

陆家嘴 (600663.SH) 园区开发行业

评级：买入 维持评级

公司点评

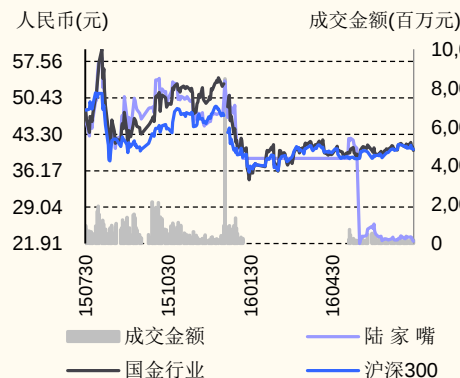
市场价格 (人民币): 22.38 元

业绩增速超预期，大力推进国改

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)	2,444.55
总市值 (百万元)	75,237.78
年内股价最高最低 (元)	58.29/21.91
沪深 300 指数	3203.93
上证指数	2979.34



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	0.797	1.063	1.343
每股净资产 (元)	6.23	7.01	7.73	9.14	11.04
每股经营性现金流 (元)	-0.53	1.77	1.87	1.13	2.02
市盈率 (倍)	43.73	49.29	28.07	21.05	16.67
行业优化市盈率 (倍)	48.35	63.40	51.07	51.07	51.07
净利润增长率 (%)	13.91%	18.64%	41.06%	33.38%	26.27%
净资产收益率 (%)	13.75%	14.51%	18.56%	20.95%	21.88%
总股本 (百万股)	1,867.68	1,867.68	3,361.83	3,361.83	3,361.83

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

❖ 2016 年 7 月 29 日，公司发布中报，上半年实现营业收入 37.9 亿，同比增长 51.2%，实现归属于母公司股东净利润 8.8 亿元，同比增长 30.8%。

要点分析

- ❖ **受益低基数和商业资产转让，收入显著增长：**上半年公司结转房产销售收入 20.6 亿（住宅销售结转 3.2 亿、东方汇商业转让收入 17.4 亿，合计占营收 54.4%），同比增长 199.4%，毛利率 53.1% 相比去年同期也增长了 7.7 个百分点，规模大幅增长主因基数较低，毛利率上升受益区域销售溢价的提升；房地产租赁收入 12.4 亿（占比 32.8%），同比增长 31.5%；物业管理收入 4.1 亿（占比 10.9%），同比增长 19.8%。从销售额方面来看，公司上半年实现住宅合同销售 24.1 亿，单价 3.2 万比去年均价增长 28.0%，从去化率来看，天津销售去化率从去年同期的 66% 提升到 91%，上海从 77% 提升到 95%，销售向好的持续性较强。
- ❖ **持有型物业体量和租金继续增长：**从体量上看，2016 年上半年运营一年以上的甲级写字楼总建面达 67.5 万方（+50.8%），租金水平基本保持稳定，而高品质研发楼体量不变，但平均租金同比上涨 7.8%（相比甲级写字楼还有 43.9% 的空间），商铺租金同比上涨 8.5%，而在营酒店建面达到 8.2 万方，同比增长 31.3%；截止上半年末公司主要在营物业总建面达 158 万方，出租率 86.7%，预计在未来 3 年还将有超过 210 万方的在建物业转为在营。
- ❖ **大力推进国改，确立“地产+金融”格局：**公司是上海区域地产板块最早启动国资国改的公司，当前拟以 109.3 亿现金收购集团持有的陆金发 100% 股权，上市公司将一次性新增“证券、信托、寿险和基金”四类金融牌照。在地产金融化的大背景下，公司地产和金融双轮驱动战略生逢其时。此外公司还将持续受益股东在迪斯尼周边和前滩地区的优异资源，而且还将长期受益上海自贸区、科创中心建设和金融改革提速等区域制度红利。

投资建议

- ❖ 考虑公司出售商业地产超出预期，我们向上修正年度财务预测，预计公司在 2016 实现的 EPS 从 0.63 调升为 0.80 元，对应当前股价仅 28PE。公司是稀缺的兼具内生和外延增长的标的，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。

相关报告

1. 《商业旗舰、王者归来-陆家嘴公司点评》，2016.5.18
2. 《金控注入、预期升温-陆家嘴公司点评》，2016.4.14
3. 《稳健均好、锐意突变-陆家嘴公司点评》，2016.3.23
4. 《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
huhu@gujzq.com.cn

贾翔夫 联系人
(8621)60230248
jiaxiangfu@gujzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

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	8,632	11,175	14,858
增长率		13.5%	10.1%	53.3%	29.5%	33.0%
主营业务成本	-1,857	-2,008	-2,558	-3,729	-4,783	-6,731
%销售收入	41.2%	39.2%	45.4%	43.2%	42.8%	45.3%
毛利	2,652	3,109	3,073	4,903	6,392	8,127
%销售收入	58.8%	60.8%	54.6%	56.8%	57.2%	54.7%
营业税金及附加	-647	-725	-532	-818	-1,059	-1,409
%销售收入	14.3%	14.2%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%
营业费用	-115	-141	-152	-238	-303	-398
%销售收入	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
管理费用	-178	-176	-216	-319	-403	-524
%销售收入	3.9%	3.4%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	1,713	2,067	2,173	3,528	4,626	5,796
%销售收入	38.0%	40.4%	38.6%	40.9%	41.4%	39.0%
财务费用	-241	-331	-592	-327	-292	-295
%销售收入	5.3%	6.5%	10.5%	3.8%	2.6%	2.0%
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%	13.0%	10.5%	9.8%
营业利润	1,986	2,216	2,681	3,681	4,846	6,102
%营业利润率	44.0%	43.3%	47.6%	42.6%	43.4%	41.1%
营业外收支	19	27	94	19	20	17
税前利润	2,004	2,244	2,775	3,699	4,866	6,119
利润率	44.4%	43.8%	49.3%	42.9%	43.5%	41.2%
所得税	-440	-496	-653	-873	-1,148	-1,444
所得税率	22.0%	22.1%	23.5%	23.6%	23.6%	23.6%
净利润	1,564	1,748	2,122	2,826	3,718	4,675
少数股东损益	158	146	222	146	143	161
归属于母公司的净利润	1,406	1,602	1,900	2,680	3,575	4,514
净利率	31.2%	31.3%	33.7%	31.0%	32.0%	30.4%

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	2,826	3,718	4,675
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	97	-215	-303
营运资金变动	-416	-2,641	1,464	492	-1,541	-753
经营活动现金净流	376	-1,213	3,018	3,490	2,106	3,780
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	-2,571	351	-525
其他	-879	-1,136	-2,426	-757	-1,269	-1,268
筹资活动现金净流	2,817	7,121	-1,313	-3,328	-918	-1,792
现金净流量	1,613	-576	-1,125	-707	-268	-114

来源：公司年报、国金证券研究所

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	140	211	297
存货	20,772	11,959	10,048	15,346	19,040	25,558
其他流动资产	30	33	37	28	34	35
流动资产	24,015	14,831	12,219	16,748	20,253	26,743
%总资产	62.3%	32.5%	23.3%	28.9%	32.0%	36.9%
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%	0.7%	0.7%	0.6%
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%	71.1%	68.0%	63.1%
资产总计	38,538	45,621	52,449	58,038	63,386	72,434
短期借款	4,484	3,891	7,742	5,475	5,825	5,306
应付款项	14,001	12,545	17,601	22,604	24,391	29,528
其他流动负债	1,079	1,209	1,180	2,844	3,288	4,002
流动负债	19,564	17,645	26,523	30,923	33,504	38,836
长期贷款	3,614	7,465	4,449	4,149	4,149	4,149
其他长期负债	174	5,152	5,137	5,133	5,135	5,129
负债	23,352	30,262	36,110	40,206	42,788	48,114
普通股股东权益	11,272	11,643	13,096	14,444	17,066	20,627
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	58,038	63,386	72,434

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.753	0.857	1.017	0.797	1.063	1.343
每股净资产	6.035	6.234	7.012	7.733	9.137	11.044
每股经营现金净流	0.307	-0.533	1.769	1.868	1.128	2.024
每股股利	0.226	0.429	0.508	0.510	0.510	0.510
回报率						
净资产收益率	12.47%	13.75%	14.51%	18.56%	20.95%	21.88%
总资产收益率	3.65%	3.51%	3.62%	4.62%	5.64%	6.23%
投入资本收益率	5.74%	5.08%	4.96%	8.30%	9.94%	11.42%
增长率						
主营业务收入增长率	29.14%	13.46%	10.05%	53.29%	29.46%	32.96%
EBIT 增长率	21.97%	20.72%	5.12%	62.33%	31.14%	25.28%
净利润增长率	39.07%	13.91%	18.64%	41.06%	33.38%	26.27%
总资产增长率	25.20%	18.38%	14.97%	10.66%	9.21%	14.28%
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	18.2	14.4	10.2
偿债能力						
净负债/股东权益	32.64%	88.38%	93.33%	75.09%	68.00%	55.93%
EBIT 利息保障倍数	7.1	6.2	3.7	10.8	15.8	19.6
资产负债率	60.59%	66.33%	68.85%	69.27%	67.50%	66.43%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	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

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
4	2016-05-18	买入	38.61	N/A

来源：国金证券研究所

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 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