东兴证券
DONGXING SECURITIES

沪上航母，乘风破浪

——陆家嘴（600663）2015 年年报点评

2016 年 03 月 22 日

强烈推荐/维持

陆家嘴 | 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：S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件：

公司 3 月 21 日公布 2015 年年报。报告期内，公司实现营业收入 56.31 亿元，比上年增加 10.04%；实现归属于母公司所有者的净利润 19.00 亿元，比上年同期上升 18.60%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 524.49 亿元，比上年同比大增 14.97%；公司净资产 129.97 亿元，比上年增加 12.73%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	1151.59	1388.46	1816.99	1180.86	1324.49	1723.28	1402.74
增长率（%）	35.13%	71.49%	-10.32%	55.41%	15.01%	24.11%	-22.80%
毛利率（%）	55.24%	65.44%	56.24%	61.90%	52.84%	55.25%	49.19%
期间费用率（%）	15.07%	12.96%	8.73%	17.99%	19.28%	13.58%	18.42%
营业利润率（%）	36.27%	39.96%	47.20%	37.50%	38.92%	39.96%	73.73%
净利润（百万元）	338.96	442.36	672.47	337.84	410.03	575.35	798.68
增长率（%）	15.36%	-35.11%	89.45%	14.98%	20.97%	30.06%	18.77%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.22	0.33	0.16	0.20	0.24	0.41
资产负债率（%）	61.35%	66.29%	66.59%	64.64%	68.97%	69.68%	69.04%
净资产收益率（%）	2.21%	3.02%	4.41%	2.08%	2.71%	3.75%	4.92%
总资产收益率（%）	0.85%	1.02%	1.47%	0.74%	0.84%	1.14%	1.52%

观点：

- **营业收入和净利润均实现大幅增长。**2015年，公司实现营业收入人民币56.31亿元，较2014年的人民币51.17亿元上升10.04%；实现归属于股东的净利润人民币19.00亿元，较2014年的人民币16.02亿元大幅上升18%。总体来看，公司2015年销售基本符合预期。公司稀释每股收益为人民币1.02元，较2014年0.86元增长18.60%。

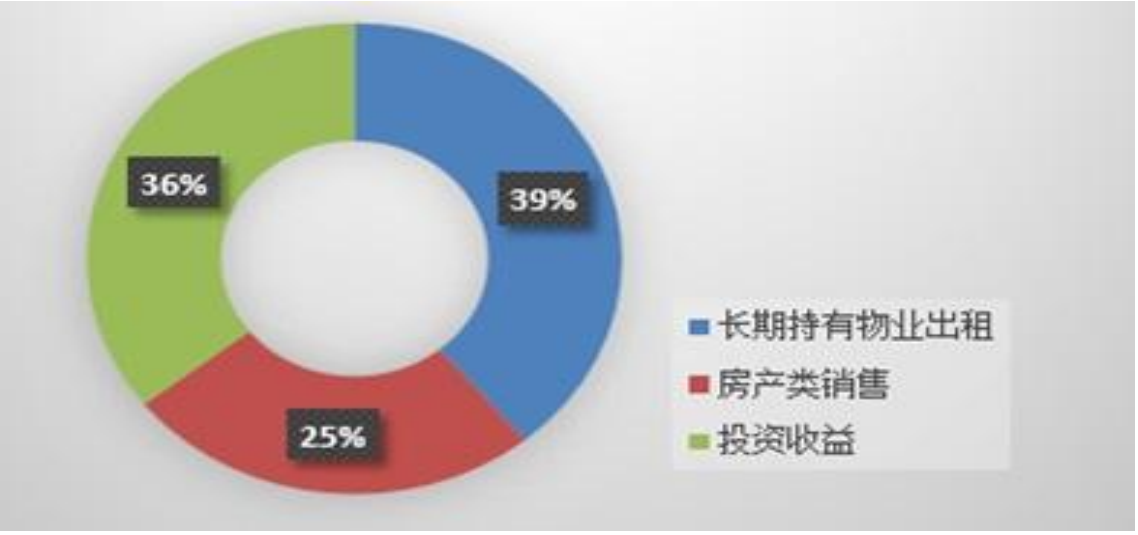
表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析 （单位：亿元、百分比）

项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	19.00	16.02	18.60%	营业收入的大幅增长
营业收入	56.31	51.17	10.04%	项目结算周期
资产负债率（%）	69.04%	66.59%	3.68%	资产结构保持稳定
费用比率（%）	17.05%	12.66%	34.68%	财务费用增幅较大
加权 ROE（%）	15.66%	14.68%	6.68%	净利率上升的影响
总资产	524.49	456.21	14.97%	本期公司资产规模保持稳定
货币资金	19.42	27.82	-30.19%	资金利用水平得到提升
预收账款	46.70	11.57	303.63%	2015 年销售行情火爆
一年内到期非流动负债	32.03	5.92	441.05%	项目开发投资带来负债增加
经营活动净现金流	33.03	-9.95	431.96%	房地产租赁收入的大幅增长
稀释 EPS	1.02	0.86	18.60%	净利润增幅较大

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

公司2015年度当年利润主要来源于房产销售和租赁收入。长期持有物业出租毛利率为83.7%，对利润总额的贡献率为43.35%；房产类销售毛利率为42.13%，对利润总额的贡献率为28.22%；投资收益对利润总额的贡献率为39.57%。房地产租赁作为一直以来公司的核心业务，去年实现了超过25%的增长，为公司提供了稳定的现金流保障。

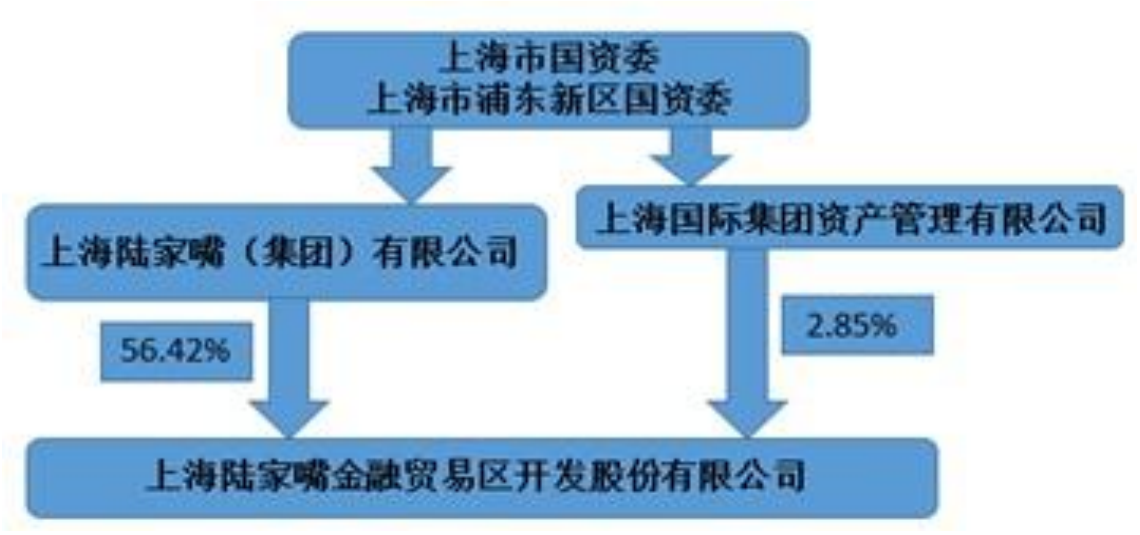
图 1：公司各项业务对利润的贡献率



资料来源：东兴证券研究所

➢ **“国企改革”概念成为公司发展的催化剂。**随着改革的不断深化，“十三五”时期成为深化国企改革的关键时期。公司目前控股股东上海陆家嘴（集团）有限公司是上海市国资委和上海浦东新区国资委属下的全资子公司，而上海作为改革的领头羊和试验区，国企改革也必定走在全国的前列。国资国企改革在未来几年内会为公司经营注入新的动力，成为公司发展的催化剂。

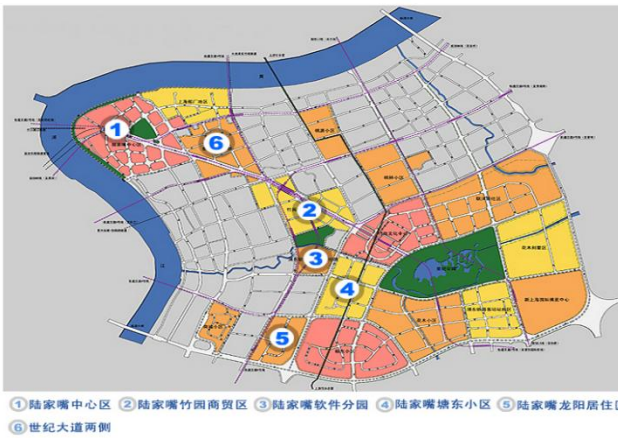
图 2：公司与主要股东之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➢ **商业地产价值稀缺性凸显，带来长期增值潜力。**公司从2012年起由传统的土地批租业务向以商业地产为核心的业务进行转型。公司在陆家嘴核心区域拥有大量高端优质经营物业，地理位置优越、建筑品质卓越，布局办公、商铺、酒店、会展等。随着上海自贸区的扩容、陆家嘴金融中心的明确定位，该地区增值潜力巨大。近期一线城市房价的大幅上涨也凸显陆家嘴商业地产的价值稀缺性，高端租户支撑推动物业价值、租金、出租率不断上升。截止2015年末，公司成熟甲级写字楼（运营一年及以上）的平均出租率约为 98%，长期在营高品质研发楼及非甲级写字楼出租率达到100%。

图 3：公司陆家嘴区域开发图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 4：陆家嘴中心在建楼宇

资料来源：陆家嘴金融城网站，东兴证券研究所

➢ **住宅物业快速去化提供现金流保障。**2015年上海住宅市场火爆，整体市场成交面积同比增长51.61%，成交套数同比增长 43.21%，成交价同比增长19.38%，销供比达到 1.25。公司重点经营的天津市场也表现惊人，从成交来看，本年度以 1,428 万平米的成交量，登顶历年销售之最，成交均价更是以 10,880

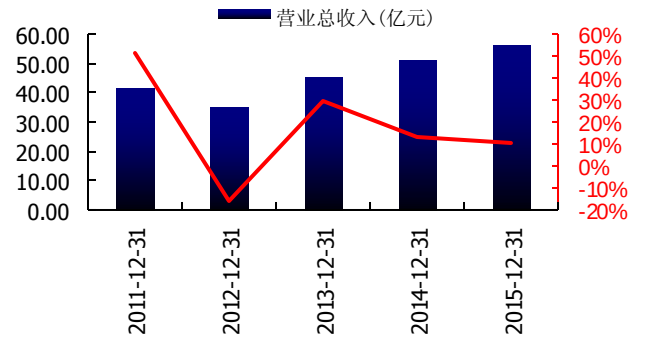
元/平米首次实现年度均价“破万”。这些都使得公司的住宅物业快速去化，在售项目的整体去化率约为95%。2015年度，公司各类住宅物业实现销售收入近 16.52 亿元，各类住宅物业累计合同销售面积近24万平方米，合同金额近60亿元。销售的高周转带来公司稳定强大的现金流，为后期公司的开发投资项目带来保障。同时，公司在上海和天津依然有着积极拿地，有着很大的土地储备，在一线城市和热点二线城市楼市热度不减的预期下，公司未来的营业收入和销售业绩依然可以实现可持续增长。

图 5：公司土地储备状况

资料来源：东兴证券研究所

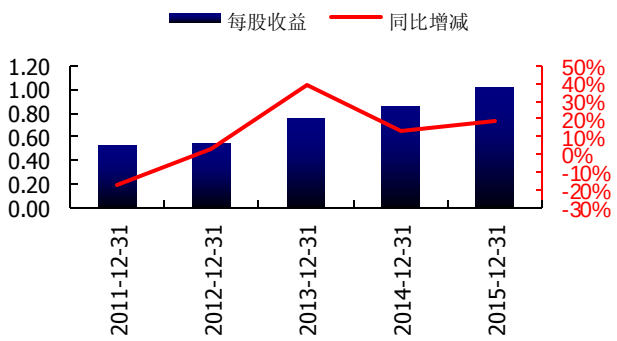
- **前滩项目和迪士尼开园——区域商圈的新热点。**公司的控股股东陆家嘴集团是迪士尼的中方股东，也是前滩项目的开发经营方。随着今年6月迪士尼乐园的开园和前滩项目的不断推进，这两个区域商圈的新热点势必给公司带来潜在强烈的增长动力。

图 4：营业收入情况



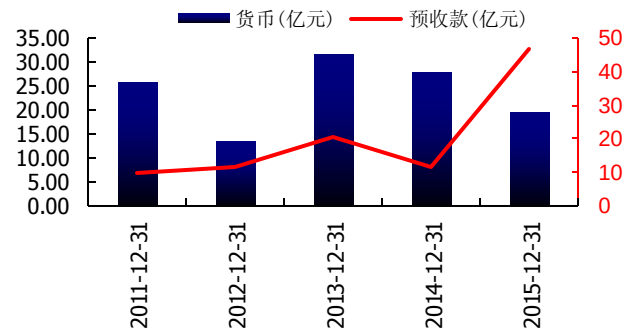
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：每股收益情况



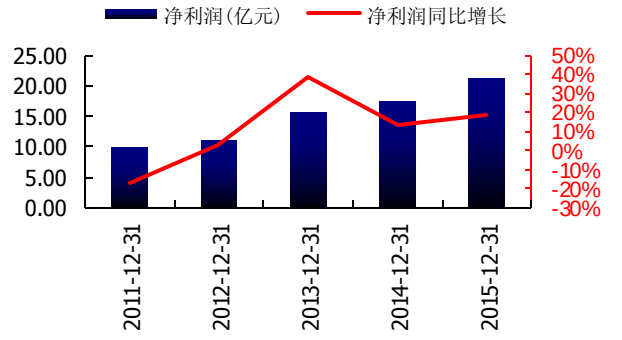
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：货币和预收款情况



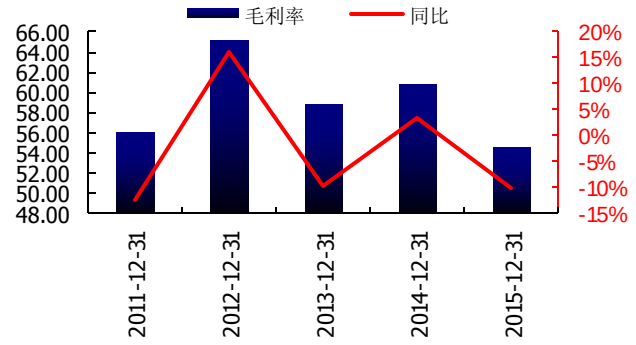
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：净利润情况



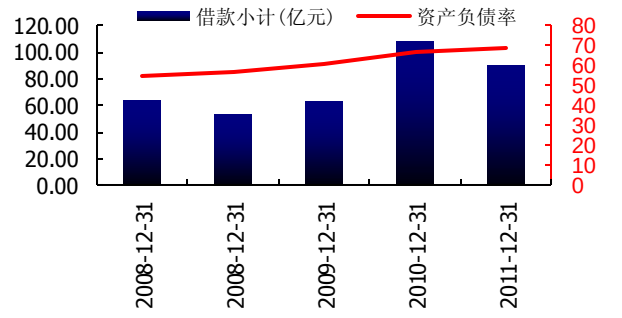
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8：销售毛利率情况



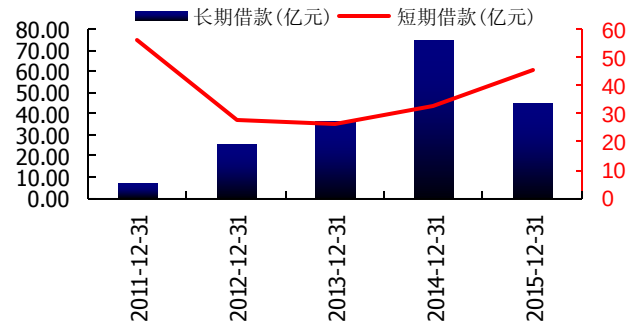
资料来源：公司公告、东兴证券

图 9：资产负债率情况



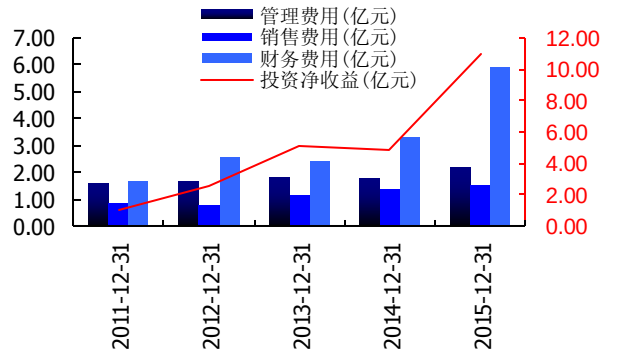
资料来源：公司公告、东兴证券

图 10：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 11：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：

2015 年公司的营业收入和净利润分别实现 10.04%和 18.60%的大幅增长，主要得益于房产租赁和销售的上升。公司在陆家嘴金融核心区持有的大量优质商业地产有着极强的价值稀缺性，增值潜力无限；同时公司在 2015 年住宅物业的高去化率也带来了现金流保障。由公司在上海和天津的土地储备和目前相关市场可以预期的平稳发展，我们预计公司目前的收入和利润增长是可以持续的。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 76.59 亿元、101.09 亿元和 131.42 亿元，每股收益分别为 1.16 元、1.46 元和 1.76 元，对应 PE 分别为 33.26、26.45 和 22.00，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

单位：百万元

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	14831	12219	13623	16301	22997
货币资金	2782	1942	5173	4317	5257
应收账款	36	35	50	66	86
其他应收款	21	157	214	282	367
预付款项	2	2	2	3	4
存货	11959	10048	8183	11633	17283
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	30789	40230	31236	31182	31128
长期股权投资	4852	5160	5160	5160	5160
固定资产	470.82	454.68	400.69	346.69	292.70
无形资产	1	1	1	1	1
其他非流动资产	240	655	0	0	0
资产总计	45621	52449	44859	47483	54125
流动负债合计	17645	26523	25476	30278	38992
短期借款	3299	4539	0	0	2233
应付账款	1391	1955	1763	2520	3745
预收款项	1157	4670	8500	12543	17800
一年内到期的非流	592	3203	3203	3203	3203
非流动负债合计	12732	9686	1449	-1551	-4551
长期借款	7465	4449	1449	-1551	-4551
应付债券	5000	5000	0	0	0
负债合计	30377	36209	26925	28727	34441
少数股东权益	3715	3243	3743	4293	4893
实收资本(或股本)	1868	1868	1868	1868	1868
资本公积	39	39	917	917	917
未分配利润	7084	7965	4929	1113	-3476
归属母公司股东权	11529	12997	13711	13983	14311
负债和所有者权	45621	52449	44379	47003	53645

单位：百万元

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-995	3303	8696	5142	5202
净利润	1748	2122	2668	3276	3878
折旧摊销	237.91	304.96	0.00	54.13	54.13
财务费用	331	592	600	600	600
应收账款减少	0	0	-15	-16	-20
预收帐款增加	0	0	3829	4044	5257
投资活动现金流	-6485	-2830	9029	55	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	8284	0	0
投资收益	480	1098	60	60	60
筹资活动现金流	7121	-1314	-14495	-6054	-4317
应付债券增加	0	0	-5000	0	0
长期借款增加	0	0	-3000	-3000	-3000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	878	0	0
现金净增加额	-359	-840	3231	-856	940

单位：百万元

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5117	5631	7659	10109	13142
营业成本	2008	2558	2298	3538	5257
营业税金及附加	725	532	766	1011	1314
营业费用	141	152	207	273	373
管理费用	176	216	276	364	473
财务费用	331	592	600	600	600
资产减值损失	-0.28	-1.68	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	479.66	1098.1	60.00	60.00	60.00
营业利润	2216	2681	3568	4378	5180
营业外收入	28.33	94.06	40.00	40.00	40.00
营业外支出	1.05	0.10	50.00	50.00	50.00
利润总额	2244	2775	3558	4368	5170
所得税	496	653	889	1092	1293
净利润	1748	2122	2668	3276	3878
少数股东损益	146	222	500	550	600
归属母公司净利润	1602	1900	2168	2726	3278
EBITDA	2785	3578	4222	5032	5835
EPS（元）	0.86	1.02	1.16	1.46	1.76

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	13.46%	10.05%	36.00%	32.00%	30.00%
营业利润增长	11.61%	20.97%	33.07%	22.72%	18.32%
归属于母公司净利润	14.12%	25.73%	14.12%	25.73%	20.23%
获利能力					
毛利率(%)	60.76%	54.57%	70.00%	65.00%	60.00%
净利率(%)	34.15%	37.68%	34.84%	32.41%	29.51%
总资产净利润（%）	3.51%	3.62%	4.83%	5.74%	6.06%
ROE(%)	13.89%	14.62%	15.81%	19.50%	22.90%
偿债能力					
资产负债率(%)	67%	69%	61%	61%	\
流动比率	0.84	0.46	0.53	0.54	0.59
速动比率	0.16	0.08	0.21	0.15	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.11	0.16	0.22	0.26
应收账款周转率	145	159	179	173	172
应付账款周转率	3.91	3.37	4.12	4.72	4.20
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.02	1.16	1.46	1.76
每股净现金流(最新	-0.19	-0.45	1.73	-0.46	0.50
每股净资产(最新摊	6.17	6.96	7.34	7.49	7.66
估值比率					
P/E	45.03	37.95	33.26	26.45	22.00
P/B	6.26	5.55	5.26	5.16	5.04
EV/EBITDA	30.76	24.42	12.30	13.80	11.61

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。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

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。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。