陆 家 嘴 (600663.SH)　园区开发行业

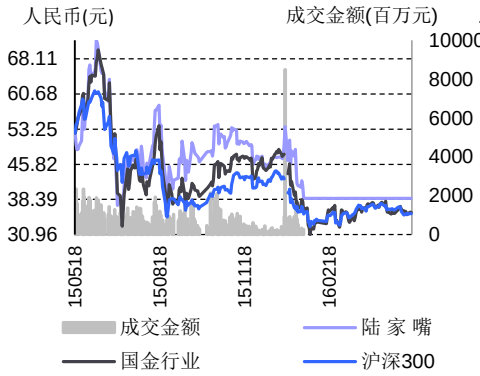
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：38.61 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)	72.01/34.18
沪深 300 指数	3086.02
上证指数	2843.68



相关报告

1.《金控注入、预期升温-陆家嘴公司点评》，2016.4.14

2.《稳健均好、锐意突变-陆家嘴公司点评》，2016.3.23

3.《迪士尼主题与国企改革双重受益-陆家嘴公司研究》，2016.1.28

胡华如　分析师 SAC 执业编号：S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

商业旗舰、王者归来

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.857	1.017	1.139	1.298	1.465
每股净资产(元)	6.17	6.96	7.80	8.92	10.20
每股经营性现金流(元)	-0.53	1.77	0.66	0.39	0.91
市盈率(倍)	43.73	49.29	33.91	29.75	26.35
行业优化市盈率(倍)	48.35	63.40	48.77	48.77	48.77
净利润增长率(%)	13.91%	18.64%	11.93%	13.97%	12.91%
净资产收益率(%)	13.89%	14.62%	14.60%	14.54%	14.37%
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

事件

2016 年 5 月 18 日，公司发布了重大资产购买关联交易预案（修订稿）及相关公告，对上交所相关问询进行了回复，采用现金支付方式收购陆金发 100%股权，交易对价为 109.31 亿，资金来源为 40%自由资金（货币资金、变现能力强的金融资产）和 60%银行借款（已申请并购贷款），公司股票即日起复牌。

分析要点

- **现金收购增值率低、利好现有股东：**标的资产预估值 109.3 亿，未经审计母公司账面净资产 80.3 亿，预估增值率仅为 36.2%。陆金发公司自 2009 年初成立，注册资本约 80 亿，先后通过收购爱建证券、陆家嘴信托、陆家嘴国泰人寿，形成了“证券+信托+寿险”的业务框架。陆金发 2015 年实现收入 21.6 亿（相比上年增长 125%），净利润 5.2 亿（相比上年增长 18.6%）。
- **商办物业快周转模式有望突破：**公司是我国商业地产开发运营的旗舰公司，在 2015 年公司探索出商业地产的快周转模式，即快速拓展中短期产品的运营，通过项目公司获取开发项目（主要是商办类），开发成功后快速转让资产或股权，实现资产的快速变现。国家大力培育和发展租赁市场、打通商业用房和住房租赁需求、实现资产证券化和 REITs 的破冰发展，拥有优质商业资产和相关金融资产的公司显著受益。本次交易完成后，上市公司将形成“地产+金融”双轮驱动的战略发展格局，控股爱建证券（2014 行业总资产排名 88/119）、陆家嘴信托（2014 总资产排名 39/68）陆家嘴国泰人寿（2015 年底保费收入排名 56/75）。
- **本身地产业务弹性很大：**公司地产业务正进入爆发期，2015 年全年实现归属股东净利润 19 亿，同比增长 18.6%；实现合同销售金额 60 亿，增长了 200%。2015 年末公司商铺在建和在营建面之比为 7.2、写字楼为 1，说明未来几年新增在营面积会很大，公司本身的地产开发和运营业务弹性很大。

投资建议

- 公告和预案修订稿符合预期。公司明显受益 REITs 制度预期升温、迪斯尼周边资源和前滩地区项目开发。我们暂不调整财务预测，预计公司在 2016 实现 EPS 为 1.14 元，对应当前股价分别为 34PE，考虑到金控资源注入等因素，公司成长空间十分明确，我们维持买入评级。

风险提示

- 金融和地产业务协同低于预期

敬请参阅最后一页特别声明

盈利预测

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**4,510**	**5,117**	**5,631**	**6,964**	**8,195**	**9,276**
增长率		*13.5%*	*10.1%*	*23.7%*	*17.7%*	*13.2%*
主营业务成本	-1,857	-2,008	-2,558	-3,078	-3,753	-4,295
%销售收入	*41.2%*	*39.2%*	*45.4%*	*44.2%*	*45.8%*	*46.3%*
毛利	2,652	3,109	3,073	3,886	4,442	4,981
%销售收入	*58.8%*	*60.8%*	*54.6%*	*55.8%*	*54.2%*	*53.7%*
营业税金及附加	-647	-725	-532	-655	-756	-836
%销售收入	*14.3%*	*14.2%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.2%*	*9.0%*
营业费用	-115	-141	-152	-192	-222	-249
%销售收入	*2.6%*	*2.8%*	*2.7%*	*2.8%*	*2.7%*	*2.7%*
管理费用	-178	-176	-216	-252	-288	-318
%销售收入	*3.9%*	*3.4%*	*3.8%*	*3.6%*	*3.5%*	*3.4%*
息税前利润（EBIT）	1,713	2,067	2,173	2,786	3,176	3,578
%销售收入	*38.0%*	*40.4%*	*38.6%*	*40.0%*	*38.7%*	*38.6%*
财务费用	-241	-331	-592	-367	-412	-476
%销售收入	*5.3%*	*6.5%*	*10.5%*	*5.3%*	*5.0%*	*5.1%*
资产减值损失	-2	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	516	480	1,098	480	512	601
%税前利润	*25.7%*	*21.4%*	*39.6%*	*16.4%*	*15.5%*	*16.2%*
营业利润	1,986	2,216	2,681	2,899	3,275	3,703
营业利润率	*44.0%*	*43.3%*	*47.6%*	*41.6%*	*40.0%*	*39.9%*
营业外收支	19	27	94	19	20	17
税前利润	**2,004**	**2,244**	**2,775**	**2,918**	**3,295**	**3,720**
利润率	*44.4%*	*43.8%*	*49.3%*	*41.9%*	*40.2%*	*40.1%*
所得税	-440	-496	-653	-645	-729	-822
所得税率	*22.0%*	*22.1%*	*23.5%*	*22.1%*	*22.1%*	*22.1%*
净利润	1,564	1,748	2,122	2,273	2,567	2,898
少数股东损益	158	146	222	146	143	161
归属于母公司的净	**1,406**	**1,602**	**1,900**	**2,127**	**2,424**	**2,737**
净利率	*31.2%*	*31.3%*	*33.7%*	*30.5%*	*29.6%*	*29.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,564	1,748	2,122	2,273	2,567	2,898
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	27	28	74	145	161
非经营收益	-800	-347	-595	152	-85	-113
营运资金变动	-416	-2,641	1,464	-1,263	-1,898	-1,239
经营活动现金净流	**376**	**-1,213**	**3,018**	**1,237**	**729**	**1,707**
资本开支	70	-167	-787	449	-153	-117
投资	-1,814	-6,543	-2,492	-1,798	-1,815	-2,585
其他	164	225	449	480	512	601
投资活动现金净流	**-1,580**	**-6,485**	**-2,830**	**-869**	**-1,456**	**-2,101**
股权募资	1,666	0	0	0	0	0
债权募资	2,030	8,257	1,113	-362	1,187	1,103
其他	-879	-1,136	-2,426	-714	-728	-823
筹资活动现金净流	**2,817**	**7,121**	**-1,313**	**-1,075**	**459**	**280**
现金净流量	**1,613**	**-576**	**-1,125**	**-707**	**-268**	**-114**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,141	2,782	1,942	1,235	967	853
应收款项	73	57	192	113	155	186
存货	20,772	11,959	10,048	12,666	14,942	16,308
其他流动资产	30	33	37	28	33	33
流动资产	24,015	14,831	12,219	14,041	16,097	17,379
%总资产	*62.3%*	*32.5%*	*23.3%*	*25.4%*	*27.2%*	*27.6%*
长期投资	13,054	28,667	37,716	39,514	41,329	43,914
固定资产	517	471	455	430	441	413
%总资产	*1.3%*	*1.0%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*
无形资产	122	149	153	88	105	106
非流动资产	14,523	30,789	40,230	41,290	43,133	45,691
%总资产	*37.7%*	*67.5%*	*76.7%*	*74.6%*	*72.8%*	*72.4%*
资产总计	**38,538**	**45,621**	**52,449**	**55,331**	**59,230**	**63,070**
短期借款	4,484	3,891	7,742	7,784	8,969	10,077
应付款项	14,001	12,545	17,601	18,505	18,737	18,709
其他流动负债	1,079	1,209	1,180	1,809	2,039	2,262
流动负债	19,564	17,645	26,523	28,097	29,745	31,048
长期贷款	3,614	7,465	4,449	4,149	4,149	4,149
其他长期负债	174	5,267	5,236	5,133	5,135	5,129
负债	**23,352**	**30,377**	**36,209**	**37,380**	**39,029**	**40,327**
普通股股东权益	11,272	11,529	12,997	14,563	16,669	19,051
少数股东权益	3,915	3,715	3,243	3,389	3,532	3,693
负债股东权益合计	**38,538**	**45,621**	**52,449**	**55,331**	**59,230**	**63,070**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.753	0.857	1.017	1.139	1.298	1.465
每股净资产	6.035	6.173	6.959	7.797	8.925	10.200
每股经营现金净流	0.307	-0.533	1.769	0.662	0.390	0.914
每股股利	0.163	0.226	0.429	0.150	0.170	0.190
回报率						
净资产收益率	12.47%	13.89%	14.62%	14.60%	14.54%	14.37%
总资产收益率	3.65%	3.51%	3.62%	3.84%	4.09%	4.34%
投入资本收益率	5.74%	5.10%	4.97%	6.22%	6.46%	6.64%
增长率						
主营业务收入增长率	29.14%	13.46%	10.05%	23.66%	17.68%	13.19%
EBIT增长率	21.97%	20.72%	5.12%	28.20%	13.98%	12.69%
净利润增长率	39.07%	13.91%	18.64%	11.93%	13.97%	12.91%
总资产增长率	25.20%	18.38%	14.97%	5.50%	7.05%	6.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.5	2.5	2.3	2.5	2.7	2.4
存货周转天数	3,541.0	2,974.9	1,569.8	1,502.0	1,453.0	1,386.0
应付账款周转天数	217.5	237.6	238.7	225.4	214.7	211.5
固定资产周转天数	41.8	33.6	29.5	22.5	19.6	16.3
偿债能力						
净负债/股东权益	32.64%	89.04%	93.90%	87.45%	84.90%	80.79%
EBIT利息保障倍数	7.1	6.2	3.7	7.6	7.7	7.5
资产负债率	60.59%	66.59%	69.04%	67.56%	65.89%	63.94%

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。

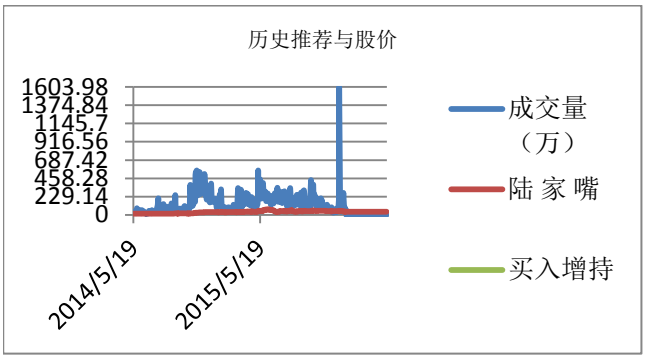
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-28	买入	38.61	50.00～55.00
2	2016-03-23	买入	38.61	N/A
3	2016-04-14	买入	38.61	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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