陆 家 嘴 (600663.SH)　园区开发行业

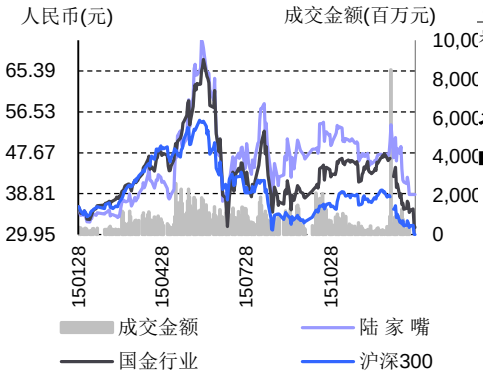
评级：买入　首次评级　　公司研究

市场价格（人民币）：38.61 元
目标价格（人民币）：50.00-55.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,358.08
总市值(百万元)	72,111.28
年内股价最高最低(元)	72.01/32.66
沪深 300 指数	2930.35
上证指数	2735.56



迪士尼主题与国企改革双重受益

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.753	0.857	0.969	1.146	1.466
每股净资产(元)	6.04	6.17	6.99	7.98	9.30
每股经营性现金流(元)	0.31	-0.53	2.15	1.68	2.36
市盈率(倍)	22.57	43.73	51.76	36.96	28.91
行业优化市盈率(倍)	27.52	48.35	63.40	51.10	51.10
净利润增长率(%)	39.07%	13.91%	12.97%	18.34%	27.86%
净资产收益率(%)	12.47%	13.89%	13.87%	14.36%	15.77%
总股本(百万股)	1,867.68	1,867.68	1,867.68	1,867.68	1,867.68

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国资国企改革及迪斯尼双重受益：**公司控股股东上海陆家嘴（集团）有限公司是上海市浦东新区国资委全资子公司，而上海市国资国企资源丰富，在国改方面领先其他区域。陆家嘴集团是上海迪士尼中方出资公司上海申迪最大股东，占比 45%，同时也是上海前滩地区 2.83 平方公里开发经营主导方，在上市公司体外拥有 144 万方土地储备。在国资国企改革加速推进的大背景下，公司存在强烈的外延式增长预期。而在陆家嘴集团的支持下，公司有望进一步参与到上海前滩地区和迪斯尼新建园区的开发运营，不断拓展公司的经营性物业，强化会展、旅游和园区业务的布局。
- **持有上海陆家嘴核心区域大量高端物业：**公司从 2012 年淡出土地批租业务，从以往的土地运营商转型为城市运营商，以持有物业和出售物业并重，布局会展、旅游和园区经营。公司目前持有商业项目合计权益建面达 379.8 万方（其中在建物业 213 万方），绝大部分位于陆家嘴核心区域主干道及地铁沿线，包括上海中心等地标性物业。2015Q3 公司甲级写字楼出租率 99.5%、研发写字楼出租率 100%、商铺物业出租率约 90%。公司投资性房地产按成本法记账，净资产的公允价值溢价幅度很大。
- **逆周期稳步发展、抢占前滩或再度发力：**近三年随着房地产行业供需结构的变化以及市场风险的释放，不少开发商都面临毛利率下滑的压力，而公司综合毛利率维持在 60%的高位，净利率维持在 34%以上，显著高于同类公司。随着前滩项目的推进和迪斯尼的开园，公司或迎来再一次的发展良机。

投资建议

- 公司是迪斯尼和国资国企改革的双重受益标的，安全边际清晰，抵御市场风险能力强，大股东资源丰富，我们看好公司未来的发展空间。另一方面，经营性物业大资管方向是行业未来发展的重要方向，公司未来会持续受益 MBS、REITs 等制度利好。目前公司股价相较 RNAV 折价明显，首次覆盖给予买入评级。

估值

- 我们给予公司未来 6 个月 50-55 元目标价区间，相当于 43-48x16PE。

风险

- 公司租金收益波动变大、迪斯尼经营情况和前滩地区开发进度低于预期。

胡华如　分析师 SAC 执业编号：S1130516010001
huhuaru@gjzq.com.cn

内容目录

核心区域优质资产构成坚实安全边际 4
公司基本情况 4
核心业务指标 6
前滩中心项目 7
潜在的迪斯尼最大受益者 9
公司是陆家嘴集团旗下唯一上市平台 9
上市公司体外的主要子公司 10
上市公司体外的主要股权 10
上市公司体外的其他资产 10
国资国企改革提速、资产注入预期变强 11
上海迪斯尼的潜在股权受益者 12
公司估值分析 13
净资产重估 13
业绩预测 13
投资建议 13
风险提示 13

图表目录

图表 1：股权结构示意图 4
图表 2：主营业务分类 5
图表 3：主营业务构成 5
图表 4：经营性物业的布局 5
图表 5：成本模式记账导致净资产并未显著增长 6
图表 6：净利稳健增长提升分红率 6
图表 7：近三年收入构成和毛利率水平 6
图表 8：净利率维持在 30-35%之间 6
图表 9：营收增速保持稳健 6
图表 10：在营项目和在建项目对比 7
图表 11：在售物业情况 7
图表 12：土地储备情况 7
图表 13：上海前滩地区详细规划图 8
图表 14：上海前滩区位交通示意图 8
图表 15：截至 14 年末陆家嘴集团二级子公司情况 9
图表 16：剔除金融板块前后陆家嘴集团重要财务指标 10
图表 17：陆家嘴集团长期股权投资（亿元） 10
图表 18：陆家嘴集团旗下上市公司体外收入分类（亿元） 11
图表 19：截至 2015 年 3 月底陆家嘴集团土地储备 11

图表 20：公司 RNAV 估算..... 13

核心区域优质资产构成坚实安全边际

公司基本情况

■ 公司简介

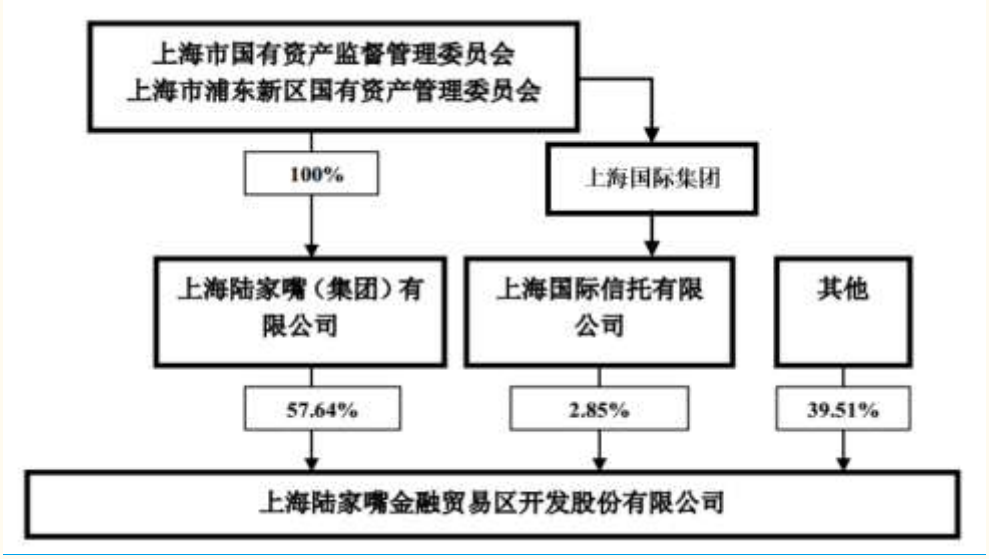
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（以下简称“陆家嘴”或“公司”）成立于 1992 年 4 月 27 日。自成立以来，一直致力于陆家嘴金融贸易区重点功能区域的土地成片开发和城市功能开发，并积极参与区域各类“七通一平”市政基础设施的投资建设。1993 年 6 月 28 日和 1994 年 11 月 22 日，陆家嘴股份所发行的 A 股和 B 股在上海交易所上市。

为了保持公司长期稳健发展，确立在行业发展中的竞争优势，公司的主营业务已经从原来单一以土地开发为主逐步向地产经营管理的战略格局转型，通过逐步增加公司长期拥有的优质资产的比重，成为以城市深耕型开发为主要特色的商业地产开发商。此外公司还承担了陆家嘴金融中心区、竹园商贸区、陆家嘴软件园等区域的综合规划开发工作。截至 2015 年三季度末，公司已无新增土地转让收入，但公司持有的商业地产总建面已超过 150 万方。物业类型包括甲级写字楼、高品质研发楼、综合商业中心、国际社区、会展中心五大类。公司正继续努力，力争至 2018 年持有商业地产物业面积超过 300 万平方米，成为中国商业地产领头羊之一。

■ 股权结构

陆家嘴的控股股东是上海陆家嘴集团有限公司，实际控制人是上海市浦东新区国资委。

图表 1：股权结构示意图

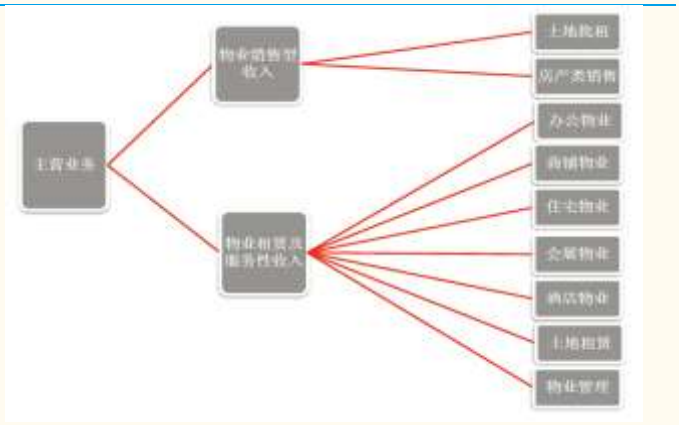


来源：公司报告、国金证券研究所

■ 主营构成

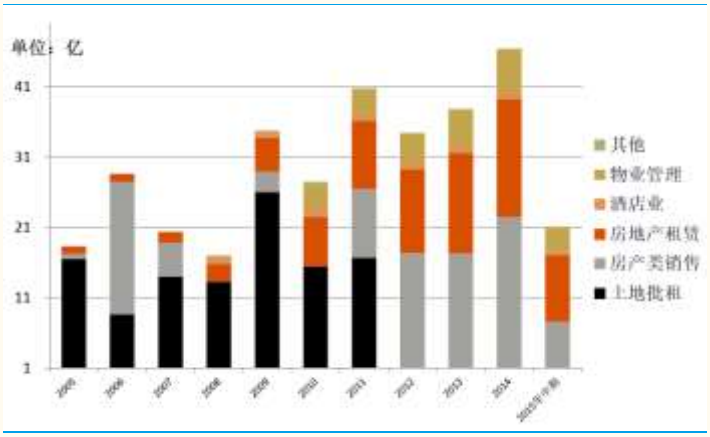
陆家嘴已经从传统的园区开发商成功转型为销售和持有并重、并以持有型为主的公司。主营业务也可以分为物业销售型收入和物业租赁及服务型收入。值得说明的是，公司传统业务“土地批租”业务在 2012 年开始已经不再贡献收入。

图表 2：主营业务分类



来源：国金证券研究所

图表 3：主营业务构成



来源：国金证券研究所

■ 经营性物业

公司是在上海陆家嘴金融贸易区拥有高端经营性物业体量最大的业主，在经营管理和租金议价方面已经形成一定比较优势。陆家嘴地产的知名度和美誉度也已经为社会熟知和认可。公司当前在营的物业项目有 17 个，在建项目 6 个。

图表 4：经营性物业的布局

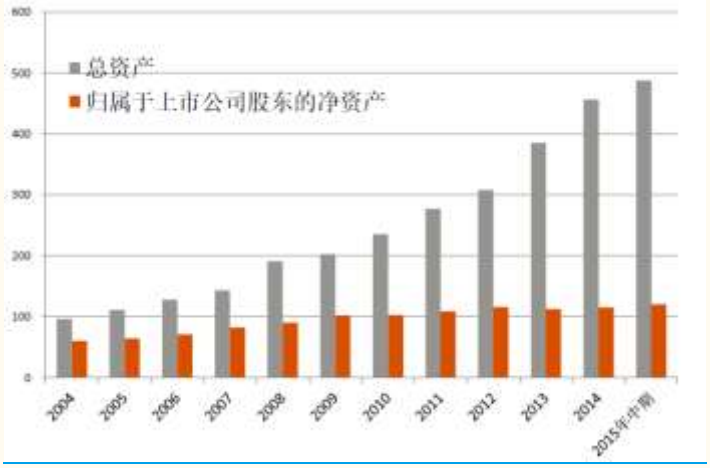
来源：公司报告、国金证券研究所

公司持有的在营物业面积从 2005 年转型之初仅有 15 万方，而在 2015 年三季末增至 152 万方，其中甲级写字楼总建面 95 万方、高品质研发楼总建面 20 万方、商铺物业总建面 8 万方、住宅物业总建面 9 万方。在建面积超过 210 万方。预计今后若干年还会新增相当体量的经营性物业，这为公司商业地产主业的均好性、可持续性提供了有力的保障。

另外，公司在售的上海住宅物业总建面 20 万方、天津住宅物业的总建面为 46 万方。2015 年公司完成销售面积 17.09 万方、合同金额 42.09 亿。

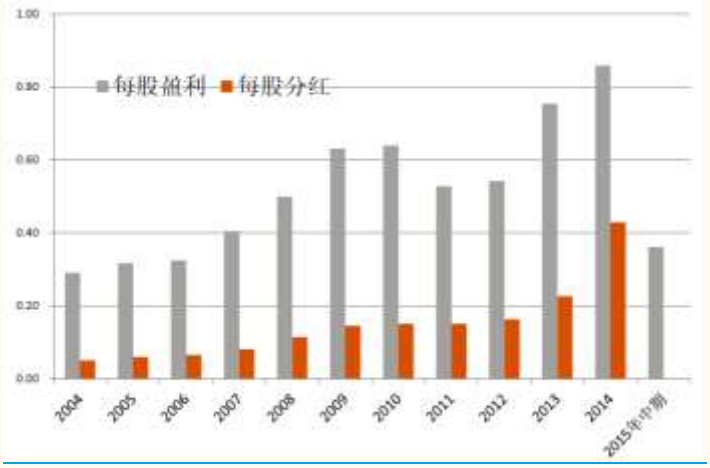
值得说明的是，公司拥有大量经营性物业，但对于投资性房地产公司并不是按照公允价值记账，而是按照成本模式记账，导致公司近些年的净资产规模并未出现显著的增长。而实际上投资性房地产的公允价值相比账面价值有显著的溢价。比如在 2014 年报中，我们看到的投资性房地产账面价值 191.23 亿，而安永评估的公允价值为 599.43 亿，增值 408 亿。

图表 5：成本模式记账导致净资产并未显著增长



来源：国金证券研究所

图表 6：净利稳健增长提升分红率



来源：国金证券研究所

核心业务指标

■ 营业收入与毛利率

公司的营业收入统计口径分为房产销售、动迁房转让、房地产租赁、酒店业和物业管理，从近几年的收入和毛利率的变化来看，公司的收入增长和毛利率保持在很稳健的区域。

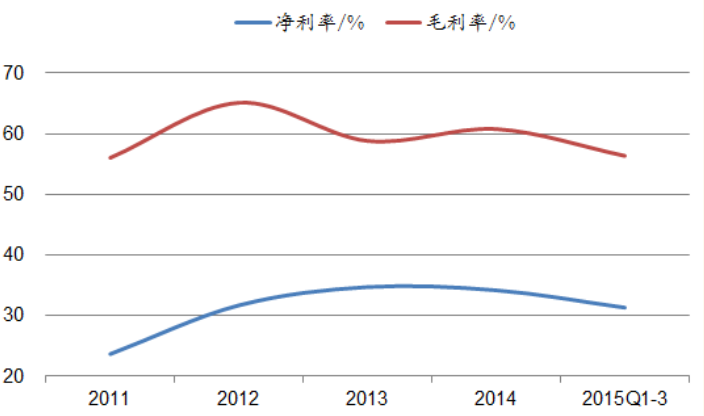
图表 7：近三年收入构成和毛利率水平

类别	2013 年		2014 年		2015H1	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
房产销售	13.17	45.46%	22.05	60.71%	6.88	45.35%
动迁房转让	4.10	75.73%	0.40	85.83%	0.69	65.27%
房地产租赁	14.31	82.10%	16.78	84.30%	9.45	83.38%
酒店业	1.16	46.61%	1.20	48.54%	0.60	50.16%
物业管理	5.06	7.69%	5.96	7.35%	3.44	8.32%

来源：公司报告、国金证券研究所

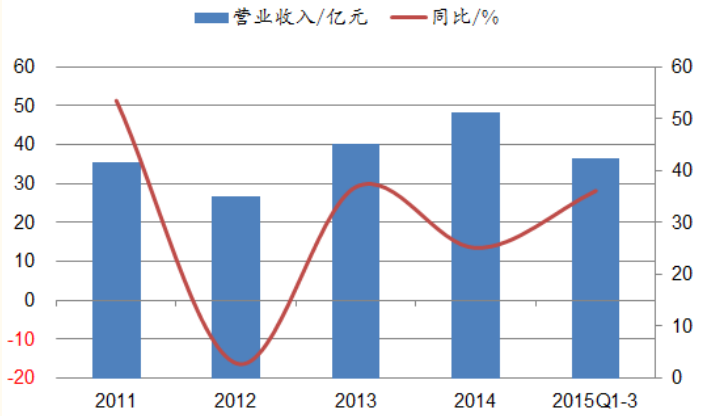
传统的房地产企业在 2013-2015 年均经历着销售去化变慢、毛利率和净利率下行的问题。而公司的营收增速、毛利率和净利率波动幅度相对较小，表现出很强的稳定性和持续性。

图表 8：净利率维持在 30-35%之间



来源：国金证券研究所

图表 9：营收增速保持稳健



来源：国金证券研究所

■ 在营物业概况

公司当前在营的办公物业 120.1 万方，而在建办公物业达 149.7 万方（主要是甲级写字楼），在建的商铺物业体量也显著高于在营建面，可以预见未来几年公

司在营物业规模还将大幅增长。

图表 10：在营项目和在建项目对比

项目类型	主要在营项目建筑面积(万方)	主要在建项目建筑面积(万方)	2013 年租赁收入(亿元)	2014 年租赁收入(亿元)
办公物业	120.1	149.7	10.45	12.84
甲级写字楼	95.8	146.8	-	-
高品质研发楼	24.2	2.9	-	-
商铺物业	9.2	34.1	2.21	2.35
住宅物业	9.3	24.5	1.25	1.23
会展物业	20	-	6.88	7.55
酒店物业	8.2	4.7	1.16	1.20
合计	166.8	213.0	20.31	25.17

来源：国金证券研究所

■ 在售物业概况

公司在售物业主要布局在上海和天津两个城市，2015 年三季度去化率有显著的提升。

图表 11：在售物业情况

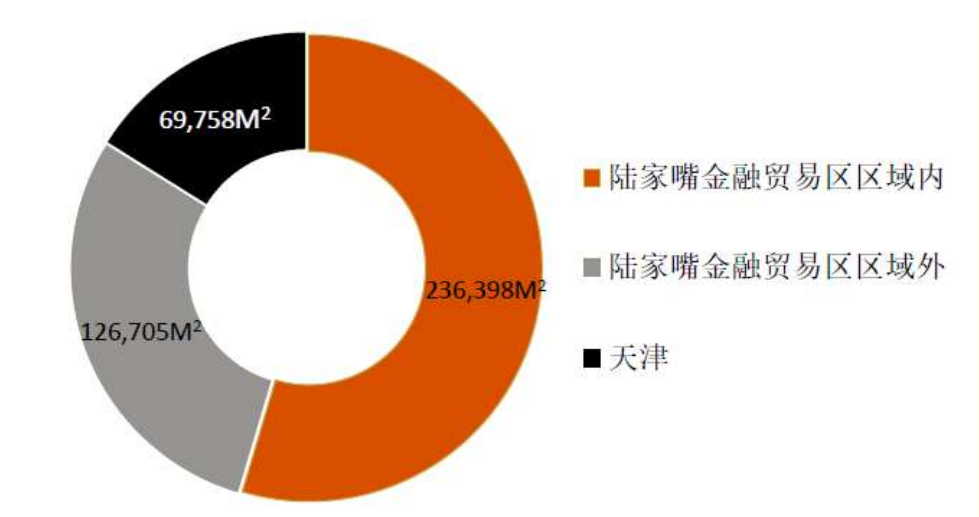
项目	地上建面/万方	总建面/万方	备案价格区间/元每平米	2015H1 去化率
陆家嘴公馆	4.13	4.80	60k-77k	93%
陆家嘴红醍半岛	9.15	16.17	31k-47k	38%
天津河滨花苑	8.04	10.93	20k-27k	92%
天津海上花苑西标	8.21	10.68	18k-32k	96%
天津河庭花苑（一期）	18.32	24.48	21k-25k	42%
合计	47.85	67.06	-	-

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 土地储备情况

公司当前土地储备主要分为三部分：上海陆家嘴金融贸易区内、上海陆家嘴金融贸易区外（包括公司 2013 年获得的前滩中心项目，规划建面 41.88 万方，其中办公物业 20 万方、商铺物业 10.88 万方、住宅物业 6 万方、酒店物业 5 万方）、天津，具体面积如下所示。

图表 12：土地储备情况



来源：公司公告、国金证券研究所

前滩中心项目

■ 前滩国际商务区介绍

上海前滩国际商务区位于黄浦江南延伸段，北面世博后滩拓展区和耀华地块、西临黄浦江和徐汇滨江地区，沿黄浦江岸线长约 2.3 公里，沿川杨河岸线长 0.8 公里，总面积 2.83 平方公里。前滩地理位置优越，距上海市中心的人民广场仅 20 分钟车程，有 3 条轨道交通穿越其中，交通优势突出。上海前滩国际商务区已被列入上海十二五期间六大重点开发区域，将打造成为上海城市转型发展、功能提升的重要载体。根据 2012 年 8 月获批的前滩控制性详细规划，上海前滩国际商务区将有 350 万平方米的建筑容量，计划打造集总部商务、文化传媒、体育休闲等功能为一体的上海城市副中心。

浦东国资委指示“由陆家嘴集团主导浦东前滩地区 2.83 平方公里的开发建设”，陆家嘴集团以前滩国际作为前滩一级土地开发责任主体。陆家嘴集团前滩开发拥有写字楼、酒店、商场、学校等不同业态的丰富产品线，按照规划，浦东前滩建设用地面积约 278.98 公顷，50%为办公、商业、文化娱乐建筑，10%为学校、医院等公共服务设施，其余 40%则用于建造国际社区及高端居住区，规划人口 2.5 万人。

图表 13：上海前滩地区详细规划图

来源：互联网、国金证券研究所

图表 14：上海前滩区位交通示意图

来源：互联网、国金证券研究所

■ 公司持有前滩实业 60%股权

公司在陆家嘴集团的支持下，已经成功参与前滩国际商务区建设。2013 年公司以 45.15 亿元前滩国际受让前滩实业 60%的股权，前滩实业持有前滩地区最大的城市综合体“前滩中心”项目（暂定名），总占地面积约 105,925 平方米，土地性质涵盖商业、办公及住宅用地，总建筑面积约 52 万平米，是包括一个步行商业中心广场、一幢高度为 270 米的标志性建筑在内的商业、办公、住宅建筑群。2015 年 7 月 31 日，公司子公司前滩实业与太古地产中国签订合作协议，约定以各占 50%股权比例共同成立项目公司开发前滩 25-01 地块商业项目（12.4 万方的零售商业）。截至 2015 年年中，前滩中心 25-1 北区、南区，前滩中心 25-2 地块和前滩中心 34 号均处于在建状态，实际投资达 41.56 亿元。

潜在的迪斯尼最大受益者

公司是陆家嘴集团旗下唯一上市平台

■ 陆家嘴集团介绍

上海陆家嘴（集团）有限公司（以下简称“陆家嘴集团”）的前身是上海市陆家嘴金融贸易区开发公司，成立于 1990 年 8 月 29 日，是浦东国资委直属的国有独资企业，同时是上海市政府旗下 62 家大型企业集团之一。陆家嘴集团成立之初负责全国唯一以“金融贸易”命名的国家级开发区陆家嘴金融贸易区的土地成片开发、市政基础设施建设和综合经营。陆家嘴集团的控股股东为上海市浦东新区国有资产监督管理委员会，其持有 100%的股份。

陆家嘴集团目前主要包括房地产开发经营、商业地产配套管理、城市市政建设、旅游会展、金融投资五大产业板块。1992 年陆家嘴集团第一次增资，上海市财政局以 1.51 平方公里土地使用权出让金作为股本金出资，计价 6.7 亿，因此在 2005 年之前陆家嘴集团的收入来源主要是土地批租业务，即土地一级开发和所有权转让。但是受制于区域体量的限制，土地批租业务及其高毛利率毕竟不可持续，2005 年后集团谋划转型，逐步加重房地产开发经营、金融投资、旅游经营等领域的布局。

截至 2014 年末，陆家嘴集团资产总计 968.47 亿，净资产合计为 285 亿。2014 年度实现营业收入 91.86 亿，净利润 22.01 亿。陆家嘴集团纳入合并报表范围的子公司共 81 家，其中二级子公司 15 家。

图表 15：截至 14 年末陆家嘴集团二级子公司情况

序号	公司名称	持股比例	表决权比例	投资额/亿元
1	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	57.05%	57.05%	10.66
2	上海陆家嘴城市建设开发投资有限公司	100%	100%	2.10
3	上海陆家嘴金融发展有限公司	88.2%	88.2%	41.96
4	上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司	70%	70%	3.15
5	上海陆家嘴人才公寓建设开发有限公司	100%	100%	1.64
6	上海陆家嘴昌邑房地产开发有限公司	100%	100%	1.53
7	上海陆家嘴乐园房产开发有限公司	100%	100%	1.20
8	上海陆家嘴荣成房地产开发有限公司	100%	100%	0.52
9	上海陆家嘴御桥人才公寓建设开发有限公司	100%	100%	0.05
10	上海陆家嘴临港城市投资有限公司	100%	100%	2.00
11	上海陆家嘴至茂投资有限公司	100%	100%	6.73
12	上海东荟实业有限公司	100%	100%	0.03
13	上海东磐实业有限公司	100%	100%	0.03
14	上海东揽实业有限公司	100%	100%	-
15	东达（香港）投资有限公司	100%	100%	0.65

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 上海陆家嘴金融发展有限公司介绍

上海陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发公司”）成立于 2004 年 11 月 28 日，截至 2015 年 3 月末，注册资本为 47.45 亿。经营范围包括金融产业、工业、商业、城市基础设施等项目的投资、管理、投资咨询、企业收购和兼并等。陆金发公司是上海市委、市政府及浦东新区区委、区政府按照国务院关于建设上海国际金融中心的战略要求，设立并培育的开发金融创新与综合经营试点的金融控股企业。陆金发公司于 2009 年完成控股爱建证券，2011 年完成收购青岛海协信托投资有限公司并更名为“陆家嘴国际信托有限公司”（以下简称“陆家嘴信托”），初步形成业务多元化的金融控股集团。截至 2014 年末，陆金发公司资产总计为 112.98 亿，净资产为 70.14 亿。2014 年度，陆金发公司实现营业总收入为 9.63 亿，净利润为 4.57 元。

2015 年 8 月，陆家嘴集团及其子公司对陆金发公司增资 28.71 亿元，增资后持有陆金发公司股权比例为 88.20%，按照上海市浦东新区国有资产监督管理委员会要求，陆家嘴集团将所持有的陆金发公司股权无偿划转至上海国际集团有限公司。截至目前，上述股权划转的工商登记变更手续已经完成。此前集团的金融服务板块由陆金发公司经营业务构成。2014 年，金融板块业务收入占陆家嘴集团全部收入的 10.31%，利润总额占陆家嘴集团全部利润总额的 18.01%，资产总额为陆家嘴集团资产的 11.56%，净资产为陆家嘴集团净资产的 24.61%。陆金发公司资产和收入规模占陆家嘴集团整体比例一般，但净资产及利润总额占陆家嘴集团整体比例较大。

图表 16：剔除金融板块前后陆家嘴集团重要财务指标

项目	2014 年	2014 年（剔除金融板块）	2014 年（上市公司）
资产总额/亿元	968.47	855.49	456.21
所有者权益/亿元	285.03	186.18	152.44
营业收入/亿元	91.86	82.38	51.17
利润总额/亿元	33.67	27.60	22.16

来源：公司公告、国金证券研究所

上市公司体外的主要子公司

■ 上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司

上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司曾用名为上海滨江国际旅游度假区开发有限公司，成立于 2003 年 4 月 11 日，企业性质为国内合资的有限责任公司。2012 年 2 月 13 日，根据上海浦东新区国资委办公室《关于上海滨江国际旅游度假区开发有限公司股权协议转让的批复》，上海市浦东土地发展（控股）公司通过产权交易合同向上海陆家嘴（集团）有限公司转让了上海滨江国际旅游度假区开发有限公司 70%的股份，对价为 18.46 亿。截至 2014 年末，滨江公司资产总计为 252.42 亿，净资产为 46.03 亿。2014 年度，滨江公司营业收入为 16.92 亿，净利润为 3.16 亿。

■ 上海陆家嘴城市建设开发投资有限公司

上海陆家嘴城市建设开发投资有限公司（以下简称“城开公司”）成立于 1994 年 12 月 27 日，截至 2015 年 3 月末，注册资本为 2.10 亿，经营范围包括实业投资、市政建设、土地成片开发建设和土地使用权的出租与转让，房地产开发经营、咨询及物业管理等。城开公司是陆家嘴集团通过对基建配套、动拆迁、劳务等子公司的整合，重组成立的专事城市基础设施功能开发的产业平台。截至 2014 年末，城开公司资产总计为 9.92 亿，净资产为 4.64 亿。2014 年度城开公司实现营业收入 3.08 亿，净利润为 0.36 亿。

上市公司体外的主要股权

截止到 2014 年末陆家嘴集团主要的长期股权投资如下表所示，其中上市公司体外的主要股权资产是上海申迪（集团）有限公司 45%的股权。

图表 17：陆家嘴集团长期股权投资（亿元）

被投资企业类型和主要公司	年末余额	持股比例	表决权比例	本年收到现金红利
一、合营企业	21.57			1.43
上海新国际博览中心有限公司	9.18	28.53%	50.00%	1.20
国泰人寿保险（金融板块）	10.73	44.10%	50.00%	-
二、联营企业	133.79			
上海申迪（集团）有限公司	91.38	45%	45%	
上海中心大厦建设发展有限公司	31.62	25.67%	45.00%	
三、股权分置流通权	1.85			
合计	157.21			1.62

来源：公司公告、国金证券研究所

上市公司体外的其他资产

这里整理了上市公司与陆家嘴集团在 2012-2014 三年营业收入构成和毛利率的

具体情况。从财务指标我们可以看出，土地批租和租赁、部分房地产开发和租赁项目、工程服务业务还在上市公司体外。

图表 18：陆家嘴集团旗下上市公司体外收入分类（亿元）

项目		2012 年		2013 年		2014 年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地批租	集团	10.30	68.2%	22.10	53.44%	27.12	56.10%
土地租赁	集团	0.18	91.13%	0.17	90.67%	0.21	92.30%
房地产销售	集团	23.19	67.67%	22.62	58.59%	23.99	61.79%
	上市公司房地产销售	5.93	54.92%	13.17	45.46%	22.05	60.71%
	上市公司动迁房转让	6.74	80.96%	4.10	75.73%	0.40	85.83%
	体外	10.52		5.35		1.54	
商业租赁与物管	集团	16.16	62.70%	20.21	63.10%	23.79	65.24%
	上市公司房地产租赁	11.82	80.65%	14.31	82.10%	16.78	84.30%
	上市公司物业管理	3.95	9.82%	5.06	7.69%	5.96	7.35%
	体外	0.39		0.84		1.05	
酒店收入	集团	1.22	50.73%	1.16	46.58%	1.20	48.54%
	上市公司	1.22	50.73%	1.16	46.58%	1.20	48.54%
工程、服务收入	集团	1.33	20.11%	1.40	13.65%	1.22	4.09%

来源：公司公告、国金证券研究所

为避免同业竞争，上市公司土地批租业务在 2012 年基本结束，但集团这一块业务一直还在。近几年，陆家嘴集团土地批租业务对应结转的收入均为以前年度已出让的土地或补差价。未来集团土地批租业务将以前滩土地开发为主。根据有关会议的精神，前滩开发将实行“统一规划、统一实施”的原则，由原项目公司滨江公司作为责任主体和具体实施单位。陆家嘴集团出资收购滨江公司70%的股权，成为土地一级开发的主体单位之一，滨江公司后更名为前滩国际。浦东前滩的总建筑面积达到 350 万平方米以上，商办建筑占到其中一半，还有约 40%用于建造高端白领社区。集团拥有其中的 210 万平方米左右开发权，拟为前滩前期开发一次性投入 100 亿元，远期带动的投入将超过 1000 亿元。

土地储备方面，根据 2015 年一季度末的数据来看，集团在上市公司体外的土地储备（按土地占地面积）为 144.19 万平米（其中，前滩区域有 100.71 万方）。

图表 19：截至 2015 年 3 月底陆家嘴集团土地储备

地块名称	产权单位	土地面积/万方	获得时间	土地现状
御桥地块	集团公司	38.72	1993	已平地，计划自营开发建设
N3 地块	股份公司	4.36	1996	生地、未动迁
SB1-SB5	股份公司	17.56	2002	生地、未动迁
荣成地块	荣成公司	1.33	2004	生地、未动迁
昌邑地块	昌邑集团	3.43	2004	生地、未动迁
前滩 ES4	前滩集团	100.71	2012	已平地，计划自营开发建设
	合计	166.11	--	--

来源：国金证券研究所

国资国企改革提速、资产注入预期变强

早在 2013 年 12 月，上海就发布了“上海市国资改革 20 条”，奠定了上海国企改革排头兵的地位。2015 年 6 月，上海浦东新区发布浦东国资国企改革“18 条”，2015 年 9 月，国务院公开发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》。上海国资总量大、国企数目多，国改的市场空间很大。陆家嘴集团对旗下金融子公司增资、转让也可以说是国资改革的积极实践。在 2016 年 1 月 18 日召开的国企工作会议上，上海国资委提出，2016 年将稳妥发展混改，加快推进企业

集团整体上市或核心业务资产上市。我们认为，公司将会直接受益国资国企改革。

上海迪斯尼的潜在股权受益者

■ 上海迪斯尼简介

上海迪士尼度假区是世界第六座、中国第二座迪斯尼主题乐园，位于上海市浦东新区川沙新镇，占地约 7 平方公里。上海迪斯尼于 2011 年破土动工，2013 年启动地上建设，2015 年 5 月度假区标志性的奇幻童话城堡成功封顶。2016 年 1 月 13 日，华特迪士尼公司和上海申迪集团联合宣布，上海迪士尼度假区将于 2016 年 6 月 16 日正式开门迎客。

上海迪士尼度假区在正式运营后将为全世界的游客打造独一无二的游乐体验。在开幕时，度假区将包括上海迪士尼乐园——一座拥有六大主题园区的神奇王国风格的主题乐园、两座精彩纷呈的主题酒店、迪士尼小镇——一个国际化的购物餐饮娱乐区，以及星愿公园。其中主题乐园六大园区包括“探险岛”“奇想花园”“米奇大街”“明日世界”“宝藏湾”及拥有奇幻童话城堡的“梦幻世界”。整个度假区将为游客呈现无与伦比的高品质体验，其中包括许多度身定制的全球首发项目。

■ 陆家嘴集团是最大中方股东

上海迪士尼由上海申迪集团（上海国有企业，持有迪斯尼 57%股权）和华特迪士尼（持有 43%股权）共同投资设立。上海申迪（集团）有限公司是经上海市政府批准设立的国有企业，承担上海国际旅游度假区的土地开发、基础设施建设和相关产业发展任务，同时负责与美方合资合作，共同建设、管理和运营上海迪士尼主题乐园。在 3 亿元注册资金中，上海市国资委管理的锦江国际出资 7500 万元，占股 25%；上海广播电影电视发展有限公司出资 9000 万元，占股 30%；上海陆家嘴（集团）公司出资 1.35 亿元人民币，占股 45%。首期建设的迪士尼乐园及配套区占地 3.9 平方公里，以 1.16 平方公里的主题乐园和约 0.39 平方公里的中心湖泊为核心。2015 年初已累计完成投资 92.03 亿元，其中 2014 年投资 31.64 亿元。

公司估值分析

净资产重估

我们将上市公司有溢价的三类项目（出售类物业、持有类物业、土地储备类）分别按照假设开发法、净现金流折现法、市场比较法进行折现，最终得出的溢价和重估净资产如下表所示，当前股价折让 RNAV 的比例为 8.3%。

图表 20：公司 RNAV 估算

项目	数值	单位
出售类项目增值额	1,771.40	百万元
持有类物业、土地储备增值额	65,343.53	百万元
总股本	1,867.68	百万股
出售类项目每股增值	0.95	元
持有类、土地储备每股增值	34.99	元
账面每股净资产	6.17	元
RNAV	42.11	元
折价率	8.3%	

来源：国金证券研究所

业绩预测

根据公司的业务构成、历史业绩增速和当前市场环境，我们预计公司 2015-2017 年实现的 EPS 分别为 0.97、1.15 和 1.47 元，目前股价对应 16 年 PE 为 33 倍，对应 17 年 PE 为 26 倍。

投资建议

我们认为，公司持有的经营性物业租金收入稳步增长，在可预期的时间内还将有大量在建物业转为在营物业，而上海前滩地区、迪斯尼地区和天津红桥区的项目开发都会给公司带来新一轮的发展空间。从动态估值的角度，由于持有型物业相比销售性物业更能抵抗市场波动风险，更能表现业绩的持续性和均好性，理应享有高估值。而从静态价值考虑，公司持有型物业一贯采用成本法记账，大幅低于其公允价值。从经营性物业的位置和品质来看，公司的市值应与其公允价值相匹配。再考虑到国资国企改革的大背景，公司控股股东陆家嘴集团是迪斯尼最大中方股东，在上市公司体外还有 144.19 万方的土地储备以及其他相关资产，未来都可能构成公司外延式增长的优异资源，我们首次覆盖，给予买入评级。目标价区间为 50-55 元，对应 16 年业绩 PE43-48X。

风险提示

公司租金收益波动变大、迪斯尼经营情况和前滩地区开发进度低于预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	**3,492**	**4,510**	**5,117**	**6,504**	**7,247**	**8,934**
增长率		29.1%	13.5%	27.1%	11.4%	23.3%
主营业务成本	-1,218	-1,857	-2,008	-2,809	-3,107	-3,767
%销售收入	34.9%	41.2%	39.2%	43.2%	42.9%	42.2%
毛利	2,274	2,652	3,109	3,695	4,141	5,167
%销售收入	65.1%	58.8%	60.8%	56.8%	57.1%	57.8%
营业税金及附加	-627	-647	-725	-921	-1,027	-1,265
%销售收入	18.0%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
营业费用	-78	-115	-141	-180	-200	-247
%销售收入	2.2%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-164	-178	-176	-223	-249	-307
%销售收入	4.7%	3.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润（EBIT）	1,404	1,713	2,067	2,371	2,665	3,348
%销售收入	40.2%	38.0%	40.4%	36.5%	36.8%	37.5%
财务费用	-256	-241	-331	-362	-262	-258
%销售收入	7.3%	5.3%	6.5%	5.6%	3.6%	2.9%
资产减值损失	1	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	3	-3	15
投资收益	255	516	480	480	512	601
%税前利润	17.8%	25.7%	21.4%	19.1%	17.5%	16.2%
营业利润	1,404	1,986	2,216	2,492	2,912	3,706
营业利润率	40.2%	44.0%	43.3%	38.3%	40.2%	41.5%
营业外收支	25	19	27	19	20	15
税前利润	1,429	2,004	2,244	2,510	2,932	3,721
利润率	40.9%	44.4%	43.8%	38.6%	40.5%	41.7%
所得税	-323	-440	-496	-555	-648	-823
所得税率	22.6%	22.0%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
净利润	1,106	1,564	1,748	1,955	2,284	2,899
少数股东损益	95	158	146	146	143	161
归属于母公司的净利润	**1,011**	**1,406**	**1,602**	**1,809**	**2,141**	**2,738**
净利率	29.0%	31.2%	31.3%	27.8%	29.5%	30.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,106	1,564	1,748	1,955	2,284	2,899
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	29	27	72	138	156
非经营收益	-313	-800	-347	166	-195	-295
营运资金变动	611	-416	-2,641	1,818	908	1,639
经营活动现金净流	**1,427**	**376**	**-1,213**	**4,012**	**3,135**	**4,399**
资本开支	131	70	-167	30	-153	-119
投资	-1,611	-1,814	-6,543	-2,912	-904	-4,150
其他	189	164	225	483	509	616
投资活动现金净流	**-1,291**	**-1,580**	**-6,485**	**-2,399**	**-548**	**-3,653**
股权募资	0	1,666	0	0	0	0
债权募资	-763	2,030	8,257	-818	-1,305	-206
其他	-782	-879	-1,136	-450	-614	-616
筹资活动现金净流	**-1,546**	**2,817**	**7,121**	**-1,268**	**-1,919**	**-822**
现金净流量	**-1,409**	**1,613**	**-576**	**345**	**668**	**-76**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,330	3,141	2,782	3,128	3,796	3,719
应收款项	210	73	57	134	149	184
存货	15,268	20,772	11,959	11,544	11,916	13,417
其他流动资产	55	30	33	27	33	32
流动资产	16,863	24,015	14,831	14,832	15,894	17,352
%总资产	54.8%	62.3%	32.5%	30.8%	31.7%	31.1%
长期投资	13,000	13,054	28,667	31,579	32,483	36,633
固定资产	535	517	471	445	456	427
%总资产	1.7%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
无形资产	28	122	149	91	115	121
非流动资产	13,919	14,523	30,789	33,373	34,312	38,440
%总资产	45.2%	37.7%	67.5%	69.2%	68.3%	68.9%
资产总计	**30,782**	**38,538**	**45,621**	**48,206**	**50,206**	**55,792**
短期借款	3,564	4,484	3,891	3,407	1,800	1,800
应付款项	10,450	14,001	12,545	13,865	15,013	17,838
其他流动负债	866	1,079	1,209	1,628	1,782	2,130
流动负债	14,880	19,564	17,645	18,900	18,594	21,768
长期贷款	2,511	3,614	7,465	7,265	7,565	7,365
其他长期负债	199	174	5,267	5,133	5,135	5,129
负债	**17,590**	**23,352**	**30,377**	**31,298**	**31,295**	**34,262**
普通股股东权益	11,584	11,272	11,529	13,046	14,907	17,364
少数股东权益	1,608	3,915	3,715	3,861	4,004	4,165
负债股东权益合计	**30,782**	**38,538**	**45,621**	**48,206**	**50,206**	**55,792**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.541	0.753	0.857	0.969	1.146	1.466
每股净资产	6.203	6.035	6.173	6.985	7.982	9.297
每股经营现金净流	0.859	0.307	-0.533	2.148	1.679	2.355
每股股利	0.145	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	8.73%	12.47%	13.89%	13.87%	14.36%	15.77%
总资产收益率	3.28%	3.65%	3.51%	3.75%	4.26%	4.91%
投入资本收益率	5.64%	5.74%	5.10%	5.67%	6.24%	7.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.17%	29.14%	13.46%	27.10%	11.43%	23.27%
EBIT 增长率	58.51%	21.97%	20.72%	14.68%	12.42%	25.63%
净利润增长率	2.65%	39.07%	13.91%	12.97%	18.34%	27.86%
总资产增长率	11.17%	25.20%	18.38%	5.67%	4.15%	11.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.5	4.5	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	4,183.3	3,541.0	2,974.9	1,500.0	1,400.0	1,300.0
应付账款周转天数	212.8	217.5	237.6	150.0	140.0	130.0
固定资产周转天数	55.9	41.8	33.6	25.0	23.0	17.5
偿债能力						
净负债/股东权益	35.97%	32.64%	89.04%	74.20%	55.89%	48.52%
EBIT 利息保障倍数	5.5	7.1	6.2	6.5	10.2	13.0
资产负债率	57.14%	60.59%	66.59%	64.93%	62.33%	61.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD