	9718	12112	14372
少数股东权益	342	383	430	480	536
母公司所有者权益	16901	18113	20341	22735	24995
负债及权益合计	54168	59722	61433	68706	78836

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	(2481)	(2225)	(1859)	(3315)	(2043)
净利润	1782	2018	2256	2394	2658
折旧摊销	0	0	383	348	318
财务费用	0	0	401	528	731
投资收益	0	0	(495)	(50)	(55)
营运资金变动	0	0	(4694)	(6859)	(5980)
其它	(4264)	(4243)	290	324	286
投资活动现金流	757	(362)	(57)	(70)	(70)
资本支出	0	0	(70)	(70)	(70)
其他投资	757	(362)	13	0	0
筹资活动现金流	2442	(2085)	(4188)	355	2113
借款变动	0	0	(810)	832	3188
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(27)	0	(399)
其他	2442	(2085)	(3351)	(478)	(676)
现金净增加额	718	(4673)	(6104)	(3030)	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8110	9637	11891	14906	17441
营业成本	4502	5410	6421	8199	9767
营业税金及附加	943	1158	1428	1791	2095
营业费用	275	399	442	508	564
管理费用	403	504	538	584	622
财务费用	256	265	401	528	731
资产减值损失	(142)	199	0	0	0
公允价值变动收益	353	1111	450	0	0
投资收益	33	59	45	50	55
营业利润	2260	2873	3155	3348	3718
营业外收入	285	9	0	0	0
营业外支出	15	5	0	0	0
利润总额	2531	2877	3155	3348	3718
所得税	697	819	852	904	1004
净利润	1834	2058	2303	2444	2714
少数股东损益	51	40	47	50	56
母公司所有者净利润	1782	2018	2256	2394	2658
EPS (元)	0.59	0.67	0.75	0.79	0.88

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	30%	19%	23%	25%	17%
营业利润	20%	27%	10%	6%	11%
净利润	31%	13%	12%	6%	11%
获利能力					
毛利率	44.5%	43.9%	46.0%	45.0%	44.0%
净利率	22.0%	20.9%	19.0%	16.1%	15.2%
ROE	10.5%	11.1%	11.1%	10.5%	10.6%
ROIC	5.5%	6.1%	6.8%	6.9%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	68.2%	69.0%	66.2%	66.2%	67.6%
净负债比率	28.9%	30.2%	28.0%	26.3%	26.9%
流动比率	2.1	1.5	1.9	1.9	1.9
速动比率	0.8	0.5	0.3	0.1	0.1
营运能力					
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	19.1	37.1	53.0	55.6	53.9
应付帐款周转率	3.0	3.1	2.8	3.0	2.9
每股资料(元)					
每股收益	0.59	0.67	0.75	0.79	0.88
每股经营现金	-0.82	-0.74	-0.61	-1.10	-0.67
每股净资产	5.58	5.98	6.72	7.51	8.26
每股股利	0.00	0.09	0.11	0.12	0.13
估值比率					
PE	10.9	9.6	8.6	8.1	7.3
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	34.4	27.7	22.6	21.1	18.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，9 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。