东兴证券
DONGXING SECURITIES

静静绽放 期待赞赏的目光

——陆家嘴（600663）2016 年半年报点评

2016 年 07 月 28 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	联系人	
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件：

公司 7 月 28 日公布 2016 年半年报。报告期内，公司实现营业收入人民币 37.88 亿元，较 2015 年上半年的人民币 25.05 亿元上升 51.22%；实现归属于股东的净利润人民币 8.82 亿元，较 2015 年上半年的人民币 6.74 亿元大幅上升 30.82%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	1816.99	1180.86	1324.49	1723.28	1402.74	1106.67	2681.81
增长率（%）	-10.32%	55.40%	15.01%	24.11%	-22.80%	-6.28%	102.48%
毛利率（%）	56.24%	61.90%	52.84%	55.25%	49.19%	66.94%	54.98%
期间费用率（%）	8.73%	17.99%	19.28%	13.58%	18.42%	15.81%	8.31%
营业利润率（%）	47.20%	37.50%	38.92%	39.96%	73.73%	45.30%	37.80%
净利润（百万元）	672.47	337.84	410.03	575.35	798.68	385.45	786.23
增长率（%）	91%	16%	22%	30.06%	18.77%	14.09%	91.75%
每股盈利（季度，元）	0.329	0.162	0.199	0.243	0.414	0.186	0.262
资产负债率（%）	66.59%	64.64%	68.97%	69.68%	69.04%	69.04%	69.73%
净资产收益率（%）	4.41%	2.08%	2.71%	3.75%	4.92%	2.33%	6.88%
总资产收益率（%）	1.47%	0.74%	0.84%	1.14%	1.52%	0.72%	1.46%

观点：

- **营业收入和净利润均实现大幅增长。**2016年上半年，公司实现营业收入人民币37.88亿元，较2015年上半年的人民币25.05亿元上升51.22%；实现归属于股东的净利润人民币8.82亿元，较2015年上半年的人民币6.74亿元大幅上升30.82%。上半年，公司实现住宅销售合同金额24.1亿元，销售面积7.5万平方米。总体来看，**公司2016年上半年大幅好于去年同期，得益于房产销售收入和租金收入大幅增长，同时公司严控费用的效果显现，双重因素促使归母净利润大幅上升。**

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）

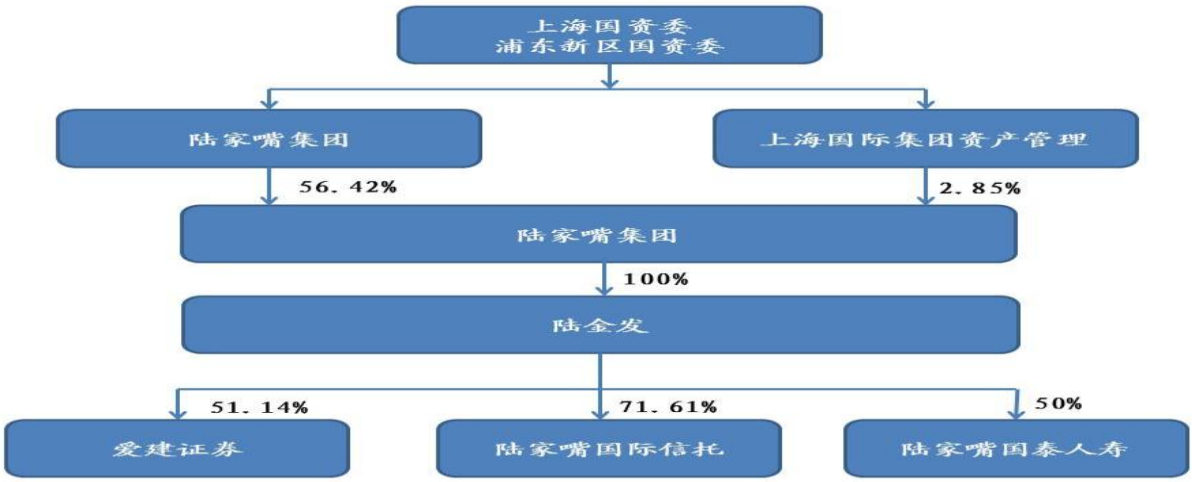
项目	2015 年	2014 年	同比变动	原因分析
净利润	8.82	6.74	30.8%	营收大幅增长和费用大幅降低
营业收入	37.88	25.05	51.22%	物业销食品、租赁和管理收入均大幅增长
资产负债率	69.73%	68.97%	1.10%	变动比例不大
费用比率	10.5%	18.67%	-43.76%	严控期间费用效果显著
加权 ROE	4.1%	3.03%	35.31%	净利润大幅增长
总资产	537.73	487.61	10.28%	扩张速度仍然较快
货币资金	52.99	37.55	41.12%	物业销售大量回款
预收账款	70.93	20.59	244.49%	房产销售和租金收入大幅增加
一年内到期非流动负债	5.83	32.03	-81.80%	年内到期的非流动负债大幅减少
经营活动净现金流	9.58	2.99	220.40%	房地产销售带来的现金流
稀释 EPS	0.26	0.36	-27.78%	归属于上市公司股东的净利润大幅减少

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **“国企改革”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，尤其是7月政府高层“做强做优做大国有企业”的号召频频释放国企改革加温预期。**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，国企改革必定走在全国的前列。**

重大资产重组是陆家嘴集团资产证券化进程加速的标志。目前公司正在进行的重大资产重组通过现金购买形式实现，标的为陆金发100%股权，规避了证监会要求跨界并购对定增方式的严控。陆金发的主要股东为陆家嘴集团、上海浦东土地控股集团、上海前滩国际商务区投资集团，实际控制和共同经营爱建证券、陆家嘴国际信托和陆家嘴国泰人寿3家金融机构，形成了“证券+信托+保险+股权投资”的业务格局，是大股东陆家嘴集团旗下的金融优质资产。

图 1：公司重大资产重组后的股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此次并购是陆家嘴集团资产证券化进程加速的里程碑事件，也是上市公司打造“地产+金融”双元业务的

重要举措。总体来看，**通过这次重组，公司揭开国企改革的大幕，陆家嘴集团旗下的新兴区域开发（包括前滩国际商务区、临港项目和御桥科创园项目）和股权投资板块（申迪投资，DISNEY中方合作伙伴）未来有望陆续注入上市公司。**

- **商业地产价值稀缺性凸显，带来长期增值潜力。**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。随着上海金融中心的明确定位，陆家嘴商业地产价值稀缺性进一步凸显。截至上半年末，公司在营物业面积达到 181 万平米，可租赁物业的出租率达到 86.7%，其中公司长期运营的甲级写字楼总建面超过115万平米，高品质研发楼和非甲级写字楼总建面超过20万平米，目前在建的经营物业项目总建面260万平米。

公司自持物业面临着自贸区扩区、北京非首都功能疏解和产业转移双重机遇，同时也面临着陆家嘴区域新增商业地产放量和金融业危机频发的双重挑战，公司招商和服务团队在传统的商业地产管理功能上附加更多创新型服务，这种业务模式的转变将使公司能够更好的适应市场的变化，从而锻造出更强大的商业地产运营能力。

图 2：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

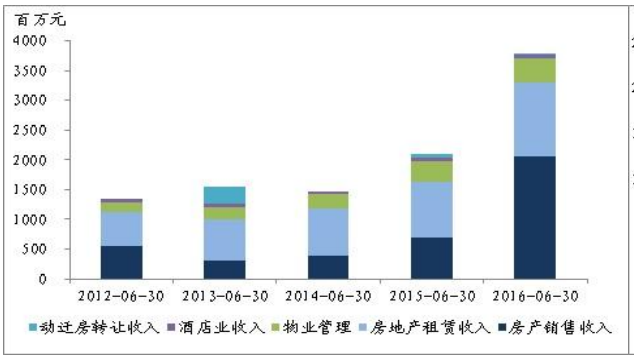
图 3：陆家嘴中心在建楼宇

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。**上半年全国一线和核心二线城市房地产市场的火爆无疑显著利好公司的物业销售，上半年销售金额为24.1亿元，较去年同期的17.5亿元同比大增37.71%。公司的主要项目布局于上海和天津，在售面积分别为12.6万平和25.35万平，项目去化库分别为95%和91%，为未来业绩的增长提供了有力支撑。

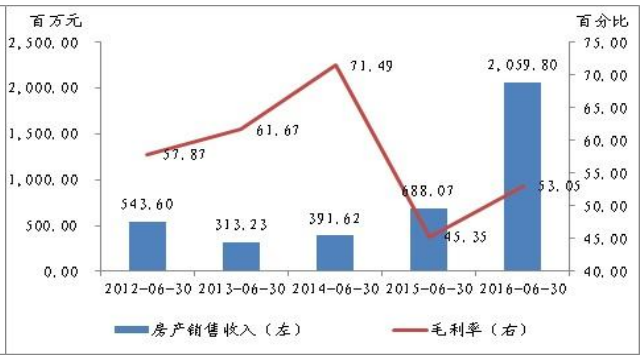
从当前收入结构来看，房产销售收入占比逐渐提升，这种快周转的产品将为公司不断增持大量优质物业提供资金支持，实现了公司总资产周转的长短期限互补。预期在当前的市场环境下，公司仍然会大量开发住宅产品，从而在保障公司业绩稳定增长的基础上，实现资产规模的快速扩张。

图 4：公司近几年收入结构变动图



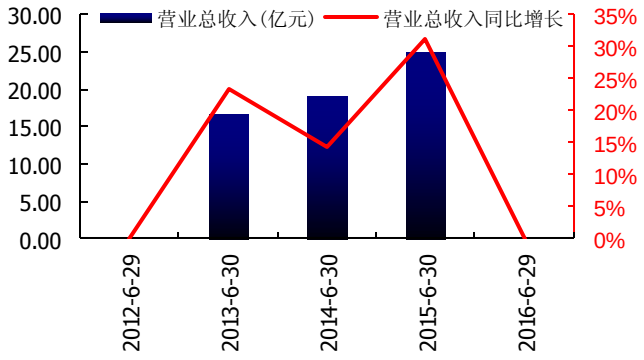
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 5：房地产销售收入及毛利率



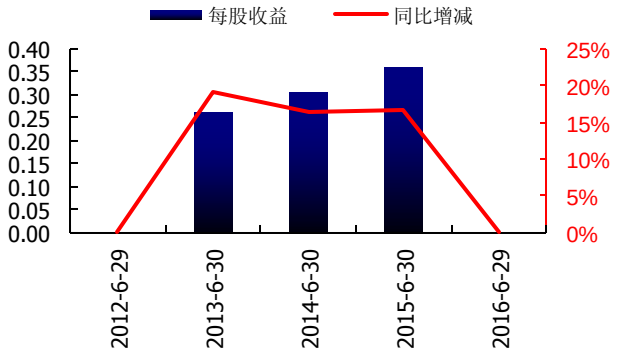
资料来源：陆家嘴金融城网站，东兴证券研究所

图 6：营业收入情况



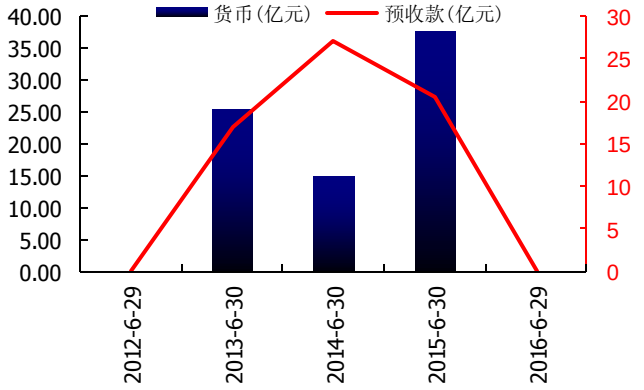
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：每股收益情况



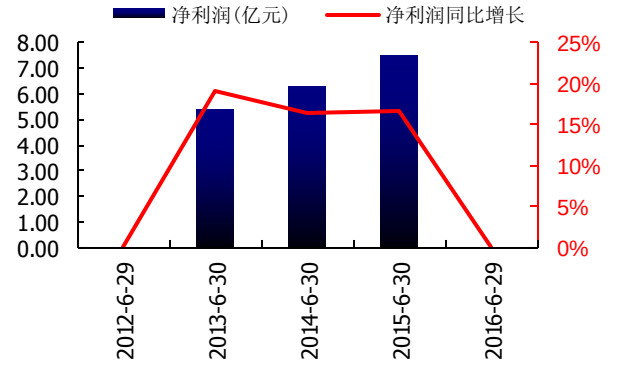
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8：货币和预收款情况



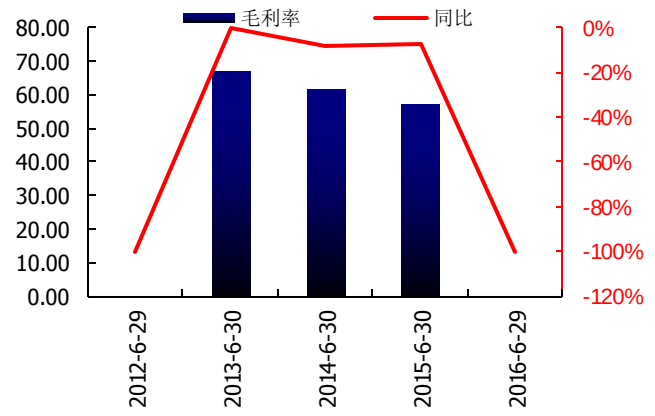
资料来源：公司公告、东兴证券

图 9：净利润情况



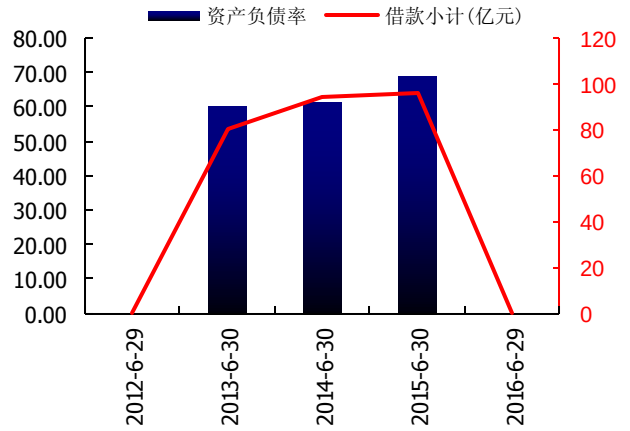
资料来源：公司公告、东兴证券

图 10：销售毛利率情况



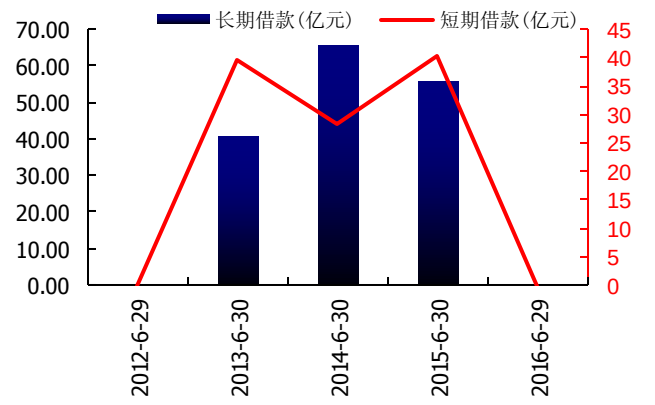
资料来源：公司公告、东兴证券

图 11：资产负债率情况



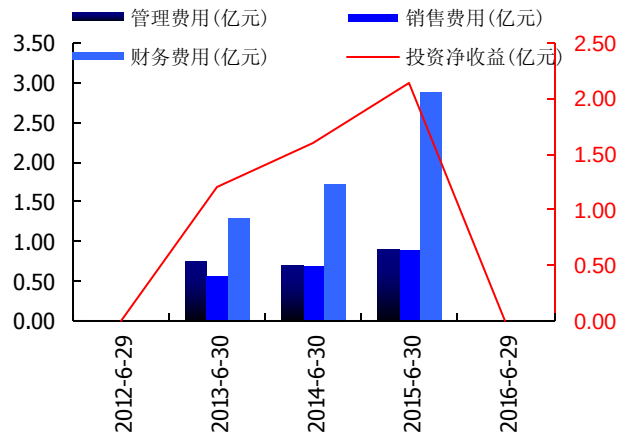
资料来源：公司公告、东兴证券

图 12：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 13：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：

公司作为陆家嘴金融核心区办公物业最大业主，持有的大量优质商业地产有着极强的价值稀缺性，随着在营物业面积持续增加和周边区域物业价格快速上涨，公司资产增值潜力无限。公司正在由单纯的物业出租向专业商业地产资产管理商转变，重大资产重组标的将为公司增加“金融”元素，落实“地产+金融”战略，同时预期公司将显著受益于“国企改革”和“资产证券化改革推进”两大政策，陆家嘴集团公司旗下的优质资源注入进程有望加速，整个集团的资产证券化率进一步提升。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 81.65 亿元、102.07 亿元和 122.48 亿元，每股收益分别为 0.74 元、0.87 元和 1.06 元，对应 PE 分别为 30.61、25.96 和 21.48，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	14831	12219	13479	17114	20748
货币资金	2782	1942	2858	3572	4287
应收账款	36	35	56	70	84
其他应收款	21	157	228	285	342
预付款项	2	2	2	2	2
存货	11959	10048	10335	12919	15503
其他流动资产	0	0	0	265	531
非流动资产合计	30789	40230	38413	38397	38378
长期股权投资	4852	5160	5160	5160	5160
固定资产	470.82	454.68	444.69	428.69	409.70
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	51892	55510	59126
流动负债合计	17645	26523	26197	25829	25438
短期借款	3299	4539	13245	11177	8883
应付账款	1391	1955	2631	3289	3946
预收款项	1157	4670	5487	6507	7732
一年内到期的非流	592	3203	2500	2500	2500
非流动负债合计	12732	9686	7599	10729	13729
长期借款	7465	4449	7449	10449	13449
应付债券	5000	5000	0	0	0
负债合计	30377	36209	33796	36558	39167
少数股东权益	3715	3243	3487	3755	4050
实收资本(或股本)	1868	1868	3362	3362	3362
资本公积	39	39	39	39	39
未分配利润	7084	7965	7666	7313	6886
归属母公司股东权	11529	12997	14609	15197	15908
负债和所有者权	45621	52449	51892	55510	59126

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-995	3303	-5128	2402	3145
净利润	1748	2122	2738	3210	3850
折旧摊销	237.91	304.96	0.00	66.13	69.13
财务费用	331	592	570	814	840
应收账款减少	0	0	-21	-14	-14
预收帐款增加	0	0	817	1021	1225
投资活动现金流	-6485	-2830	1259	548	548
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	21	0	0
投资收益	480	1098	600	600	600
筹资活动现金流	7121	-1314	4785	-2235	-2978
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	1494	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
现金净增加额	-359	-840	915	714	714

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5117	5631	8165	10207	12248
营业成本	2008	2558	3429	4287	5144
营业税金及附加	725	532	776	970	1164
营业费用	141	152	204	255	306
管理费用	176	216	327	408	490
财务费用	331	592	570	814	840
资产减值损失	-0.28	-1.68	2.00	2.00	2.00
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	600.00	600.00	600.00
营业利润	2216	2681	3458	4071	4902
营业外收入	28.33	94.06	100.00	100.00	100.00
营业外支出	1.05	0.10	2.00	2.00	2.00
利润总额	2244	2775	3556	4169	5000
所得税	496	653	818	959	1150
净利润	1748	2122	2738	3210	3850
少数股东损益	146	222	244	268	295
归属母公司净利润	1602	1900	2494	2941	3555
EBITDA	2785	3578	4088	4951	5811
EPS（元）	0.86	1.02	0.74	0.87	1.06

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%	45.00%	25.00%	20.00%
营业利润增长	11.61%	20.97%	28.97%	17.72%	20.43%
归属于母公司净利润	31.26%	17.94%	31.26%	17.94%	20.86%
获利能力					
毛利率(%)	60.76%	54.57%	58.00%	58.00%	58.00%
净利率(%)	34.15%	37.68%	33.53%	31.45%	31.44%
总资产净利润（%）	3.51%	3.62%	4.81%	5.30%	6.01%
ROE(%)	13.89%	14.62%	17.07%	19.35%	22.35%
偿债能力					
资产负债率(%)	67%	69%	65%	66%	66%
流动比率	0.84	0.46	0.51	0.66	0.82
速动比率	0.16	0.08	0.12	0.16	0.21
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.11	0.16	0.19	0.21
应收账款周转率	145	159	179	162	159
应付账款周转率	3.91	3.37	3.56	3.45	3.39
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.02	0.74	0.87	1.06
每股净现金流(最新	-0.19	-0.45	0.27	0.21	0.21
每股净资产(最新摊	6.17	6.96	4.35	4.52	4.73
估值比率					
P/E	26.48	22.32	30.61	25.96	21.48
P/B	3.68	3.26	5.23	5.02	4.80
EV/EBITDA	20.10	16.12	19.20	19.57	16.67

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。