

商业地产系列报告：金融街 (000402.SZ)

蛰伏三载，蓄势待发

核心观点：

- **17年加速全国拓展，积累优质土地储备。**金融街17年初进行了高层人员调整后局势稳定，开始加速向全国拓展，17-19年新进入9个城市（占20H1布局城市的60%），并采取了大幅超过龙头平均的拿地力度，在五大核心都市圈获取了大量优质土地，区域布局和城市能级布局更加均衡，也初步走出了之前过于集中少数市场的风险，产品重心也逐步转向了发展空间更广阔的住宅地产。截至20H1，公司未结算储备建面1723万方，总货值3963亿元，储备资源丰富。此外，公司18年以来还维持了较大的新开工力度，在新进入城市拥有大量开工未售土储，随着推盘的稳步进行，预计这些优质土储在未来2-3年将持续为公司贡献销售增长。
- **坐拥金融街核心资产，适度拓展持有型物业。**公司坐拥北京金融街大批优质核心物业，地段稀缺，租金水平竞争力较强。截至20H1，公司持有型物业面积116.9万方，其中位于北京金融街的面积44.6万方，20H1租赁经营收入10.1亿元。此外，公司还有54.1万方的在建投资性房地产，随着这一批在建持有型项目的竣工，预计运营稳定后每年将贡献公司租金收入9.1亿元，此外还将贡献公允价值变动收益。
- **商务地产的金字招牌。**20年7月金融街物业上市，公司长期在商务地产领域的深耕孕育了金融街物业在商务物业领域的突出优势。商务物业物管费较高，毛利率较高，竞争壁垒也较高，是金融街物业的核心竞争力。值得一提的是，金融街与金融街物业属于无直接股权隶属的“兄弟公司”。
- **预计20/21年EPS分别为1.21/1.46元。**预计20-22年公司归母净利润分别为36/44/47亿元，当前市值对应20/21年PE分别为5.7/4.8倍。考虑到公司持有的优质且充足的土储，公司具备增长机遇，我们维持公司合理价值10.31元/股，对应20年8x PE，给予“买入”评级。
- **风险提示。**新线城市去化放缓，地产结算不及预期，投资物业租金下滑。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22113	26184	27909	34892	41814
增长率(%)	-13.3%	18.4%	6.6%	25.0%	19.8%
EBITDA(百万元)	6900	6796	6789	7932	8562
归母净利润(百万元)	3269	3442	3627	4368	4732
增长率(%)	9%	5%	5%	20%	8%
EPS(元/股)	1.09	1.15	1.21	1.46	1.58
市盈率(P/E)	6.4	6.0	5.7	4.8	4.4
ROE(%)	10.2%	9.9%	9.6%	10.4%	10.1%
EV/EBITDA	14.7	13.7	14.4	12.5	10.6

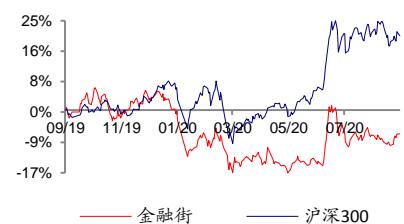
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.96元
合理价值	10.31元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-21

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2988.93/2987.64
总市值/流通市值(百万元)	20802.95/20793.95
一年内最高/最低(元)	8.22/6.40
30日日均成交量/成交额(百万)	6.88/47.12
近3个月/6个月涨跌幅(%)	9.15/12.90

相对市场表现



分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

欧阳喆 021-60750620

ouyangzhe@gf.com.cn

目录索引

一、含着“金勺子”出生，创业维艰成长为综合性集团	5
（一）金融街发展综述	5
（二）股本变化与最新持股结构	6
二、筚路蓝缕的三年，销售增长的前夜	8
（一）商务地产转向住宅地产，小而美布局转向全国拓展	8
（二）布局拓展效果初现，新进城市未来可期	13
三、坐拥金融街核心资产，有的放矢适度拓展持有物业	16
四、独树一帜的金融街物业，领先同侪的商务地产赢家	21
五、20H1 疫情影响业绩下滑，抓住机遇降低融资成本	24
六、盈利预测与估值	27
七、风险提示	30

图表索引

图 1: 金融街集团总资产规模	5
图 2: 金融街集团净资产规模	5
图 3: 金融街发展历程	6
图 4: 金融街股权结构图 (截至 2020H1)	7
图 5: 金融街销售金额 (亿元) 及产品类型拆分	8
图 6: 金融街住宅性质拿地建面占比	9
图 7: 金融街拿地建面及其与销售建面之比	11
图 8: 金融街拿地金额及其与销售金额之比	11
图 9: 金融街拿地均价及其与销售均价之比	12
图 10: 金融街拿地权益比例	12
图 11: 2019 龙头拿地力度对比 (建面口径)	12
图 12: 2019 龙头拿地力度对比 (金额口径)	12
图 13: 2019 龙头拿地成本对比	12
图 14: 2019 龙头拿地权益比例对比 (金额口径)	12
图 15: 金融街分区域拿地建面结构及 20H1 储备结构	13
图 16: 金融街分线拿地建面结构及 20H1 储备结构	13
图 17: 金融街销售面积分城市占比	13
图 18: 金融街销售金额分城市占比	13
图 19: 金融街截至 20H1 新进入城市土储情况	14
图 20: 金融街新开工面积及增速	14
图 21: 金融街新进城市累计新开工及累计销售	14
图 22: 中指院重点城市开盘去化率 (%)	15
图 23: 金融街未结算建面及去化周期	15
图 24: 金融街分城市未结算建面 (万方)	15
图 25: 金融街 20H1 土地储备布局 (万方)	16
图 26: 金融街营收分结构	16
图 27: 金融街毛利分结构	16
图 28: 2019 商业地产公司租金水平比较 (元/平米/月)	19
图 29: 金融街公允价值变动损益及占营业利润比例	20
图 30: 金融街代表性物业公允价值合计	20
图 31: 金融街物业股权结构图 (截至 20 年 7 月 6 日)	21
图 32: 金融街物业收入及毛利率	21
图 33: 金融街物业归母净利润 (亿元) 及净利率	21
图 34: 金融街物业分业务收入 (亿元) 及同比	22
图 35: 金融街物业在管面积及在管项目数量	22
图 36: 金融街物业合约储备建面及对在管保障倍数	22
图 37: 金融街未结算储备建面及对在管保障系数	22
图 38: 金融街物业分业态在管面积结构	23
图 39: 金融街物业分业态物管收入结构	23

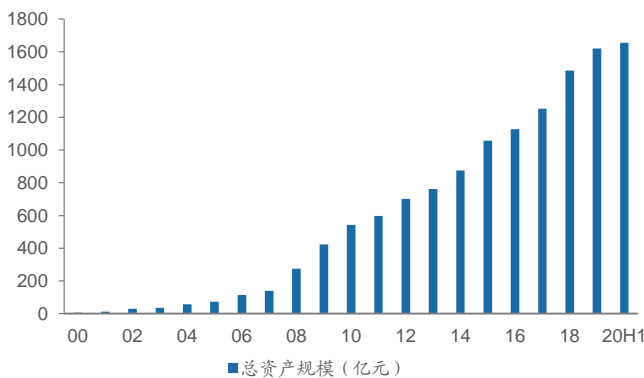
图 40: 金融街物业商务物业及非商务物业毛利率对比.....	23
图 41: 2020H1 各物管公司非住宅在管面积比例对比.....	24
图 42: 金融街营收及同比.....	25
图 43: 金融街归母净利润及同比.....	25
图 44: 金融街房地产开发营收及同比	25
图 45: 金融街房地产物业租赁与经营收入及同比	25
图 46: 金融街分区域营收(亿元)情况.....	25
图 47: 金融街预收账款及保障倍数	25
图 48: 金融街分业务毛利率	26
图 49: 金融街分区域毛利率	26
图 50: 金融街销管费用及占销售金额比例	26
图 51: 金融街期间费用率.....	26
图 52: 金融街杠杆乘数分拆.....	27
图 53: 金融街融资余额及综合融资成本.....	27
图 54: 金融街竣工同比与复工同比	27
图 55: 金融街 PE-Band	29
表 1: 金融街股份变动情况	7
表 2: 王功伟、鞠瑾主要职位及履历	9
表 3: 金融街 2017 年董高监变动情况.....	9
表 4: 金融街进入城市时间	10
表 5: 金融街 2005-2020H1 在各城市拿地宗数情况.....	11
表 6: 金融街出租物业变化	17
表 7: 金融街运营物业的变化	17
表 8: 20H1 金融街在建投资性房地产情况概览.....	18
表 9: 20H1 金融街主要项目租金水平走势(元/平米/月)	19
表 10: 20H1 金融街主要项目出租率走势(%)	19
表 11: 金融街盈利预测.....	28
表 12: 金融街可比公司估值表	29

一、含着“金勺子”出生，创业维艰成长为综合性集团

(一) 金融街发展综述

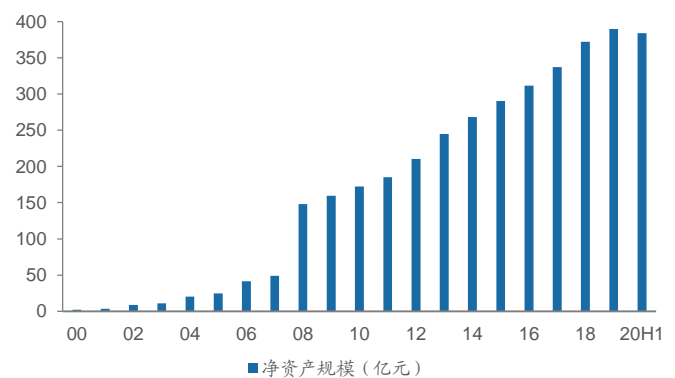
1993年国务院批复的《北京城市总体规划》明确提出：“在西二环阜成门至复兴门一带，建设国家级金融管理中心，集中安排国家级银行总行和非银行金融机构总部。”此后，“一行两会”等中国最高金融决策和监管机构以及以国有四大行、三大政策性商业银行等位代表的153家大型金融机构和企业总部相继入驻金融街，确立了金融街“国家级金融管理中心”的地位，而北京西城区政府下属的金融街控股集团则是负责金融街区域拆迁、土地开发和市政配套建设的实体。2000年5月，金融街（000402.SZ）借壳重庆华亚现代纸业股份有限公司在深交所上市，开启了新的发展篇章。经历20余年的发展，公司从一个聚焦北京市西城区金融街地区开发的区域性建设公司成长为覆盖商务商业地产运营、商务住宅地产开发、物业管理等为一体的全国性综合房地产开发集团。截至2020年6月底，公司总资产规模1654.9亿元，2000-2019年复合增速为32%，净资产规模为383.8亿元，2000-2019年复合增速为30%。

图1：金融街集团总资产规模



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图2：金融街集团净资产规模



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

总结来看，公司的发展历程主要可以分为以下四个阶段：

第一阶段（1993-2001）：北京金融街开发。公司成立后主要负责金融街的土地开发和经营，并开始逐步涉足房地产开发行业。

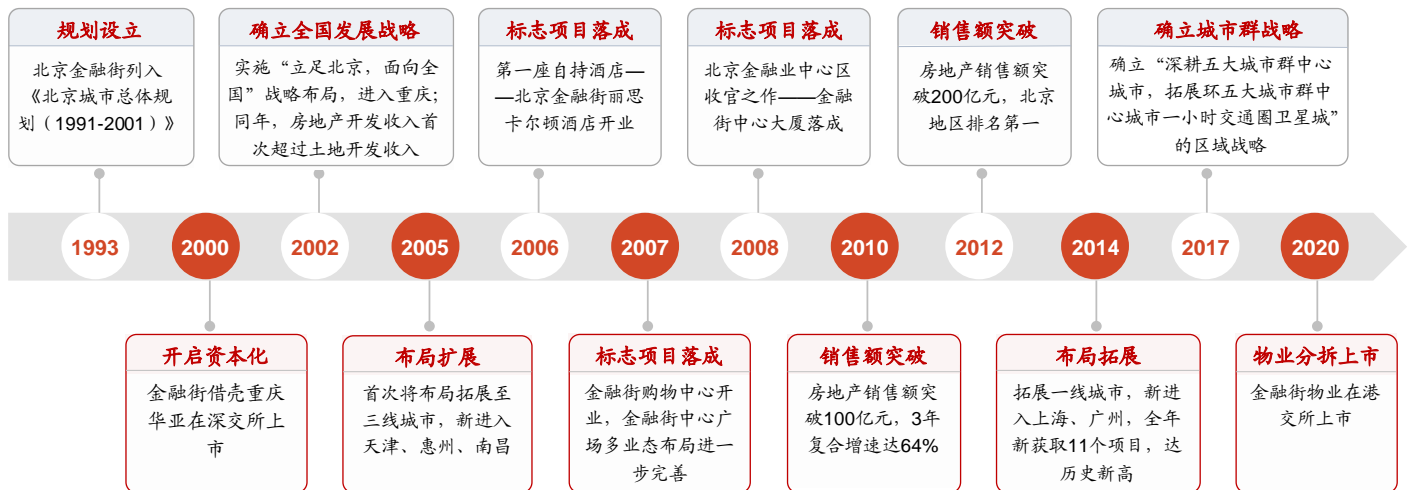
第二阶段（2002-2013）：聚焦北京，逐步拓展，持有型物业初步成型。2002年，公司房地产开发收入首次超过了土地开发收入，同年公司成立了金融街重庆置业有限公司，开始实施“立足北京，面向全国”的战略布局。2005年，公司新进入了天津、惠州、南昌3个城市，除南昌在2010年退出以外（物业子公司仍然保留），公司主要的经营活动聚集在这几个城市。在这一时期，公司以金融街中心、金融街（月坛）中心、丽思卡尔顿酒店等为代表的金融街区域核心自持物业，以及惠州喜来

登酒店、天津金环球金融中心等为代表京外持有型物业相继竣工开业，持有型物业规模初步成型。

第三阶段（2014-2016）：拓展一线城市。自2005年外拓之后，公司接近10年未再进入新城市，公司2014年决定拓展一线及区域中心城市，并于2014年新进入上海和广州，但公司在2015-2016年期间拿地力度大幅下降，土储获取较为有限。

第四阶段（2017-）：加速全国拓展。公司确立了“深耕五大城市群（京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游）中心城市，拓展环五大城市群中心城市一小时交通圈卫星城/区域”的区域战略，迅速拓展了9个城市，真正意义上进行了全国化布局。

图3：金融街发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

（二）股本变化与最新持股结构

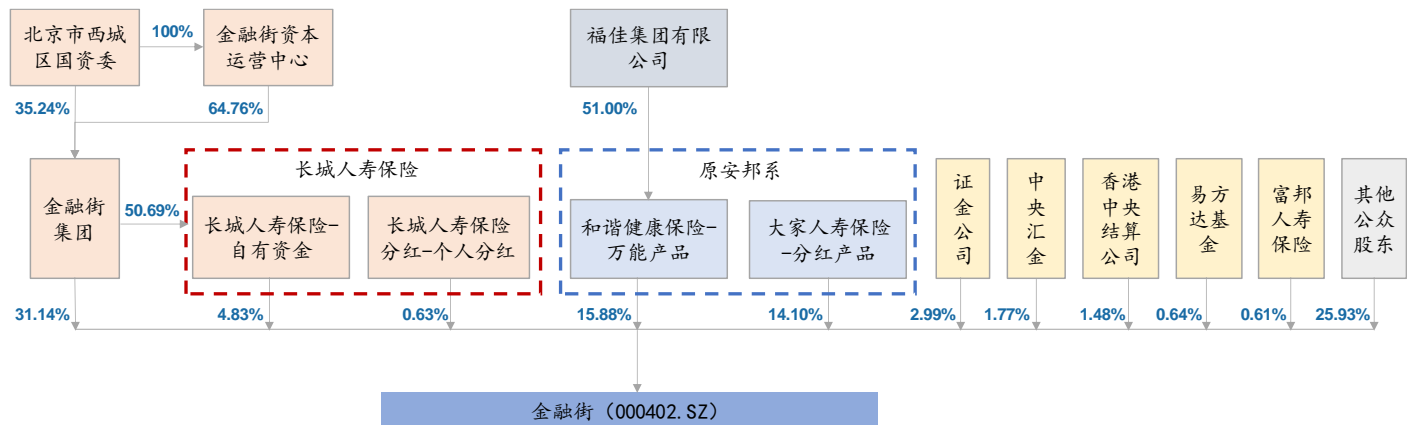
公司2000年借壳上市时总股本为0.79亿，2000年上市至今20年的时间内，公司先后进行了7次转增，2次增发，1次非公开发行，1次公开发行以及1次股票回购注销。2006年12月，公司非公开发行A股1.14亿股，募集资金总额12.0亿元，净额用于北京金融街区域内的房地产开发项目。2008年1月，公开发行股票3亿股，募集资金82.83亿元，净额用于投入德外项目H地块、A5项目、津门项目等五个项目建设。截止到20年6月底，公司总股本达到了29.89亿股，注册资本29.89亿元。

表 1: 金融街股份变动情况

日期	股本变化	总股本 (亿股)
2000/8/6	整体资产置换: 与华西包装集团达成协议, 金融街将持有 0.49 亿股, 占公司总股本 61.88%	0.79
2000/5/27	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股, 新增 0.47 亿股	1.26
2002/8/6	增发新股: 增发普通股 0.21 亿股, 发行价格为每股 19.58 元	1.47
2003/4/16	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 新增 1.47 亿股	2.94
2004/2/24	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股, 新增 0.88 亿股	3.83
2004/12/8	增发新股: 增发普通股 0.76 亿股, 发行价格为每股 9.30 元	4.59
2005/4/9	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股, 新增 2.30 亿股	6.89
2006/3/31	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股, 新增 2.75 亿股	9.64
2006/12/26	非公开发行股票: 发行 A 股 1.14 亿股, 发行价格为每股 10.50 元, 募集资金总额 12.0 亿元	10.78
2008/1/25	公开发行股票: 发行 A 股 3 亿股, 发行价格 27.61 元, 募集资金 82.83 亿元	13.78
2008/5/16	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股, 新增 11.02 亿股	24.81
2010/7/6	资本公积转增股本: 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2.2 股, 新增 5.47 亿股	30.27
2014/9/16	回购注销股份: 回购并注销股份 3.8 亿股, 回购资金 24.99 亿元	29.89

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 金融街股权结构图 (截至 2020H1)



数据来源: 公司半年报, 公司股权公告, 广发证券发展研究中心

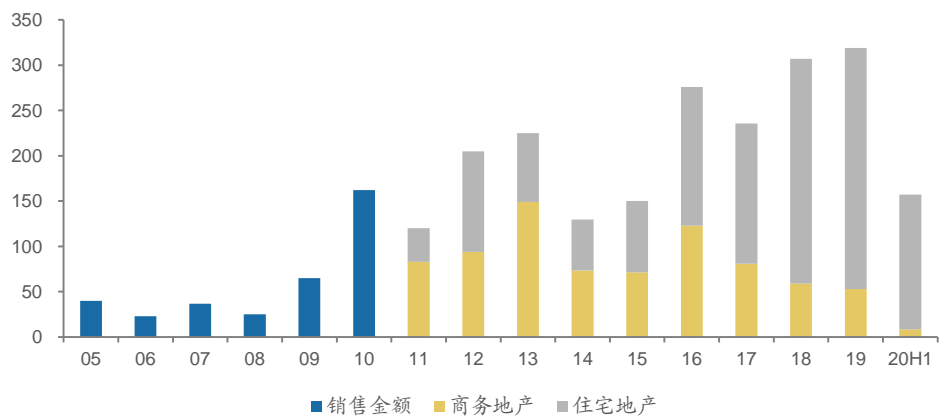
公司的大股东为北京市西城区国资委下属的北京金融街投资(集团)有限公司(金融街集团), 直接持股比例为31.14%, 其控股子公司长城人寿保险持股5.46%, 金融街集团及一致行动人累计持股比例为36.60%。原安邦系曾经是公司的第二大股东, 2014年3月起, 原安邦集团通过和谐健康保险和原安邦人寿开始在二级市场买入金融街的股票, 并多次举牌, 截至2019年底, 原安邦系累计持有公司股份29.98%, 安邦重组后, 大家保险集团承接原安邦人寿保险对持有公司的14.10%股份, 而2020年3月, 和谐健康保险51%的股份转让给大连民企福佳集团, 福佳集团间接控制公司15.88%的股份。

二、筚路蓝缕的三年，销售增长的前夜

（一）商务地产转向住宅地产，小而美布局转向全国拓展

金融街起家于北京金融街的开发，在房地产开发上具有深厚的商务地产开发的基因，因此商务地产一直是公司房地产开发的重要组成部分，事实上，直到2015年的年报，公司仍然强调要“坚守以商务地产为核心”的业务模式。然而，这一模式却有其一定的弊端。公司的商务地产业务在14年之前主要聚集在北京、重庆、天津，14年之后进入上海。聚焦于核心城市核心地段的商务地产销售均价较高，也是金融街打造北京金融街之后向外拓展的范式和品牌象征。然而，对核心城市核心地段的商务地产需求远不及市场对住宅的需求，商务地产的开发周期较长、资源占用量较大，如果存在产业导入的需求则进一步加大了商务地产开发的难度，而公司重仓核心城市也给公司带来了较大的市场风险，因此，商务地产在增长空间上不及住宅，而作为房地产开发的一个类别除了要承受房地产行业的政策风险外，还要承受经济波动对商务地产需求的风险，公司对重点城市的过于集中还进一步加剧了市场布局的风险，这也导致了公司在08年、11年、14年的三轮小周期低点时均“中枪”，销售金额大幅下滑。

图5：金融街销售金额（亿元）及产品类型拆分

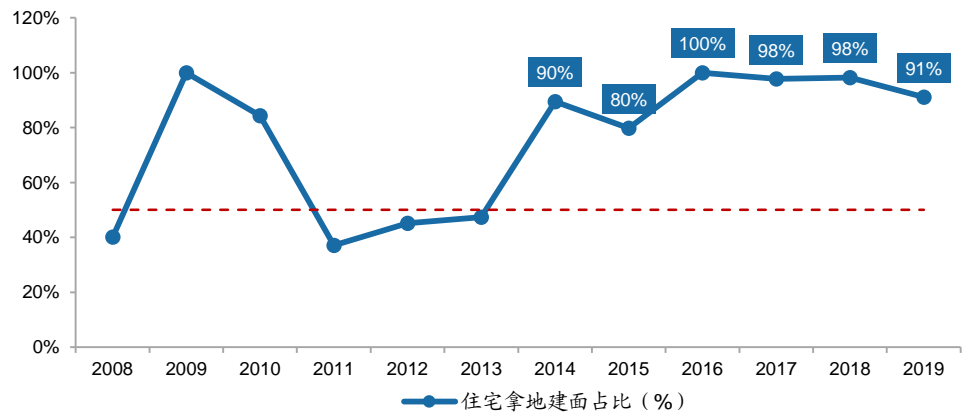


数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

从2014年开始，公司在拿地逐步转向了住宅，含住宅性质的新增土地开始超过纯商务用地并维持高位，并且从2014年开始，公司开始有意识地进行布局拓展，分散城市布局过于集中的风险，2014年公司新拓展广州和上海两个一线城市，两个城市的拿地面积占14年全年拿地面积的55%。然而，2015-2016年公司拿地力度大幅下

降，分别仅获取了4宗、2宗地块。这或许与公司的管理层动荡有一定的联系，2015年，公司的两位核心领导王功伟、鞠瑾被调查，并于2016年辞职，王功伟和鞠瑾在金融街上市前就一直是公司的核心领导，在公司内部影响力较大，他们的调查对公司的经营也产生了较大的冲击。2017年初，公司董事及高管发生了大规模的变动，包括2011年接任王功伟接任公司董事长的刘世春以及公司总经理高靛相继离职，整个高层大规模换血，不过整体来看，更换后的领导层仍主要是公司原有的业务骨干。

图6: 金融街住宅性质拿地建面占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 2: 王功伟、鞠瑾主要职位及履历

姓名	主要职位及履历
王功伟	金融街集团党委书记、董事长 1993 年担任北京金融街建设开发公司董事长兼总经理 2000 年 6 月金融街控股借壳上市之后担任金融街董事长 2011 年 7 月卸任董事长但担任名誉董事长 2016 年 4 月辞职董事长
鞠瑾	金融街集团党委副书记、副董事长、总经理 2000 年 6 月金融街控股借壳上市之后担任金融街副董事长 2016 年 4 月辞职副董事长

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 3: 金融街2017年董高监变动情况

职位	原职位成员	改组后职位人员	改组后职位人员主要履历
名誉董事长	王功伟	-	
董事长	刘世春	高靛	自 2000 年起历任任金融街副总、常务副总、总经理
副董事长	鞠瑾	-	
董事		杨扬	自 2005 年起历任任金融街副总
董事		赵泽辉	安邦系董事

董事		白力	曾任北京市西城区人民政府区长助理、北京金融街建设指挥部常务副总指挥
监事会主席	胡国光	栗谦	自 2011 年起历任公司副总、总助
总经理	高靓	吕洪斌	自 2014 年起历任公司副总
常务副总	-	盛华平	自 2014 年起历任公司副总
副总	祝艳辉	张晓鹏	曾任金融街建设集团董办主任
副总		傅英杰	曾任北京设计院科技质量部副部长
副总		李亮	曾任金融街（天津）置业副总

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从这个意义上来看，2017年是公司事实意义上的转折年，公司的管理层经历变革后终于稳定，新管理层更积极地推进了2014年的布局扩张战略，确立了“深耕五大城市群（京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游）中心城市，拓展环五大城市群中心城市一小时交通圈卫星城/区域”的区域战略，全面扩张和下沉，截至2020年6月底，公司累计布局15个城市（不含已退出的南昌），其中9个是2017-2019年进入，占比达到60%。

表 4：金融街进入城市时间

区域	02 年之前	2002	2005	2014	2017	2018	2019
京津冀	北京		天津		河北·廊坊	河北·遵化	
长三角				上海	江苏·苏州		江苏·无锡
珠三角			广东·惠州	广东·广州	广东·佛山	广东·深圳 广东·东莞	
长江中游			江西·南昌		湖北·武汉		
成渝		重庆			四川·成都		
新进入城市数量	1	2	3	2	5	3	1

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：20 年上半年公司未拿地

从拿地表现来看，公司2017-2019大幅加大了拿地力度，建面口径拿地力度平均为272%，金额口径拿地力度平均为98%，与此同时，公司在加大拿地力度的时维持了相对较低的拿地成本，拿地均价/销售均价为36%，这也与公司拿地结构下沉三四线城市有关。而从权益比例来看，与公司历史上加大拿地力度的时期相对应，公司通过降低权益比例的方式获取了更多的资源，2017-2019公司金额口径权益比例平均为79%。

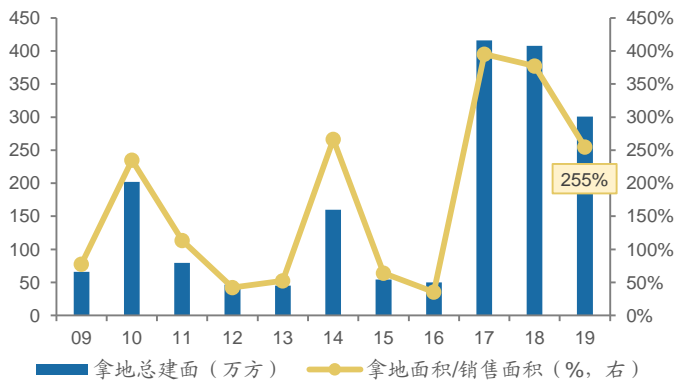
表 5: 金融街2005-2020H1在各城市拿地宗数情况

城市	首次进入年份	2005-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016	2017-2019	05-19拿地数量	05-19拿地建面	项目平均建面	20H1未结算建面
北京	1993	4	7	6	3	8	28	576	20.6	334.3
天津	2005	2	1	2	1	8	14	291	20.8	219.2
廊坊	2017					3	3	60	20.0	73.9
遵化	2018					5	5	51	10.2	50.1
上海	2014				3	3	6	88	14.7	68.2
苏州	2017					3	3	82	27.5	108.2
无锡	2019					3	3	47	15.8	47.4
惠州	2005	1	0	0	0	1	2	32	15.9	237.7
广州	2014				6	0	6	112	18.6	83.2
佛山	2017					3	3	53	17.5	58.0
深圳	2018					1	1	11	10.8	14.6
东莞	2018					1	1	17	16.5	22.9
南昌	2005	2	1	0	0	0	3	54	17.9	
武汉	2017					5	5	111	22.2	145.3
重庆	2002	3	2	1	2	7	15	350	23.3	199.4
成都	2017					4	4	46	11.4	60.6
京津冀合计		6	8	8	4	24	50	978	19.6	677.5
长三角合计					3	9	12	218	18.2	223.9
珠三角合计		1	0	0	6	6	13	224	17.2	416.3
长江中游合计		2	1	0	0	5	8	165	20.6	145.3
成渝合计		3	2	1	2	11	19	395	20.8	259.9

数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

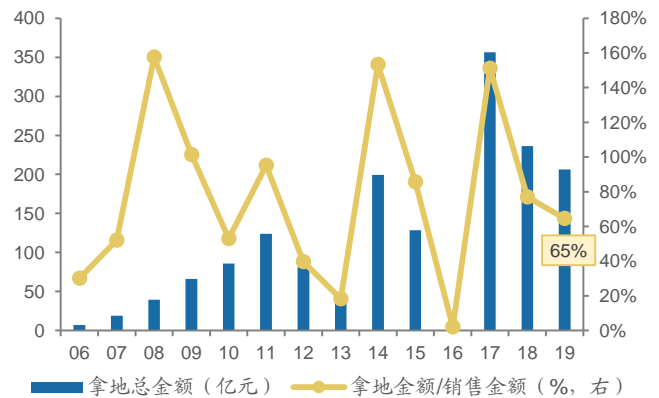
注: 数量单位(宗), 面积单位(万方)

图7: 金融街拿地建面及其与销售建面之比



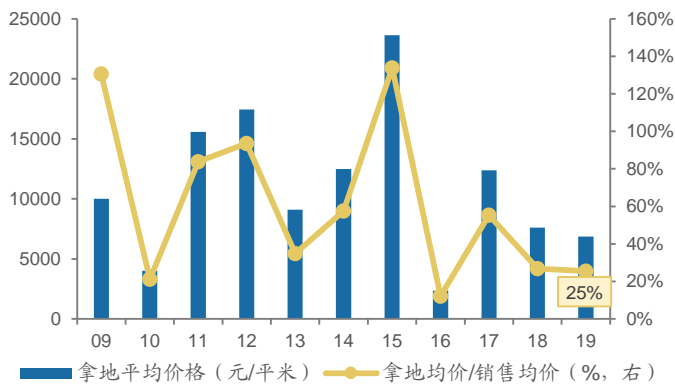
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图8: 金融街拿地金额及其与销售金额之比



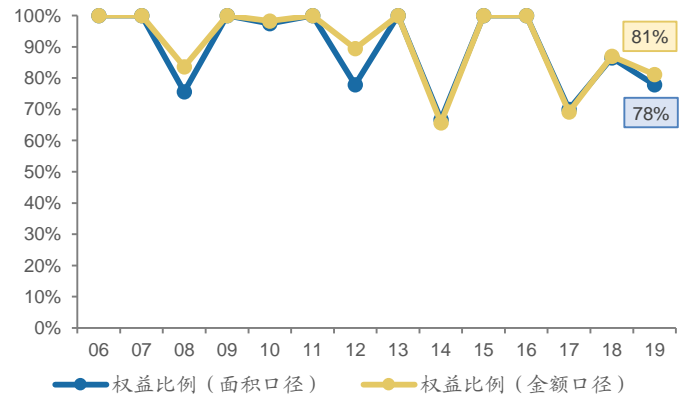
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图9: 金融街拿地均价及其与销售均价之比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

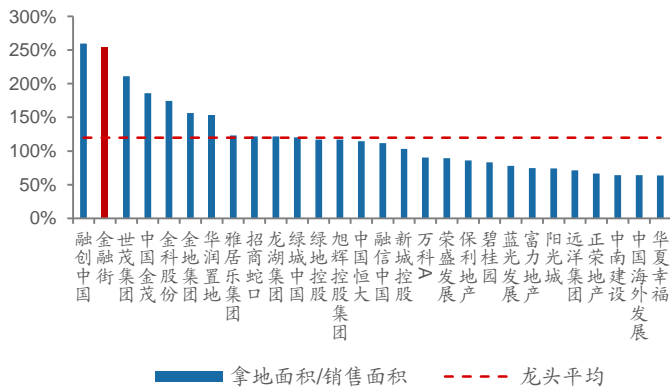
图10: 金融街拿地权益比例



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

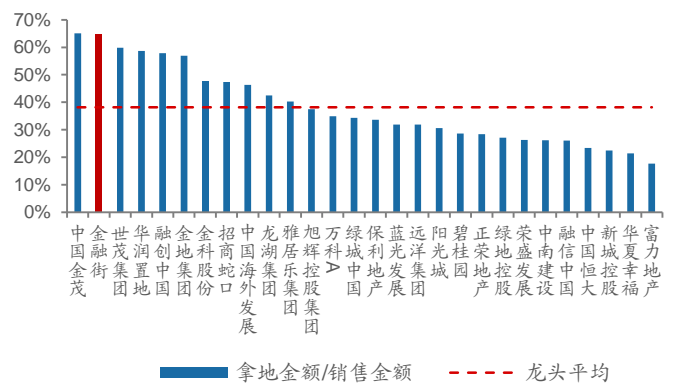
横向对比来看, 以2019年为例, 公司在建面口径的拿地力度和金额口径的拿地力度上都超过大多数龙头房企, 这从侧面体现了公司奋起直追的决心, 而从拿地成本方面, 公司通过股权收购、合作等方式将拿地成本控制在了相对较低的水平, 同时在权益比例的稀释上也控制得较为出色。

图11: 2019龙头拿地力度对比 (建面口径)



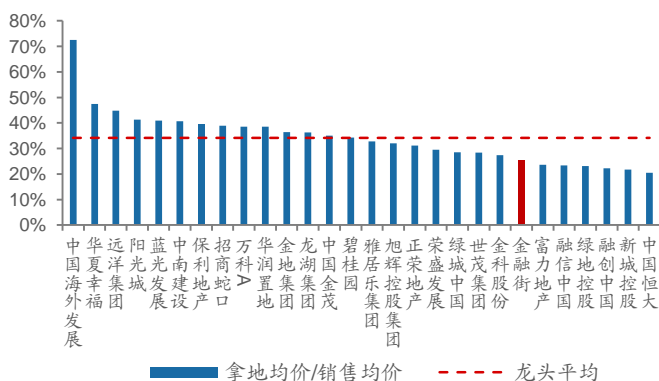
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图12: 2019龙头拿地力度对比 (金额口径)



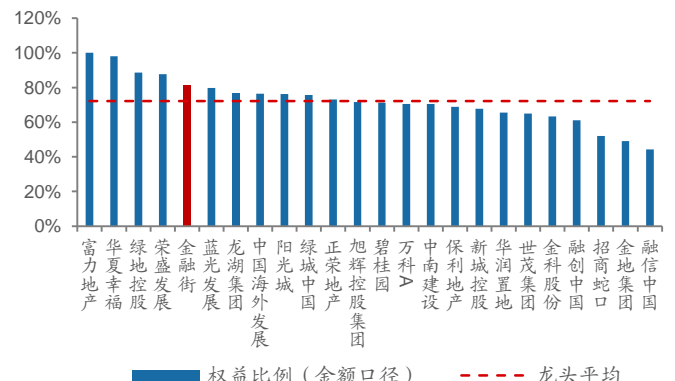
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 2019龙头拿地成本对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

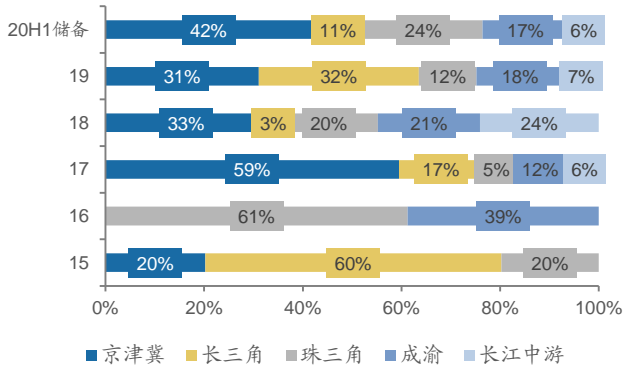
图14: 2019龙头拿地权益比例对比 (金额口径)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

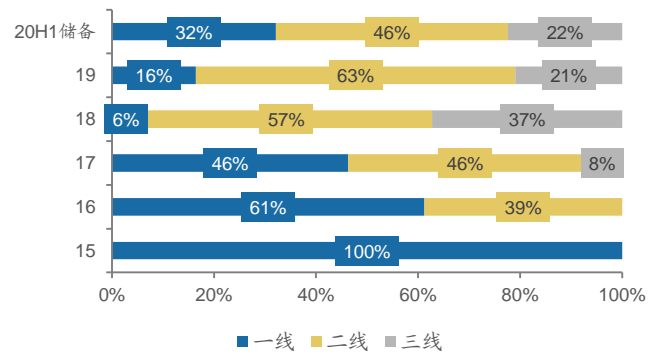
分区域来看，17年开始拿地扩张后，公司在17年完成了5大区域的布局，此后加大了京外区域的拿地力度，截至2020H1，公司基本形成了北京和京外四六开的土储布局，京外各区域的储备建面也基本均衡。而从分线角度来看，17年公司进入了环中心城市的三四线卫星城，此后在18-19年加大了卫星城的拿地力度而降低了一线城市的拿地力度，截至2020H1，三四线卫星城土储建面占比达到22%，土储分线布局基本均衡，通过区域和城市能级的有侧重扩张，公司也初步走出之前市场过于集中的风险。

图15: 金融街分区域拿地建面结构及20H1储备结构



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图16: 金融街分线拿地建面结构及20H1储备结构

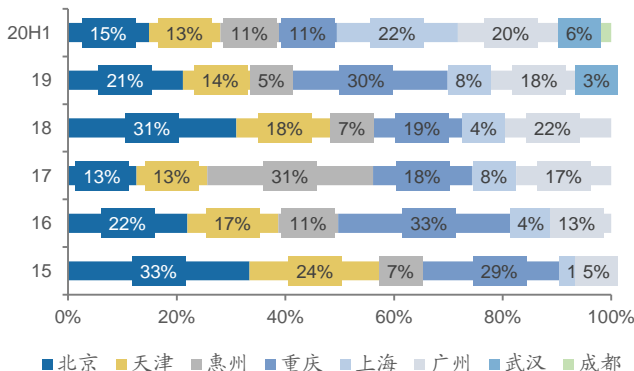


数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

(二) 布局拓展效果初现, 新进城市未来可期

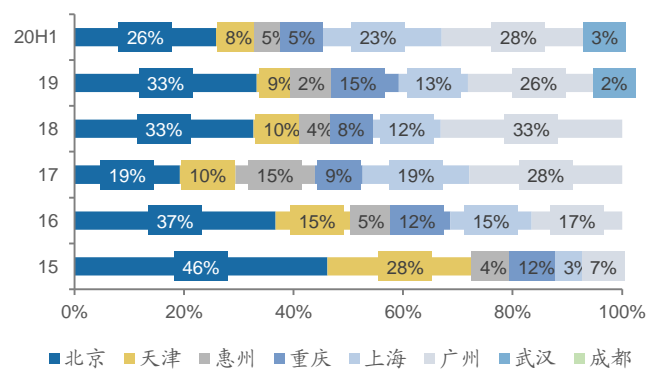
从布局的效果来看，公司的全国扩张已经取得了一定的成效。2014年公司新进入上海和广州，2015年开始贡献销售，两个城市销售面积占比6.1%，销售金额占比4.8%，而到2019年，这两个占比分别提高至25.8%、38.4%，2020年上半年进一步提高至41.8%、51.3%，分别是公司销售金额贡献第一大、第三大的城市，公司在核心城市的布局取得了重大成效。而公司2017年新进入的武汉和成都在2019年也开始逐步贡献销售，两个城市20H1贡献销售面积占比8.7%，贡献销售金额占比4.9%，公司新进入城市的投入即将迎来销售兑现期。

图17: 金融街销售面积分城市占比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

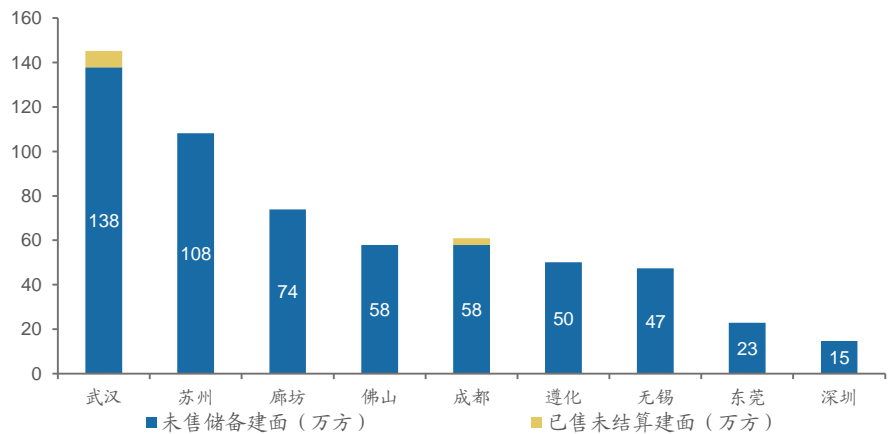
图18: 金融街销售金额分城市占比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

我们着重观察一下即将进入销售兑现期的公司2017年以来新进入城市的情况。2017年以来公司新进入9个城市，公司2017-2020H1在这9个城市的权益拿地面积占总权益拿地面积的55.2%，权益拿地金额占48.4%，公司投入了较大的资源进入新进入城市。而在新进入的9个城市中，仅武汉和成都自2019年开始贡献销售，且截至20H1，均未进入结算期。截至20H1，新进入城市中，武汉的未售储备面积最多，达到138万方，此外苏州也达到百万土储级别，公司在新进入城市具有丰富的土地储备。

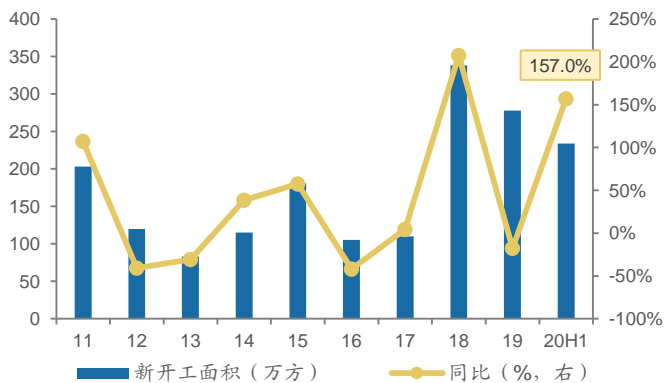
图19: 金融街截至20H1新进入城市土储情况



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

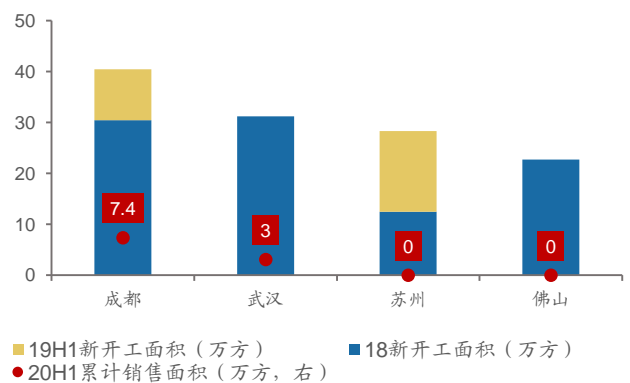
从短期销售增长爆发性来看，在上半年疫情的影响下，公司仍保持较强的新开工力度，上半年新开工面积234万方，同比大幅增长157.0%，上半年新开工量已经达到19年的85%。而从最新的截至2019H1的数据来看，即便不考虑19H2-20H1的新开工面积，公司17年新进入的城市中有4个城市实现了新开工，累计新开工面积123万方，而其中成都和武汉截至20H1仅销售10.4万方，公司在新进入城市已经储备了大量的开工未售土储，随着推盘的进行，在当前去化环境基本稳定的情况下，预计将持续为公司带来新的销售增长点。

图20: 金融街新开工面积及增速



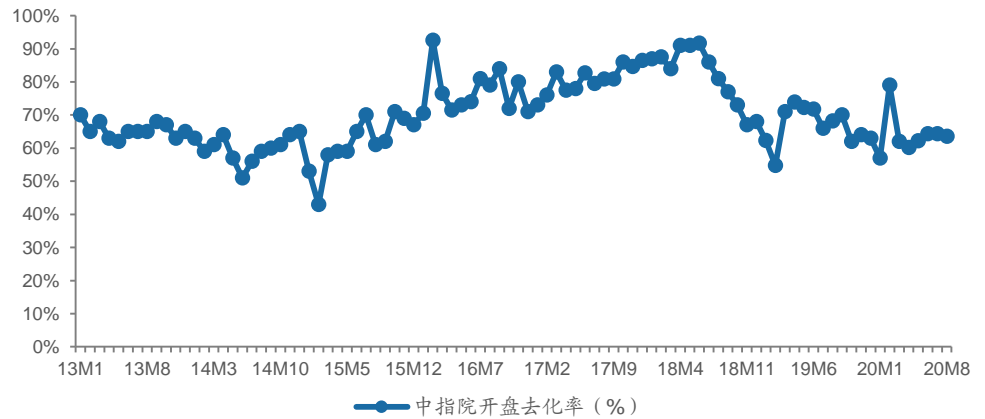
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图21: 金融街新进入城市累计新开工及累计销售



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

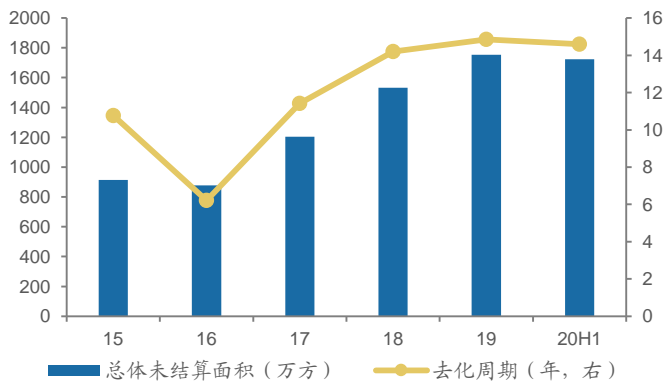
图22: 中指院重点城市开盘去化率 (%)



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

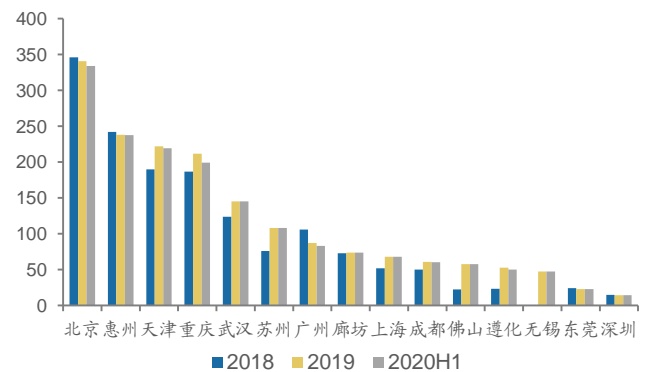
整体来看, 尽管公司20H1没有新增拿地, 但截至20H1, 公司未结算累计储备面积1723万方, 对应总货值3963亿元, 权益未结算储备面积1377万方, 对应权益货值3167亿元, 储备资源丰富。分城市来看, 截至20H1, 北京、惠州、天津、重庆等早期进入的城市仍然是公司的大本营, 土储占比达到57.5%, 广州和上海土储占比8.8%, 而2017年后新进入的9个城市土储占比33.7%, 新进入城市将成为公司销售和营收增长的增长点。

图23: 金融街未结算建面及去化周期



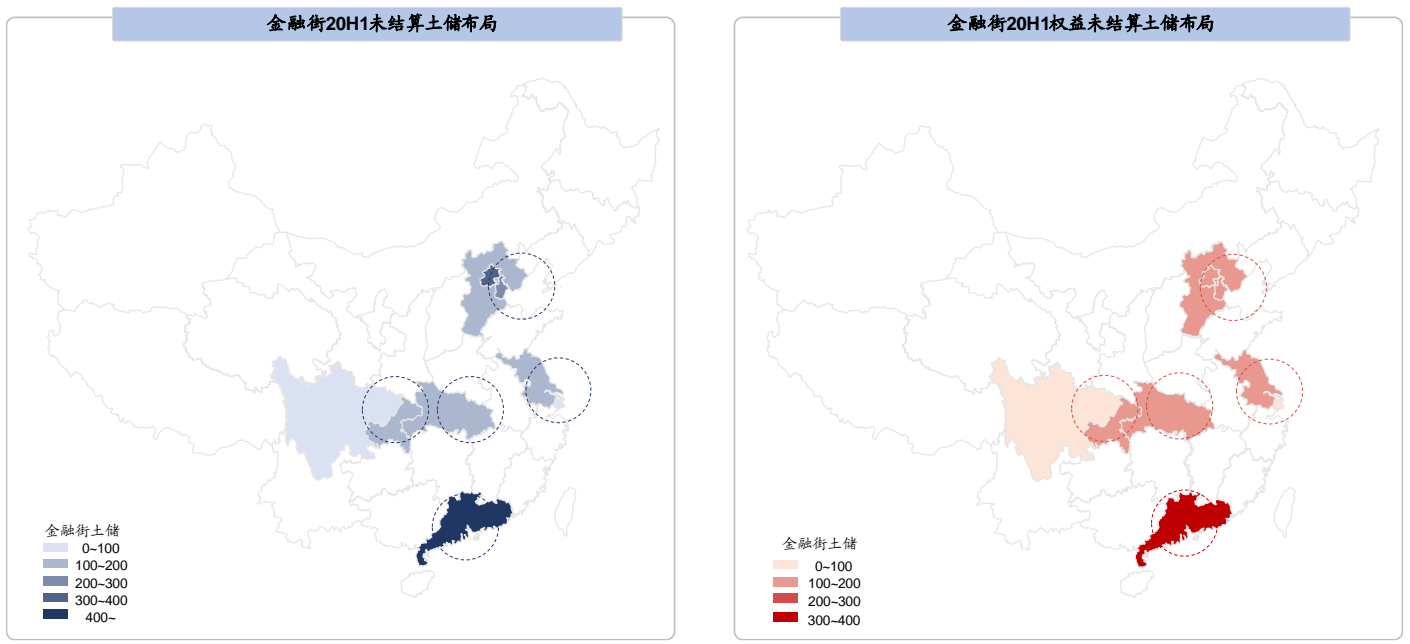
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图24: 金融街分城市未结算建面 (万方)



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图25: 金融街20H1土地储备布局 (万方)

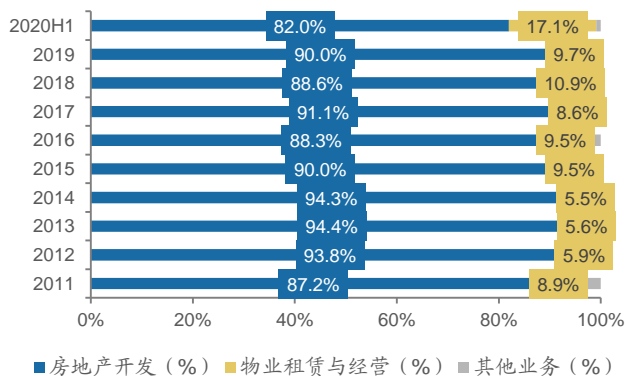


数据来源: 公司半年报, 广发证券发展研究中心

三、坐拥金融街核心资产, 有的放矢适度拓展持有物业

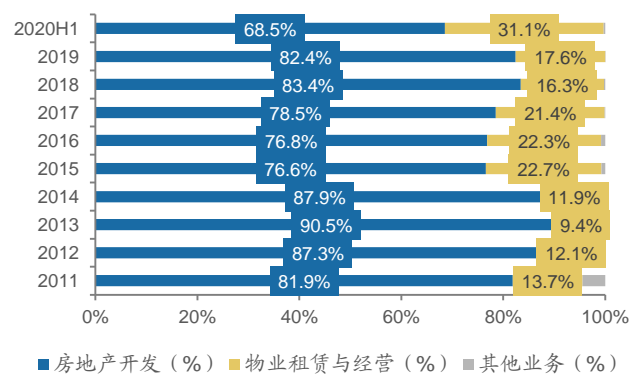
公司起家于北京金融街, 在发展过程中也逐步积累了一批优质的持有型物业, 租金及经营收入也成为公司重要的收入与利润来源。20年H1公司物业租赁与经营收入10.1亿元, 占总营收比例提高至17.1%, 而毛利占比则大幅提高至31.1%。截至20H1, 公司累计持有开业的主要物业项目22个, 总建面116.9万方, 其中位于北京金融街的主要项目15个, 总建面44.6万方。此外, 公司还有13个在建的持有型物业, 总建面54.1万方, 占当前可出租建面的46.3%, 随着这一批在建持有型项目的竣工, 运营稳定后预计将为公司贡献约9.1亿元的年租金收入。

图26: 金融街营收分结构



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图27: 金融街毛利分结构



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

表 6: 金融街出租物业变化

城市	主要业态	项目名称	地理位置	权益	规划建面 (万方)		出租率 (%)		租金 (元/平米/天)	
					19	20H1	19	20H1	19	20H1
北京	写字楼	金融街中心	西城区	100%	11.1	11.1	95%	96%	15.0	13.9
		金融街万科丰科中心	丰台区	50%	12.1	12.1	85%	92%	1.8	3.7
		金融街(月坛)中心部分(不含金融集)	西城区	100%	2.2	2.2	93%	99%	8.29	10.4
		金融街(月坛)中心-金融集	西城区	100%	0.6	0.6	63%	65%		
		德胜国际中心	西城区	100%	3.1	3.1	75%	76%	6.7	7.1
		金融街公寓(商务长租)	西城区	100%	1.3	1.3	50%	44%	14.4	8.3
		金融大厦	西城区	100%	1.1	1.1	100%	100%	15.1	15.1
		其他零散写字楼		100%	0.7	0.7	100%	100%	-	-
		通泰大厦	西城区	100%	0.1	0.1	100%	69%	-	-
	车位、配套	其他		100%	15.0	15.0	-	-	-	-
	商业	金融街购物中心	西城区	100%	9.5	9.5	99%	99%	8.6	6.7
		金融街(西单)购物中心	西城区	100%	4.8	4.8	100%	100%	2.1	1.4
		金树街	西城区	100%	1.5	1.5	100%	97%	8.1	6.0
		E2四合院 5/7 号院	西城区	100%	0.3	0.3	100%	100%	9.1	9.3
		E2四合院 4/6 号院	西城区	100%	0.2	0.2	100%	100%		
		C3四合院	西城区	100%	0.2	0.2	100%	100%	7.3	10.8
		金熙汇	石景山区	80%	-	1.3	-	55%	-	-
上海	写字楼	金融街海伦中心	虹口区	100%	7.9	7.9	79%	76%	3.7	3.6
	车位、配套	其他			3.8	3.8	-	-	-	-
天津	写字楼	金融街南开中心	南开区	100%	8.9	8.9	67%	71%	2.1	2.0
	写字楼	环球金融中心	和平区	100%	9.8	9.8	69%	71%	2.7	2.3
	车位、配套	其他			1.7	1.7	-	-	-	-
小计					95.8	97.1	84%	85%	-	-

数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

表 7: 金融街运营物业的变化

主要业态	城市	项目名称	地理位置	权益	规划建筑面积(万方)	
					2019	2020H1
酒店	北京	丽思卡尔顿酒店	西城区	100%	4.2	4.2
	天津	天津瑞吉酒店	和平区	100%	6.5	6.5

	惠州	惠州喜来登酒店	惠东县巽寮湾	100%	4.4	4.4
公寓	北京	金融街公寓(经营部分)	西城区	100%	3.7	3.7
体育场	北京	北京体育活动中心	西城区	100%	0.6	0.6
		北京长安体育中心	石景山区	80%	0.1	0.0
	重庆	重庆融景体育中心	江北区	100%	0.1	0.1
		重庆融御体育中心	江北区	100%	0.3	0.3
小计					20.0	19.9

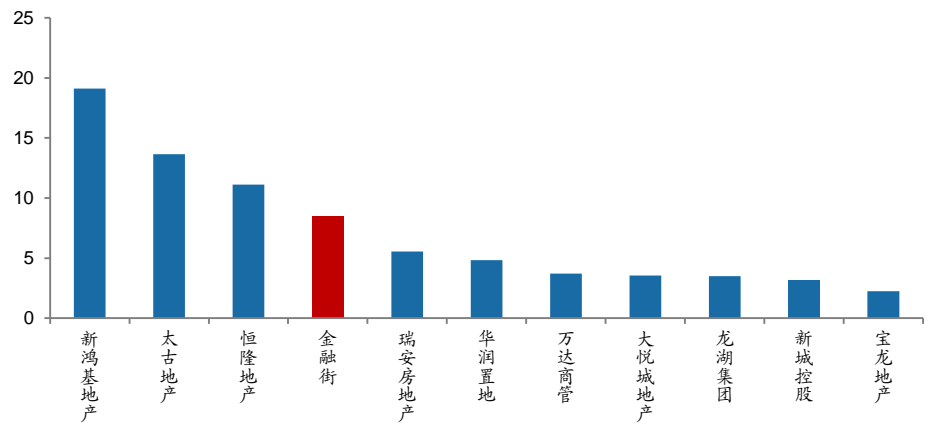
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

表 8: 20H1金融街在建投资性房地产情况概览

持有型物业项目	城市	地理位置	权益	规划建面(万方)
黄村颐璟万和	北京	大兴区	51%	0.24
门头沟融悦中心	北京	门头沟区	80%	3.72
房山金悦嘉苑	北京	房山区	100%	0.79
远洋·金融街西郊宸章	上海	青浦区	50%	0.74
静安融悦中心	上海	闸北区	100%	20.16
武清金悦府	天津	武清区	100%	1.00
重庆磁器口后街项目	重庆	沙坪坝	100%	8.54
重庆礼嘉项目	重庆	两江新区	100%	1.56
两江新区水土项目	重庆	两江新区	100%	4.02
黄鹤楼融御滨江	武汉	武昌区	60%	2.20
苏州太湖新城项目	苏州	吴中区	100%	10.96
佛山金悦郡项目	佛山	三水区	100%	0.10
东莞金悦府	东莞	茶山镇	100%	0.07
总计				54.11

数据来源：公司半年报，广发证券发展研究中心

从持有型物业的运营情况来看，由于公司当前的持有型物业布局城市能级较高且地段核心，尤其是位于北京金融街的一批优质持有型物业具有极高的价值，公司的持有型物业有较强的竞争力。以商业物业运营为例，公司的当前的商业物业集中于北京金融街，19年平均租金水平为8.50元/平米/天，受益于地段，这一水平即便在一众商业地产的专业运营商之中仍具有较强的竞争力，仅次于三大港资开发商。

图 28: 2019 商业地产公司租金水平比较 (元/平米/月)


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 9: 20H1 金融街主要项目租金水平走势 (元/平米/月)

主要业态	地点	项目名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
写字楼	北京	金融街中心	7.11	11.52	12.68	12.91	15.02	13.90
		金融街·万科丰科中心				1.35	1.77	3.74
		金融街(月坛)中心		3.59	8.30	8.67	8.29	10.36
		德胜国际中心	6.78	6.49	6.61	6.57	6.67	5.63
		金融大厦		5.44	14.83	15.56	15.09	15.08
		金融街公寓		5.16	19.64	29.65	14.42	8.27
		北京合计	5.87	7.89	9.95	9.11	8.18	8.18
	上海	上海海伦中心			0.89	2.92	3.74	3.58
	天津	金融街南开中心			1.44	2.07	2.06	1.96
		天津环球金融中心	2.86	2.62	2.37	2.43	2.67	2.26
		天津合计	2.86	2.62	1.93	2.25	2.36	2.10
			写字楼合计	5.12	6.74	5.97	6.14	6.14
商业	北京	金融街购物中心	6.99	7.65	8.25	5.13	8.56	6.74
		金树街底商	6.75	7.40	7.47	7.88	8.08	6.04
		E2 四合院	12.76	13.15	11.09	8.91	9.09	9.26
		C3 四合院	4.94	12.85	12.67	13.00	7.30	10.83
		商业合计	7.04	7.84	8.32	5.81	8.50	6.44

数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

表 10: 20H1 金融街主要项目出租率走势 (%)

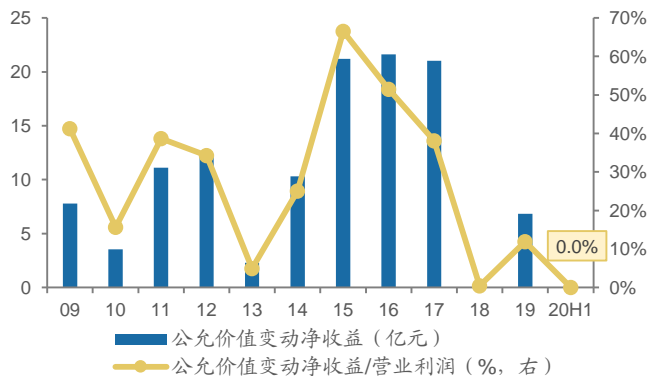
主要业态	地点	项目名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
写字楼	北京	金融街中心	100%	100%	98%	95%	95%	96%
		金融街·万科丰科中心				37%	85%	92%
		金融街(月坛)中心		62%	83%	98%	93%	99%
		德胜国际中心	100%	100%	100%	99%	75%	96%

		金融大厦		82%	79%	100%	100%	100%
		金融街公寓		100%	100%	54%	50%	44%
		北京合计	100%	91%	94%	74%	88%	93%
	上海	上海海伦中心		18%	73%	79%	79%	76%
	天津	金融街南开中心			65%	70%	67%	71%
		天津环球金融中心	75%	77%	77%	80%	69%	71%
		天津合计	75%	77%	71%	75%	68%	71%
	写字楼合计	92%	88%	82%	75%	81%	84%	
商业	北京	金融街购物中心	96%	93%	90%	95%	99%	99%
		金树街底商	100%	96%	100%	100%	98%	97%
		E2 四合院	100%	100%	74%	100%	100%	100%
		C3 四合院	100%	100%	100%	100%	100%	100%
		商业合计	97%	94%	91%	96%	99%	94%

数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

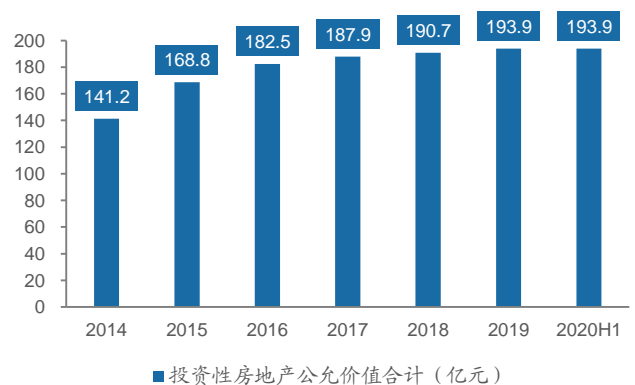
另外值得一提的是，历史上投资性房地产公允价值变动损益一直是公司利润的重要来源，其中又主要来源于投资性房地产的转入。这使得我们从另一个角度来看前面所提及的在建投资性房地产，这些项目竣工投入使用后，除贡献租金和经营收入外，还将对公司贡献公允价值变动收益。

图29：金融街公允价值变动损益及占营业利润比例



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图30：金融街代表性物业公允价值合计



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

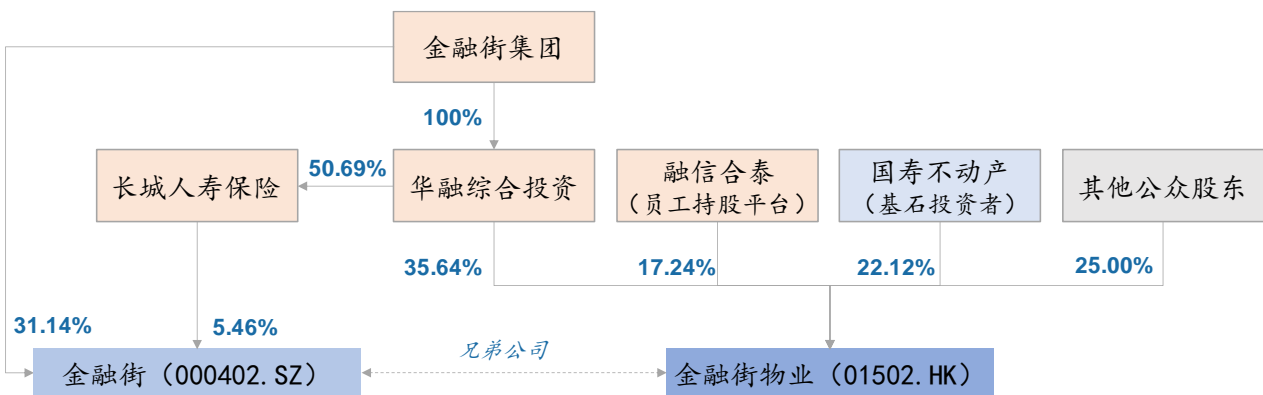
注1：代表性物业包含：金融街中心，金融街购物中心，金融街（月坛）中心，金树街底商，E2 四合院，C3 四合院，德胜国际中心，美晟国际广场，天津环球金融中心

注2：14-15的大幅增长事实上主要分别是因为金融街中心的扩建部分转入投资性房地产（贡献公允价值损益 11.7 亿元）

四、独树一帜的金融街物业，领先同业的商业地产赢家

2020年7月6日，金融街物业在港股上市，募资7.6亿港元，发售了IPO后25%的股份。值得一提的是，金融街物业与金融街没有直接的股权关系，两者属于同一实控人金融街集团下属的“兄弟公司”。IPO完成完成后，金融街集团持股比例35.64%，金融街物业的员工持股平台融信合泰持股17.24%，而基石投资者国寿投资持股22.12%。

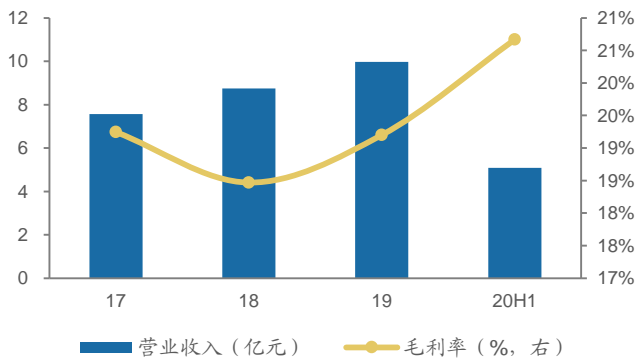
图31：金融街物业股权结构图（截至20年7月6日）



数据来源：招股说明书，公司股权变动公告，广发证券发展研究中心

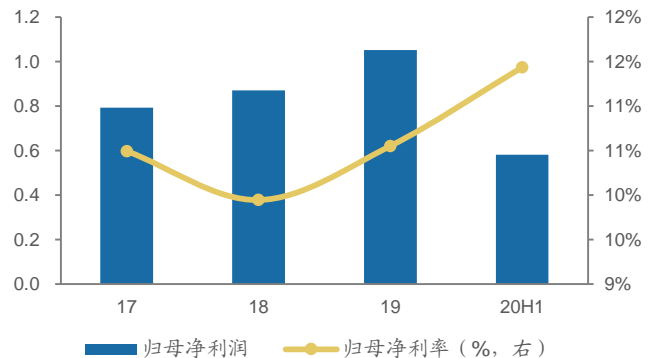
从营收和在管面积的维度来看，金融街物业相较于物业管理的巨头，仍然可以说是一家“小”物业公司。金融街物业20年上半年实现营收5.09亿元，同比增长18.74%，实现归母净利润0.58亿元，同比增长27.4%。

图32：金融街物业收入及毛利率



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

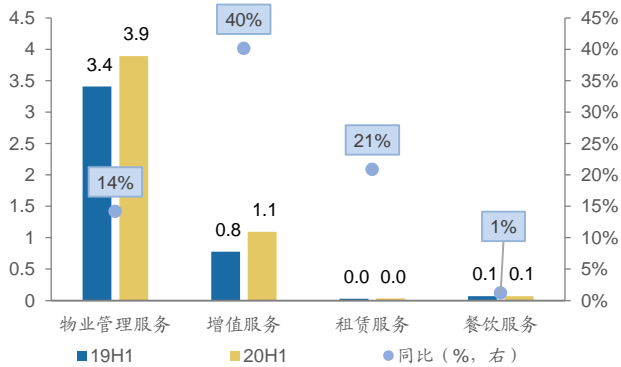
图33：金融街物业归母净利润（亿元）及净利率



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

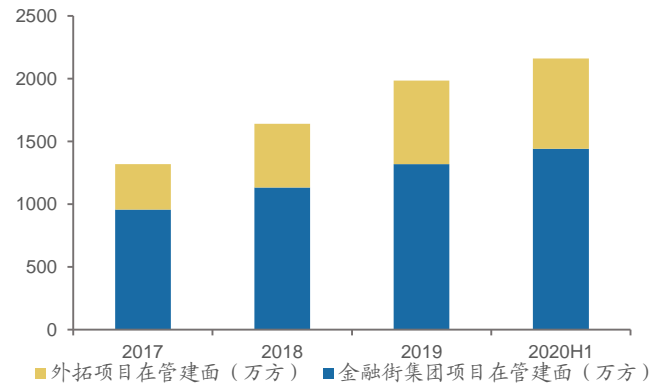
分收入结构来看，物业管理仍是公司的主要收入来源，20H1达到3.9亿元，同比增长14.2%，而增值服务也有较大的增长，同比增长40%。截至20H1，金融街物业在管面积2163万方，同比增长16.6%，其中来自金融街的在管面积1441万方，占比66.6%，外拓面积722万方，占比33.4%，外拓比例较高。

图34: 金融街物业分业务收入(亿元)及同比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

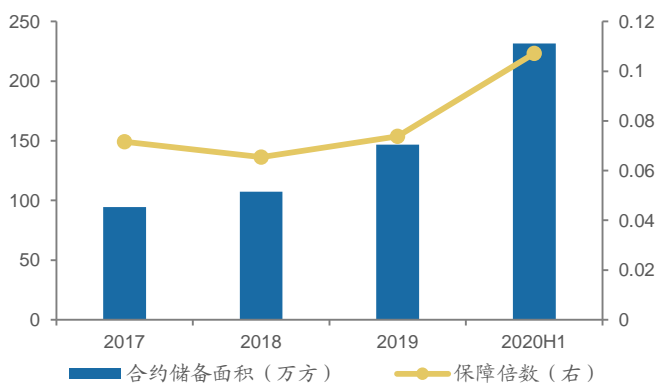
图35: 金融街物业在管面积及在管项目数量



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

从储备来看，截至20H1，公司合约储备面积232万方，对在管面积的覆盖倍数为0.11，合约储备较少，而关联方金融街未结算储备建面1723万方，对在管面积的覆盖倍数为0.80，金融街的面积交付将是金融街物业在管面积增长的有力支撑。

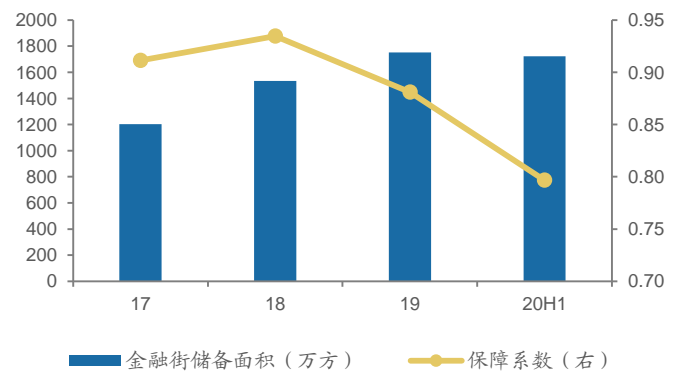
图36: 金融街物业合约储备建面及对在管保障倍数



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

注: 保障倍数=合约储备面积/在管面积

图37: 金融街未结算储备建面及对在管保障系数



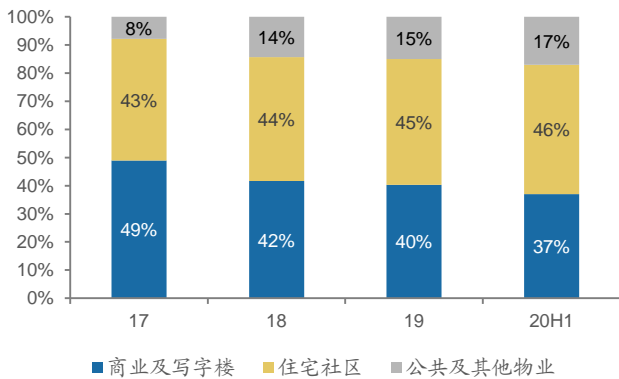
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

注: 保障系数=金融街储备面积/金融街物业在管面积

作为一家“小而美”的物管公司，金融街物业的独到之处在于其在商业地产物业的运营能力和领先优势。截至20H1，公司商业地产在管面积801.2万方，占比达到

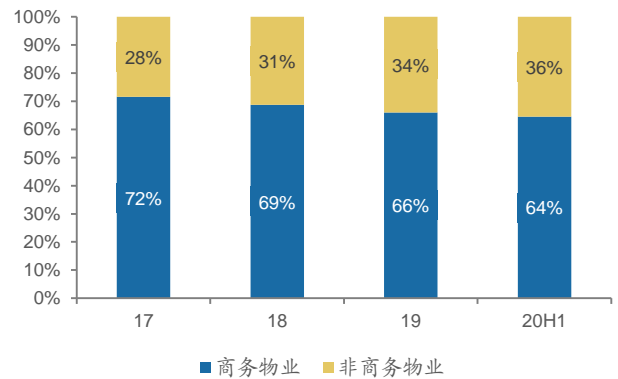
37.04%，而住宅、公共物业的在管面积分别为991.7万方、369.9万方，占比分别为45.85%、17.10%。然而，从收入端来看，20H1公司商务地产的收入为3.2亿元，占比64%，而非商务地产的收入为1.8亿元，占比36%，商务地产以更高的物管费贡献了更多的收入，也具有更高的毛利率。

图38: 金融街物业分业态在管面积结构



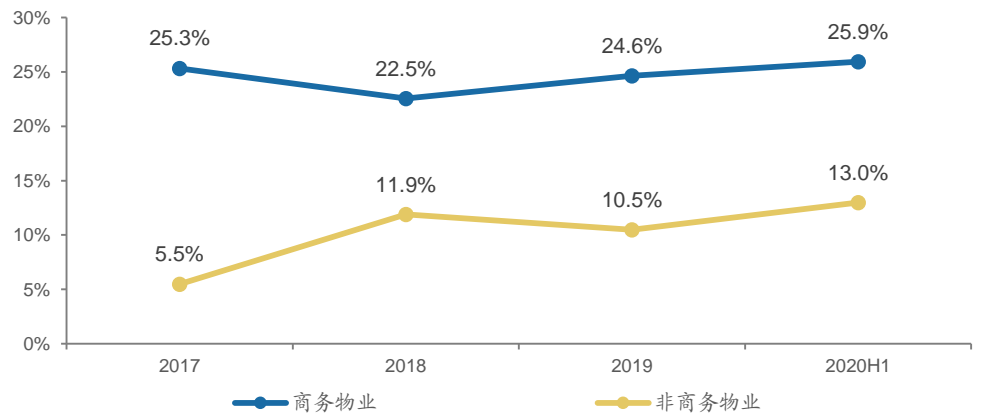
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图39: 金融街物业分业态物管收入结构



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

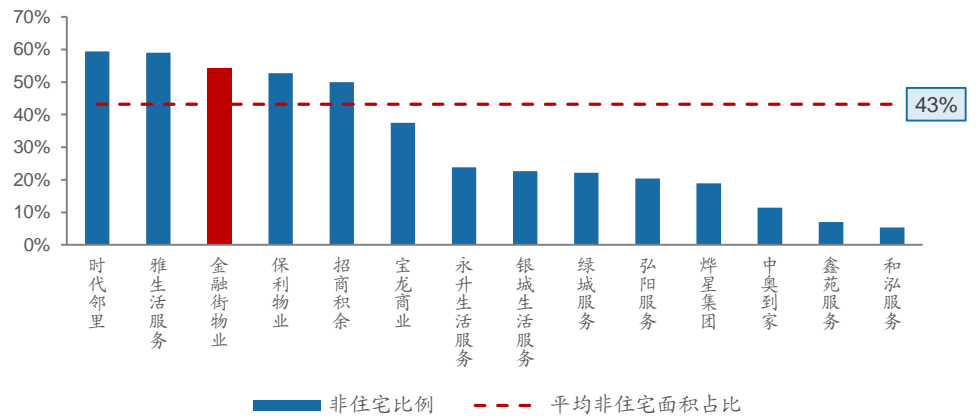
图40: 金融街物业商务物业及非商务物业毛利率对比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

横向对比来看, 大多数开发商以住宅开发为主, 孕育的也主要是以住宅物业为主的物业公司, 而金融街的非住宅在管面积比例达到了54%, 在非住宅业态的覆盖中较为领先。

图41：2020H1各物管公司非住宅在管面积比例对比



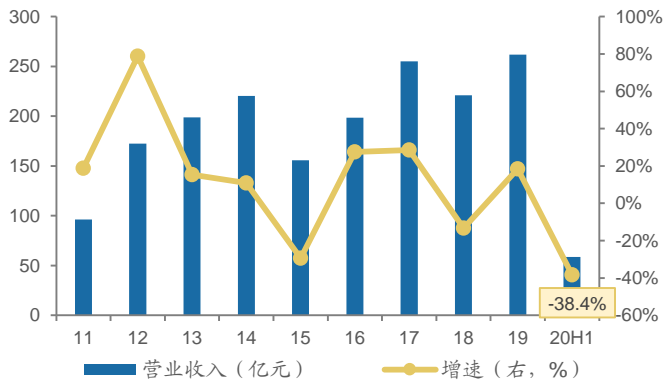
数据来源：公司半年报，广发证券发展研究中心

金融街长期坚持以商务地产为核心的业务模式使公司聚集了较多的商务地产业务资源，也孕育了金融街物业在商务地产方面的领先优势。长期运营北京金融街的成功经验成为了金融街物业的一块“金字招牌”，而国企背景也使得金融街物业在拓展第三方国资背景的商务地产上具有一定的优势，20年上半年公司新拓展民生银行贵阳分行总部大楼，此外还与多家国有银行或金融企业的总部开展合作，并积极开展国家电网的“三供一业”服务，我们持续看好金融街物业在商务地产以及其他公共类物业的品牌拓展能力和运营服务能力。

五、20H1 疫情影响业绩下滑，抓住机遇降低融资成本

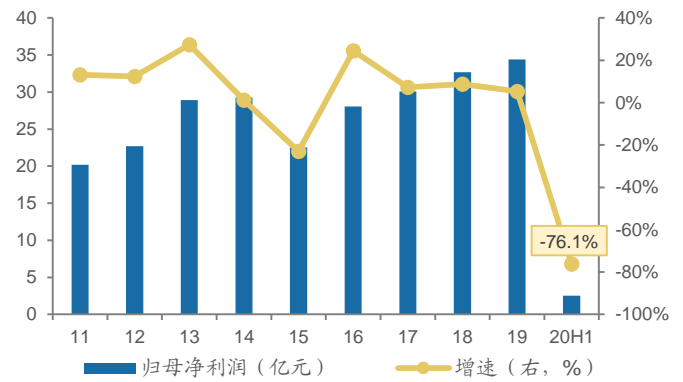
20年上半年公司营业收入58.7亿元，同比下滑38.4%，实现归母净利润2.5亿元，同比下滑76.1%。营收下滑主要是地产收入下滑带动，广州和上海结算大幅下降导致了收入的下滑，但从预收账款的角度来看，预收款仍在增长，即便考虑到公司长期有较大比例的收入来自于现房交易，预收账款仍能对公司全年的地产营收形成支撑。此外，疫情对公司的持有型业务也造成了一定的冲击。

图42: 金融街营收及同比



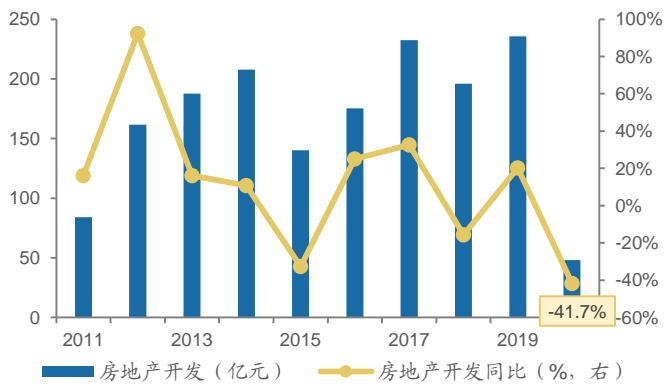
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图43: 金融街归母净利润及同比



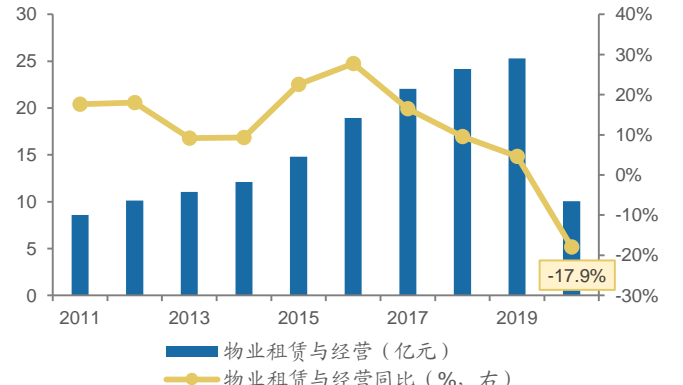
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图44: 金融街房地产开发营收及同比



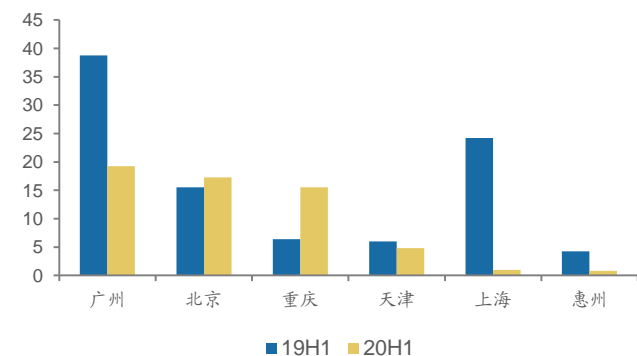
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图45: 金融街房地产物业租赁与经营收入及同比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图46: 金融街分区域营收 (亿元) 情况



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图47: 金融街预收账款及保障倍数



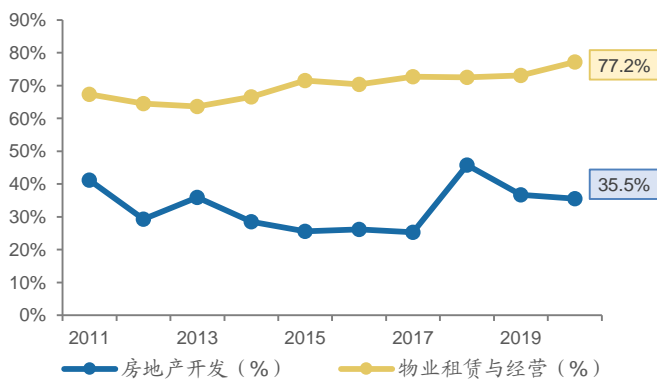
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

保障倍数 = n 年预收账款 / n-1 年地产结算款

利润率方面, 20H1公司毛利率42.5%, 同比下滑4.9个百分点, 扣税毛利率31.3%。

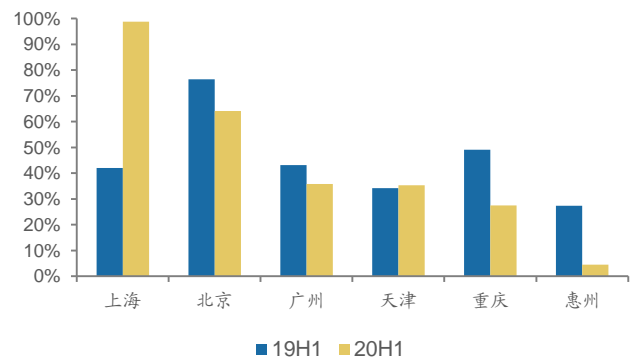
同比下滑5.2个百分点。分业务来看，持有型物业毛利率77.2%，在疫情期间稳中有升，同比提高0.7个百分点，而房地产开发毛利率为35.5%，同比下滑7.8个百分点，公司高毛利率项目在18年集中进入结算期，此后逐步减少，地产结算毛利率或将下滑，这也与行业利润率下滑趋势一致。分区域来看，除上海和天津外，各地区毛利率均有较大幅度的下滑，其中上海毛利率的大幅提高主要与营收结构的变化有关，20H1上海营收1.0亿元，其中海伦中心租金收入0.6亿元，高毛利率的持有型物业收入占比大幅提高是上海20H1毛利率提高的原因。此外，主要由于收入的大幅下滑，公司的期间费用率增长也较快，这些原因加速了公司业绩的稀释。

图48: 金融街分业务毛利率



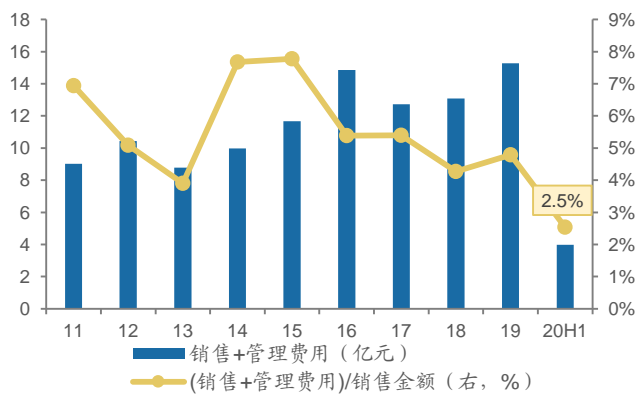
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图49: 金融街分区域毛利率



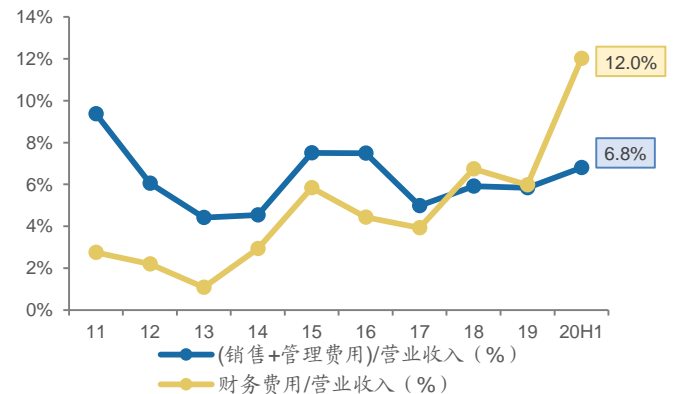
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图50: 金融街销管费用及占销售金额比例



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图51: 金融街期间费用率

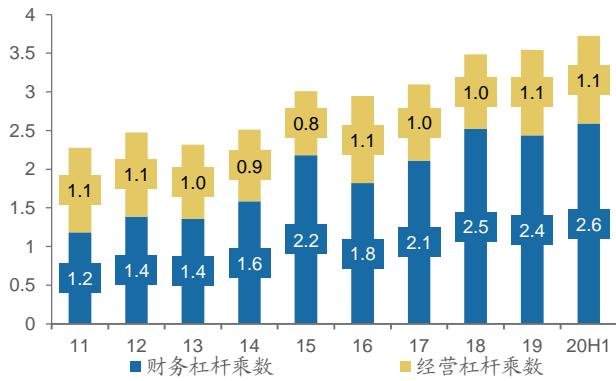


数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

公司17-19年的快速扩张中公司加大了杠杆比例，有息负债规模大幅扩张，截至20年6月底，公司有息负债规模884亿元，较16年扩大了75%。但公司合理地控制了融资成本，特别是抓住了20年上半年融资环境宽松的条件，调整负债结构，综合融资成本下滑至5.6%。值得一提的是，公司发行了80亿元的金融街中心CMBS（优先级76亿元），期限18年，票面利率仅2.80%，利率创国内CMBS发行利率历史最低。

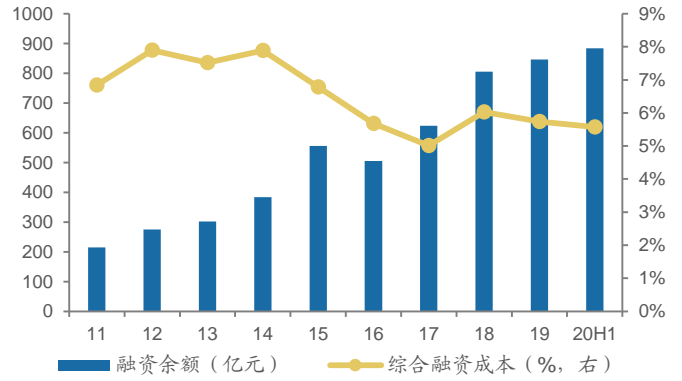
财务安全性方面，20H1净负债率水平202.3%，短债覆盖倍数下滑至0.55，但考虑到公司的背景，财务安全性方面短期仍无需过度担忧。

图52: 金融街杠杆乘数分析



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图53: 金融街融资余额及综合融资成本

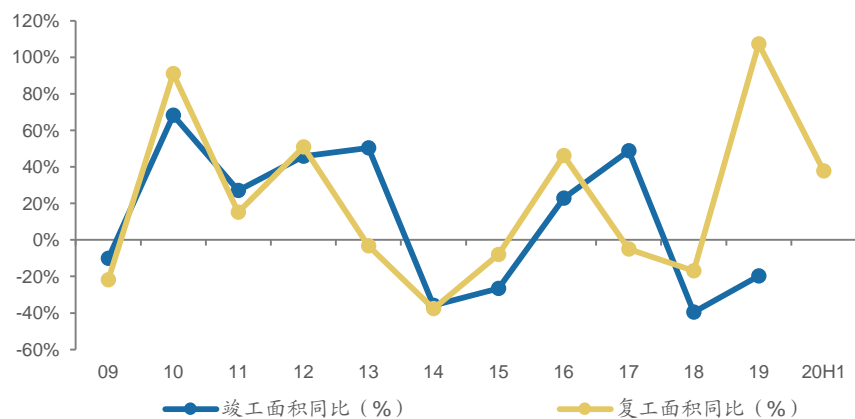


数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测与估值

上半年疫情影响公司在20H1的营收和业绩受到了一定的影响，但不改公司长期向好的趋势。上半年公司在建面积846万方，其中复工面积612万方，上半年复工面积已经创公司上市以来历史新高。考虑到公司复工面积与竣工面积之间的高度关联性，尽管部分竣工项目无法在年内结算以及竣工包含非可结算项目，公司20年房地产业务结算规模提升的确定性仍然较高。

图54: 金融街竣工同比与复工同比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

另一方面，我们前面分析公司在新进入城市具有充足的土地储备以及大量的开工未售土储的积累，随着疫情转好后公司下半年推盘的稳步进行，预计公司的销售将有较大幅度的恢复，未来几年的持续增长也有较高的保障，也将带动公司未来几年的结算增长。值得一提的是，销售的增长将主要由面积推动，由于布局的下沉，公司的销售均价将有所下滑。

地产结算毛利率方面，公司早期布局的高毛利率项目自18年开始进入结算期，随着高毛利率项目逐步结转完毕，毛利率或将下行，但公司过去几年拿地仍控制在较为合理的成本，预计毛利率不会大幅下降。

物业租赁与经营方面，下半年疫情转好预计公司的收入也将逐步恢复，未来几年，公司现有的物业由于其稀缺性以及公司持续优化的策略，收入将稳步增长，另一方面，随着新增投资性物业的逐步竣工，这些物业未来也将为公司贡献租金和运营收入以及公允价值变动损益。

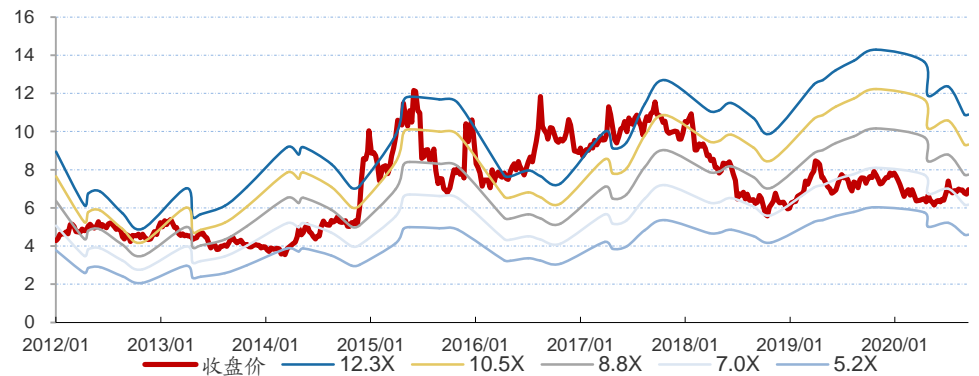
表 11: 金融街盈利预测

	13	14	15	16	17	18	19	20E	21E	22E
销售金额 (亿元)	225	130	150	276	236	307	319	400	484	600
同比 (%)	10%	-42%	15%	84%	-15%	30%	4%	25%	21%	24%
销售面积 (万方)	86	60	85	142	105	108	118	160	220	300
同比 (%)	-22%	-30%	42%	67%	-26%	3%	9%	36%	38%	36%
销售均价 (元/平米)	26,163	21,667	17,662	19,502	22,377	28,404	27,034	25,000	22,000	20,000
同比 (%)	40%	-17%	-18%	10%	15%	27%	-5%	-8%	-12%	-9%
新开工面积 (万方)	83	115	181	105	110	338	278	360	380	400
同比 (%)	-31%	39%	57%	-42%	4%	207%	-18%	29%	6%	5%
结算金额/n-1年销售金额		92%	108%	117%	84%	83%	77%	80%	80%	80%
结算金额 (亿元)	188	208	140	175	232	196	236	255	320	387
结算毛利率 (%)	36.0%	28.6%	25.6%	26.1%	25.3%	45.8%	36.8%	35%	33%	30%
地产业务毛利 (亿元)	67.5	59.4	35.8	45.8	58.9	89.7	86.6	89.3	105.6	116.2
持有物业运营收入 (亿元)	11.1	12.1	14.8	18.9	22.0	24.2	25.3	23.0	28.0	30.0
同比 (%)	9%	9%	23%	28%	16%	10%	5%	-9%	22%	7%
运营毛利率 (%)	63.6%	66.6%	71.5%	70.3%	72.8%	72.5%	73.1%	73%	73%	73%
运营毛利 (亿元)	7.0	8.0	10.6	13.3	16.0	17.5	18.5	16.8	20.4	21.9
合计毛利(1)	74.6	67.4	46.4	59.1	75.0	107.2	105.1	106.1	126.0	138.1
公允价值变动 (亿元)	2.3	10.3	21.2	21.6	21.0	0.2	6.8	10.0	10.0	10.0
税前净利润 (亿元)	47.1	42.2	32.1	42.2	56.0	55.4	57.2	60.9	70.5	76.3
扣除公允价值变动税前净利润(2)	44.9	31.9	10.9	20.5	35.0	55.2	50.3	50.9	60.5	66.3
其他费用率 ((1)-(1)/(2))	39.8%	52.7%	76.6%	65.3%	53.3%	48.5%	52.1%	52%	52%	52%
净利润 (亿元)	35.2	31.1	22.7	28.2	41.0	40.4	41.2	42.7	51.1	55.7
少数股东损益占比 (%)	18%	6%	1%	0%	27%	19%	16%	15%	15%	15%
归母净利润 (亿元)	28.9	29.3	22.5	28.0	30.1	32.7	34.4	36.3	43.7	47.3
同比 (%)		1%	-23%	24%	7%	9%	5%	5%	20%	8%

数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

综合上述考虑，我们预计2020-2022年公司营业收入分别为279/349/418亿元，归母净利润分别为36/44/47亿元，当前市值对应20/21年PE分别为5.7/4.8倍。考虑到公司持有的优质且充足的土储情况，公司具备增长机遇，我们维持公司合理价值10.31元/股，对应20年PE约为8倍，给予“买入”评级。

图55: 金融街PE-Band



数据来源：公司年报及半年报，Wind，广发证券发展研究中心

表 12: 金融街可比公司估值表

股票简称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	EPS(元)		PE(x)	
			2020E	2021E	2020E	2021E
万科 A	000002.SZ	29.14	3.79	4.26	7.69	6.84
保利地产	600048.SH	17.07	2.58	3.04	6.61	5.61
招商蛇口	001979.SZ	15.85	2.09	2.28	7.59	6.95
新城控股	601155.SH	35.59	7.10	8.51	5.01	4.18
金地集团	600383.SH	15.56	2.61	2.99	5.97	5.21
金科股份	000656.SZ	10.18	1.39	1.72	7.33	5.91
中南建设	000961.SZ	10.03	1.91	2.51	5.26	3.99
阳光城	000671.SZ	8.16	1.35	1.76	6.05	4.64
新潮中宝	600208.SH	3.73	0.45	0.55	8.20	6.82
中国国贸	600007.SH	13.65	0.89	1.13	15.31	12.10
平均					7.50	6.23
金融街	000402.SZ	6.96	1.21	1.46	5.73	4.76

数据来源：各公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

注：（1）以上公司估值均根据广发证券地产组预测；（2）表中估值指标按照最新收盘价计算。

七、风险提示

行业基本面景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，影响公司的销售情况。公司地产结算进度不及预期。行业融资收紧对公司经营和业绩产生较大的影响。平均租金以出租率增速较慢或下降。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	99,600	110,574	134,087	157,366	177,422
货币资金	11,957	11,027	14,000	16,940	21,000
应收及预付	8,540	17,140	18,588	18,788	18,788
存货	77,638	80,041	99,134	119,273	135,270
其他流动资产	1,464	2,365	2,365	2,365	2,365
非流动资产	48,927	51,416	52,840	54,939	57,376
长期股权投资	3,767	4,475	5,369	6,443	7,732
固定资产	2,566	2,501	2,576	2,654	2,733
在建工程	768	764	1,203	1,613	1,998
无形资产	576	559	559	559	559
其他长期资产	41,251	43,118	43,132	43,670	44,354
资产总计	148,527	161,990	186,927	212,305	234,799
流动负债	36,793	50,140	59,926	77,663	98,020
短期借款	3,011	50	2,230	1,490	877
应付及预收	26,993	34,294	48,942	65,156	85,648
其他流动负债	6,789	15,796	8,755	11,017	11,495
非流动负债	74,535	72,869	84,309	86,842	83,411
长期借款	40,547	43,773	55,085	57,476	53,876
应付债券	30,150	25,033	25,033	25,033	25,033
其他非流动负债	3,839	4,063	4,191	4,333	4,502
负债合计	111,328	123,009	144,236	164,505	181,431
股本	2,989	2,989	2,989	2,989	2,989
资本公积	6,841	6,857	7,797	8,670	9,617
留存收益	21,362	24,093	26,995	30,489	34,275
归属母公司股东权益	31,963	34,710	37,780	42,149	46,881
少数股东权益	5,236	4,271	4,911	5,652	6,487
负债和股东权益	148,527	161,990	186,927	212,305	234,799

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,113	26,184	27,909	34,892	41,814
营业成本	11,366	15,670	17,370	22,362	28,085
营业税金及附加	2,666	2,323	2,145	2,591	2,688
销售费用	806	922	1,004	1,312	1,609
管理费用	502	605	690	787	966
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1,489	1,565	1,444	1,585	1,558
资产减值损失	8	0	0	0	0
公允价值变动收益	24	683	1,000	1,000	1,000
投资净收益	-30	-26	0	0	0
营业利润	5,384	5,756	6,255	7,255	7,909
营业外收支	157	-39	0	0	0
利润总额	5,541	5,717	6,255	7,255	7,909
所得税	1,504	1,597	1,988	2,146	2,342
净利润	4,037	4,121	4,267	5,109	5,567
少数股东损益	769	679	640	741	835
归属母公司净利润	3,269	3,442	3,627	4,368	4,732
EBITDA	6,900	6,796	6,789	7,932	8,562
EPS (元)	1.09	1.15	1.21	1.46	1.58

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9,029	2,660	2,475	5,740	14,715
净利润	4,037	4,121	4,267	5,109	5,567
折旧摊销	128	132	90	93	96
营运资金变动	-14,578	-3,743	-5,893	-4,125	4,495
其它	1,383	2,151	4,011	4,663	4,557
投资活动现金流	-2,445	-850	-1,270	-1,655	-1,849
资本支出	-93	-95	-400	-607	-588
投资变动	292	-757	-869	-1,047	-1,261
其他	-2,644	1	0	0	0
筹资活动现金流	12,737	-2,712	1,767	-1,146	-8,806
银行借款	22,615	23,040	22,297	14,897	8,773
股权融资	818	35	0	0	0
其他	-6,044	-6,847	-4,684	-5,059	-5,072
现金净增加额	1,263	-902	2,973	2,940	4,060
期初现金余额	10,553	11,816	10,914	13,887	16,827
期末现金余额	11,816	10,914	13,887	16,827	20,887

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-13.3%	18.4%	6.6%	25.0%	19.8%
营业利润增长	-2.5%	6.9%	8.7%	16.0%	9.0%
归母净利润增长	8.7%	5.3%	5.4%	20.4%	8.3%
获利能力					
毛利率	48.6%	40.2%	37.8%	35.9%	32.8%
净利率	18.3%	15.7%	15.3%	14.6%	13.3%
ROE	10.2%	9.9%	9.6%	10.4%	10.1%
ROIC	4.7%	4.3%	3.9%	4.5%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	75.0%	75.9%	77.2%	77.5%	77.3%
净负债比率	184.3%	188.9%	180.6%	163.3%	131.7%
流动比率	2.71	2.21	2.24	2.03	1.81
速动比率	0.44	0.50	0.46	0.40	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.17	0.16	0.17	0.19
应收账款周转率	69.23	19.07	11.45	14.31	17.15
存货周转率	0.16	0.20	0.19	0.20	0.22
每股指标 (元)					
每股收益	1.09	1.15	1.21	1.46	1.58
每股经营现金流	-3.02	0.89	0.83	1.92	4.92
每股净资产	10.69	11.61	12.64	14.10	15.68
估值比率					
P/E	6.36	6.04	5.73	4.76	4.39
P/B	0.65	0.60	0.55	0.49	0.44
EV/EBITDA	14.74	13.67	14.42	12.46	10.63

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：研究助理，上海交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 郑日诚：财政部财政科学研究所硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。