

金融街 (000402)

强烈推荐

行业：房地产开发

借北京首都功能落地，开启价值发现之旅

在多份报告中，我们持续推荐金融街，金融街持续强于大盘。未来主要催化因素：1、中政务区很快明朗，直接提升公司资产价值；2、国资旗下股东更换为金融街资本运营中心（负责西城区基础设施建设、房地产一二级开发、旗下拥有一些金融资产，文教卫生等等资源整合），未来可能存在更多资源整合机会；3、公司被纳入 MSCI 指标股，细分行业龙头地位突出；4、更重要的是，公司价值严重被低估，目前股价是重估值的 0.38 折。

投资要点：

- ✧ **商业地产龙头，依托北京金融街的资源 and 品牌优势，通过房地产开发和产业打造独特的“金融街模式”。**北京金融街已成为全球最富吸引力的投资目的地和资本集散地，最具世界影响力的金融中心。加速模式复制，“商业地产与住宅开发”双轮驱动，保持商业地产开发运营控股公司龙头。
- ✧ **开发和持有双轮驱动，业绩再上台阶。**16 年快开发销售实现 8 成多增长，归母净利润 28.04 亿元，同比增 24.5%，业绩再上台阶。预收账款 187.93 亿+118.07%，锁定 17 年结算业绩。**融资渠道拓宽，资金成本、负债率及风险大幅下降。**16 年底各类融资总额 505 亿元，综合融资成本仅 5.5%，绝大部分期限为 5 年及以上年限，将很好地抵御资金成本可能上升带来的风险。经营活动现金流大幅增加，负债率有效降低，偿债能力无忧。17 年打通 ABS 融资通道，成功融资 66.5 亿元，未来大量优质物业变现通道打开。**一二线开发资源丰富** 建面超 800 万平，17 年投资 200-240 亿元拓展核心城市及其周边优质资源。16 年**自持物业面积和租金收入高增长** 25.97%达 97 万方，其中北京金融街区域内出租物业占 50%以上（3-5 年内自持物业将翻番 200 万平）。16 年物业营收 12.5 亿元，同比增 35%，预计 3-5 年后该部分利润将超过 20 亿元/年，**调控中稳定器作用凸显。**
- ✧ **催化因素不断。**1、**北京城市功能将落地**，西城区内物业价值随环境配套改善价值不断提升，区内单位腾退也将带来存量改造升级机会。2、负责西城区国有资产整合、融资、投资和管理平台的**金融街资本运营中心控股公司，有望带来资源整合机会做大做强公司。**3、**把握机遇参与京津冀建设**，负责京津合作示范园区（武清）26.5 平方公里的开发建设。在雄安新区与北京市错位发展中商业地产开发经营优势突出。
- ✧ **公司价值严重被低估。**1、RNAV 估值。可结算规划建面 878 万平（权益 761 万平），货值超过 3000 亿元将带来的盈利及自持物业盈利折现后，公司价值 921 亿元，**RNAV30.82 元/股。**2、持有物业估值。当前持有物业及 3-5 年将形成的物业将达到 200 万平，其中北京 120 万平，上海等地 80 万平。考虑核心城市核心地段物业的稀缺性，租金价格呈上行趋势，物业价值也将逐年增长，**估算持有物业价值将接近 1000 亿元。**3、盈利预测。据公司在手开发项目和自持物业盈利贡献，以及年新增持有物业增值 测算 2017-2019 年 EPS1.15/1.36/1.62 元 对应当前股价 PE10X、9X、7X。**合理股价：当前公司市值 358 亿元，只有 RNAV 的 38%，对应未来持有物业价值和未来公司盈利高增长，公司股价仍有很大的价值回归空间，未来 6 个月目标价 15.6 元，对应 RNAV0.5 折，17 年 15 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。**
- ✧ **风险提示：**国家经济金融环境恶化至公司商业地产及开发遇瓶颈、行业调控过度至销售经营不达预期等。

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 15.6

当前股价： 11.98

评级调整： 上调

基本资料

总股本(百万股)	2,989
流通股本(百万股)	2,988
总市值(亿元)	358
流通市值(亿元)	358
成交量(百万股)	32.12
成交额(百万元)	380.09

股价表现



相关报告

- 《金融街-销售超预期增长创历史新高》
2016-10-27
- 《金融街-稀缺商业地产投资标的，资产价值严重被低估》2016-07-28
- 《金融街-价值明显低估，前两大股东继续增持》2016-05-29

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19853	21580	26000	30206
收入同比(%)	28%	9%	20%	16%
归属母公司净利润	2804	3408	4013	4792
净利润同比(%)	24%	22%	18%	19%
毛利率(%)	30.0%	29.8%	30.4%	30.9%
ROE(%)	10.1%	10.5%	10.6%	10.8%
每股收益(元)	0.94	1.14	1.34	1.60
P/E	12.27	10.10	8.57	7.18
P/B	1.24	1.06	0.91	0.77
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、	商务地产龙头，金融街模式加速复制.....	4
二、	北京城市功能将落地，打开金融街价值发展空间.....	6
三、	金融街资本运营中心控股公司，资源整合有望提速.....	7
四、	开发资源丰厚，专注发展核心城市及其周边.....	9
五、	物业面积和租金收入高增长，调控中稳定器作用凸显.....	10
六、	融资渠道拓宽，资金成本、负债率及风险大幅下降.....	12
七、	开发和持有双轮驱动，业绩再上台阶.....	13
八、	估值与投资建议.....	16

图 表

图 1:	立足北京，发展全国核心城市.....	4
图 2:	热租项目.....	5
图 3:	在售项目.....	5
图 4:	在建项目.....	5
图 5:	住宅地产.....	5
图 6:	旅游地产.....	5
图 7:	北京市总体规划草案.....	6
图 8:	西城国资直接控股公司.....	7
图 9:	货币资金和短期负债.....	13
图 10:	负债水平.....	13
图 11:	三费水平.....	15
图 12:	综合毛利率和净利率.....	15
图 13:	经营情况.....	15
图 14:	EPS 和 ROE.....	15
图 15:	各项业务营业收入占比变化 (%).....	15
图 16:	各项业务毛利占比变化 (%).....	15
表 1:	北京金融街资本运营中心最近三年的财务状况.....	8
表 2:	北京金融街资本运营中心旗下公司 (字体加粗公司为本次注入金融街集团的资产).....	8
表 3:	16 年公司在全国的开发项目分部 (单位:万平).....	10
表 4:	公司出租物业资产状况 (单位:平米).....	11
表 5:	公司经营物业资产状况 (单位:平米).....	12
表 7:	各类融资成本及期限.....	12
表 6:	2016 年分城市销售及价格情况.....	14

一、 商务地产龙头，金融街模式加速复制

公司为沪深房地产上市公司中以**商务地产为主业的大型开发运营控股公司龙头**。经过十多年的发展，成功开发建设北京市主金融中心区——北京金融街，已成为集决策监管、资产管理、支付结算、信息交流、标准制订为一体的国家金融管理中心。截至 2013 年底，北京金融街已汇聚各类金融机构近 1400 家，金融街地区实现三级税收 3016.6 亿元，同比增长 21.3%，占北京市三级税收的 36.5%，区域内金融机构资产规模已超过 65 万亿元，占全国比例接近一半。现在，北京金融街是全球最富吸引力的投资目的地和资本集散地，成为具有世界影响力的金融中心，公司将**继续坚持“商务地产与住宅开发”双轮驱动，不断增持优质物业，保持独有商务地产运营模式为发展目标**。

从地产开发到城市功能的完善，**依托北京金融街的资源 and 品牌优势，公司通过房地产开发和产业打造独特的“金融街模式”**，并向全国核心城市复制，使区域价值与公司价值同步提升。已成功开发运营北京金融街、德胜科技园、金融街通州商务园、北京广安产业园、天津金融城、重庆江北嘴金融中心区、重庆观音桥商业区、惠州巽寮湾滨海休闲度假区，近年低价进入上海静安和海伦区广州荔湾区等区域，金融街模式加速复制。

在提升商务地产开发力度的同时，加大自持经营优质物业，持有运营写字楼、酒店、商业及其配套建面约 97 万平，其中五星级酒店如北京丽思卡尔顿酒店、天津瑞吉金融街酒店、惠州金海湾喜来登度假酒店合计建筑面积超过 19 万平方米，形成了在城市运营和区域开发领域独特的竞争优势。

抓住机遇，积极参与京津冀一体化等的建设。15 年公司与天津新技术产业园区武清开发区总公司合作成立平台公司，公司注册资本 5 亿元，金融街占 80% 股权，负责 26.5 平方公里的京津合作示范园区（武清西北部高村镇辖区）土地一级开发整理，园区产业研究、区域规划和基础设施建设。

图 1：立足北京，发展全国核心城市



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 2: 热租项目



图 3: 在售项目



图 4: 在建项目



图 5: 住宅地产



图 6: 旅游地产

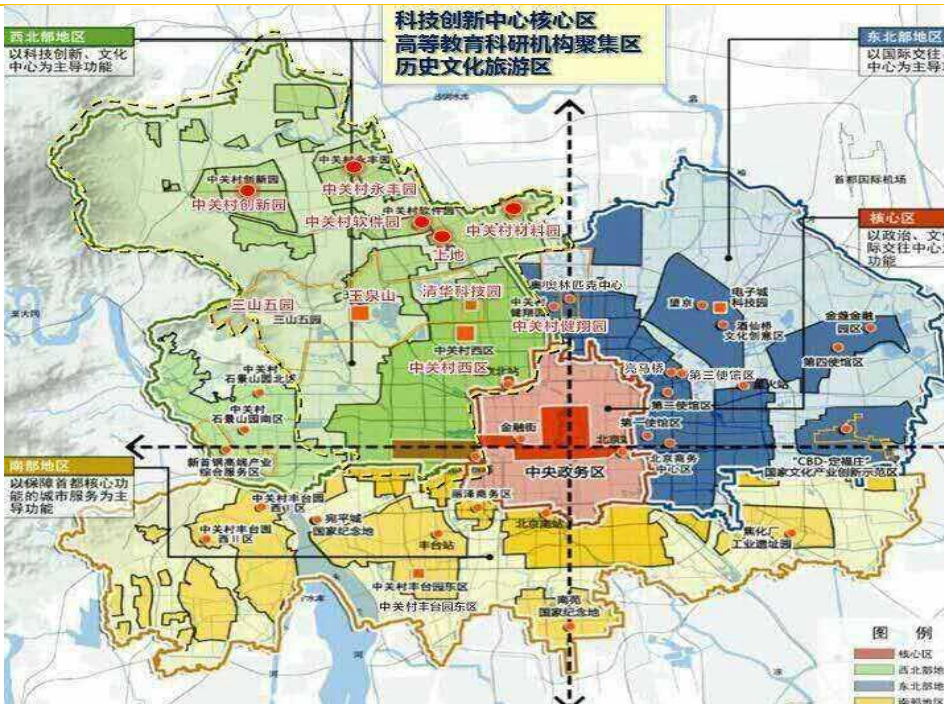


资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

二、北京城市功能将落地，打开金融街价值发展空间

北京城市功能调整有望尽快落地。5月北京市已将《北京城市总体规划（2016年-2030年）（送审稿）》报党中央、国务院审定，方案形成中心城区，城市副中心错位发展新格局，构建“一核一主一副、两轴多点一区”的城市空间，**东城区、西城区将成为首都“政治中心”的核心承载区**，总体规划突出北京“行政中心”等四大战略定位，共同建设以首都为核心的世界级城市群，把支持雄安新区建设，形成错位发展的新格局。我们认为，北京城市总体规划出台实施将提升公司区域内公司资产价值，后续西城区区域内行政部门及企业腾退有望给公司带来存量资源升级改造机会。

图 7：北京市总体规划草案



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

东西城区作为中央政务区，根据规划，未来必将环境美化，配套完善，成为更宜居的首都功能区域。西城区内金融业预计不会搬迁，公司在区内物业价值将随环境配套改善价值不断提升，当前物业供不应求，租金价格连年上涨，租金收入同步增长。

东西城合并，雄安新区设立，金融街机遇大于挑战。随着东西城中央核心区确立，

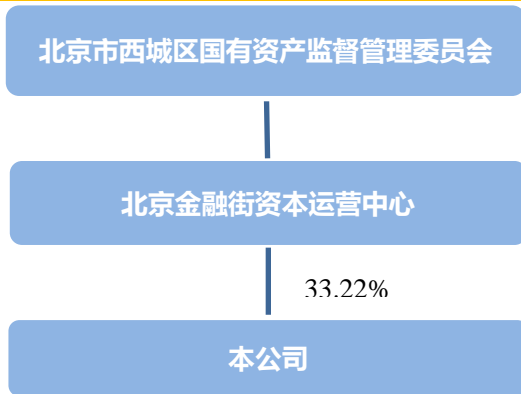
区域内企事业单位腾退，可能为公司带来存量改造升级机会。

雄安新区将与北京市错位发展，将以疏解非首都功能并吸引更多高科技企业入驻，打造中国的硅谷为目标，而不会削弱北京市金融中心的地位。雄安新区将设立自己的金融机构，北京的金融机构也可能在雄安新区设立分支机构，预计雄安也将建设自己的金融城，公司在商务地产业态以及客户资源方面优势突出，不排除参与雄安商务地产的开发或代建以及相关产业的落地服务。

三、金融街资本运营中心控股公司，资源整合有望提速

北京金融街资本运营中心（下称资本运营中心）通过增资间接收购金融街集团持有公司的股份成为公司第一大股东，持股比例 33.22%。收购前，资本运营中心持有金融街 2.29%的股份，同时持有金融街集团 44.63%股权。5 月 9 日，资本运营中心、西城区国资委及金融街集团签署《增资协议》，约定资本运营中心将所持华融基础投资 100%、华利佳和 85%股权按照对价 116.7 亿向金融街集团增资，增资完成后，金融街集团注册资本增至 80.89 亿元，资本运营中心和西城区国资委分别持有金融街集团 71.63%和 28.37%的股权，本次增资完成后，**资本运营中心直接持有和通过金融街集团及其关联方间接持有金融街 33.22%的股份**，成为公司第一大股东，控股公司，实现对金融街的间接收购。（公司第二大股东仍未安邦保险，通过理财产品持有公司 29.99%的股份）。6 月 19 日，资本运营中心收到证监会核准豁免要约收购金融街的批复。

图 8: 西城国资直接控股公司



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

根据西城区国企改革精神，调整企业管理关系并开展资产重组，构建“国资委—国有资本运营公司—国有资本投资公司”三级授权经营体系，以做强做大优势企业，是本次资本运营中心收购的目的。

北京金融街资本运营中心，注册资本人民币 216.87 亿元，最终控制人为西城区国资委。资本运营中心为西城区的国有资产整合、融资、投资和管理平台，经营稳健。2016 年，资本运营中心总资产 543 亿元，净利润 11.65 亿元，资产负债率 43.52%。

本次注入金融街集团的资产--华融基础承担区内基础设施建设、房地产一二级开发及相关产业引进（与金融街上市公司可能存在同业竞争，或存解决机会）。据官媒信息，

本次资本运营中心注入金融街集团的资产--华融基础公司是金融街拓展的企业实施主体，是西城区政府基础设施建设平台，承担区域内优质楼宇资源的整合置换功能，以及引入金融机构和全方位地为首都金融产业发展提供服务的企业。华融基础作为金融街拓展实施主体，承担着金融街拓展土地一级开发任务，还通过资产并购、合作开发、扩建改造、产业引导等方式整合区域资源；还承担着区域内部分学校、古建、园林、地铁拆迁等政府投资项目的代建工作。所实施的一级开发、二级开发、保障性住房、政府代建、投资并购等各类项目已达 20 余个。**资本运营中心旗下持有部分金融股权。**华融基础间接持有恒泰证券（1476.HK）5.95%的股份，资本运营中心通过北京金昊房地产公司间接持有长城人寿保险公司 15.57%的股份。

我们认为，本次调整企业管理关系，有利于西城区国资加大西城区及金融街区域核心优质资产集中和重组，有利加速金融街区域开发，加大未来中央政务区建设。同时，华融基础“新建和存量资源整合利用并重”，北京相关政府企业搬迁后大量存量物业整合将为公司带来发展契机。

表 1: 北京金融街资本运营中心最近三年的财务状况

项目	2016	2015	2014
总资产	5,435,156.12	5,669,325.01	4,451,367.00
归属于母公司所有者权益	2,977,572.45	2,468,624.77	1,549,579.37
资产负债率	43.52%	54.93%	63.89%
营业收入	726,669.85	304,831.49	852,436.79
营业成本	413,394.37	157,865.31	650,780.05
归属于母公司所有者的净利润	116,515.62	180,963.63	67,870.69
净资产收益率	4.14%	8.70%	4.74%

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 2: 北京金融街资本运营中心旗下公司(字体加粗公司为本次注入金融街集团的资产)

序号	企业名称	注册资本 (万元)	持股%	主营业务
1	北京市普瑞姆物业管理有限责任公司	50	100%	物业管理；室内装饰工程设计；房地产信息咨询；销售五金交电、建筑材料、工艺品、日用品；打字服务
2	北京金城永盛投资基金管理有限公司	1,000	100%	非证券业务的投资管理、咨询
3	北京设计之都发展有限公司	2,000	51%	组织文化艺术交流活动（不含演出）；企业策划；经济信息咨询；翻译服务；策划艺术大赛；会议服务；礼仪服务；摄影扩印服务；电脑动画设计；技术开发、技术转让、技术推广、技术咨询；企业管理方面的技术培训；销售服装鞋帽、家具、玩具、日用百货、塑料制品；打字、复印
4	北京冠佳置业投资有限公司	2,800	100%	投资管理。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）
5	北京茶业交易中心有限责任公司	5,000	80%	开展茶叶茶具交易业务；会议服务；承办展览展示；经济贸易咨询

6	北京华天饮食集团公司	6,229	100%	公共饮食业；购销食品；购销百货、交电、炊事机械及配件；承办消费品市场、生产要素市场
7	北京京都文化投资管理公司	7,776	100%	综合文艺表演（营业性演出许可证有效期至2016年12月31日）；投资管理；房地产项目投资开发；投资咨询；投资顾问；组织文化交流活动；影视策划；广告设计、制作；物业管理；技术开发、技术服务、技术转让、技术培训；信息咨询（不含中介服务）；销售百货、五金交电、建筑材料、工艺美术品
8	北京华融基础设施投资有限责任公司	792,807	100%	城市基础设施投资；房地产开发。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）
9	北京华利佳合实业有限公司	13,909	85%	许可经营项目：以下限分支机构经营：住宿、餐饮服务、美容美发、洗浴。一般经营项目：销售百货、针纺织品、五金交电；物业管理；投资及投资管理；信息咨询（不含中介服务）；婚纱摄影；出租商业用房
10	北京熙诚产业投资管理有限公司	20,000	100%	项目投资；资产管理；投资管理；投资咨询。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”；企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）
11	北京市金正资产投资经营公司	93,156	100%	对国有资产产权经营管理、国有资产优化配置、收缴国有产权权益、收缴国有产权转让收入、国有资产投资、对企业提供贷款担保、咨询服务

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

注：公司第二大股东为安邦保险（通过旗下理财产品在二级市场购买公司股票，占公司总股本29.98%），其拥有公司两个董事席位。当前安邦保险与公司在资金、租赁等业务方面有合作，未来不排除将在商务地产和旅游养老地产方面进一步合作。

四、开发资源丰富，专注发展核心城市及其周边

当前公司可开发结算资源主要集中于一线城市和部分二线城市。16年末拥有可结算规划建面878万平（权益761万平），其中地上建筑674万平（权益585万平），开发项目集中于北京、上海、广州等一线城市以及天津、重庆等城市群中核心城市的核心区域，其中，一线城市权益结算建面306万平，占比40%，极具开发价值。**当前未结算资源权益货值3000亿元（含未来将转成自持物业项目），持续高速发展无忧。**

有备而来，加速发展。在上一轮调控中，公司很好地把握住调控带来低价拿地发展的机会。相信，在本轮为调控中，公司也将获得好收成。经过16年快速开发销售回笼大量现金以及通过多渠道低成本融资，公司17年手握巨资将在行业加速调控下加大拓展力度，拓展规模将比16年（16年通过市场及收购等方式在广州重庆获取2个优质项目合计50多万平）大幅提升，17年公司计划投资200-240亿元拓展优质资源。

在拓展资源的区域分布上，仍将发展一线城市及其周边核心城市的商务地产；住宅

地产发展快消产品，发展一线及其周边供需健康以及区位优势突出的地区，如五大城市群及三大经济圈周边，京津冀及粤港澳大湾区，重点发展北京 5-7 环，河北武清、固安、雄安等区域。在城市拓展方面，公司在粤港澳大湾区惠州已有 371 万开发项目储备，将继续跟进深圳收购项目，广州、东莞、佛山都将是重点发展的城市；长江经济带和成渝区域重点发展成都和武汉；长三角重点发展无锡和苏州；同时还将关注与政府的产业并购。鉴于公司长期积累的商务地产的开发实力和品牌影响力，广受各地方政府欢迎，如前海、京津冀等优质区域有望获得资源。

表 3：16 年公司在全国的开发项目分部（单位：万平）

	规划 建面	未结面 积	地上未结 面积	权益规划 建面	权益未结 面积	权益地上 未结面积	权益规划 建面%	权益总体未 结面积%	权益地上未 结算面积%
北京	262	169	114	220	136	92	20%	18%	16%
上海	70	50	34	70	50	34	6%	7%	6%
广州	146	135	91	129	118	80	12%	15%	14%
天津	221	139	95	149	93	62	14%	12%	11%
重庆	233	159	112	233	159	112	21%	21%	19%
惠州	315	227	227	286	206	206	26%	27%	35%
合计	1247	878	674	1088	761	586	100%	100%	100%

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

五、 物业面积和租金收入高增长，调控中稳定器作用凸显

公司是商务地产上市公司的龙头，在写字楼产品和服务方面在行业内优势突出，写字楼也是公司最好的发展业态。公司仍将坚持发挥十多年来在写字楼开发运营方面积累的经验 and 优势，做大做强。

自持物业面积持续高增长。16 年，公司将北京金融街区域部分物业如金融街公寓由自主经营变更为长期出租，同时增持上海的金融街海伦中心物业，自持物业面积增加由此大幅增加 25.97%，同时结转存货，公允价值变动损益增加 21.61 亿元。截止到 16 年底，公司在京津沪等中心城市的核心区域持有出租物业规划建筑面积约 77.6 万平，其中，写字楼及配套业态面积约 55.2 万平，商业面积约 22.4 万平。加上 19.5 万平经营性物业，**公司自持物业一共 97 万方**，其中，在北京金融街区域内出租物业有 53.5 万平，占持有物业 50%以上。

未来北京自持物业还将新增 60 多万平，加上上海、天津、广州等异地物业（70%为写字楼），预计**3-5 年内自持物业面积翻番达到 200 万平**。新增物业项目如中信城，体量庞大，项目一共 70 万方，其中地上 51 万方，地下 20 万方，该项目自持占比例高。因受央企整合影响，中信城项目 16 年开发无进展，17 年将借助西城区政府的优势加大拆迁力度，计划 17 年开工建设，拆迁由中海负责，地价 100 亿元已锁定成本。

租金收入成盈利稳定增长越来越重要的力量，在行业调控期稳定器作用更加凸显。北京金融街区域经过 20 年的发展，已形成良好的金融产业链生态结构，除大型金融机构云集外，中小金融机构也乐于聚集于此，当前该区域写字楼供不应求，租金持续上涨。金融街区域最新 5A 写字楼租金 700/平/月，居全球第二位；金融街公寓获得中小金融

机构青睐，租金 500-600/平/月。16 年公司写字楼、商业和酒店经营收入 17.5 亿元，同比增 25%，税前利润 10 亿元，同比增 44%，盈利能力创新高（原因有二，一写字楼租赁面积增加，二租赁业务拓展渠道、完善增值服务、优化业态，租金价格和租金收入实现较快增长）。其中，**物业租赁实现营收 12.5 亿元，同比增 35%**；物业经营营收 6.4 亿元，同比增长 15.7%（因酒店深化特色经营等实现收入持续提升）。公司因持有稀缺性优质物业，租金收入和经营收入易涨难跌，在行业调控中，可以抵御开发业务在行业调控中可能的收入波动风险。**预计 3-5 年后公司自持物业将逐步增加到 200 万平，物业租金收入将大幅提升，该部分利润将超过 20 亿元/年。**

公司当前物业价值被低估。东西城区作为中央政务区，未来必将环境美化，配套完善，加上金融街等中心区域写字楼等物业稀缺，供应有限，未来其物业价值和租金将随环境配套改善价值不断提升，租金收益、物业经营收入以及物业价值也有望同步增长。

截止到 16 年底，公司自持物业公允价值 254.02 亿元，这部分物业在公允价值估测价格基础上扣除涉及的流转税和土地增值税后金额，涉及 77.6 万方持有物业，相当于 3.27 万元/平米。16 年该部分持有物业对应的租金收入 12.5 亿元，毛租金回报率 4.535%（高于 10 年期国债收益率），回报率仍有提升空间（因部分物业刚投入市场有一个培育过度期）。

考虑如下因素公司持有物业被低估。1、物业稀缺性显著。近年北京 4 环内已停供土地几年了，且 4 环外土地成本持续上升（当前若该区域有土地供应，估计拿地价接近售价，2017 年北京丽泽商服用地及朝阳区孙河混合用地成交楼面价分别是 2.7 万和 5.1 万多）。2、物业公允价值 3.27 万元（税后）远低于物业销售价格。公司 15 年月坛中心写字楼和商业仅 6 万元和 8 万元，当前看，在供应稀缺下，这个价格很优惠了；3、比较公司 2016 年年报物业公允价值和当前重置成本（拿地成本+建安税费等），公司物业账面价值明显低估。因此说，**公司持有物业价值将随中央政务区及其他中心城市等的环境改善、可租售面积减少、需求增加、租金回报提升而价值提升。**未来 5 年，随着公司稀缺性自持物业面积翻番，物业价值有望达到 1000 亿元，年物业经营租赁等收入将达到 40 亿元，利润达到 20 亿元，实现业绩稳定增长。

表 4：公司出租物业资产状况（单位：平米）

城市	主要业态	项目名称	规划建筑面积（平方米）	权益	出租率
北京	写字楼	金融街中心	139,617	100%	100%
		金融街（月坛）中心部分	53,224	100%	62%
		德胜国际中心	31,206	100%	100%
		金融街（广安）中心部分	23,964	100%	--
		金融大厦	12,175	100%	82%
		金融街公寓（出租部分）	12,131	100%	100%
		其他零散写字楼	6,600	100%	100%
		通泰大厦	2,295	100%	100%
	车位、配套	其他	30,695	100%	100%

	商业	金融街购物中心	140,591	100%	93%
		金融街(西单)购物中心	60,900	100%	100%
		金树街	14,771	100%	96%
		E2 四合院 5/7 号院	2,577	100%	--
		E2 四合院 4/6 号院	2,235	100%	100%
		C3 四合院	2,081	100%	100%
上海	写字楼	金融街海伦中心	143,066	100%	18%
天津	写字楼	环球金融中心	97,971	100%	77%
合计			776,099	---	---

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 5: 公司经营物业资产状况 (单位: 平米)

城市	项目名称	权益	规划建筑面积
北京	金融街公寓(经营部分)	100%	37,847
	丽思卡尔顿酒店	100%	42,460
	北京体育活动中心	100%	6,422
天津	天津瑞吉酒店	100%	64,630
惠州	惠州喜来登酒店	100%	43,649
合计			195,008

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

六、 融资渠道拓宽，资金成本、负债率及风险大幅下降

继续抓住有利的融资时间窗低成本融资。16 年公司通过私募债、公募债等方式以较低成本募资 90 亿元，同时取得 63 亿元中期票据注册额度，取得 66.5 亿元资产支持证券发行额度。在 15 年加大融资力度背景下，继续拓宽融资渠道，有效降低了公司的融资成本。截止到 16 年底，公司各类融资总额 505 亿元。**16 年公司综合融资成本约 5.5%。**

除 35 亿元在 3 年以内之外，其余融资期限都在 5 年及以上年限，将很好地抵御资金成本可能持续上升带来的风险。

表 6: 各类融资成本及期限

融资途径	融资期限	融资余额(万元)	融资成本区间
直接融资	3 年-10 年	2,514,397	2.90%-5.55%
银行贷款	2 年-15 年	1,354,170	4.28%-6.00%
保险贷款	3 年-5 年	770,000	7.00%-7.25%
信托贷款	3 年-5 年	415,180	5.00%-7.00%
合计		5,053,747	约 5%

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

经营活动现金流大幅增加。受益于销售签约和销售回款增加以及新项目投资支出减少，16 年经营活动产生的现金流量净额大幅增加至 170.9 亿元，15 年同期为-128.4 亿元。

负债率有效降低，偿债能力无忧。截止 16 年底，扣除预收账款后的负债率 56%，同比降 8 个百分点。账面现金 133.39 亿元，为一年内到期负债的 3.67 倍，短期偿债能力无忧。净负债率为 119.49%，同比降 42.7 个百分点，财务状况继续改善。

打通 ABS 融资通道，盘活存量带来更大竞争优势。17 年 5 月公司(一期)资产支持专项计划 (ABS) 成立,成功发行 66.5 亿元，直接打通融资渠道。信用评级 AAA，预期收益率 5.12%(含税)，期限为 12 年。首次通过 ABS 将存量物业提前变现，有效替换利息相对较高且有投向限制的贷款，实现财务结构优化和资金用途便利。对于拥有大量优质物业的金融街，通过 ABS、REITS 等融资途径将有效释放存量资产和未来翻番自持物业价值，带来巨额发展资金。因此说，公司已打通资产变现通道未来将因此大幅提升公司价值。

图 9: 货币资金和短期负债

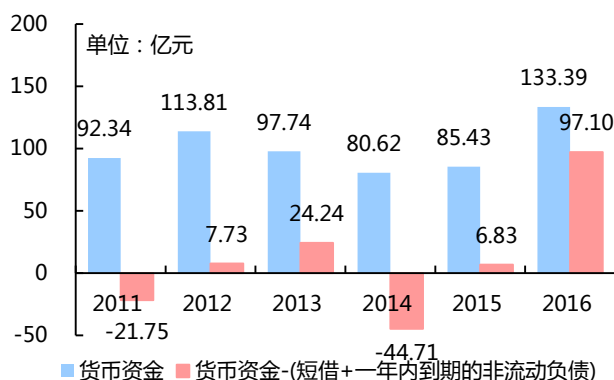
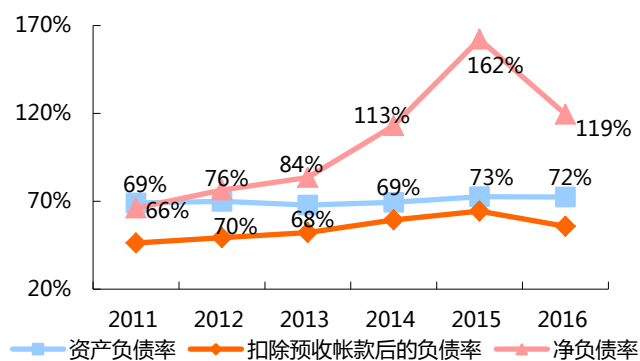


图 10: 负债水平



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

七、开发和持有双轮驱动，业绩再上台阶

开发和持有业务双轮驱动。16 年借政策宽松及需求旺盛加快开发销售，实现 8 成多增长，业绩再上台阶。16 年实现销售签约金额 276 亿元+84%，其中商业地产销售 123 亿元+73%、住宅地产销售额 153 亿+94%，各自占比 4.4 成和 5.6 成。实现销售签约面积 142 万方+67%，在京、沪、穗、渝、惠州销售额同比增 47%、856%、346%、87%和 124%。16 年公司营收 198.53 亿元，同比增 27.55%，归母净利润 28.04 亿元，同比增 24.46%，ROE10.60%，EPS0.94 元/股，同比增 25.33%，业绩再上台阶。每 10 股派发红利 4 元（含税），股息率 3.4%，高于 10 年期国债收益率。开发和持有业务双轮驱动，在 16 年公司应收中，房地产开发业务营收 175.21 亿元，同比+25.1%，收入占比 88.25%，较 15 年降 1.7 个百分点；毛利 45.8 亿元（上年 35.81 亿），同比+27.90%，占比与去年持平；物业租赁业务营收 12.5 亿，同比+35%，收入占比 6.3%，上升 1.4 个百分点，租赁业务收入比重加大；实现毛利 11.52 亿（上年 8.51），同比

+35.37%，占比扩大，上升 1.1 个百分点。16 年年末预收账款 187.93 亿+118.07%，锁定 17 年结算业绩。

表 7：2016 年分城市销售及价格情况

城市	可售面积	销售面积	销售金额（亿元）	未售面积	均价（万元）
北京	55	31	101	24	3.26
上海	16	6	41	10	7.07
广州	25	18	46	7	2.54
天津	45	24	42	22	1.77
重庆	86	47	34	39	0.71
惠州	24	16	13	8	0.81
合计	251	142	276	109	1.95

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

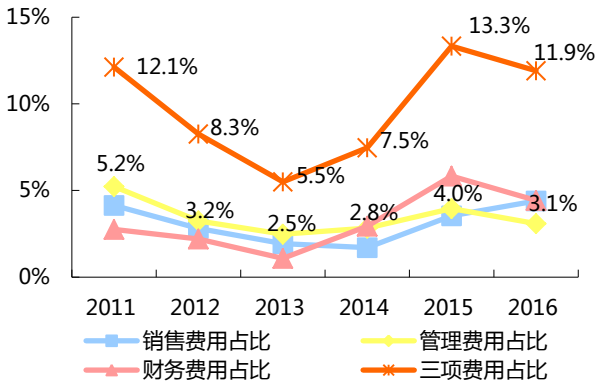
优质自持物业 97 万方，超过一半位于北京金融街区域，租金收入持续高增长。16 年公司将北京金融街区域部分物业由自主经营变更为长期出租，同时增持上海的金街海伦中心，自持物业面积增加 20 多万方至 97 万方。其中，在北京、上海、天津等中心城市的核心区域出租物业规划建面 77.6 万方，同比增 25.97%，16 年物业租赁业务营收 12.5 亿，同比+35%。因核心城市中心区域写字楼等商务地产供应有限，物业价值和租金将因稀缺而继续上涨，盈利占比贡献将持续提升。

可结算资源主要集中于含金量高的一线和二线城市。2016 年通过市场及收购等方式在重庆、广州获取 2 个优质项目，建面 50 多万方。尚余规划建面 878 万方可结算资源，集中于京、沪、穗一线城市以及天津和重庆等中心城市核心区，土储丰富，高速发展无忧。

预计 17 年销售额减少 10%，重点发展好项目。因公司项目主要布局于一线城市和部分二线城市核心区，销售等将受 17 年调控加强的影响，对于储备大部分为稀缺资源的金融街，17 年多销售不利发展。因此，公司 17 年的开发销售计划比较谨慎，全年销售额 250 亿元，将比 16 年下降 10%。17 年销售项目集中于天津、北京郊区以及其他城市，核心区销售将放缓。17 年年重点是，趁调控，多拓展储备好项目。

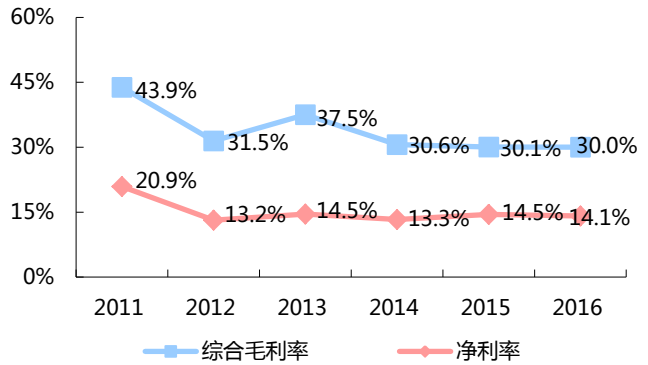
6 月，子公司广安(北京)置业以 28.6 亿元获取丰台卢沟桥乡周庄子村住宅用地。地块面积 35,982.397 平,地上建面 86,965 平,其中住宅 44,839 平(含 150 平卫生所, 800 平托老所),绿隔产业用地共 21,600 平方米(需广安置业无偿还建),文化设施用地共 17,185 平方米,基础教育用地共 3,341 平方米。

图 11: 三费水平



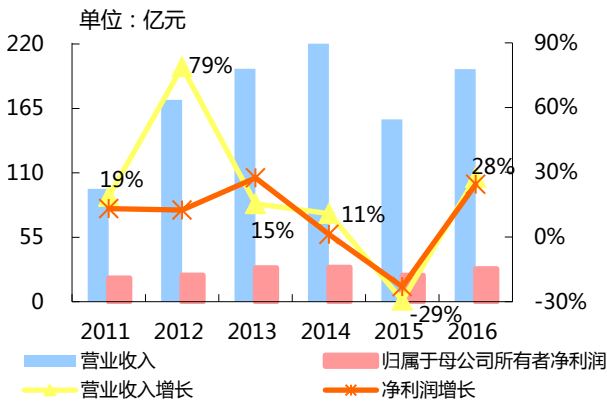
资料来源: WIND、中国中投证券财富研究部

图 12: 综合毛利率和净利率



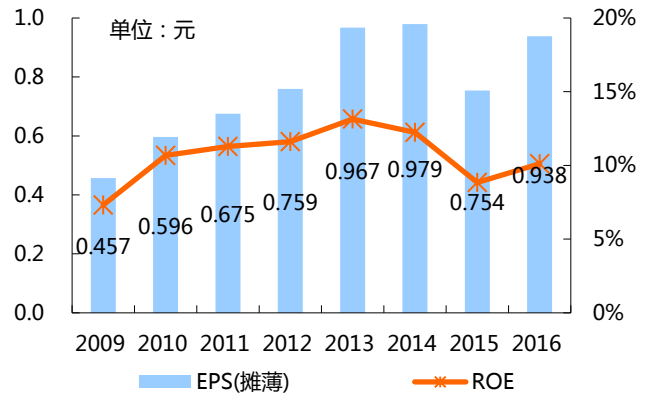
资料来源: WIND、中国中投证券财富研究部

图 13: 经营情况



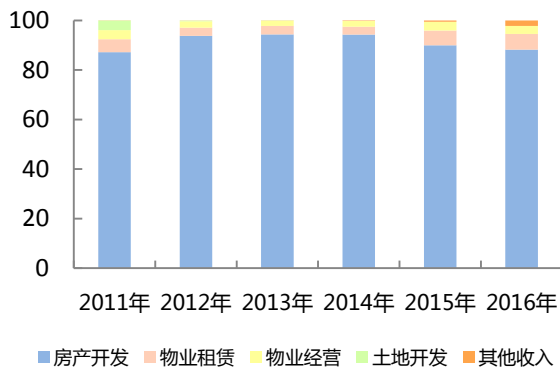
资料来源: 公司公告、中国中投证券财富研究部

图 14: EPS 和 ROE



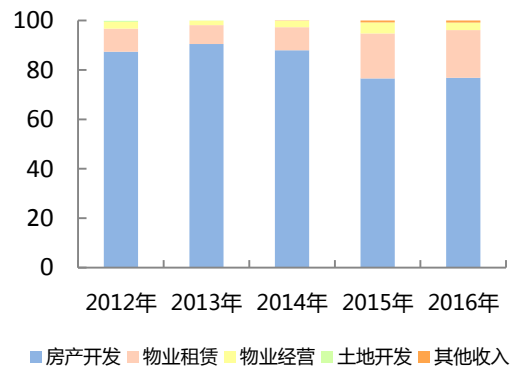
资料来源: 公司公告、中国中投证券财富研究部

图 15: 各项业务营业收入占比变化 (%)



资料来源: 公司公告、中国中投证券财富研究部

图 16: 各项业务毛利占比变化 (%)



资料来源: 公司公告、中国中投证券财富研究部

八、估值与投资建议

RNAV 估值

1、公司 16 年末可结算规划建面 878 万平（权益 761 万平），项目主要集中于北京、上海、广州等一线城市以及天津、重庆等城市群中核心城市的核心区域，含金量大的项目主要在一线城市，极具开发价值，其未结算权益建面约 306 万平，占比 40%，货值占比超过 60%。全部项目未结算货值超过 3000 亿元（含未来将转成自持物业项目）。

2、考虑 16 年自持物业经营收入等 12.5 亿元，年贡献净利润 7.5 亿元（未考虑未来 4-5 年租金收入可达 40 亿元左右）。

根据上述 1-2 项折现后，公司估值为 921 亿元，RNAV30.82 元/股。

持有物业估值

16 年底，北京物业 53.5 万平，未来 3 年将增加超过 60 万平，预计北京自持物业未来 3-5 年将达到 120 万平。此外，在上海、天津、惠州等地自持物业 24 万平，未来 3-5 年仍将在上述城市、广州、惠州等地继续增加自持物业，预计面积将达到 80 万平。

考虑到核心城市核心地段土地的稀缺性，物业租赁需求持续增长，核心城市核心地段物业租金价格仍将呈上行趋势，物业价值年增长 3%是大概率事件。

根据当前公司物业面积及未来新增物业面积及其价值估算，公司 200 万平持有物业价值接近 1000 亿元。

盈利预测

根据公司在手开发项目和自持物业盈利贡献，以及年新增持有物业增值，测算 2017-2019 年 EPS1.15、1.36、1.62 元，对应当前股价 PE10X、9X、7X。

投资建议

当前公司市值 358 亿元，股价只有 RNAV 的 38%，对应未来持有物业价值和未来公司盈利高增长，当前公司股价严重被低估。公司价值有很大的回归空间，考虑当前板块估值水平、受行业调控制约，给予未来 6 个月股价 15.6 元，对应 RNAV0.5 折，17 年 15 倍 PE。

风险提示

- 1、国家经济金融环境恶化至公司商务地产及开发遇瓶颈，公司经营成本上升，销售不畅，物业经营收入下滑等带来外部风险冲击；
- 2、北京城市功能落地远低于预期，新股东对公司干预过多或支持不力，以及行业调控过度至开发销售大幅下滑，结算延缓等的风险。
- 3、公司自身业务拓展不力，经营管理效率降低等带来经营风险，经营不达目标等风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	82349	79696	85909	92745	营业收入	19853	21580	26000	30206
现金	13339	5000	5000	5000	营业成本	13890	15149	18099	20862
应收账款	960	960	960	960	营业税金及附加	1472	1600	1928	2240
其它应收款	1377	1377	1377	1377	营业费用	873	949	1143	1328
预付账款	5884	5884	5884	5884	管理费用	613	666	803	933
存货	56452	62138	68352	75187	财务费用	879	724	1122	1090
其他	4336	4336	4336	4336	资产减值损失	112	0	0	0
非流动资产	30486	35318	41312	44868	公允价值变动收益	2161	2377	2852	3138
长期投资	88	88	88	88	投资净收益	22	98	80	60
固定资产	2630	2543	2450	2352	营业利润	4196	4966	5837	6951
无形资产	615	615	615	615	营业外收入	50	0	0	0
其他	27153	32072	38160	41813	营业外支出	31	0	0	0
资产总计	112836	115014	127222	137613	利润总额	4215	4966	5837	6951
流动负债	31552	53021	59490	63295	所得税	1399	1490	1751	2085
短期借款	0	15997	17027	14578	净利润	2816	3476	4086	4866
应付账款	4246	4246	4246	4246	少数股东损益	11	50	35	35
其他	27307	32778	38217	44472	归属母公司净利润	2804	3426	4051	4831
非流动负债	50152	25008	25008	25008	EBITDA	5208	5791	7061	8143
长期借款	21764	21764	21764	21764	EPS (元)	0.94	1.15	1.36	1.62
其他	28388	3244	3244	3244					
负债合计	81704	78029	84498	88303	主要财务比率				
少数股东权益	3389	3438	3473	3508	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	2989	2989	2989	2989	成长能力				
资本公积	6885	6885	6885	6885	营业收入	27.5%	8.7%	20.5%	16.2%
留存收益	17179	21296	24147	27561	营业利润	31.6%	18.3%	17.5%	19.1%
归属母公司股东权益	27743	33547	39251	45802	归属于母公司净利润	24.5%	22.2%	18.2%	19.3%
负债和股东权益	112836	115014	127222	137613	获利能力				
					毛利率	30.0%	29.8%	30.4%	30.9%
					净利率	14.1%	15.9%	15.6%	16.0%
					ROE	10.1%	10.2%	10.3%	10.5%
					ROIC	7.6%	9.0%	10.8%	12.3%
					偿债能力				
					资产负债率	72.4%	67.8%	66.4%	64.2%
					净负债比率	31.08%	53.05%	50.20%	45.27%
					流动比率	2.61	1.50	1.44	1.47
					速动比率	0.82	0.33	0.30	0.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.18	0.19	0.21	0.23
					应收账款周转率	18	18	22	26
					应付账款周转率	3.35	3.57	4.26	4.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.94	1.15	1.36	1.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	5.72	2.13	2.45	2.86
					每股净资产(最新摊薄)	9.28	11.22	13.13	15.32
					估值比率				
					P/E	13.75	11.25	9.52	7.98
					P/B	1.39	1.15	0.98	0.84
					EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-27	《金融街-销售超预期增长创历史新高》
2016-08-17	《金融街-业绩重拾升势，价值仍将被长期资金青睐》
2016-07-28	《金融街-稀缺商务地产投资标的，资产价值严重被低估》
2016-05-29	《金融街-价值明显低估，前两大股东继续增持》
2016-05-03	《金融街-内生外延提升租金收入，高分红的优质商务地产》
2015-04-02	《金融街-发展持续性增强，价值明显低估》
2014-12-25	《金融街-逐鹿“京津冀”得天独厚，安邦举牌凸显价值》
2009-08-21	《金融街-2009年中报电话会议纪要》
2009-08-20	《金融街-商业地产中的估值洼地》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券财富研究部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

郭泰,中投证券财富研究部房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券财富研究部房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434