

# 莫凭“数据”障目 不见优标真情

——金融街（000402）2016年半年报点评

2016年08月18日

强烈推荐/维持

金融街

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
梁小翠	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

## 事件：

公司8月17日公布2016年半年报。报告期内，公司实现营业收入人民币61.67亿元，较2015年上半年的人民币49.19亿元上升25.37%；实现归母净利润人民币7.59亿元，较2015年上半年的8.59亿元同比降低11.67%；EPS为每股0.25元，同期下降13.79个百分点。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	12549.48	1276.05	3643	2558.92	8086.79	4301.62	1865.42
增长率（%）	29.12%	-47.11%	91.23%	-50.49%	-35.56%	237.11%	-48.79%
毛利率（%）	32.01%	32.79%	25.71%	34.12%	30.29%	44.33%	31.67%
期间费用率（%）	5.00%	31.98%	14.59%	19.45%	7.89%	9.08%	28.66%
营业利润率（%）	25.28%	84.34%	3.52%	9.70%	21.47%	25.17%	-2.00%
净利润（百万元）	2361.11	799.83	88.82	172.73	1203.67	780.64	-26.57
增长率（%）	22.24%	128.89%	-35.33%	-34.73%	-49.02%	-02.40%	-129.91%
每股盈利（季度，元）	0.79	0.27	0.02	0.05	0.41	0.26	-0.01
资产负债率（%）	69.40%	67.42%	69.03%	73.51%	72.55%	72.32%	74.83%
净资产收益率（%）	8.81%	2.75%	0.31%	0.62%	4.15%	2.62%	-0.09%
总资产收益率（%）	2.70%	0.90%	0.10%	0.16%	1.14%	0.73%	-0.02%

## 观点：

- **营业收入增长但净利润均大幅下跌。**2016年上半年，公司实现营业收入人民币61.67亿元，较2015年上半年的人民币49.19亿元上升25.37%；实现净利润7.54亿元，较去年同期降低15.14%，实现归母净利润7.59亿元，同比降低11.67%。

公司归属母公司净利润变化的主要原因：一是公司以重点城市商务地产为主导、商务地产项目单宗大额的产品特点，导致公司项目结算存在季度间的不均衡性。二是公司利润结构变化，2016年上半年，公司无新竣工计入投资性房地产的项目产生公允价值变动收益，去年同期公司金融街中心改扩建项目竣工计入投资性房地产，产生公允价值变动收益11.75亿元（税前）计入营业利润；2016年上半年，公司加强销售签约和项目结算，不含公允价值产生收益的净利润由去年同期的0.1亿元增长至7.5亿元。

**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

（单位：亿元、百分比）

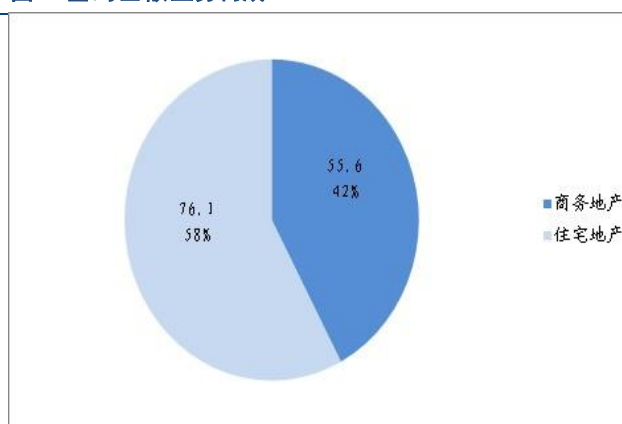
项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	7.54	8.89	-15.14%	受结算周期和无公允价值变动影响
营业收入	61.67	49.19	25.37%	项目结算周期影响
资产负债率	74.83	69.03	8.40%	发行公司债提升杠杆比率
费用比率	15.10	19.10	-20.94%	有效控制费用
加权 ROE	2.97	3.53	-15.86%	净利润大幅降低
总资产	1149.70	1056.79	8.79%	资产规模保持快速增长
货币资金	157.64	85.43	84.53%	销售和回款增加
预收账款	139.74	86.18	62.16%	销售和回款明显增加
一年内到期非流动负债	60.70	54.57	11.23%	负债正常到期
经营活动净现金流	36.28	-7.19	-	报告期内销售回款明显增加
稀释 EPS	0.25	0.28	-13.19%	扣除公允价值变动后的净利润大幅增加

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **签约金额重回高增长。** 受益于良好的城市布局和区域市场的回暖，公司上半年实现销售签约额 131.7 亿元，同比增长 110%；实现销售回款 105.6 亿元，同比增长 40%。其中，商务地产通过加强大客户定制、打造绿色智能产品、完善 4C 服务体系等措施，实现销售签约额 55.6 亿元，占比 42%；住宅产品顺应市场及客户需求，通过合理加大推盘力度、积极调整销售策略、拓展新型营销渠道等措施，实现销售签约额约 76.1 亿元，占比 58%。

**图 1：上半年销售金额同比大增 110%**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 2：签约金额业务构成**


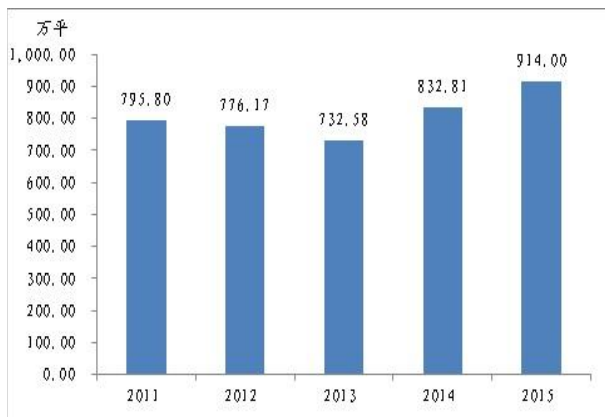
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

作为北京市西城区国资委下属的核心国企，公司预期将受益于未来开展的国企改革进程，实现公司治理和运营效率的大幅提升。

- **商业地产价值稀缺性凸显，险资举牌“真实验证”。** 公司在北京金融街核心区域拥有大量高端优质经营物业，地理位置优越，随着北京金融产业的快速扩张，金融街商业地产价值和稀缺性得以进一步凸显。

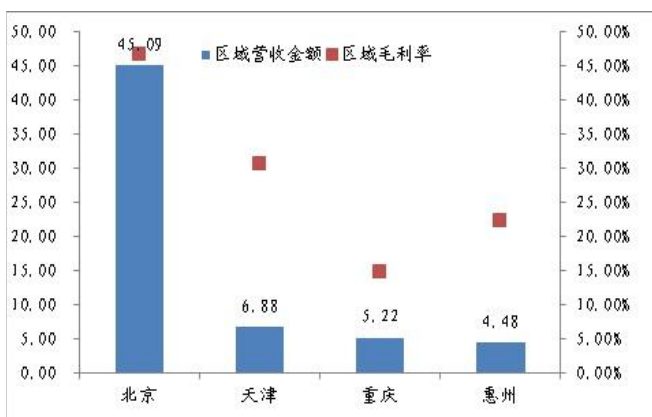
报告期内，公司实现开工面积 291 万平方米，同比增长 14.6%，积极增加重点城市可售货量。其中，新开工面积为 21.9 万平方米，竣工面积为 26.4 万平方米。公司上半年拿地颇为谨慎，只在重庆沙坪坝地区拍得一块金额 5.57 亿元的住宅用地，楼面价仅为 2354 元/平米。

图 3: 公司近 5 年土地储备情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

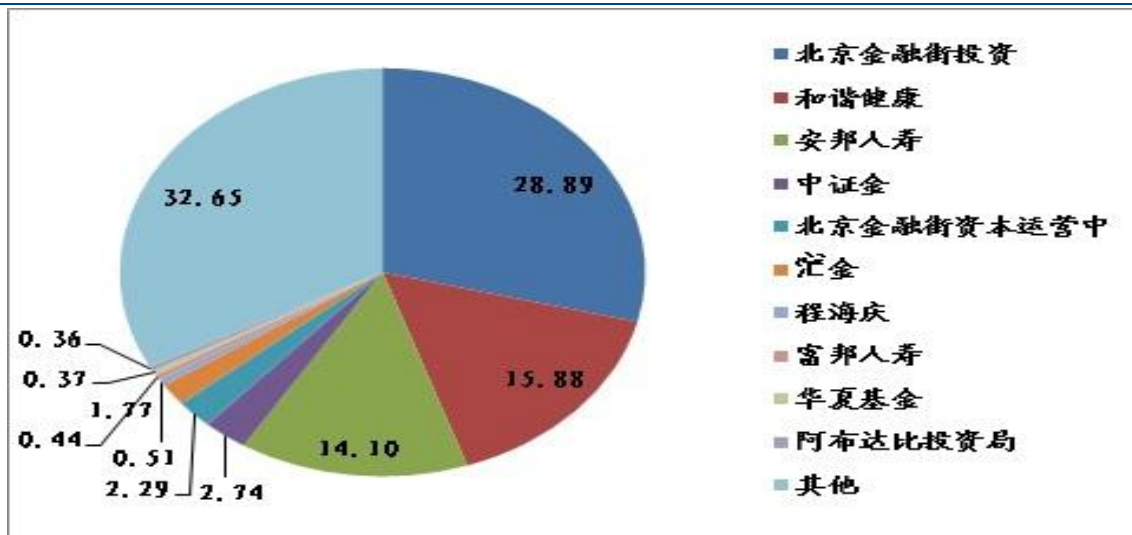
图 4: 区域营收金额及毛利率



资料来源: 公司 2016 年半年报, 东兴证券研究所

伴随着国内宽松货币环境带来的利率下行和流动性充裕, 作为北京地区持有大量投资性物业并能够带来持续稳定现金流商业地产公司, 公司吸引了险资的举牌, 当前公司的股权结构中险资持股比例高达 30.42%, 已经显示出险资对于公司资产价值的充分肯定。

图 5: 截止 2016 年上半年公司股权结构



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

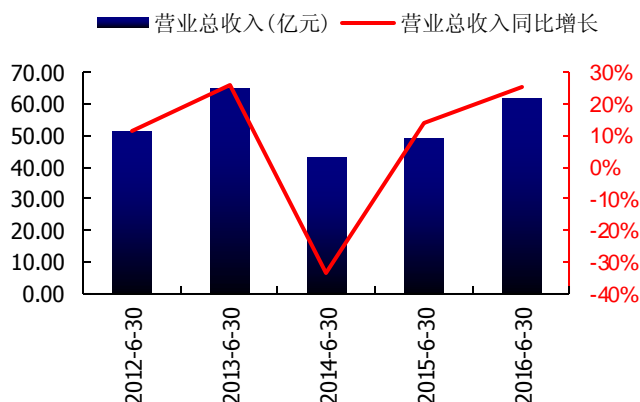
➤ **债务成本持续降低。**报告期内, 公司继续加强直接融资工作, 以较低的成本发行 3 期私募公司债 (5 年期), 募集资金 50 亿元。公司债务结构持续优化, 资金成本持续降低。

表 2: 公司非公开发行公司债的情况

时间	额度	年限	成本
2015 年 10 月 15 日	20 亿	1 年期	4%
2016 年 2 月 25 日	20 亿	5 年期	3.83%
2016 年 4 月 13 日	15 亿	5 年期	3.80%
2016 年 6 月 7 日	15 亿	5 年期	3.85%

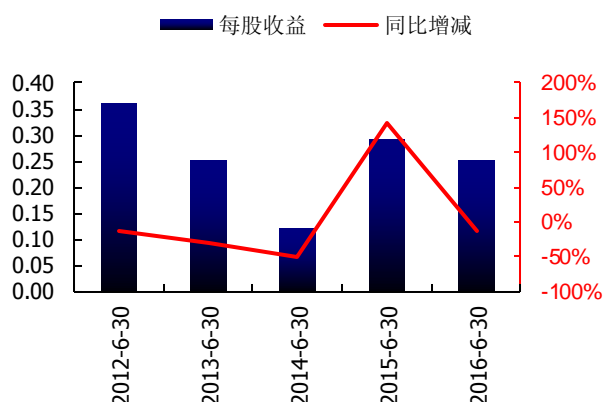
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 营业收入情况



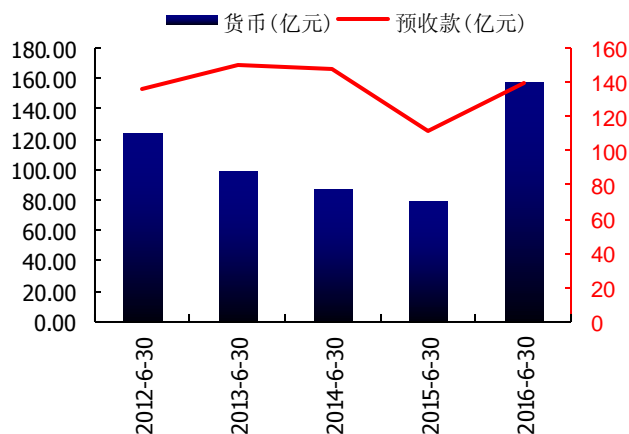
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 每股收益情况



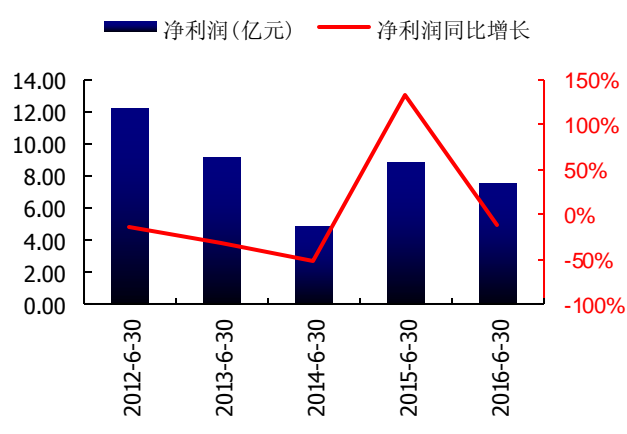
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 货币和预收款情况



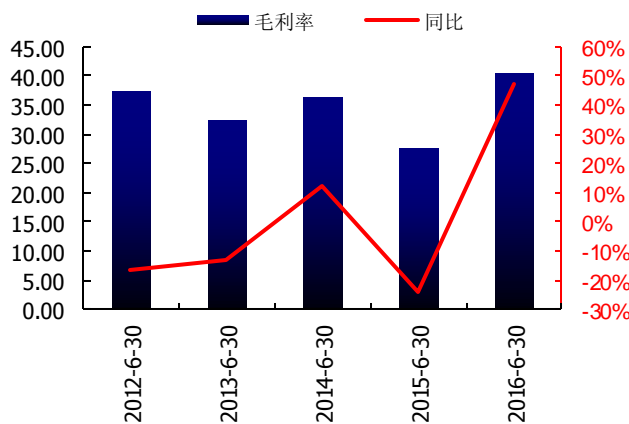
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 净利润情况



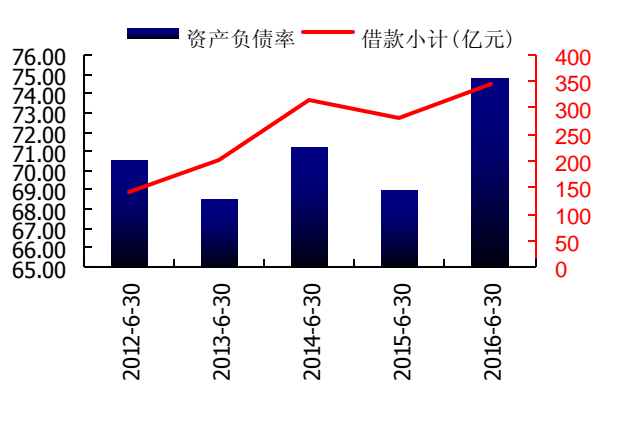
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 销售毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

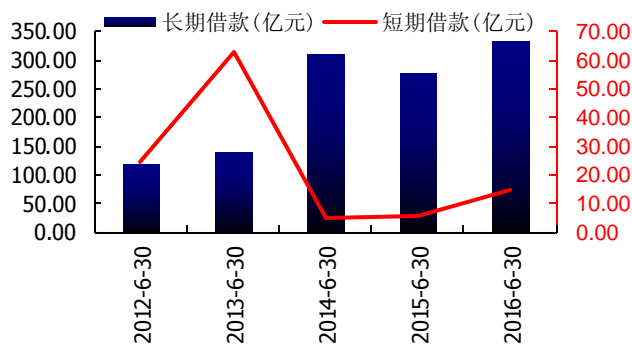
图 11: 资产负债率情况



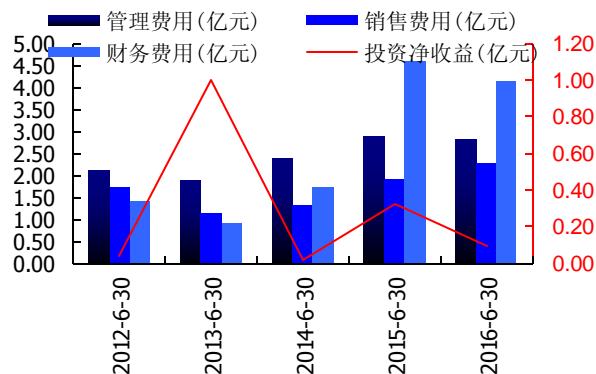
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12: 贷款情况

图 13: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理



资料来源：公司公告、东兴证券

### 结论：

公司作为北京市西城区国资委实际控制的核心国企，将显著受益于即将开启的国企改革进程，同时，公司持有的大量优质商业地产有着极强的价值稀缺性，随着在营物业面积持续增加和周边区域物业价格快速上涨，公司资产增值潜力无限。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 218.91 亿元、272.38 亿元和 312.24 亿元，每股收益分别为 0.90 元、1.06 元和 1.15 元，对应 PE 分别为 13.43、11.46 和 10.57，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	68419	82729	68993	84707	96568	<b>营业收入</b>	22036	15565	21791	27238	31324
货币资金	8062	8543	9806	12257	14096	<b>营业成本</b>	15287	10887	14818	18522	21300
应收账款	1680	828	1194	1493	1716	营业税金及附加	1822	1479	2070	2588	2976
其他应收款	653	1483	2076	2595	2985	营业费用	375	551	654	817	940
预付款项	5933	5624	5772	5957	6170	管理费用	623	616	654	817	940
存货	50651	64915	48716	60894	70029	财务费用	647	908	779	1024	1319
其他流动资产	1441	1336	1429	1511	1572	资产减值损失	218.02	130.29	100.00	100.00	100.00
<b>非流动资产合计</b>	19168	22950	21685	21248	20808	公允价值变动收益	1029.67	2120.7	1000.00	1000.00	#####
长期股权投资	37	90	90	90	90	投资净收益	23.36	74.63	70.00	70.00	70.00
固定资产	2871.57	3321.69	2981.17	2623.36	2262.56	<b>营业利润</b>	4116	3189	3787	4441	4820
无形资产	809	791	712	633	554	营业外收入	119.15	47.95	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	218	209	0	0	0	营业外支出	16.27	29.07	20.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	87587	105679	90678	105956	117376	<b>利润总额</b>	4219	3208	3817	4471	4850
<b>流动负债合计</b>	33219	26679	20995	31771	36490	所得税	1107	943	1107	1296	1406
短期借款	530	1525	1509	11510	15866	<b>净利润</b>	3113	2265	2710	3174	3443
应付账款	4033	4038	5278	6597	7586	少数股东损益	185	12	13	14	16
预收款项	8812	8618	8182	7637	7011	归属母公司净利润	2927	2253	2697	3160	3428
一年内到期的非流	12003	6336	2500	2500	2500	EBITDA	5671	4986	5046	5951	6628
<b>非流动负债合计</b>	27565	49997	40171	44026	50026	<b>BPS (元)</b>	0.98	0.75	0.90	1.06	1.15
长期借款	25825	31746	37746	43746	49746	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	15976	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	60785	76675	61166	75797	86516	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2586	3516	3529	3544	3559	营业收入增长	10.83%	-29.37	40.00%	25.00%	15.00%
实收资本(或股本)	2989	2989	2989	2989	2989	营业利润增长	-12.17%	-22.53	18.75%	17.26%	8.54%
资本公积	7103	6884	6884	6884	6884	归属于母公司净利润	19.69%	17.16%	19.69%	17.16%	8.48%
未分配利润	12970	14472	14149	13770	13358	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	24217	25487	25983	26615	27300	毛利率(%)	30.62%	30.05%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>负债和所有者权</b>	87587	105679	90678	105956	117376	净利率(%)	14.12%	14.55%	12.44%	11.65%	10.99%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	3.34%	2.13%	2.97%	2.98%	2.92%
						ROE(%)	12.09%	8.84%	10.38%	11.87%	12.56%
<b>经营活动现金流</b>	-321	-12842	16747	-10918	-5377	<b>偿债能力</b>					
净利润	3113	2265	2710	3174	3443	资产负债率(%)	69%	73%	67%	72%	74%
折旧摊销	908.13	889.37	0.00	486.94	489.94	流动比率	2.06	3.10	3.29	2.67	2.65
财务费用	647	908	779	1024	1319	速动比率	0.53	0.67	0.97	0.75	0.73
应收账款减少	0	0	-366	-299	-224	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-436	-545	-626	总资产周转率	0.27	0.16	0.22	0.28	0.28
<b>投资活动现金流</b>	-5831	-763	1129	920	920	应收账款周转率	21	12	22	20	20
公允价值变动收益	1030	2121	1000	1000	1000	应付账款周转率	5.31	3.86	4.68	4.59	4.42
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	23	75	70	70	70	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.75	0.90	1.06	1.15
<b>筹资活动现金流</b>	4440	12605	-16614	12450	6295	每股净现金流(最新)	-0.57	-0.33	0.42	0.82	0.62
应付债券增加	0	0	-15976	0	0	每股净资产(最新摊)	8.10	8.53	8.69	8.90	9.13
长期借款增加	0	0	6000	6000	6000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-38	0	0	0	0	P/E	12.37	16.08	13.43	11.46	10.57
资本公积增加	-258	-219	0	0	0	P/B	1.50	1.42	1.39	1.36	1.33
<b>现金净增加额</b>	-1712	-1000	1263	2451	1839	EV/EBITDA	11.73	16.70	13.51	13.73	13.61

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。