

# 深耕核心城市初心不变，核心资产助力周期穿越

## ——金融街跟踪报告

✍️ : 杨凡 执业证书编号: S1230521120001  
✉️ : yangfan02@stocke.com.cn

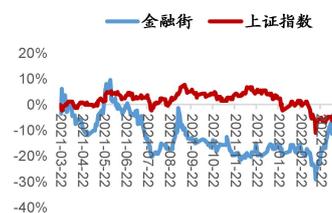
### 投资要点

- ❑ **房地产开发聚焦核心城市群，土储充裕支撑未来结转：**21年公司实现销售金额339亿元，同比-15.7%，实现销售面积175万平，同比+1.3%。行业下行压力下采取以价换量措施，以促进项目去化和回款，回款率实现同比增长30%。分区域来看，公司深耕城市群战略收效显著，其中京津冀和长三角合计贡献约61%。公司自2019年开始保持相对谨慎的拿地策略，拿地逐年收缩，坚持将有限的资源投入有价值的区域，一二线城市拿地占比2019-2020年均超过90%。公司21年总土储1651万平，虽然较20年略有下降，但仍可覆盖未来3-5年销售需求。此外，公司土储聚焦五大城市群，其中一二线城市合计占比88%。我们认为，土储质量是决定房企中期销售回款的关键指标，当前行业进入结构性增长时代下，公司土储聚焦高能级城市和核心城市群，有利于公司率先把握市场需求复苏机会，基本面有望具备较强弹性。
- ❑ **核心地段的核心资产具备不可复制性：**公司因北京金融街的建设而生，凭借其独有的资源和强大的综合开发与运营能力，坐拥核心城市核心地段的优质持有型资产。21年公司持有型资产管理面积达到131.8万平，近五年投资性房地产账面余额均值约380亿元。公司持有型物业大多位于北京、上海、天津、重庆和武汉等高能级城市的核心区位，资产的稀缺属性日益凸显。公司在大本营北京布局最多持有型资产，21年可出租面积占比46%，且均位于西城区金融街板块，板块供应稀缺，租户承租能力强，租金及空置率表现亮眼。此外，公司积极处置低效资产，不断优化持有结构，回笼现金、优化资产负债结构的同时，有利于后续经营更加聚焦优质区位的核心资产，进一步巩固和强化公司在核心区域的竞争力。
- ❑ **为何要重视核心资产？**我们认为，经济下行周期中核心资产往往表现出较强的抗周期性。08年金融危机中，日本三井不动产和香港领展房地产基金的持有型物业均实现收入稳定增长，展现出优异的穿越周期的能力。此外，当前中央采取宽货币+宽信用对冲经济下行压力，利率下行有利于公司核心资产价值得到重估，对公司的业绩将起到一定正向拉动作用。
- ❑ **投资建议：**我们以NAV的方式对公司资产进行重估，公司2021年房地产业务可结算建面1651万平，并用资本化率对自持核心商办资产进行估值，每股RNAV为25.18元。我们预测公司2022年EPS为0.56元，对应22年PE为13倍，PB为0.56倍。我们选择同样为地方性国企、以及持有型资产占比较高的公司作为可比公司，当前可比公司2022年平均PB为0.87倍。公司当前PB低于可比公司，估值凸显配置性价比。考虑到公司的国有股东背景能给公司带来融资便利、土储充裕且聚焦核心一二线城市、持有型资产位于高能级城市的核心地段，资产具备不可复制性，我们认为公司估值应当享有一定溢价。我们给予公司2022年1倍PB估值，对应目标价12.98元，维持“买入评级”。
- ❑ **风险提示：**调控政策放松程度和速度不及预期、疫情加重影响公司持有型物业经营、结算进度不及预期。

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥7.25



### 公司简介

金融街2000年在深交所成功上市，是一家以商务地产为主业的大型开发运营控股公司。公司二十年如一日坚持稳健经营，规范运作，健康发展，形成了独特的发展战略和经营模式，在商务地产开发领域取得了出色的业绩。

### 相关报告

- 1《三部委联合通知，支持房企向新发展模式转型》2022.4.12
- 2《Q2政策放松信号加强，Beta行情持续演绎》2022.4.6
- 3《两会坚持稳中求进，防范化解重大风险，房地产多赛道值得关注》2022.3.5
- 4《行业K型分化，如何寻找优质企业》2022.3.15

报告撰写人: 杨凡

联系人: 王逸枫

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24155	25110	27240	29433
(+/-)	33.30%	3.95%	8.49%	8.05%
归母净利润	1643	1666	1763	1891
(+/-)	-62.45%	1.43%	5.83%	7.24%
每股收益 (元)	0.55	0.56	0.59	0.63
P/E	13.19	13.01	12.29	11.46
P/B	0.58	0.56	0.53	0.51

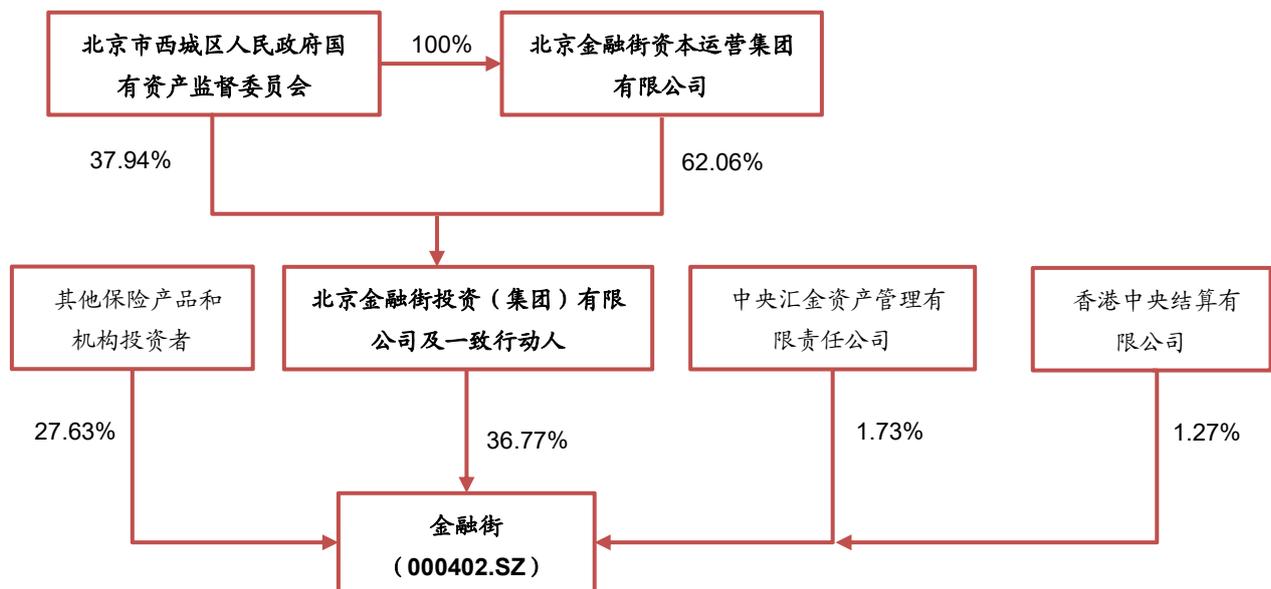


图 27: 金融街天津项目分布情况.....	13
图 28: 金融街重庆项目分布情况.....	13
图 29: 金融街天津项目空置率 VS 全市均值 (%) .....	13
图 30: 金融街天津项目租金 VS 全市均值 (元/平/月) .....	13
图 31: 金融街商业+写字楼项目出租率走势.....	14
图 32: 金融街历年商业及写字楼出租率走势.....	14
图 33: 日本三井不动产金融危机期间营业利润情况.....	16
图 34: 香港领展金融危机期间营业收入情况.....	16
图 35: 我国公募 REITs 探索历程.....	17
表 1: 公司两次发行 CMBS 对比.....	5
表 2: 公司储备商业和写字楼项目 .....	8
表 3: 金融街 2021 年物业出租项目列表.....	14
表 4: 公司 2021 年物业经营项目 .....	15
表 5: 公司历年出售持有物业情况.....	15
表 6: 全球 REITs 发展历程.....	17
表 7: 公司 RNAV 估值表.....	18
表 8: 可比公司估值表.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	19

## 1. 投资亮点 1: 背靠北京西城国资委, 融资渠道通畅

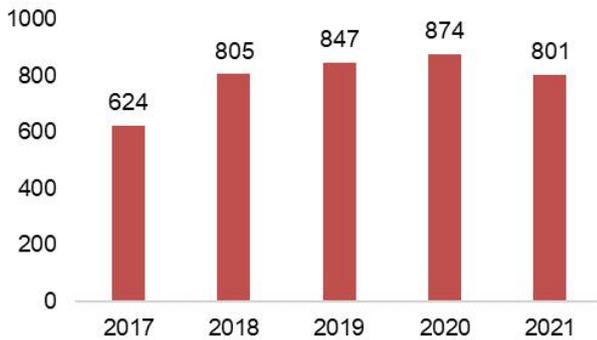
因北京金融街而生, 控股股东为北京西城区国资委。1993 年北京金融街列入《北京城市总体规划(1991-2001)》中。其中《关于北京城市总体规划修订若干问题的说明》中提出, “在西二环阜成门至复兴门一带, 建设国家级金融管理中心, 集中安排国家级银行总行和非银行金融机构总部”。在此背景下, 金融街控股前身北京金融街建设集团应运而生, 承担起建设北京金融街的重任。2000 年北京金融街建设集团收购重庆华亚, 完成资产整体置换与主营业务变更, 成功借壳华亚在深交所完成上市, 更名为金融街控股股份有限公司。截止 2021 年年报, 金融街的控股股东为北京金融街投资(集团)有限公司, 联合其一致行动人合计持股 36.77%, 而北京金融街投资(集团)有限公司的实控人为北京市西城区国资委。

图 1: 金融街主要控股股东

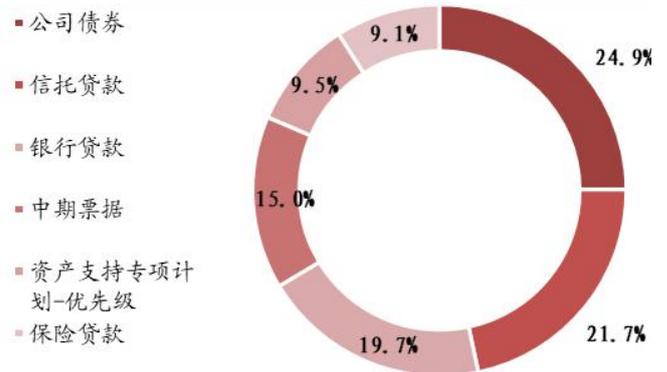


资料来源: 公司 2021 年年报, 浙商证券研究所

**融资成本较低, 融资渠道畅通。**2021 年公司主动降低有息负债规模, 优化负债结构, 降低融资成本, 保障公司财务安全。2021 年末, 公司有息负债 801 亿元, 同比减少 8.4%, 其中一年以内到期的负债占比降至 0.02%。在融资成本和融资渠道方面, 大股东北京市西城区国资委为公司融资提供了坚实的背书。公司 2022 年 4 月顺利发行 11 亿元公司债, 融资成本 3.48%。此外, 公司将北京金融街中心作为底层资产, 于 2017 年 5 月 15 日正式成立金融街(一期)资产支持专项计划, 该专项计划总认购资金为 66.5 亿元, 并于 2020 年 4 月完成续发, 项目规模提升至 80 亿元, 期限提升至 18 年, 优先档维持 AAA 评级, 发行利率为由 5.12% 下降至 2.80%, 处于国内 CMBS 发行利率较低区间。

**图 2: 2017-2021 金融街有息负债总额 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**图 3: 2021 年公司有息负债结构**


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**表 1: 公司两次发行 CMBS 对比**

	金融街中心资产支持专项计划	金融街 (一期) 资产支持专项计划
成立时间	2020 年 4 月 10 日	2017 年 5 月 15 日
认购金额 (亿元)	80	66.5
优先 A 档票面利率	2.8%	5.12%
期限	18 年	12 年
信用评级	AAA	AAA

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

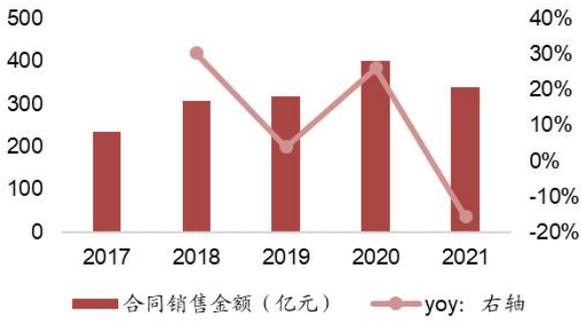
## 2. 投资亮点 2: 房地产业务聚焦核心城市

**京津冀和长三角销售占比超 6 成。**公司 2021 年实现销售金额 339 亿元, 同比-15.7%, 实现销售面积 175 万平, 同比+1.3%。公司深耕城市群战略收效显著: 大本营京津冀实现销售金额 113 亿元, 占比 33%, 长三角实现销售金额 95 亿, 占比 28%, 两大城市群合计占比 61%; 此外公司在成渝实现销售金额逆势增长 66% 至 58 亿元, 占比提升至 17%, 而在大湾区和长江中游分别实现销售金额 49 和 24 亿元, 占比 14% 和 7%。

**拿地量入为出, 坚持深耕五大城市群核心城市。**2021 年公司新增拿地权益建面 95.4 万平, 同比-1.5%, 新增拿地权益金额 65 亿元, 同比+30.6%。公司自 2019 年开始保持相对谨慎的拿地策略, 拿地逐年收缩。公司坚持将有限的资源投入有价值的区域, 一二线城市拿地占比 2019-2020 年均超过 90%。2021 年新增拿地中, 虽然三四线占比有所提升, 但均位于公司深耕的核心城市群, 分别位于长三角的嘉兴市和昆山市, 以及属于公司优势区域京津冀的廊坊市。

**总土储相对充裕, 一二线占比 88%。**公司 2021 年总土储 1651 万平, 虽然较 2020 年略有下降, 但仍可覆盖未来 3-5 年销售需求。土储布局上, 公司土储聚焦五大城市群, 京津冀、长三角、大湾区分别占比 37%、15% 和 29%, 合计贡献 82%。从城市能级来看, 一线、二线、三四线分别占比 25%、63% 和 12%, 其中一二线合计占比 88%。

图 4: 金融街历年合同销售金额走势



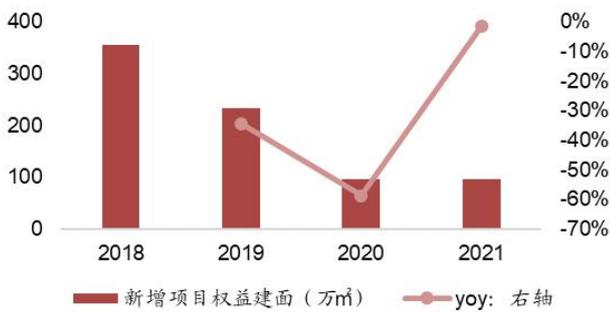
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 5: 金融街历年合同销售金额分区域情况



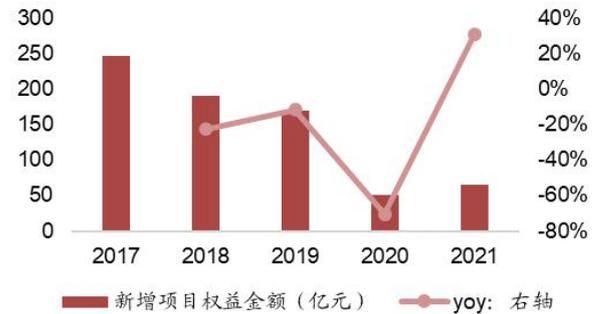
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 6: 金融街历年权益拿地建面走势



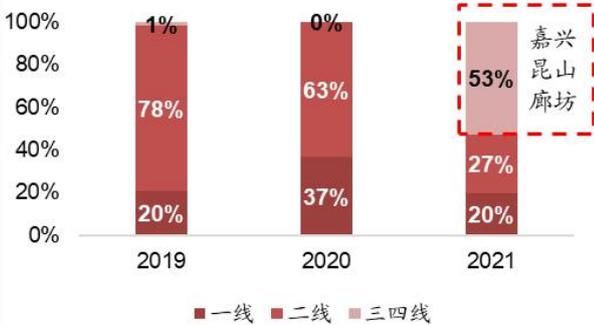
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 7: 金融街历年权益拿地金额走势



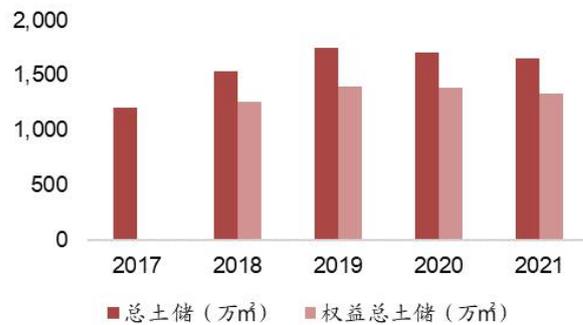
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 8: 金融街历年权益拿地金额分城市能级情况



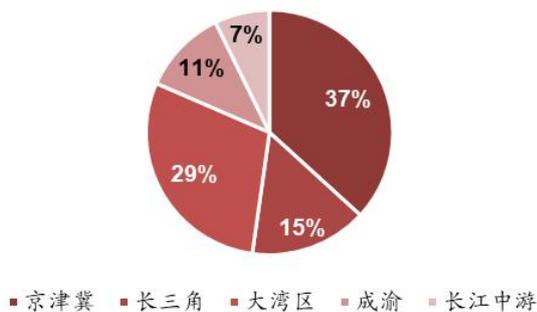
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 9: 金融街总土储情况



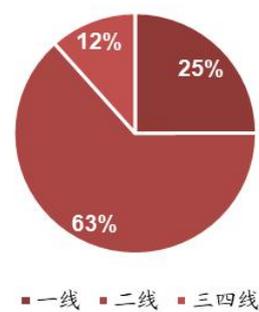
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 10: 金融街 2021 年总土储分区域情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 11: 金融街 2021 年总土储分城市能级情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

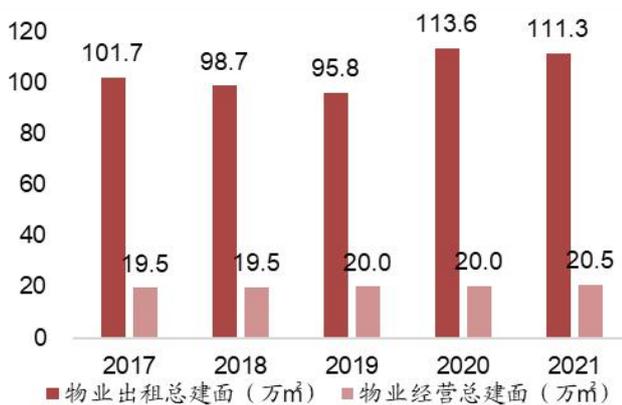
### 3. 投资亮点 3: 核心地段的核⼼资产具有不可复制性

公司资产管理业务分为物业出租和物业经营两部分——物业出租主要为位于北京、上海、天津等高能级城市的写字楼和商业出租业务，物业经营主要为位于北京、天津、惠州和重庆的酒店和体育场馆等经营业务。

#### 3.1. 规模突破 130 万平，聚焦核心城市核心区位

管理规模进入稳定期，未来仍有上升空间。公司自 2020 年起物业出租面积突破 110 万平，2021 年达到 111.3 万平，而盈利能力稍差的物业经营面积相对稳定，2021 年公司资产管理业务总管理面积达到 131.8 万平。公司近五年投资性房地产账面余额均值约 380 亿元，2021 年 387 亿元中仍有 50.35 亿元处于在建状态，未来仍可贡献一定管理规模。2021 年，公司 4 个在建项目完工转入自持运营，产生公允价值变动损益约 8.2 亿元，为公司业绩的稳定做出了较大贡献。我们认为，公司在核心城市拥有优质的商办资产，且在长期的经营中积累了丰富的管理经验，随着储备项目的逐步完工运营以及运营项目逐步走出疫情影响，未来有望成为公司业绩改善的核心驱动。

图 12: 金融街历年资产管理业务管理规模情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 13: 金融街投资性房地产账面价值及公允价值变动损益情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

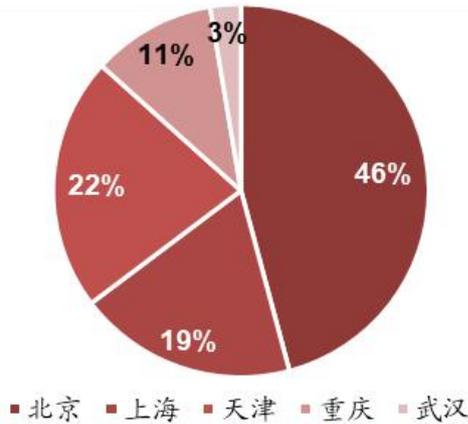
表 2: 公司储备商业和写字楼项目

项目类型	项目名称	所在城市	所在区域	规划建筑面积 (万平)
商办为主	静安融悦中心 (部分完工)	上海市	静安区	19.51
	苏州太湖新城项目	苏州市	吴中区	10.62
小计				<b>30.13</b>
住宅配套	武清金悦府	天津市	武清区	1.00
	房山金悦嘉苑	北京市	房山区	0.79
	两江新区水土项目	重庆市	两江新区	4.02
	金融街·金悦府	东莞市	茶山镇	0.07
	佛山金悦郡项目	佛山市	山水区	0.1
小计				<b>5.99</b>
合计				<b>36.12</b>

资料来源: 公司 2021 年年报, 浙商证券研究所

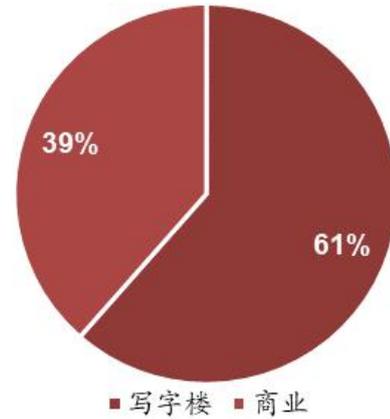
布局核心城市的核心区位，资产稀缺性凸显。截至 2021 年底，公司已投入运营的写字楼及商业项目超 20 个，合计可出租面积约 83.3 万平（不含住宅、住宅商业及车位），全部位于北京、上海、天津、重庆和武汉，属于一线城市、直辖市和强二线省会城市。

图 14: 金融街 2021 年写字楼+商业项目城市分布情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 15: 金融街 2021 年主要自持资产物业类型



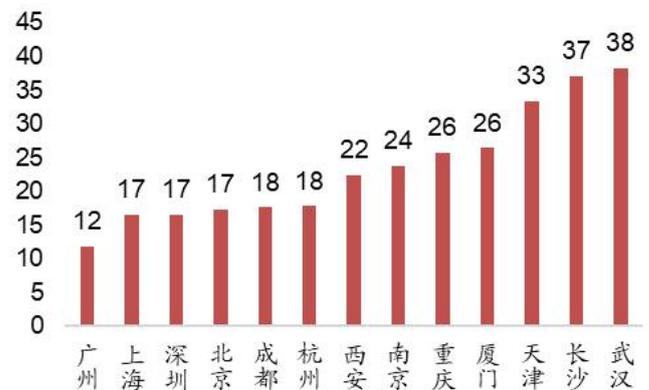
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16: 2021 年末主要城市优质写字楼租金对比（元/平/月）



资料来源：Wind、CBRE、JLL，浙商证券研究所

图 17: 2021 年末主要城市优质写字楼空置率对比（%）



资料来源：Wind、CBRE、JLL，浙商证券研究所

### 1) 北京项目：聚集于西城区核心金融街板块，租金及空置率表现亮眼

写字楼市场处于新一轮供应高峰，中长期疫情缓解、供应减少，租金及空置率有望改善。公司在大本营北京持有最多自持写字楼及商业项目，可出租面积占比 46%，远超前排名第二的天津。而北京的写字楼市场自 2018 年进入新一轮供应高峰，以奥体、望京为代表的核心商务区成为供应主力承接需求外溢，而核心商务区新增供应保持低位。供应攀升导致全市空置率和租金承压，叠加疫情冲击，2020 年空置率达到历史高位的 17.9%，全年净吸纳量仅 7 万平，平均租金下调 4% 至 411.5 元/平/月。根据 CBRE 预测，2022-2025 年北京写字楼平均新增供应量 43.5 万平，较 2018-2021 的 95.9 万平有显著减少，且更多增量将来自以通州、丽泽为代表的新兴区域。

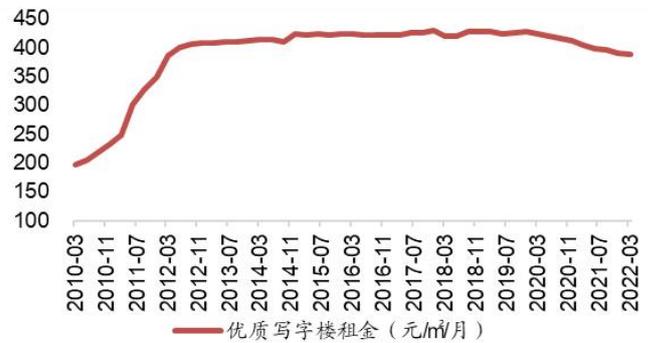
核心商务区需求强劲，租金领跑同时空置率处于全市低位。公司北京项目集中分布于核心商务区金融街板块。金融街板块于2008年基本建成，汇聚“一行两会”最高金融决策和监管机构、和以四大国有商业银行、三大政策性商业银行、四大资产管理公司总部为代表的1800家金融机构，管理全国近40%的金融资产。从全市写字楼租赁表现来看，金融街板块租金水平自2015年以来持续领跑，而空置率位于全市最低区间，2021年末空置率仅有3.23%。我们认为，核心商务板块区位优势、配套成熟，且长期处于供应稀缺状态，使其在全市优质写字楼市场经营承压情况下，依然表现出较强的韧性。而公司项目所在金融街板块属于全市最核心的商务区之一，优越地段的不可复制性有利于公司资产的持续升值。

图 18: 北京优质写字楼市场供需走势



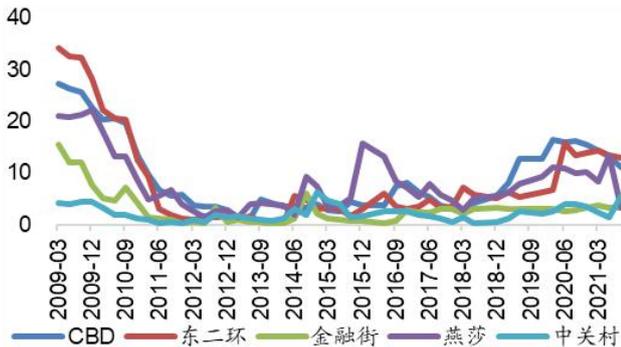
资料来源: Wind、CBRE, 浙商证券研究所

图 19: 北京优质写字楼市场租金走势



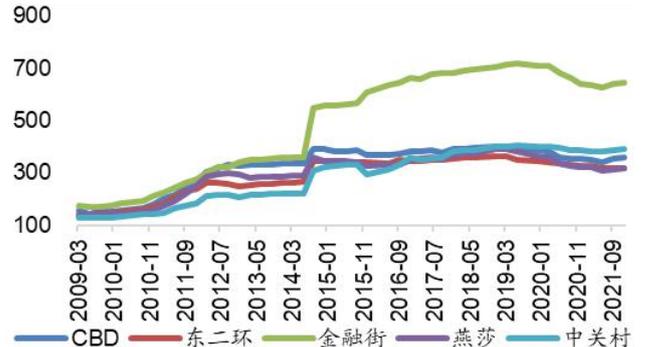
资料来源: Wind、CBRE, 浙商证券研究所

图 20: 北京甲级写字楼市场各板块空置率走势 (%)



资料来源: Wind、CBRE, 浙商证券研究所

图 21: 北京甲级写字楼市场各板块平均租金走势 (元/㎡/月)



资料来源: Wind、CBRE, 浙商证券研究所

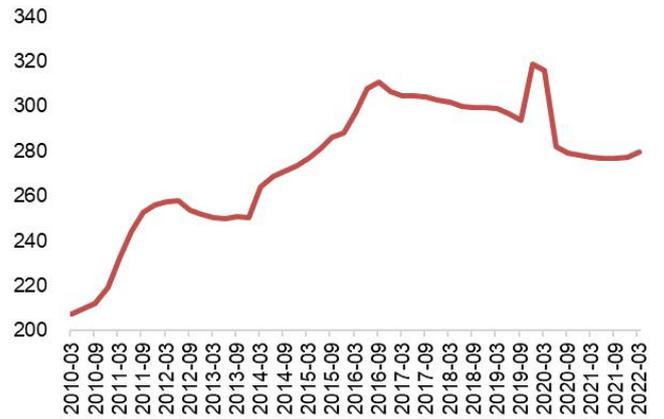


图 23: 上海优质写字楼市场供需走势 (%)



资料来源: 百度地图、公司公告, 浙商证券研究所

图 24: 北京甲级写字楼市场各板块平均租金走势 (元/平/月)



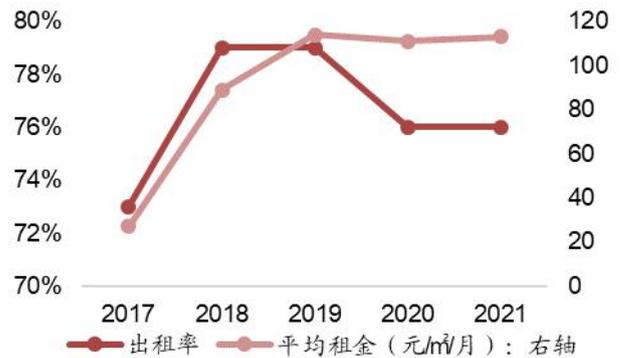
资料来源: Wind、CBRE, 浙商证券研究所

图 25: 金融街上海项目分布情况



资料来源: 百度地图、公司公告, 浙商证券研究所

图 26: 金融街上海海伦中心项目历年经营表现



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (租金基于建面计算)

### 3) 天津、重庆项目: 老城区核心地段, 运营仍有提升空间

公司天津两项目位于中心城区和平区及和平区的外围区域, 地段较为稀缺, 受疫情影响经营情况有所恶化, 随着疫情的减缓有望实现一定改善。公司重庆项目为商业项目, 位于老城区沙坪坝区, 毗邻重庆热门景点磁器口古镇, 客流量排名全市前列。2021 年项目出租率 66%, 较 20 年项目初入市的爬坡期提升 46pct, 随着项目逐渐进入稳定期, 后续仍有较大提升空间。

图 27: 金融街天津项目分布情况



资料来源: 百度地图、公司公告, 浙商证券研究所

图 28: 金融街重庆项目分布情况



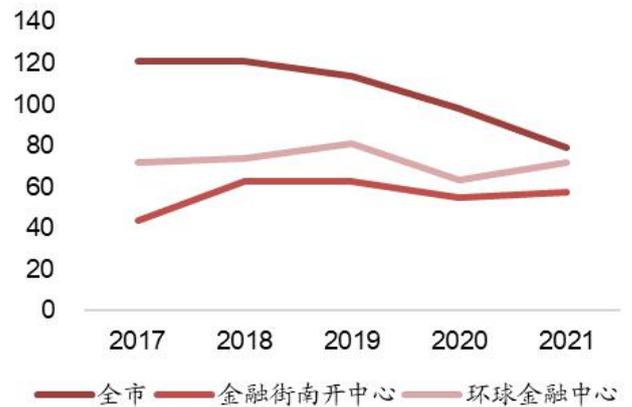
资料来源: 百度地图、公司公告, 浙商证券研究所

图 29: 金融街天津项目空置率 VS 全市均值 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

图 30: 金融街天津项目租金 VS 全市均值 (元/平/月)



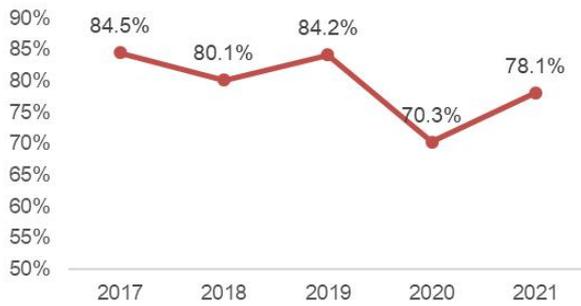
资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所 (租金基于建面)

### 3.2. 疫情影响运营, 商业表现坚挺, 写字楼仍需时间修复

疫情后商业物业出租率迅速回升, 写字楼仍未回到疫情前水平。公司 2020 年受疫情影响, 写字楼和商业整体出租率大幅下滑 13.9pct 至 70.3%。2021 年公司通过强化运营、积极招商、引入优质客户, 整体出租率回升 7.8pct 至 78.1%。分业态来看: 1) 商业表现相对坚挺, 2020 年仅有部分项目出租率小幅下滑 1-2pct, 而北京门头沟融悦中心和重庆磁器口后街项目新入市处于爬坡期, 出租率较低, 2021 年出租率迅速提升; 2) 写字楼 2020 年部分项目出租率大幅下滑, 2021 年有所改善, 但距离满租仍有较大空间, 写字楼业态处于调整过程中。

商业租金普遍上调, 写字楼项目表现分化。从租金情况来看, 2020 年公司对部分受疫情影响严重的客户采取租金减免政策, 累计减免租金 1 亿元, 导致写字楼及商业项目租金均有下调。2021 年商业租金恢复至疫情前水平且实现一定上涨, 而写字楼项目仅北京月坛和金融大厦项目实现稳步增长, 其余项目仍低于疫情前水平。

图 31: 金融街商业+写字楼项目出租率走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 32: 金融街历年商业及写字楼出租率走势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 3: 金融街 2021 年物业出租项目列表

城市	业态	项目名称	权益比例 (%)	2021 可出租面积 (万平)	出租率 (%)				月均租金 (元/平/月) 基于建面计算			
					2019	2020	2021	21 VS 19	2019	2020	2021	21 VS 19
北京	写字楼	金融街中心	100%	11.12	95%	61%	80%	-15%	457	491	443	-3%
		月坛中心 (不含金融集)	100%	2.20	93%	95%	90%	-3%	252	326	309	23%
		金融街公寓 (商务长租)	100%	1.31	50%	44%	48%	-2%	439	223	152	-65%
		金融大厦	100%	1.14	100%	100%	100%	0%	459	473	479	4%
		其他零散写字楼	100%	0.66	100%	100%	100%	0%	-	-	-	-
		月坛中心-金融集	100%	0.56	63%	76%	23%	-40%	-	-	-	-
		通泰大厦	100%	0.18	100%	100%	100%	0%	-	-	-	-
		金融街购物中心	100%	9.48	99%	98%	99%	0%	261	230	297	14%
		金融街 (西单) 购物中心	100%	4.84	100%	100%	100%	0%	-	-	-	-
		北京门头沟融悦中心	80%	3.26	-	25%	78%	-	-	-	14	-
商业	住宅	金树街	100%	1.48	98%	97%	100%	2%	246	198	247	0%
		金熙汇	80%	1.26	-	55%	42%	-	-	-	-	-
		E2 四合院 5/7 号院	100%	0.26	100%	100%	100%	0%	277	212	288	4%
		E2 四合院 4/6 号院	100%	0.22	100%	100%	100%	0%	-	-	-	-
		C3 四合院	100%	0.21	100%	100%	100%	0%	222	245	327	47%
		黄村颐璟万和	51%	0.24	-	-	-	-	-	-	-	-
上海	写字楼	金融街海伦中心	100%	7.88	79%	76%	76%	-3%	114	111	113	-1%
		静安融悦中心西区 A 栋	100%	7.82	-	-	-	-	-	-	-	-
		办公楼	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
天津	写字楼	青浦西郊宸章	50%	0.74	-	-	-	-	-	-	-	-
		金融街南开中心	100%	8.51	67%	74%	71%	4%	63	55	57	-9%
		环球金融中心	100%	9.80	69%	70%	64%	-5%	81	64	72	-11%
重庆	商业/住宅	磁器口后街 (一二期)	100%	8.89	-	20%	66%	-	-	13	24	-
		嘉粼融府	100%	1.56	-	-	-	-	-	-	-	-
武汉	商业	武汉融御滨江	60%	2.20	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3. 动态调整持有结构，运营聚焦优质资产

积极处置低效资产，不断优化持有结构。

**1) 物业经营:** 公司酒店和文旅物业的盈利能力显著低于商业和写字楼物业，公司不主动增持酒店和文旅物业，管理规模常年保持 20 万平左右。2022 年 4 月公司公告已将受疫情影响而处于亏损的北京丽思卡尔顿酒店，按照公允价值出售给控股股东金融街集团，交易对价 10.8 亿元。此次出售有利于公司回笼现金的同时，对公司 22Q1 业绩形成积极作用，并体现了大股东对公司经营的强效支持。

**2) 物业出租:** 对于低效运营的写字楼项目，公司同样采取出售方式以优化资产池的持有结构。2020 年 12 月公司联合合作方出售了位于北京丰台区的丰科中心项目，该项目区域较为偏远，租金处于公司资产池中较低水平，且上涨空间较为有限。2021 年 1 月，公司公告挂牌出售北京德胜国际中心项目，该项目总建面 22.95 万平，而公司仅持有运营 3.8 万平，占比不足 17%。我们认为类似项目产权分散是不利于公司进行统一运营和管理的，资产后期增值空间相对有限，因此出售类似业务对公司整体物业经营会有改善。

总体来看，我们认为公司出售低效资产、动态调整持有结构，有利于公司回笼现金，且后续经营更能聚焦优质区位的核心资产项目，进一步保持和强化核心区域的竞争力。

**表 4: 公司 2021 年物业经营项目**

城市	项目名称	权益比例	规划建筑面积
北京	丽思卡尔顿酒店	100%	4.2
	金融街公寓(经营部)	100%	3.7
	北京体育活动中心	100%	0.6
天津	天津瑞吉酒店	100%	6.5
	南开体育中心	100%	0.2
惠州	惠州喜来登酒店	100%	4.9
重庆	重庆融御体育中心	100%	0.3
	重庆融景体育中心	100%	0.1
合计			20.5

资料来源：公司 2021 年年报，浙商证券研究所

**表 5: 公司历年出售持有物业情况**

城市	项目名称	公告日期	交易对价 (亿元)	卖方	出售原因
北京	丽思卡尔顿酒店	2022.4.2	10.8	金融街集团(股东)	受疫情影响持续亏损，股东给予支持
	德胜国际中心	2021.1.28	15.75	凯龙股权投资	非整体持有不利于统一运营，公司仅持有运营不到 17% 的面积
	金融街·万科丰科中心	2020.12.23	37.1	平安人寿	位于非核心区，租金上涨空间有限
上海	金融街海伦中心 D/E 栋	2019.6.21	10.54	长城人寿(关联方)	关联方支持回笼现金
合计			74.19		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 4. 为何要重视核心资产？核心资产具备较强的抗周期能力

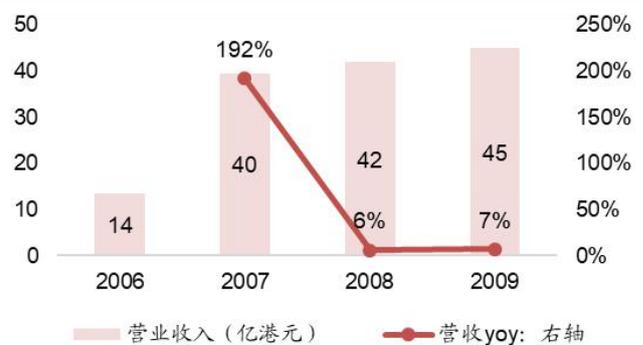
历次经济下行周期中，核心资产表现出较强的抗周期性。以日本和香港持有型公司为例：1) 2008 年全球金融危机使得日本经济陷入低迷，新房和二手房成交量大幅下滑。日本龙头房企三井不动产的三大业务板块中，管理和交易板块 2010 年营业利润分别较 2009 年下滑 23% 和 75%，而自持物业的租赁收入仍然能够实现正增长，展现出优异的穿越周期的能力。2) 香港领展房地产基金主要经营香港本地零售商业和停车场物业，零售和停车场 2007 年营收占比 77%，2008 年金融危机下，依然实现收入 41.99 亿港元，同比+6%，投资物业总估值 443.07 亿港元，同比+12%。

图 33: 日本三井不动产金融危机期间营业利润情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 34: 香港领展金融危机期间营业收入情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**利率下行有望带来资产价值重估机会。**资本化率 Cap Rate 是对商业不动产价值评估的重要指标，等于无风险收益率加上风险溢价，与国债利率同向变动。当前中央采取宽货币+宽信用对冲经济下行压力，十年期国债到期收益率处于波动下行趋势。我们认为，国债收益率的下行有望引导 Cap Rate 随之下行，从而提升资产价值重估空间。

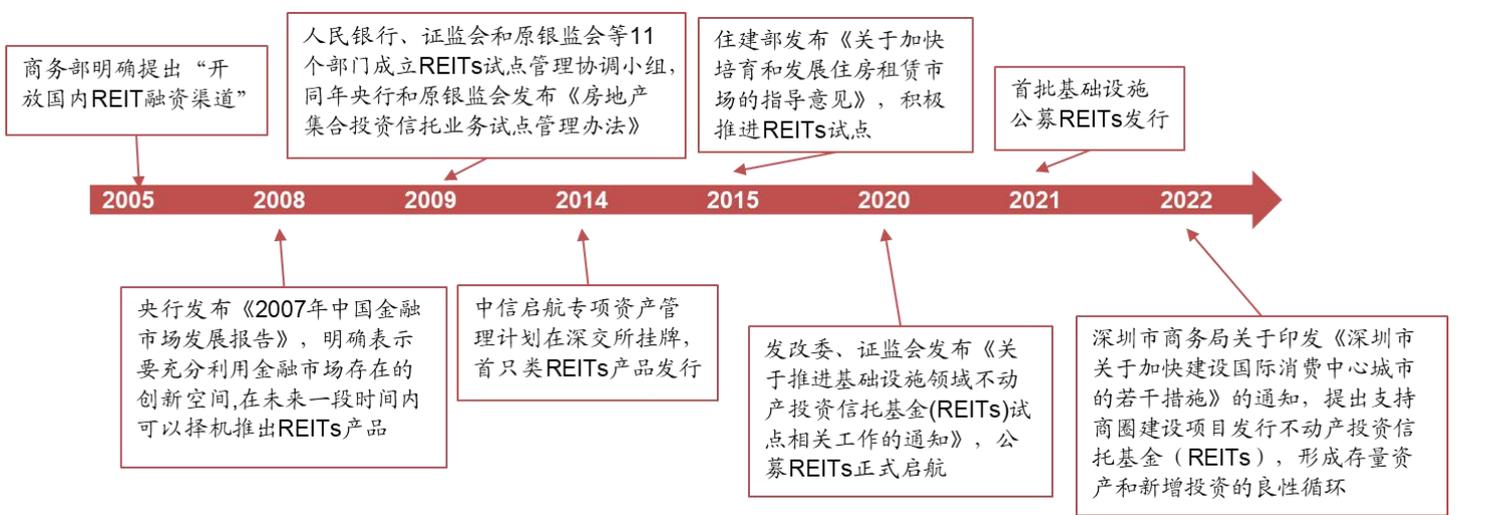
**周期底部推动 REITs 发展。**纵观 REITs 发展历史，可以看出经济下行周期往往作为 REITs 推进的有力契机，承担摆脱经济失速、拉动不动产市场发展的重任。20 世纪 90 年代亚洲金融危机爆发后，REITs 迅速从美国引入亚洲各国，新加坡、日本、韩国、马来西亚、中国香港等纷纷建立起 REITs 制度。2008 年全球金融危机爆发后，REITs 得到了更为广泛的传播。我国 REITs 经历了多年的研究和尝试，2020 年首次提出在基础设施领域实行公募 REITs，首批公募 REITs 于 2021 年上市，REITs 措施持续推进中。

表 6: 全球 REITs 发展历程

时期	推出 REITs 国家数量	国家和地区
1960-1990 年探索阶段	5	美国、荷兰、波多黎各、澳大利亚、比利时
1991-1996 年发展阶段	3	巴西、加拿大、土耳其
1997—2007 年亚洲金融危机	19	新加坡、希腊、日本、韩国、马来西亚、法国、中国香港、英国、意大利等
2008-2021 年金融危机	17	立陶宛、巴基斯坦、哥斯达黎加、芬兰、菲律宾、西班牙、匈牙利、中国等

资料来源: NAREIT, 浙商证券研究所

图 35: 我国公募 REITs 探索历程



资料来源: 各部门官网, 浙商证券研究所

## 5. 投资建议

金融街 2021 年核心写字楼和商业资产租金收入约 14.69 亿元（不含住宅商业配套、车位等）。根据 CBRE 数据，22Q1 一线城市写字楼 Cap Rate 约 4.1-4.5%，优质零售商业 Cap Rate 约 4.5%，二线城市 Cap Rate 高于一线城市，若按 5.5% 估算，我们测算公司核心商办资产总估值约 339 亿元。此外，我们以 NAV 的方式对公司资产进行重估，公司 2021 年房地产业务可结算建面 1651 万平，加总核心商办资产总估值后，得到合计每股 RNAV 为 25.18 元。

**表 7: 公司 RNAV 估值表**

WACC	8.50%
房地产开发业务净资产增加值 (百万元)	60994
自持型物业 (百万元)	33922
2021 年净资产账面价值 (百万元)	42596
净负债 (百万元)	62250
RNAV (百万元)	75262
股本 (百万股)	2989
每股 RNAV (元)	25.18

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 1666、1763 和 1891 百万元, 对应 EPS 为 0.56、0.59 和 0.63 元, 当前股价对应 22 年 PE 为 13 倍, PB 为 0.56 倍。我们选择同样为地方性国企、以及持有型资产占比较高的公司作为可比公司, 当前可比公司 2022 年平均 PE 为 9 倍, 2022 年平均 PB 为 0.87 倍。公司当前 PB 低于可比公司, 估值凸显配置性价比。考虑到公司的国有股东背景能给公司带来融资便利、土储充裕且聚焦核心一二线城市、持有型资产位于高能级城市的核心地段, 资产具备不可复制性, 我们认为公司估值应当享有一定溢价。我们给予公司 2022 年 1 倍 PB 估值, 对应目标价 12.98 元, 维持“买入评级”。

**表 8: 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (LF)	2022 PB
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
002314.SZ	南山控股	131	0.28	0.32	0.38	-	17.43	15.00	12.81	-	1.28	1.14
600325.SH	华发股份	163	1.34	1.63	1.77	1.88	5.74	4.70	4.35	4.08	0.96	0.47
600376.SH	首开股份	172	0.19	1.34	1.56	-	35.67	4.99	4.27	-	0.66	-
000069.SZ	华侨城 A	627	0.47	0.77	0.88	0.79	16.16	9.94	8.63	9.66	0.80	0.68
001979.SZ	招商蛇口	1,348	1.16	1.41	1.55	1.64	14.66	12.02	10.98	10.37	1.59	1.17
	均值						17.93	9.33	8.21	8.04	1.06	0.87
000402.SZ	金融街	217	0.55	0.56	0.59	0.63	13.19	13.01	12.29	11.46	0.58	0.56

注: 收盘价为 2022 年 4 月 15 日价格, 除金融街为浙商证券研究所预测外, 其余公司 EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6. 风险提示

1) 调控政策放松程度和速度不及预期; 2) 疫情加重影响公司持有型物业经营; 3) 结算进度不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>114511</b>	<b>122771</b>	<b>131013</b>	<b>139301</b>
现金	17854	24196	31961	40202
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	722	1167	1798	2496
其它应收款	8274	6277	4086	1472
预付账款	507	396	322	231
存货	84252	88080	90280	92430
其他	2902	2656	2565	2469
<b>非流动资产</b>	<b>50269</b>	<b>51210</b>	<b>51062</b>	<b>50893</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4139	4280	4252	4243
固定资产	2877	3000	3100	3160
无形资产	563	536	513	491
在建工程	783	633	515	422
其他	41906	42760	42681	42578
<b>资产总计</b>	<b>164780</b>	<b>173981</b>	<b>182074</b>	<b>190194</b>
<b>流动负债</b>	<b>50834</b>	<b>53975</b>	<b>56006</b>	<b>57635</b>
短期借款	20	100	100	100
应付款项	9660	11154	11973	12737
预收账款	1253	3134	2240	2690
其他	39901	39588	41693	42109
<b>非流动负债</b>	<b>71351</b>	<b>75806</b>	<b>80171</b>	<b>84842</b>
长期借款	36687	37687	38687	39687
其他	34664	38119	41484	45155
<b>负债合计</b>	<b>122185</b>	<b>129782</b>	<b>136177</b>	<b>142477</b>
少数股东权益	5473	5411	5344	5273
归属母公司股东权益	37123	38789	40552	42443
<b>负债和股东权益</b>	<b>164780</b>	<b>173981</b>	<b>182074</b>	<b>190194</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3893</b>	<b>3712</b>	<b>4946</b>	<b>4770</b>
净利润	1581	1604	1697	1820
折旧摊销	137	221	239	256
财务费用	1319	1297	1704	1727
投资损失	(1012)	(500)	(500)	(500)
营运资金变动	4266	5078	4658	4405
其它	(2399)	(3987)	(2853)	(2938)
<b>投资活动现金流</b>	<b>4076</b>	<b>(607)</b>	<b>400</b>	<b>407</b>
资本支出	(256)	(163)	(190)	(192)
长期投资	2346	(996)	107	113
其他	1985	552	484	486
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8995)</b>	<b>3236</b>	<b>2419</b>	<b>3064</b>
短期借款	(2490)	80	0	0
长期借款	(10600)	1000	1000	1000
其他	4095	2156	1419	2064
<b>现金净增加额</b>	<b>(1027)</b>	<b>6342</b>	<b>7765</b>	<b>8241</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>24155</b>	<b>25110</b>	<b>27240</b>	<b>29433</b>
营业成本	18975	19793	21495	23107
营业税金及附加	945	979	817	1148
营业费用	983	1004	1090	1177
管理费用	430	427	463	500
研发费用	0	0	0	0
财务费用	1319	1297	1704	1727
资产减值损失	731	400	400	400
公允价值变动损益	854	939	1033	1136
投资净收益	1012	500	500	500
其他经营收益	35	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2673</b>	<b>2648</b>	<b>2804</b>	<b>3008</b>
营业外收支	25	25	25	25
<b>利润总额</b>	<b>2699</b>	<b>2673</b>	<b>2829</b>	<b>3034</b>
所得税	1117	1069	1131	1213
<b>净利润</b>	<b>1581</b>	<b>1604</b>	<b>1697</b>	<b>1820</b>
少数股东损益	(62)	(63)	(66)	(71)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1643</b>	<b>1666</b>	<b>1763</b>	<b>1891</b>
EBITDA	4403	6690	6972	7217
EPS (最新摊薄)	0.39	0.56	0.59	0.63
<b>主要财务比率</b>				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	33.30%	3.95%	8.49%	8.05%
营业利润增长率	-48.91%	-0.96%	5.88%	7.30%
归属于母公司净利润	-62.45%	1.43%	5.83%	7.24%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.45%	21.17%	21.09%	21.49%
净利率	6.55%	6.39%	6.23%	6.18%
ROE	3.99%	3.84%	3.91%	4.04%
ROIC	2.89%	4.33%	4.38%	4.39%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.15%	74.60%	74.79%	74.91%
净负债比率	40.44%	39.19%	37.89%	36.96%
流动比率	2.25	2.27	2.34	2.42
速动比率	0.60	0.64	0.73	0.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.14	0.15	0.15	0.16
应收账款周转率	41.89	37.21	43.44	48.44
应付账款周转率	2.22	1.93	1.88	1.90
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.56	0.59	0.63
每股经营现金流(最	1.30	1.24	1.65	1.60
每股净资产(最新摊	12.42	12.98	13.57	14.20
<b>估值比率</b>				
P/E	13.19	13.01	12.29	11.46
P/B	0.58	0.56	0.53	0.51
EV/EBITDA	12.27	8.04	6.70	5.47

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>