

# 上海国改提速，关注集团同业整合

——2016 年年报点评

■事件：1) 公司 2016 年年报披露，全年实现营业收入 64.88 亿元，同比-1.97%，实现归属上市公司股东净利润 5.91 亿元，同比+13.89%，EPS 0.32。2) 公司一季度实现营业收入 8.97 亿元，同比+89.04%；实现归属于上市公司股东净利润 1.02 亿元，同比+54.37%。基本 EPS0.07，同比+16.67%。

■地产销售回款无忧，EPS 有所摊薄。1) 地产结算下滑、营收略有下降：公司营业收入同比下降 1.97%，由于地产业务结算下降 15.12%，尤其华北地区营收下降 82.09%，但华东、西南地区收入增加，新增合并的建筑业务贡献收入 8.4 亿，营收规模与去年持平；2) 经营性现金流大增，业绩锁定性强：由于下半年销售回款大增，2016 年经营性现金净额达到 56.53 亿元（上年-13.5 亿）。截至年末，公司预收款余额 63.17 亿元（+205%），货币现金余额 100.2 亿元（+83.6%）。年报披露公司 2017 年收入目标为 65 亿元，预计营业成本 47 亿，对应毛利率 38.3%，预收款余额覆盖 17 年收入目标的 97%，业绩锁定性强。3) 归母净利润增 13.9%、销售净利率均有所修复。2016 年，公司扣非后归母净利润 4.82 亿元（+102.97%），净利率 11.48%（+2.35%）；但由于 2016 年非公开发行实施及资本公积转增股本，增加股本分别占 2015 年的 39%和 31%，EPS 有所摊薄，同比下降 33%。

■资源整合促突破、全年销售额增长 170%。1) 销售破百亿创新高：公司全年签约金额 109.9 亿（+170%）；签约面积 75 万方（+184%），其中上年定增注入的上投控股贡献 20%销售额；2) 土储优质、开工提升：公司在建工程面积 213 万方，1/3 位于上海，货值溢价可期；3) 低成本融资：16 年完成增发募资 39.02 亿元，并以 3.23%利率发行 10 亿公司债，资产负债率降至 70.81%（上年同期 79.79%），短期偿债倍数升至 2.35（上年同期 1.29），整体融资成本仅为 4.72%（同比-0.91%）。

■深耕产业地产、多元布局羽翼渐丰。金融地产、文化地产、养老产业和新兴产业多元化发展的“产业 X+地产”模式已现雏形：1) 青岛“国际啤酒城”项目：浦发、民生区域性总部和青岛基金中心整体进驻，巩固其作为青岛核心金融城地位；2) 虹口北外滩文化地产项目：携手百老汇巨头倪德伦，打造虹口音乐剧综合体；3) 崇明东滩长者社区养老地产项目：项目总建面约 100 万方、总投资 120 亿，预计显著受益于崇明岛撤县改区及轨交崇明线的通车。4) 联合柯罗尼，打造联合创业办公空间 WE+（众创空间）。依托股东资源优势和兼并收购，在不同垂直领域探索模式创新，提升存量资产价值。5) 收购龙创节能，进军智慧建筑及家居领域：上实龙创 2016 年贡献营收 8.46 亿元，扣非后净利润 6860 万，超过 6800 万的业绩承诺，未来计划将业务版图扩展延伸至大型工业、船舶、核电及基建领域，培育新的盈利增长点；

■国企改革继续推进、业务整合在即。上实集团承诺将于 2017 年 7 月前解决上实发展和上实城开的同业竞争问题，上实发展有望成为集团整体平台。上实城开资质优良、估值偏低，目前 P/B 估值少于 1。根据 2016 年年报披露，上实城开营收总额 49.13 亿元、净利润 4.62 亿元、土储总建面 436 万方，预计整合后业务年营收规模可达百亿。

■投资建议：公司实现金融地产、文化地产、养老产业和新兴产业多元化发展的“产业 X+地产”模式，作为上海国改潜在整合的资源，后续存在持续整合的预期。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.38、0.49 和 0.53，维持“买入-A”评级，目标价 13.31 元。

■风险提示：产业地产经营风险、资源整合不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,619.2	6,488.8	6,554.3	7,546.0	9,229.5
净利润	519.7	591.9	696.7	898.6	970.2
每股收益(元)	0.28	0.32	0.38	0.49	0.53
每股净资产(元)	2.59	4.94	5.04	5.46	5.90

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	28.7	25.2	21.4	16.6	15.4
市净率(倍)	3.1	1.6	1.6	1.5	1.4
净利润率	7.9%	9.1%	10.6%	11.9%	10.5%
净资产收益率	10.9%	6.5%	7.5%	8.9%	8.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	1.4%	0.9%	1.0%
ROIC	10.3%	7.4%	8.9%	15.3%	12.5%

投资评级 买入-A

维持评级

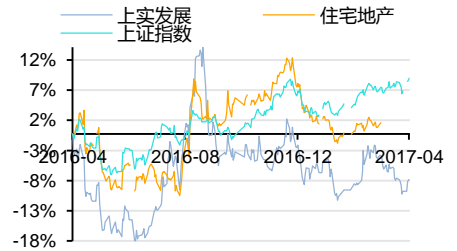
6 个月目标价：13.31 元

股价 (2017-04-07) 8.09 元

## 交易数据

总市值(百万元)	14,922.51
流通市值(百万元)	11,393.81
总股本(百万股)	1,844.56
流通股本(百万股)	1,408.38
12 个月价格区间	7.79/13.01 元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-5.55	-7.42	-16.87
绝对收益	-3.92	-3.23	-9.13

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

## 相关报告

上实发展：经营业绩持续增强，携手百老汇巨头——	2016-10-28
——季报点评	
上实发展：实现业绩翻倍，符合此前预期	2016-08-30
上实发展：上实发展深度分析	2016-08-18



**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6,619.2	6,488.8	6,554.3	7,546.0	9,229.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,311.3	4,353.7	4,050.6	4,895.1	6,171.8	营业收入增长率	74.0%	-2.0%	1.0%	15.1%	22.3%
营业税费	842.2	681.0	766.9	1,014.9	1,096.6	营业利润增长率	-18.6%	-19.1%	30.8%	31.8%	6.1%
销售费用	164.2	222.6	269.4	276.9	286.1	净利润增长率	-41.3%	13.9%	17.7%	29.0%	8.0%
管理费用	275.0	243.8	260.9	276.9	350.9	EBITDA 增长率	-5.7%	-19.3%	35.2%	0.8%	11.8%
财务费用	283.0	190.5	117.0	51.6	143.7	EBIT 增长率	-5.9%	-22.2%	17.3%	22.8%	12.4%
资产减值损失	-66.1	-17.7	14.0	-11.0	-46.0	NOPLAT 增长率	-22.2%	4.5%	14.3%	25.6%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.8%	-4.2%	-27.3%	34.3%	0.3%
投资和汇兑收益	163.1	-28.1	-46.0	315.0	213.0	净资产增长率	-0.3%	85.0%	3.7%	9.3%	9.1%
<b>营业利润</b>	972.6	786.9	1,029.6	1,356.5	1,439.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	6.6	112.5	51.2	-0.6	54.4	毛利率	34.9%	32.9%	38.2%	35.1%	33.1%
<b>利润总额</b>	979.2	899.4	1,080.8	1,355.9	1,493.8	营业利润率	14.7%	12.1%	15.7%	18.0%	15.6%
减:所得税	374.7	154.3	208.7	237.3	289.9	净利润率	7.9%	9.1%	10.6%	11.9%	10.5%
<b>净利润</b>	519.7	591.9	696.7	898.6	970.2	EBITDA/营业收入	19.8%	16.3%	21.8%	19.1%	17.5%
						EBIT/营业收入	19.0%	15.1%	17.5%	18.7%	17.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	2	3	4	4	3
货币资金	5,458.4	10,022.9	6,436.4	7,410.2	9,063.4	流动营业资本周转天数	491	575	467	405	382
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,111	1,536	1,592	1,425	1,307
应收账款	3,393.6	3,580.1	3,156.3	4,767.0	4,821.5	应收账款周转天数	143	193	185	189	187
应收票据	-	1.4	0.2	0.5	0.7	存货周转天数	705	901	939	895	788
预付账款	39.1	56.4	15.3	65.9	49.9	总资产周转天数	1,252	1,726	1,856	1,701	1,571
存货	15,749.6	16,717.2	17,465.3	20,036.7	20,388.6	投资资本周转天数	500	591	494	423	397
其他流动资产	34.3	309.8	214.0	186.0	236.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	527.3	522.1	522.1	523.8	522.7	ROE	10.9%	6.5%	7.5%	8.9%	8.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	2.1%	2.7%	2.9%	2.9%
长期股权投资	317.6	385.0	430.0	469.2	519.8	ROIC	10.3%	7.4%	8.9%	15.3%	12.5%
投资性房地产	1,639.4	2,936.3	4,192.3	5,026.9	6,156.0	<b>费用率</b>					
固定资产	31.6	64.9	70.2	77.3	84.8	销售费用率	2.5%	3.4%	4.1%	3.7%	3.1%
在建工程	-	0.3	0.9	1.4	1.9	管理费用率	4.2%	3.8%	4.0%	3.7%	3.8%
无形资产	1.2	61.1	-159.1	-159.1	-159.1	财务费用率	4.3%	2.9%	1.8%	0.7%	1.6%
其他非流动资产	83.2	279.3	295.4	259.8	204.6	三费/营业收入	10.9%	10.1%	9.9%	8.0%	8.5%
<b>资产总额</b>	27,275.2	34,936.8	32,639.4	38,665.5	41,891.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,000.0	1,474.2	2,571.0	3,691.0	4,425.5	资产负债率	79.8%	70.8%	67.6%	70.1%	69.9%
应付账款	5,370.6	3,066.4	4,906.5	5,490.2	5,934.6	负债权益比	394.8%	242.6%	208.7%	234.6%	232.2%
应付票据	-	167.6	9.9	156.2	83.0	流动比率	1.96	2.04	1.42	1.51	1.51
其他流动负债	5,195.7	10,357.6	11,674.7	12,229.4	12,459.2	速动比率	0.71	0.93	0.51	0.58	0.62
长期借款	6,832.5	6,481.5	253.8	2,563.4	3,570.7	利息保障倍数	4.44	5.13	9.80	27.30	11.02
其他非流动负债	2,363.8	3,192.1	2,649.6	2,979.0	2,807.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	21,762.6	24,739.5	22,065.6	27,109.2	29,280.8	DPS(元)	0.03	-	0.12	0.07	0.08
少数股东权益	741.4	1,094.3	1,269.7	1,489.8	1,723.4	分红比率	10.4%	0.0%	30.6%	15.3%	15.3%
股本	1,083.4	1,844.6	1,844.6	1,844.6	1,844.6	股息收益率	0.4%	0.0%	1.4%	0.9%	1.0%
留存收益	3,405.1	6,975.6	7,459.5	8,222.0	9,042.4						
<b>股东权益</b>	5,512.6	10,197.3	10,573.8	11,556.3	12,610.4						
						<b>现金流量表</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	604.6	745.1	696.7	898.6	970.2	EPS(元)	0.28	0.32	0.38	0.49	0.53
加:折旧和摊销	55.8	81.3	284.5	34.0	29.5	BVPS(元)	2.59	4.94	5.04	5.46	5.90
资产减值准备	-66.1	-17.7	-	-	-	PE(X)	28.7	25.2	21.4	16.6	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	1.6	1.6	1.5	1.4
财务费用	408.3	363.0	117.0	51.6	143.7	P/FCF	8.0	8.6	-7.4	8.6	5.5
投资损失	-163.1	28.1	46.0	-315.0	-213.0	P/S	2.3	2.3	2.3	2.0	1.6
少数股东损益	84.9	153.2	175.4	220.0	233.7	EV/EBITDA	15.7	15.5	9.2	10.4	8.8
营运资金的变动	-1,435.9	4,578.0	2,748.7	-2,651.9	2.7	CAGR(%)	22.8%	17.3%	-1.7%	22.8%	17.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-1,350.1	5,653.2	4,068.3	-1,762.7	1,166.6	PEG	1.3	1.5	-12.5	0.7	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-474.9	-2,740.6	-1,427.2	-562.8	-952.5	ROIC/WACC	1.4	1.0	1.2	2.0	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,630.7	1,697.3	-6,227.7	3,299.3	1,439.0	REP	1.4	1.6	1.5	0.7	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034