

不变初心 方得始终

——金融街（000402）2017年半年报点评

2017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	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司8月17日公布2017年半年报。报告期内,公司实现营业收入人民币99.91亿元,较2016年上半年的人民币61.67亿元上升62.00%;实现归母净利润人民币10.61亿元,较2016年上半年的7.59亿元同比上升39.9%;EPS为每股0.36元,同期上升44个百分点。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	8086.79	4301.62	1865.42	2298.15	11387.35	5251.37	4739.45
增长率(%)	-35.56%	237.11%	-48.79%	-10.19%	40.81%	22.08%	154.07%
毛利率(%)	30.29%	44.33%	31.67%	30.71%	24.23%	30.27%	33.81%
期间费用率(%)	7.89%	9.08%	28.66%	24.01%	7.80%	8.38%	11.21%
营业利润率(%)	21.47%	25.17%	-2.00%	2.07%	27.25%	14.41%	18.02%
净利润(百万元)	1203.67	780.64	-26.57	23.01	2038.52	551.90	627.11
增长率(%)	-49.02%	-02.40%	-129.91%	-86.68%	69.36%	-29.30%	-2460.10%
每股盈利(季度,元)	0.41	0.26	-0.01	0.02	0.67	0.18	0.17
资产负债率(%)	72.55%	72.32%	74.83%	74.31%	72.41%	73.18%	73.32%
净资产收益率(%)	4.15%	2.62%	-0.09%	0.08%	6.55%	1.74%	2.02%
总资产收益率(%)	1.14%	0.73%	-0.02%	0.02%	1.81%	0.47%	0.54%

观点:

- **营业收入与净利润同向大幅增长。**2017年上半年,公司实现营业收入人民币99.91亿元,较2016年上半年的人民币61.67亿元上升62.00%;实现净利润11.79亿元,较去年同期升高56.37%,实现归母净利润10.61亿元,同比上升39.9%。

公司净利润转减为增的主要原因:一是公司房地产开发项目结算收入较去年同期增长,开发项目利润增加;二是公司自持业务租金收入和盈利水平持续提升,同时,公司自持写字楼项目出租面积较去年同期大幅增加,导致自持项目利润增加。

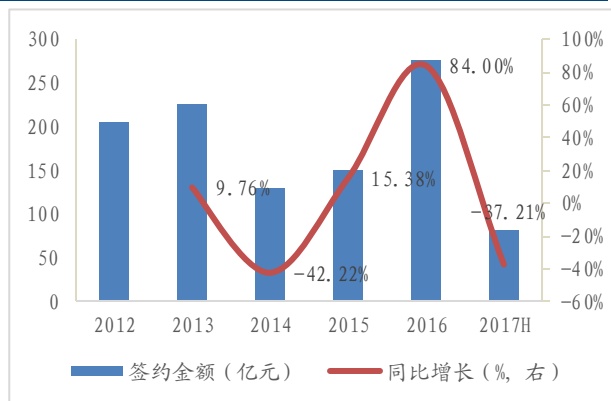
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

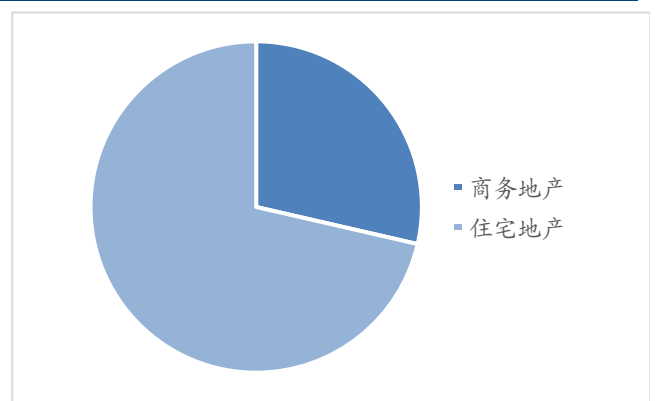
项目	2017 年	2016 年	同比变动	原因分析
净利润	11.79	7.54	56.37%	开发业务和自持业务双增长
营业收入	99.91	61.67	62.00%	受结算周期影响
资产负债率	73.32	74.83	-2.06%	发行 ABS 融资略降
加权 ROE	3.81	2.97	28.28%	净利润大幅增长
总资产	1162.62	1149.70	1.12%	资产规模保持平稳增长
货币资金	134.90	157.64	-14.43%	销售和回款降低
预收账款	183.22	139.74	31.11%	销售和回款明显降低
经营活动净现金流	24.66	36.28	-	报告期内销售回款明显降低
稀释 EPS	0.36	0.25	44%	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

- 签约金额大幅下降。** 报告期内, 面对热点城市调控政策持续收紧、一线城市整体销售下降的局面, 公司实现销售签约 82.71 亿元, 同比下降 37.21%。其中, 商务地产实现销售签约 23.65 亿元, 占比 28.49%; 住宅地产实现销售签约 59.06 亿元, 占比 71.41%。

图 1: 上半年销售金额同比大增 110%


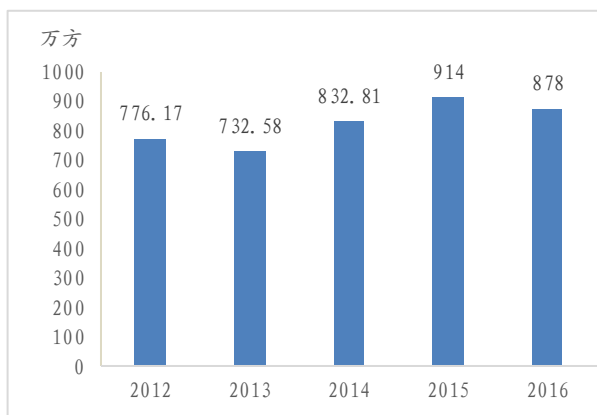
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

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

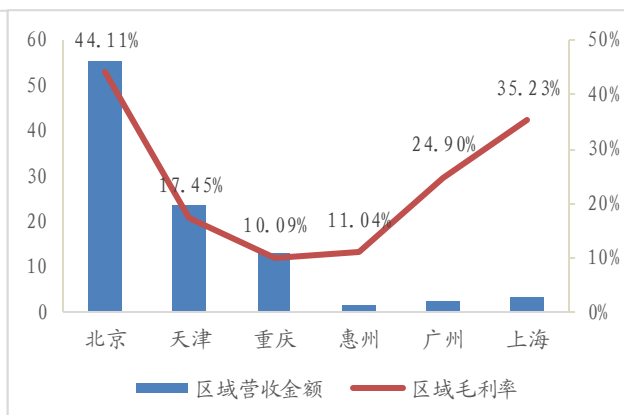
- 手握巨资大量斩获资源, 内外并举意欲重新布局京津冀。** 报告期内, 公司实现开复工面积 308 万平方米, 同比增长 6%, 积极增加重点城市可售货量。其中, 新开工面积为 53 万平方米, 竣工面积为 38 万平方米。借助 2016 年的强大现金流, 公司加大获取项目资源力度, 落子五大城市群中心城市以及三大都市圈中心城市卫星城/区域, 通过“招拍挂”、兼并收购等方式, 获取了北京周庄子项目、廊坊龙河高新技术开发区项目、重庆沙坪坝项目、成都春熙路项目, 权益投资额 44.7 亿元。

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

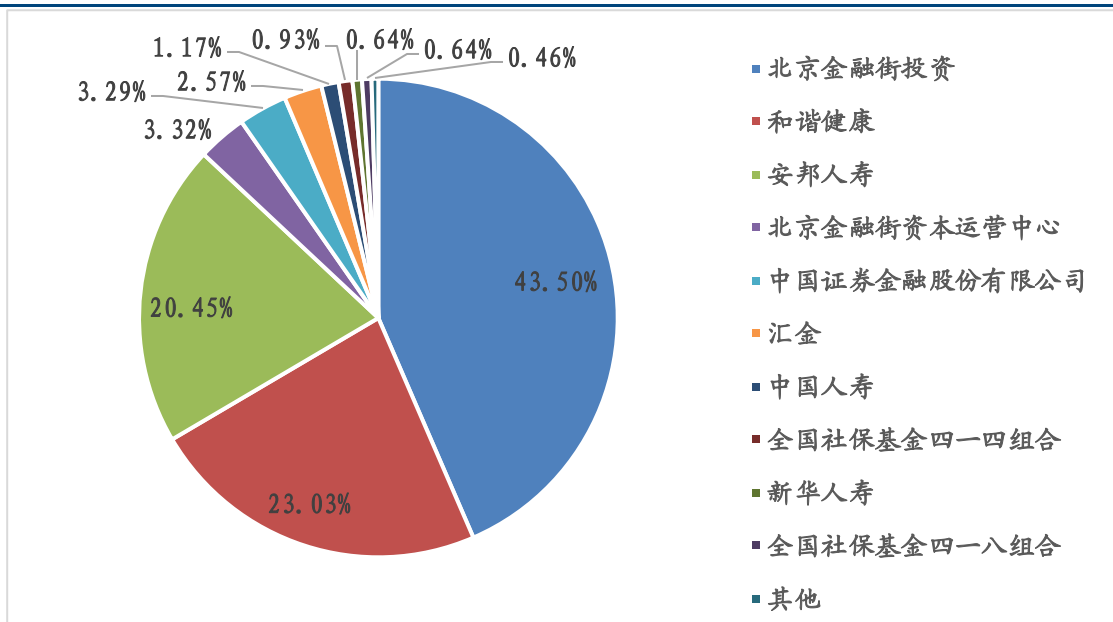


资料来源: 公司 2017 年半年报, 东兴证券研究所

公司不仅时隔两年首次重新购入北京地块, 还与遵化市政府签约建设旅游地产项目、与石家庄政府签约打造“金融街中央商务区”项目, 以合作形式加码京津冀布局。

与此同时, 公司内部也进行了关系调整——资本运营中心将其所持有的华融基础投资100%、华利佳和85% 股权向金融街集团增资。资本运营中心直接和间接持有金融街33.22% 的股份, 成为公司第一大股东, 实现对金融街的间接收购。尽管实际控制人未发生变化, 西城区国资委仍旧可通过此举措加大西城区和金融街区域核心资产集中和重组, 以求在未来中央政务区建设中获益。另外, 随着东西城中央核心区确立, 北京相关政府企业搬迁留下的大量存量物业的整合也将为公司在北京的复垦带来发展契机。

图 5: 截止 2017 年上半年公司股权结构



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

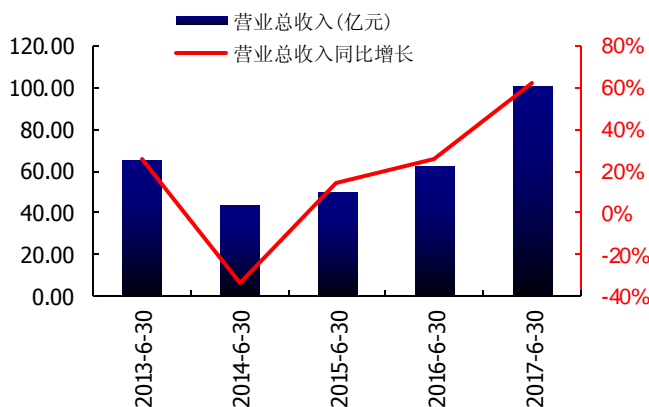
➤ **融资渠道拓宽, 资金成本降低。**17年上半年, 在国家统一的楼市调控和金融去杠杆的环境下, 房地产行业整体融资成本上升 2-3 个百分点, 有些渠道融资成本甚至达到8%。报告期内, 公司积极探寻新的融资渠道, 成立(一期)资产专项计划, 成功发行期限为十二年的 ABS 共 66.5 亿元, 信用评级为 AAA。

其中优先 A 档的预期收益率在 5.12%。这是公司首次资产证券化的尝试,公司充分利用存量资产变现,资产利用更加有效的同时也改善了公司的财务结构。

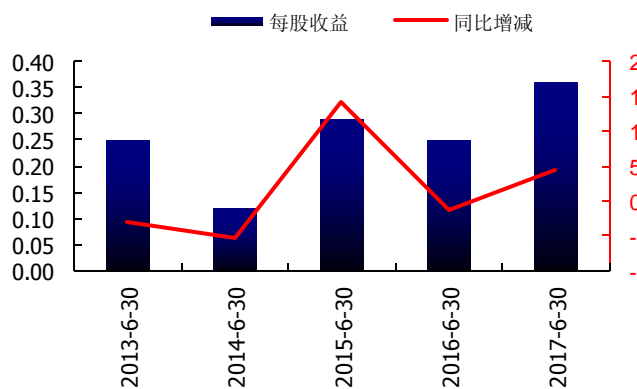
表 2:公司发行 ABS 的情况

证券分层	资产支持证券		
	优先 A 档	优先 B 档	次级
规模 (亿元)	63.17	2.7	0.63
信用评级	AAA	AAA	-
预期收益率 (含税)	5.12%	-	-
期限 (年)	12 年 (3+3+3+3)	12 年	12 年
每份资产支持证券面值 (元)	100	100	100
资产支持证券份数	63170000	2700000	630000

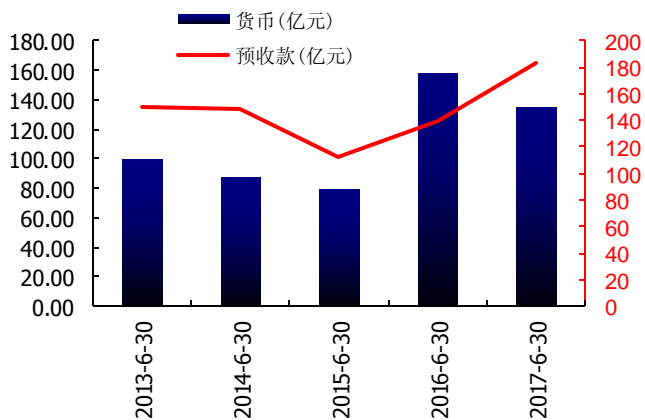
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 6: 营业收入情况


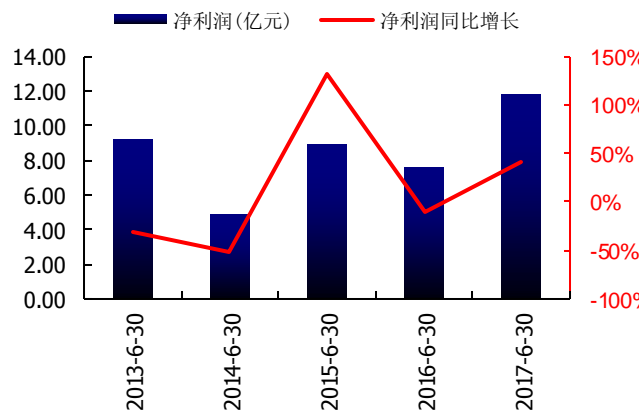
资料来源:公司公告,东兴证券

图 7: 每股收益情况


资料来源:公司公告,东兴证券

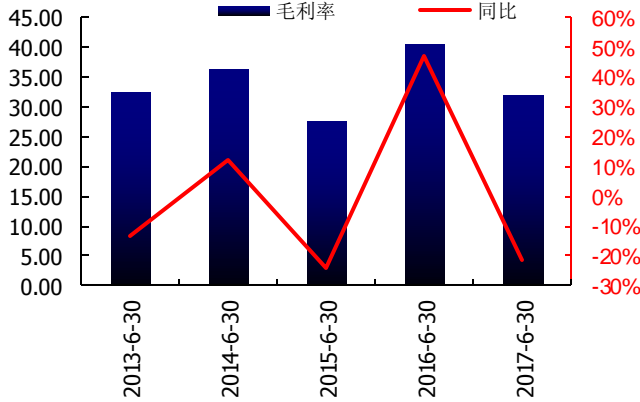
图 8: 货币和预收款情况


资料来源:公司公告,东兴证券

图 9: 净利润情况


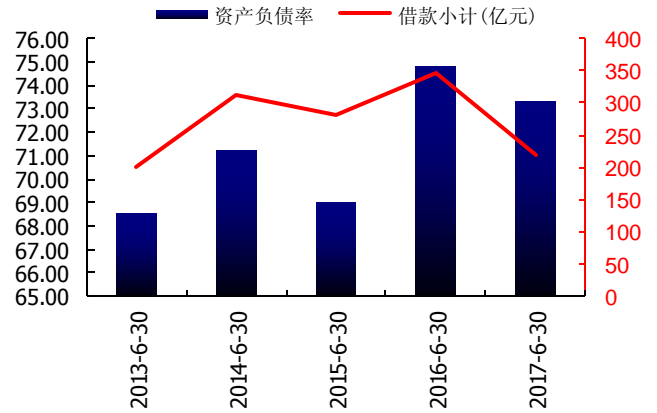
资料来源:公司公告,东兴证券

图 10: 销售毛利率情况



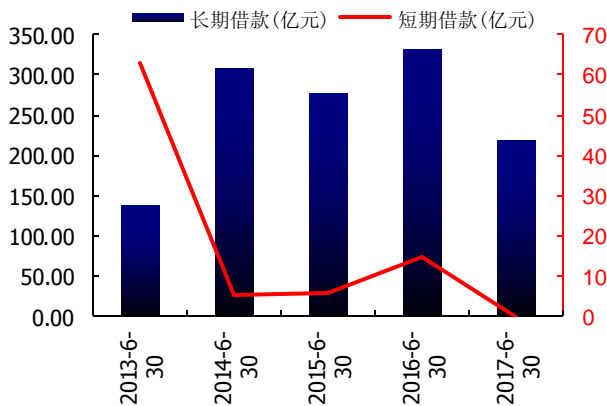
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 11: 资产负债率情况



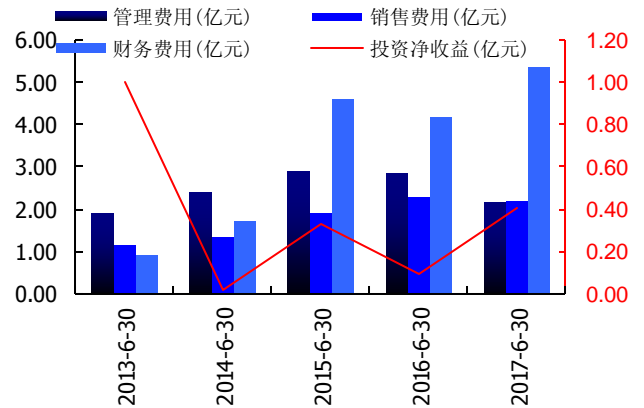
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

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

结论:

公司 2017 年上半年加大拿地力度, 在整体调控的市场环境下大量储备优质项目资源。同时公司从南方“调转枪头”重新布局京津冀经济圈, 借助已有稀缺资源, 积极进行内部整合及外部合作, 在目前国家京津冀一体化建设推进之下预计将有更多机遇出现。公司积极拓宽融资渠道也为未来布局发展提供资金支持, 公司价值提升前景看好、潜力无限。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 281 亿元、354 亿元和 420 亿元, 每股收益分别为 1.09 元、1.31 元和 1.46 元, 对应 PE 分别为 10.42、8.65 和 7.76, 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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	82729	82349	93453	114145	133538	营业收入	15565	19853	28052	35485	42018
货币资金	8543	13339	15428	19517	23110	营业成本	10887	13890	19468	24130	28572
应收账款	828	960	1537	1944	2302	营业税金及附加	1479	1472	2076	2626	3109
其他应收款	1483	1377	1946	2462	2915	营业费用	551	873	1122	1419	1681
预付款项	5624	5884	6078	6320	6605	管理费用	616	613	842	1065	1261
存货	64915	56452	64004	79332	93937	财务费用	908	879	950	1711	2226
其他流动资产	1336	4336	4459	4571	4669	资产减值损失	130.29	112.22	100.00	100.00	100.00
非流动资产合计	22950	30486	29082	28691	28297	公允价值变动收益	2120.78	2160.9	1000.00	1000.00	#####
长期股权投资	90	88	88	88	88	投资净收益	74.63	22.01	70.00	70.00	70.00
固定资产	2885.54	3066.19	2769.53	2440.22	2107.91	营业利润	3189	4196	4564	5505	6139
无形资产	791	615	553	492	430	营业外收入	47.95	50.37	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	209	200	0	0	0	营业外支出	29.07	31.24	20.00	20.00	20.00
资产总计	105679	112836	122535	142836	161835	利润总额	3208	4215	4594	5535	6169
流动负债合计	26679	31552	59627	76246	88357	所得税	943	1399	1332	1605	1789
短期借款	1525	0	28617	44540	56153	净利润	2265	2816	3262	3930	4380
应付账款	4038	4246	5867	7272	8611	少数股东损益	12	11	12	14	15
预收款项	8618	18793	18232	17522	16682	归属母公司净利润	2253	2804	3250	3916	4365
一年内到期的非流	6336	3630	2500	2500	2500	EBITDA	4986	5793	5949	7656	8809
非流动负债合计	49997	50152	31158	34044	40044	BPS (元)	0.75	0.94	1.09	1.31	1.46
长期借款	31746	21764	27764	33764	39764	主要财务比率					
应付债券	15976	25144	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	76675	81704	90785	110290	128401	成长能力					
少数股东权益	3516	3389	3401	3414	3429	营业收入增长	-29.37%	27.55%	41.30%	26.50%	18.41%
实收资本(或股本)	2989	2989	2989	2989	2989	营业利润增长	-22.53%	31.58%	8.78%	20.60%	11.53%
资本公积	6884	6885	6885	6885	6885	归属于母公司净利润	15.87%	20.51%	15.87%	20.51%	11.47%
未分配利润	14472	16080	15690	15220	14696	获利能力					
归属母公司股东权益	25487	27743	27703	28486	29359	毛利率(%)	30.05%	30.03%	30.60%	32.00%	32.00%
负债和所有者权益	105679	112836	121889	142190	161189	净利率(%)	14.55%	14.18%	11.63%	11.07%	10.42%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.13%	2.49%	2.65%	2.74%	2.70%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.84%	10.11%	11.73%	13.75%	14.87%
经营活动现金流	-12842	17086	-3974	-13911	-9222	偿债能力					
净利润	2265	2816	3262	3930	4380	资产负债率(%)	73%	72%	74%	78%	80%
折旧摊销	889.37	717.52	0.00	440.81	443.81	流动比率	3.10	2.61	1.57	1.50	1.51
财务费用	908	879	950	1711	2226	速动比率	0.67	0.82	0.49	0.46	0.45
应收账款减少	0	0	-577	-407	-358	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-561	-710	-840	总资产周转率	0.16	0.18	0.24	0.27	0.28
投资活动现金流	-763	-2194	1120	920	920	应收账款周转率	12	22	22	20	20
公允价值变动收益	2121	2161	1000	1000	1000	应付账款周转率	3.86	4.79	5.55	5.40	5.29
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	75	22	70	70	70	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.94	1.09	1.31	1.46
筹资活动现金流	12605	-8616	4943	17080	11895	每股净现金流(最新)	-0.33	2.10	0.70	1.37	1.20
应付债券增加	0	0	-25144	0	0	每股净资产(最新摊)	8.53	9.28	9.27	9.53	9.82
长期借款增加	0	0	6000	6000	6000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	15.03	12.08	10.42	8.65	7.76
资本公积增加	-219	1	0	0	0	P/B	1.33	1.22	1.22	1.19	1.15
现金净增加额	-1000	6276	2089	4089	3593	EV/EBITDA	16.22	12.27	13.00	12.43	12.39

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。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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”。

梁小翠

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。

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。