

# 短期地产销售进入结算周期 长期看好北郊未来园开启腾飞新空间

公司深度

## ◆老牌国资园区综合运营商，经营业绩稳健，资源储备丰富

公司为上海老牌园区运营商，截至2017 Q1总资产176.03亿元，净资产88.6亿元，总股本11.22亿股；2017Q1营收同比增39%，归母净利同比增102%；项目资源丰富，深耕金桥，拓展临港和宝山，在手权益建面约360万平方米（其中持有出租存量物业权益建面超200万平方米）。

## ◆临港碧云壹零开盘热销，即将进入结算周期，金桥豪宅碧云尊邸已开工

临港碧云壹零建面14.6万平，总货值超36亿元，一期开盘热销基本去化完成，即将进入结算周期，预计近期将大幅增厚营收与净利；金桥豪宅碧云尊邸建面10.4万平方米，保守货值88亿元，目前已开工建设。

## ◆宝山北郊未来产业园拓展发展新空间，首期50%可售比例增厚盈利

宝山北郊未来产业园约7.3平方公里，定位为集总部研发、高端住宅、商务配套于一体的产城融合新区，公司控股开发平台60%。首期启动区24万平方米已开工建设，高土地产出率将对后续租金形成强支撑，50%可售比例有望增厚盈利，后续随着园区开发逐步深入有望进一步扩充公司土储。

## ◆上海盘活存量政策发布+工农建中230亿授信，加速金桥二次开发

2016年上海市发布盘活存量工业用地实施办法，同期金桥集团与工农建中四大行签署战略合作协议，230亿授信额度提供资金支持与信心保障，促使金桥开发区二次开发加快推进；预估可用于二次开发存量建面约136万平方米（包括持有出租厂房仓库86万及待开发土地50万，未包括潜在回购建面）。

## ◆12个月目标价20.2元 首次覆盖买入评级

我们预测公司2017-2019三年营收为20.51亿、26.12亿、30.71亿，EPS为0.72元、0.93元和1.11元，综合考虑给予相对估值2017年PE 28倍，12个月股价目标为20.2元，NAV折价约18.5%，首次覆盖给予买入评级。

## ◆风险提示

项目建设进度不及预期导致结算推迟；招商情况及租赁情况不及预期；房地产调控时间过长导致销售不及预期

## 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,500	1,469	2,051	2,612	3,071
营业收入增长率	-21.66%	-2.02%	39.62%	27.30%	17.59%
净利润(百万元)	472	617	813	1,045	1,248
净利润增长率	9.72%	30.80%	31.87%	28.43%	19.48%
EPS(元)	0.42	0.55	0.72	0.93	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.18%	7.13%	8.78%	10.13%	10.80%
P/E	42	32	24	19	16
P/B	2	2	2	2	2

## 首次(买入)

当前价/目标价：17.45/20.20元

目标期限：12个月

## 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

## 联系人

何缅甸

021-22169170

[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

范晓佳

021-22169156

[xifan@ebsec.com](mailto:xifan@ebsec.com)

## 市场数据

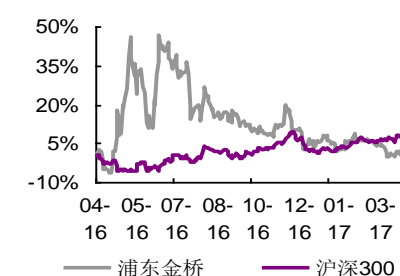
总股本(亿股)：11.22

总市值(亿元)：195.86

一年最低/最高(元)：16.65/26.59

近3月换手率：18.11%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.35	-6.14	-32.69
绝对	1.19	-4.78	-18.79

## 相关研报

## 投资要件

### 关键假设

- 1、假设公司 2017、2018、2019 年毛利率分别为 65%、64%、65%；
- 2、假设公司营业费用和管理费用维持稳定，营业费率 2017-2019 三年平均为 2.3%，管理费率 2017-2019 三年平均为 4.8%；
- 3、假设 2017、2018、2019 三年房地产租赁的营业收入增速分别为 2%、5%、6%，房地产销售的营业收入增速分别为 400%、70%、30%（假设碧云壹零项目一期已销售部分于 2017 年结转），公司总营收增速分别为 40%、27%、18%。

### 我们区别于市场的观点

- 1、我们认为碧云壹零项目即将进入结算周期，增厚营收与净利润；
- 2、我们认为北郊未来产业园对公司走出去拓展发展空间意义重大，上市公司具备品牌和运营优势，宝山工业园具备资源优势，两者强强联合，优势互补，随着园区持续发展有望扩充上市公司后续土地储备，拓展发展空间，拉动营收规模与盈利能力持续向好；
- 3、我们认为公司后续有望借势上海盘活工业用地的政策红利和 230 亿银行授信，加快金桥二次开发进度，一方面提升土地开发强度拓展空间，另一方面促进工业用地转型科技研发，提升产业结构和租金水平。

### 股价上涨的催化因素

- 1、2017Q1 碧云壹零一期项目已售 97%基本完成，预计 2017 将进入结算周期；金桥豪宅碧云尊邸项目已开工，我们认为住宅项目的稀缺和热销有望提升公司的营收和盈利水平；
- 2、Office Park II 地铁板块办公项目已结构封顶即将投入使用；北郊未来产业园一期研发项目、啦啦宝都商业项目等已开工，我们认为公司后续租金收入规模与平均租金水平将提升。

### 估值和目标价格

- 1、我们测算公司 NAV 保守估值约为 278 亿，对应每股 NAV 为 24.77 元；
- 2、我们预测公司 2017-2019 三年营收分别为 20.51、26.12、30.71 亿元，三年 EPS 分别为 0.72、0.93、1.11 元，根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑房地产行业调控、可比公司差异等因素，认为 2017 年公司合理估值 PE 为 28 倍，12 个月股价目标为 20.2 元，对应 NAV 折价约 18.5%，首次覆盖给予买入评级。

### 投资风险

- 项目建设进度不及预期导致结算推迟
- 招商情况及租赁情况不及预期
- 房地产调控时间过长导致销售不及预期

## 目 录

1、 老牌国资园区运营商 业绩稳健 资源丰富 .....	6
1.1、 低负债稳健经营，2017 一季度归母净利大幅增长 .....	6
1.2、 高比例租赁保障现金流 高毛利水平支撑利润率 .....	7
1.3、 项目资源优质 360 万权益建面奠定持续发展基石 .....	8
2、 住宅项目优质 开盘热销大幅增厚营收与净利 .....	11
2.1、 临港碧云壹零开盘热销，一期即将入结转周期 .....	11
2.2、 金桥豪宅碧云尊邸已开工，项目价值清晰明确 .....	11
3、 宝山北郊未来产业园拓展公司品牌和管理“走出去”新空间 .....	12
3.1、 金桥集团和宝山工业园强强联合规划，优势互补 .....	12
3.2、 “园中园”承载宝山工业园转型任务，“十三五”划线点名 .....	13
3.3、 北郊研发总部类用地，限定土地高强度利用率 .....	14
3.4、 产城融合打造“北郊版碧云社区”，打造“Future Office Park”品牌 .....	16
3.5、 高土地产出率将对后续租金形成强支撑，50%产权转让比例有望增厚盈利 .....	17
4、 上海盘活存量政策+工农建中 230 亿授信，加速金桥二次开发 .....	19
4.1、 金桥开发区为国家级开发区，产业规模领先 .....	19
4.2、 “二次开发”深入推进，230 亿额度提供资金保障 .....	20
4.3、 借势存量盘活政策红利，“工转科”释放巨大价值 .....	21
5、 公司估值及盈利预测 .....	23
5.1、 NAV 估值 .....	23
5.2、 利润表预测 .....	23
5.3、 FCFF 绝对估值法 .....	24
5.4、 相对估值法 .....	25
5.5、 综合估值及评级 .....	25
6、 风险分析 .....	25

## 图表目录

图 1：浦东金桥股权结构图.....	6
图 2：公司营业收入及净利润情况.....	6
图 3：公司主要业务营收增长率情况.....	6
图 4：公司三费比率.....	7
图 5：公司资产负债率及净负债率.....	7
图 6：2016 年各业务板块营收占比.....	7
图 7：2016 年各业务板块毛利占比.....	7
图 8：2016 年各业务板块毛利率.....	8
图 9：公司综合毛利率和净利率情况.....	8
表 1：持有出租房地产项目.....	8
表 2：在建出租房地产项目.....	9
表 3：在建出售房地产项目.....	10
表 4：待开发土地储备.....	10
图 10：销售商品、提供劳务收到的现金及增速.....	11
图 11：上海市域城乡体系规划图.....	11
表 5：宝山北郊未来产业园合作过程及重要事件.....	12
图 12：北郊未来产业园范围示意图.....	12
图 13：宝山工业园区地理位置（红色区域）与交通示意图.....	13
图 14：宝山工业园区工业总产值及增速.....	13
图 15：宝山工业园区工业总产值占比宝山区、上海市.....	13
表 6：宝山区十二五规划/十三五规划中对于宝山工业园区的规划对比.....	14
表 7：研发总部类用地相关政策文件.....	15
表 8：研发总部类用地与工业用地的相关规定.....	15
图 16：北郊未来产业园首期开发地块平面图.....	16
图 17：B 地块效果图.....	17
表 9：北郊未来产业园首期开发建设项目.....	17
图 18：2015 年公司各类物业平均租金水平.....	18
图 19：金桥开发区工业总产值.....	19
图 20：金桥开发区工业总产值占比浦东新区、上海市.....	19
图 21：金桥开发区工业产值结构.....	19
图 22：金桥开发区生产性服务业营业收入.....	19
图 23：金桥开发区生产性服务业营收占比.....	20
图 24：金桥开发区产业升级历程.....	20
表 10：《关于本市盘活存量工业用地实施办法》原土地权利人参与办法：.....	21
图 25：由度工坊项目外景图.....	22

表 11 : NAV 估值表.....	23
表 12 : 营业增速及营业收入预测拆分表 .....	23
表 13 : 盈利预测表 .....	24
表 14 : 可比公司的 PE 比较 .....	25

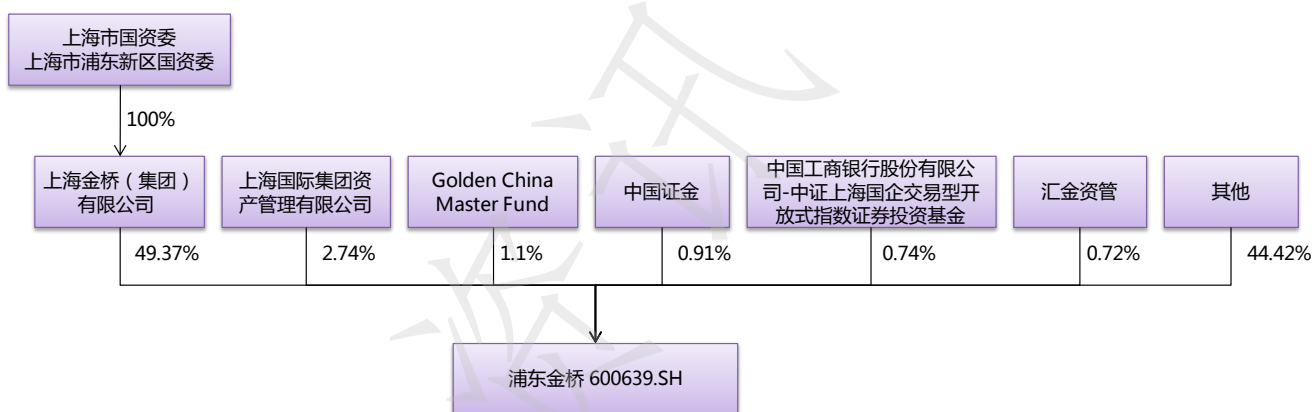
未经许可  
不得转载

## 1、老牌国资园区运营商 业绩稳健 资源丰富

上海金桥出口加工区开发股份有限公司成立于1992年5月，公司所发行的A股（600639）和B股（900911）分别于1993年3月和1993年8月在上海证券交易所上市交易。公司主要从事金桥经济技术开发区的开发、运营和管理，主营业务为房地产租赁、酒店公寓服务和房地产销售。截至2017年一季度，公司总资产为176.03亿元，净资产为88.6亿元；总股本为11.22亿股，其中A股8.5亿股，占比75.76%；B股2.72亿股，占比24.24%。

公司控股股东为上海金桥（集团）有限公司，持股比例为49.37%；最终控制方为上海市国资委和上海市浦东新区国资委。金桥集团成立于1990年9月，是一家以园区综合开发建设业务为核心，集物流、环保、物业管理、市政工程等为一体的国有独资企业集团。

图 1：浦东金桥股权结构图

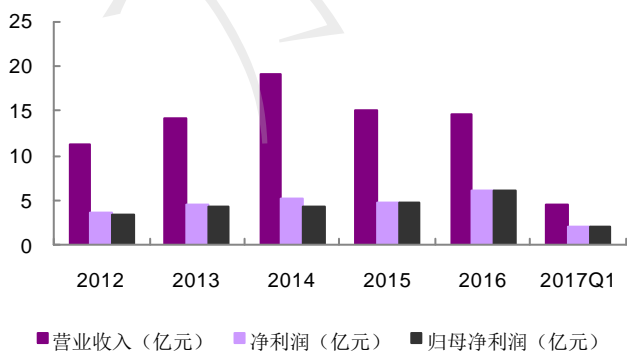


资料来源：Wind,光大证券研究所

### 1.1、低负债稳健经营，2017 一季度归母净利大幅增长

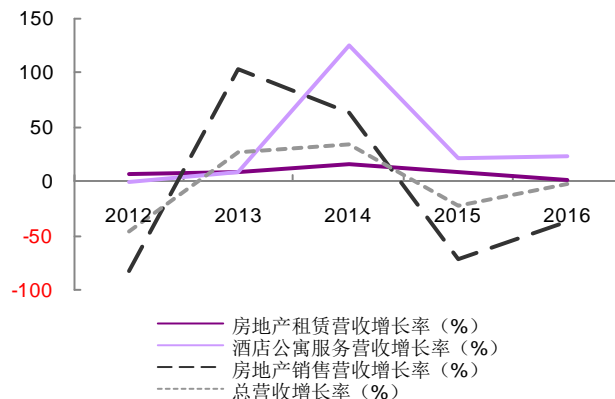
2016 年公司实现营业收入 14.69 亿元，同比减少 2.02%；归母净利润 6.17 亿元，同比增长 30.8%。2017 年一季度，公司实现营业收入 4.44 亿元，同比增长 38.76%；归母净利润约 2 亿元，同比增长 102.83%。

图 2：公司营业收入及净利润情况



资料来源：Wind

图 3：公司主要业务营收增长率情况

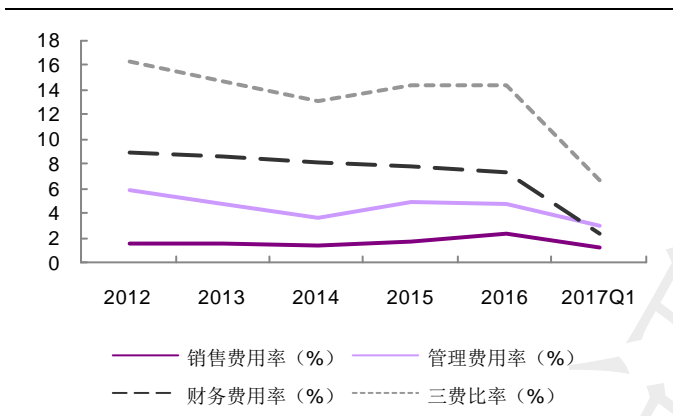


资料来源：Wind

公司三费比率近年来稳定在 14% 左右；2017 年一季度大幅降低至 6.63%，较 2016 年末减少了近 8 个百分点；其中财务费用率贡献了主要降幅，减少了 5 个百分点，主要原因是有息负债减少及利息资本化增加；

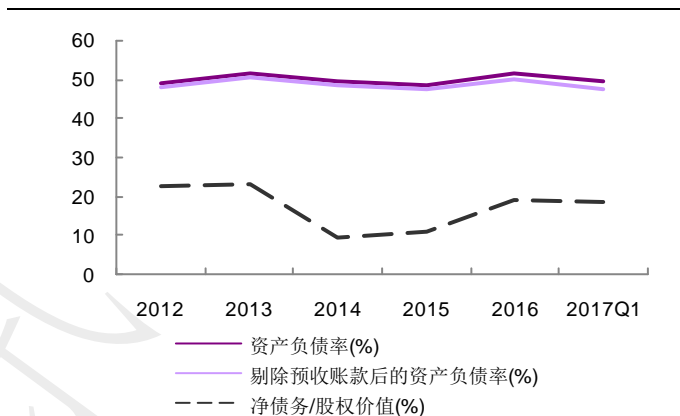
公司资产负债率稳定在 50% 的较低水平；2017Q1 资产负债率为 49.67%，剔除预收账款后的资产负债率为 47.41%，净债务/股权价值为 18.95%，较 2016 年末略有降低，公司保持低负债稳健经营。

图 4：公司三费比率



资料来源：Wind

图 5：公司资产负债率及净负债率



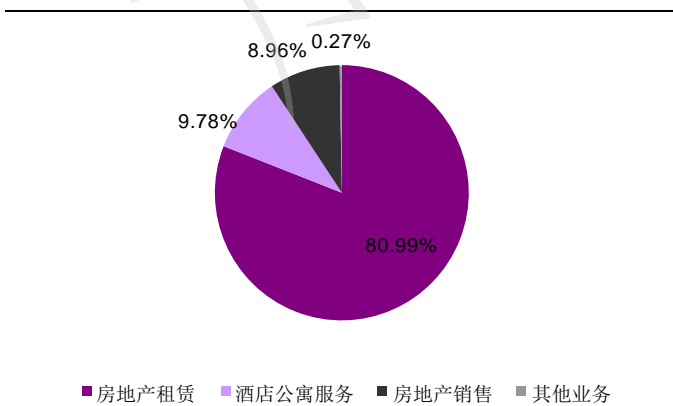
资料来源：Wind

## 1.2、高比例租赁保障现金流 高毛利水平支撑利润率

公司主营业务包括房地产租赁、酒店公寓服务、房地产开发出售三大业务板块。2016 年公司房地产租赁收入 11.9 亿元，是主要的收入来源，占比达 80.99%；酒店公寓服务收入 1.44 亿元，占比 9.78%；房地产开发销售收入 1.32 亿元，占比 8.96%。毛利占比方面，房地产租赁、房地产开发出售业务毛利占比分别为 78.9%、17.98%；酒店公寓服务毛利占比较小，仅 2.71%。

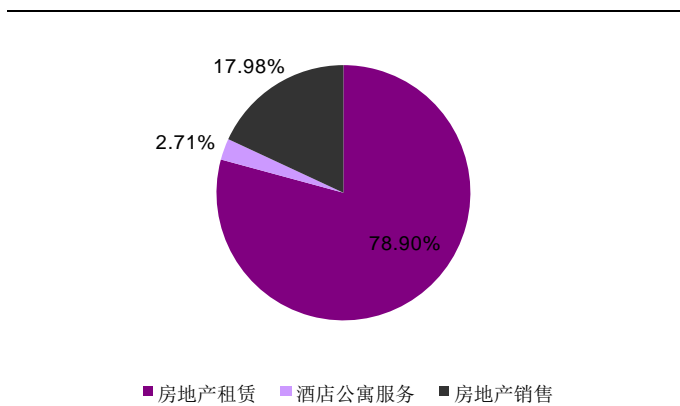
毛利率方面，房地产租赁业务的毛利率稳定在 60% 左右，2016 年为 63.1%，较 2015 年提升 2 个百分点。酒店公寓服务业务毛利率 2016 年为 17.98%，较 2015 年下降 15 个百分点。房地产出售业务毛利率 2016 年为 129.92%，营业成本为负的主要原因是 T4 地块土地销售退回。

图 6：2016 年各业务板块营收占比



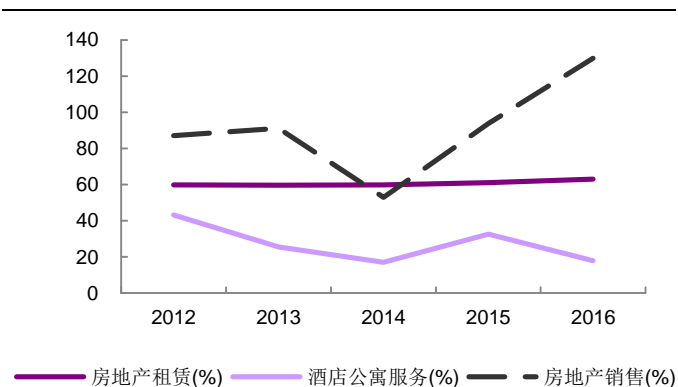
资料来源：Wind

图 7：2016 年各业务板块毛利占比



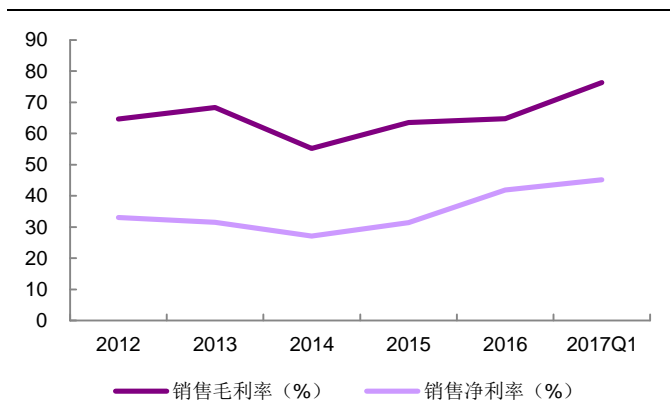
资料来源：Wind

图 8：2016 年各业务板块毛利率



资料来源：Wind

图 9：公司综合毛利率和净利率情况



资料来源：Wind

### 1.3、项目资源优质 360 万权益建面奠定持续发展基石

公司深耕金桥地区，近期拓展临港地区和宝山区，项目资源丰富。其中持有出租项目权益建面 209 万平，开发销售项目权益建面 25 万平，其他在建项目权益建面 76 万平，待开发土地权益建面 50 万平。

#### 1.3.1、持有出租项目权益建面 209 万平

公司持有出租房地产均位于上海市浦东新区金桥地区。金桥开发区为国家级经济技术开发区，其优越的地理区位是租赁业务高毛利率和稳定现金流的保证。2016 年公司租金收入合计达 13.34 亿元。

截至 2016 年末，持有出租房地产项目权益面积合计达 209 万平方米，其中住宅 50.5 万平，商业 16.1 万平，办公楼 6.6 万平，研发楼 39.9 万平，厂房 85.8 万平，酒店 2 万平，其他配套 8.4 万平。2016 年总体出租率约为 85%，其中住宅 97%，商业 92%，办公楼 83%，研发楼 80%，厂房及仓库 75%。

表 1：持有出租房地产项目

类别	项目	建筑面积 (平方米)	权益	权益建筑面积 (平方米)
住宅	S5 地块碧云别墅一、二、三期	32,569.30	100%	32,569.30
	S6 地块碧云别墅四、五、六期	37,214.00	100%	37,214.00
	S4 地块碧云花园一期	80,921.83	100%	80,921.83
	S8 地块碧云花园二期	54,983.00	100%	54,983.00
	S8F 地块碧云国际社区人才公寓一期	13,645.00	100%	13,645.00
	S8DE 地块碧云国际社区人才公寓二期	47,523.00	100%	47,523.00
	S3 地块银杏苑	56,688.00	100%	56,688.00
	S1 服务式公寓	53,313.80	100%	53,313.80
	碧云公馆(含服务式公寓)	128,263.83	100%	128,263.83
	<b>合计</b>	<b>505,121.76</b>		<b>505,121.76</b>
商业	红枫路商业街	5,418.77	100%	5,418.77
	梦家园展示中心	2,059.86	100%	2,059.86
	家乐福金桥商场	38,186.38	100%	38,186.38
	S7 地块体育休闲中心	20,422.02	100%	20,422.02



	杨高路以北区域沿街商铺	3,676.91	100%	3,676.91
	新金桥广场的商业	5,694.45	100%	5,694.45
	T17-B1 地块碧云 90 商业中心	27,917.23	100%	27,917.23
	T20 锦艺大厦 (美林阁)	10,599.94	100%	10,599.94
	S1 商铺	7,753.24	100%	7,753.24
	碧云公馆 (商业)	39,318.04	100%	39,318.04
	<b>合计</b>	<b>161,046.84</b>		<b>161,046.84</b>
办公楼	新金桥大厦	38,491.56	100%	38,491.56
	新金桥广场的办公楼	15,059.47	100%	15,059.47
	碧云公馆 (办公楼)	12,474.87	100%	12,474.87
	<b>合计</b>	<b>66,025.90</b>		<b>66,025.90</b>
研发楼	T28 地块由度工坊	145,128.70	100%	145,128.70
	G2 地块 OfficePark	121,109.45	100%	121,109.45
	杉达大厦	4,613.29	100%	4,613.29
	T36	128,000.00	100%	128,000.00
	<b>合计</b>	<b>398,851.44</b>		<b>398,851.44</b>
厂房	<b>T17-6 通用厂房等</b>	<b>857,848.27</b>	<b>100%</b>	<b>857,848.27</b>
酒店	<b>新金桥广场的酒店</b>	<b>20,400.00</b>	<b>100%</b>	<b>20,400.00</b>
其他	德威幼儿园	5,670.27	100%	5,670.27
	德威英国学校	18,818.34	100%	18,818.34
	平和双语学校 (本部)	37,517.00	100%	37,517.00
	平和高中部	8,283.00	100%	8,283.00
	吴昌硕纪念馆	5,295.17	100%	5,295.17
	T14-1 地块由家人才公寓	8,766.15	100%	8,766.15
	<b>合计</b>	<b>84,349.93</b>		<b>84,349.93</b>
<b>合计</b>		<b>2,093,644.14</b>		<b>2,093,644.14</b>

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

### 1.3.2、在建出租项目权益建面 76 万平

截至 2016 年末，公司有 8 个在建出租项目，包括商业、办公、研发、工业、配套等项目类型，位于上海市金桥地区和宝山地区，权益建面合计达 75.77 万平。

表 2：在建出租房地产项目

类别	项目	地区	规划计容建筑面积 (平方米)	权益	权益建筑面积 (平方米)	项目进度
商业	啦啦宝都商业项目商业	金桥地区	107,000.00	100%	107,000.00	新开工
	碧云 E 商业中心 (可行性研究) 商业	金桥地区	247,440.00	100%	247,440.00	新开工
办公	OFFICEPARK II 地铁板块办公	金桥地区	101,120.00	100%	101,120.00	在建
	上海自贸区第五中心项目办公	金桥地区	116,561.00	100%	116,561.00	新开工
研发	北郊未来产业园一期研发	宝山地区	250,022.00	60%	150,013.2	新开工
工业	由度工坊 III 期 (31-02)	金桥地区	25,280.00	100%	25,280.00	新开工
	由度工坊 II 期 (34-06)	金桥地区	2,044.00	100%	2,044.00	新开工
配套	碧云国际社区配套设施	金桥地区	8,220.00	100%	8,220.00	竣工
<b>合计</b>			<b>857,687.00</b>		<b>757,678.20</b>	

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

### 1.3.1、在建销售项目权益建面 25 万平

截至 2016 年末，公司在建销售项目包括碧云尊邸和碧云壹零，均为住宅项目，分别位于上海市浦东新区金桥地区和临港地区，权益建面合计 25 万平，货值 124.89 亿元。

表 3：在建出售房地产项目

类别	项目名称	地区	规划计容建筑面积 (平方米)	权益	权益建筑面积 (平方米)	当前房价 (万元/平方米)	货值(亿元)	开发进度
住宅	碧云尊邸	金桥地区	104,000.00	100%	104,000.00	8.5	88.4	新开工
	碧云壹零	临港地区	145,969.02	100%	145,969.02	2.5	36.49	在建
合计			249,969.02		249,969.02		124.89	

资料来源：公司年报，搜房网，光大证券研究所整理

### 1.3.2、待开发土地权益建面 50 万平

截至 2016 年末，公司拥有 5 块待开发土地资源，均位于金桥地区，权益建筑面积 50.29 万平。

表 4：待开发土地储备

项目名称	地区	权益	占地面积 (平方米)	规划计容建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)
北至鲁桥路、南至金闵路、西至金闵路、东至金苏路	金桥地区	100%	50,608.00	126,520.00	126,520.00
北至杨高中路高压走廊、南至民航大厦、西至 G1-9 地块、东至 G1 地块内部便道	金桥地区	100%	11,010.00	44,040.00	44,040.00
北至杨高中路高压走廊、南至民航大厦、西至薛家浜、东至 G1-8 地块	金桥地区	100%	4,828.00	7,242.00	7,242.00
北至 OfficePark II 项目、南至新金桥路、西至金皖路、东至东陆路	金桥地区	100%	69,298.36	221,754.75	221,754.75
北至金港路绿带、南至规划商办地块、西至规划金海路金科路立交桥、东至规划高压线防护绿带	金桥地区	100%	68,928.50	103,392.75	103,392.75
合计			204,672.86	502,949.50	502,949.50

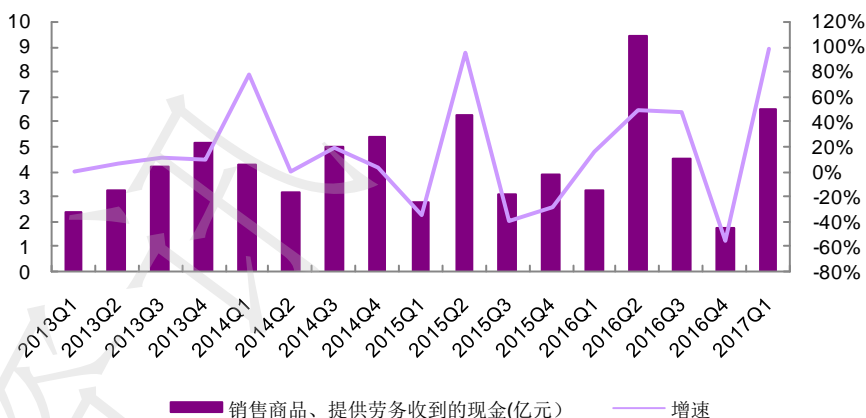
资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

## 2、住宅项目优质 开盘热销大幅增厚营收与净利

### 2.1、临港碧云壹零开盘热销，一期即将入结转周期

碧云壹零住宅项目位于上海市临港地区，包括小高层、洋房、叠墅、联排等项目类型，规划计容建面 14.6 万平方米。项目一期于 2016 年 12 月开盘，共 146 套房源，截至 2017Q1 已签约 142 套，约 3.1 万平方米，去化率 97.26%。2017Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 6.52 亿元，同比增长 99.59%。后续碧云壹零项目一期进入结转后，将增厚公司营收与净利润。

图 10：销售商品、提供劳务收到的现金及增速

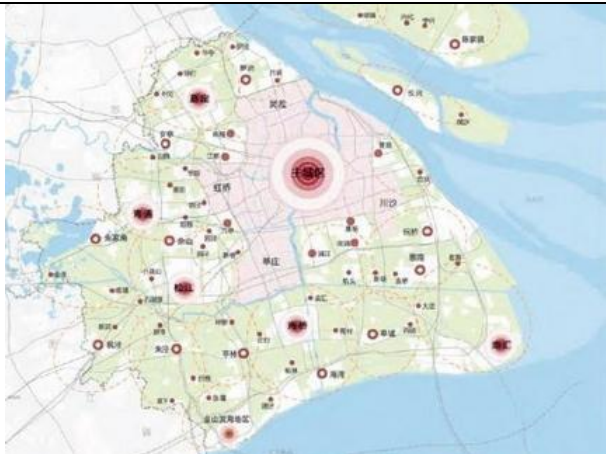


资料来源：Wind

### 2.2、金桥豪宅碧云尊邸已开工，项目价值清晰明确

碧云尊邸住宅项目位于上海市金桥地区，规划计容建面约 10.4 万平方米；桩基部分在 2017 年 1 月已开工。碧云国际社区交通便捷、配套完善，房价处于高位。《上海市城市总体规划（2016-2040）》将金桥列为中心城区副中心，我们预计碧云区域房价将受益于片区价值提升而持续上行，碧云尊邸项目价值清晰明确，后续进入销售将大幅提升公司的营收和利润。

图 11：上海市域城乡体系规划图



资料来源：上海市城市总体规划（2016-2040）

### 3、宝山北郊未来产业园拓展公司品牌和管理“走出去”新空间

#### 3.1、金桥集团和宝山工业园强强联合规划，优势互补

上海北郊未来产业园位于上海市宝山区，东至潘泾河、西至沪太路、南至石太路、北至金石路，规划面积约 7.3 平方公里，定位为集总部研发、高端住宅、商务配套于一体的产城融合新区。

北郊未来产业园由金桥集团与宝山工业园区共同开发，通过合资公司上海北郊未来产业园开发运营有限公司（曾用名上海金讯资产经营有限公司）进行开发运营，其中公司控股平台公司 60%。

在分工协助方面，金桥集团主要负责项目的规划定位、产业研究、融资担保，以及公司组建、架构设置、人员配置、开发建设等相关工作。宝山工业园区主要负责建设用地指标获取、土地成本控制、周边交通改善、环境整治，以及项目立项、规划审批、运营协调、政府关系及融资担保等相关工作。金桥集团具备品牌效应、信息资源及招商能力的优势，宝山工业园区则具备资源优势，两者强强联合，优势互补。

表 5：宝山北郊未来产业园合作过程及重要事件

时间	合作过程和重要事件
2013 年 7 月	金桥集团与宝山工业园区正式签订《战略合作协议》，合作建设产城融合科技产业园区——上海北郊未来产业园。
2014 年 2 月	北郊公司成立，注册资本 1.2 亿元。
2016 年 2 月	浦东金桥对北郊公司注资 1.8 亿元，持股 60%，成为控股股东。增资后北郊公司注册资本 3 亿元。
2016 年 3 月	北郊公司竞得首期启动区三宗科研设计用地，建筑面积 24.4 万平方米。
2016 年 12 月	北郊未来产业园一期项目正式开工建设。

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

图 12：北郊未来产业园范围示意图



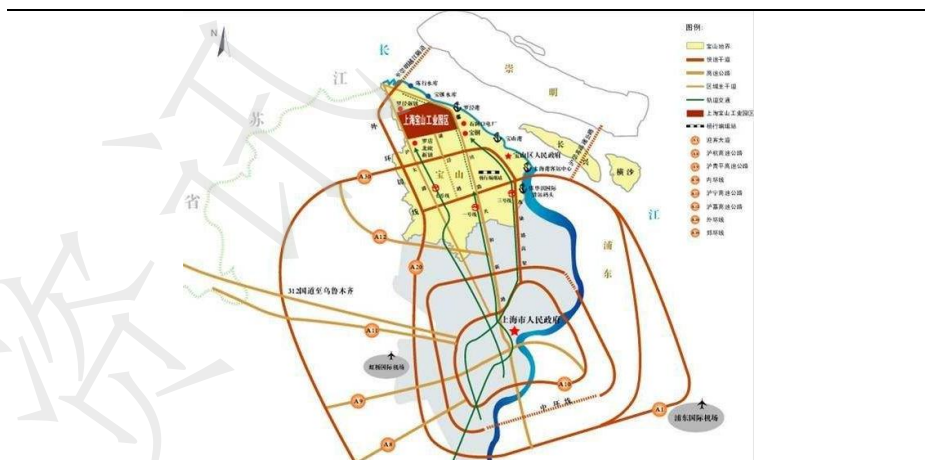
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

### 3.2、“园中园”承载宝山工业园转型任务，“十三五”划线点名

上海宝山工业园区（上海张江高科技园区宝山分园）是2003年2月由市政府批准设立的市级工业园。园区位于上海东北部，东临长江口岸，西接嘉定新城，南与美兰湖新镇比邻，北与罗泾新镇接壤，规划总面积为20.54平方公里。

宝山工业园区交通便捷，通过主干道沪太路、北蕴川路到达外环线、绕城高速，可以接入城市快速路网；距离轨道交通1、3、7号线均在10分钟左右的车程。园区内形成“一环、六横、八纵”的路网结构，与宝山城区、上海都市区的主干路相通。

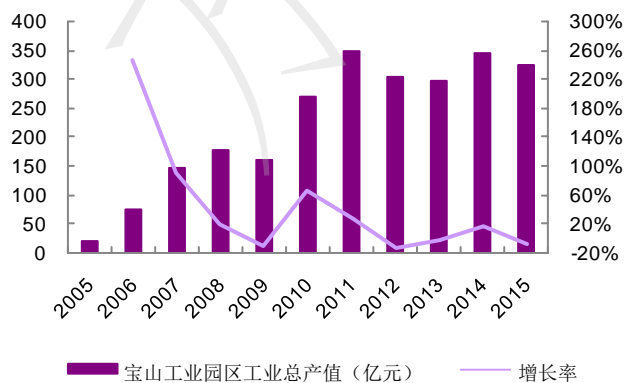
图 13：宝山工业园区地理位置（红色区域）与交通示意图



资料来源：公司官网

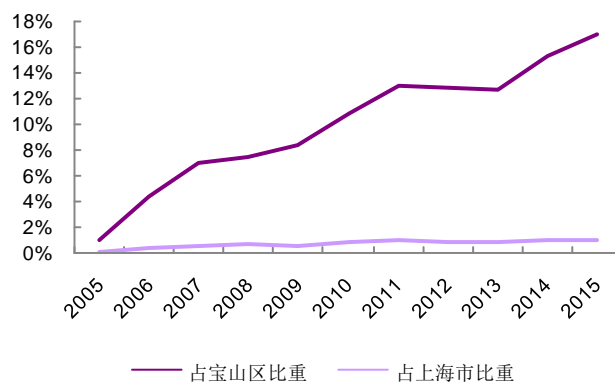
宝山工业园区以汽车制造及其零部件、精密合金材料、精品钢延伸加工、模具制造、电气制造为主导产业。2015年宝山工业园区工业总产值为324.52亿元，占宝山区比重17.05%，占上海市比重0.98%。

图 14：宝山工业园区工业总产值及增速



资料来源：Wind

图 15：宝山工业园区工业总产值占比宝山区、上海市



资料来源：Wind

宝山区十三五规划中提出，宝山工业园区以先进制造业和战略性新兴产业为主导，逐步形成智能制造、新材料、能源装备等主导产业，力争在卫星应用、电子信息技术、豪华邮轮建造配套、生产性服务业等领域取得突破发展；宝山工业园将从制造加工业向智能制造、能源装备等高端制造业升级；同时着力发展新材料、电子信息等新兴产业以及生产性服务业。

**表 6：宝山区十二五规划/十三五规划中对于宝山工业园区的规划对比**

十二五规划内容	十三五规划内容
<p>进一步提高园区工业集中度和产出率</p> <p>成为宝山先进制造业和高新技术产业发展的主要载体</p> <p>加快发展商业、商务、居住等配套服务业</p> <p>宝山工业园区重点产业项目：上海纺织机械生产基地、中钢（上海）钢材加工配送中心、远东高中压阀门等。</p>	<p>宝山工业园区：以先进制造业和战略性新兴产业为主导，逐步形成智能制造、新材料、能源装备等主导产业，力争在卫星应用、电子信息技术、豪华邮轮建造配套、生产性服务业等领域取得突破发展，建设新材料国家示范区、绿色智慧示范区。</p> <p><b>深化与金桥开发区的合作，推进上海北郊未来产业园核心区、碧云北郊社区等项目建设。</b></p> <p>着力推进结构调整、产业升级，加快存量土地盘活，加快科创机制和平台建设，释放发展空间，打造集高新产业、科技研发、商务办公、居住配套、生态环保于一体的产城融合科技产业园区。</p>
<p>宝山工业园区要按照循环经济试点园区要求，积极依托宝钢、上海电气、上汽等大型企业，形成以石油和海洋装备、通用机械装备等为主的先进装备制造业基地。同时，加快相关生产和生活性服务业发展。</p>	<p>郊环线以北区域：加快推进城乡一体化进程，完善区域交通等基础设施和公共服务配套设施，加快镇域经济转型，改善人居环境，提升生态涵养和公共服务功能。主要形成宝钢组团、罗泾港区组团、宝山工业园区组团以及罗店、罗泾、月浦三个新市镇组团，重点构筑宝山北部沿江产业带，将宝钢、罗泾港区、宝山工业园区建设成为我国重要的高端制造业及现代物流产业基地。</p>

资料来源：《宝山区十二五规划》、《宝山区十三五规划》，光大证券研究所整理

**宝山区十三五规划明确提出推进北郊未来产业园核心区、碧云北郊社区建设。北郊未来产业园承担了发展研发设计、总部经济等生产性服务业，助推宝山工业园区转型升级的任务。**以北郊未来产业园一期已签约的重大项目为例，包括意大利 BM 机器人公司与宝信软件计划成立的合资公司；富汇金融计划建立的移动互联网产业基地及孵化器；国内首家境外通讯服务商沃德公司计划成立的邮轮码头贵宾服务公司等。

### 3.3、北郊研发总部类用地，限定土地高强度利用率

**北郊未来产业园首期启动区三宗用地为上海市首块出让的研发总部类用地，未来将充分发挥研发总部类用地的特性，提高土地开发强度与土地产出强度。**

2013 年 2 月，上海市规土局发布《关于增设研发总部类用地相关工作的试点意见》，提出增设研发总部类用地分类，用于研发设计、企业总部、信息技术服务等新型产业用地，以及独立的科研设计机构用地，包括研究、勘测、设计、信息等单位用地。随后，上海市规土局、上海市政府等相关部门相继出台了《关于加强本市工业用地出让管理的若干规定》、《上海市土地资源利用和保护“十三五”规划》等政策文件，对研发总部类用地以及工业用地的转型升级作出进一步规定。

表 7：研发总部类用地相关政策文件

时间	部门	政策文件	相关内容
2013.2.26	上海市规划和国土资源管理局	关于增设研发总部类用地相关工作的试点意见	增设研发总部类用地，以深入贯彻落实“创新驱动、转型发展”战略，满足设计研发、企业总部、信息技术服务等新兴产业的用地需要，规范产业用地分类管理，优化产业用地空间布局。
2015.5.25	上海市委，上海市人民政府	关于加快建设具有全球影响力的科技创新中心的意见	支持各类研发创新机构发展。继续完善鼓励外资研发中心发展的相关政策，进一步吸引支持跨国公司在沪设立研发中心，鼓励其升级成为参与母公司核心技术研发的大区域研发中心和开放式创新平台。大力支持本土跨国企业在沪设立全球研发中心、实验室、企业技术研究院等新型研发机构。
2016.3.25	上海市规划和国土资源管理局	关于加强本市工业用地出让管理的若干规定	研发总部类用地应当坚持高标准规划，统筹考虑区域环境、产业发展规律和特征、周边设施条件等因素，合理安排用地布局，促进工业用地转型升级。注重产城融合发展，增设公共配套设施，加密道路网密度，优化绿化和开放空间布局，塑造高品质环境，确保环保安全要求。
2017.4.24	上海市人民政府	上海市土地资源利用和保护“十三五”规划	“十三五”期末，上海全市建设用地总规模不突破 3185 平方公里，工业用地比重从目前的 27%降低到 17%左右。 “195”区域推进存量工业用地整体转型，转型方向以研发用地、住宅用地、公共服务用地和公共绿地为主，或开展零星开发试点工作，促进存量工业用地盘活利用。

资料来源：上海规土局官网、上海市政府官网、光大证券研究所整理

**《关于加强本市工业用地出让管理的若干规定》、《上海产业用地指南(2016版)(征求意见稿)》等文件对研发总部类用地与工业用地的相关指标作出了明确规定。在容积率、建筑高度等土地开发强度指标，以及土地产出率标准、税收产出率等土地产出强度指标方面，研发总部类用地均高于工业用地标准。**

表 8：研发总部类用地与工业用地的相关规定

政策出处	指标	研发总部类用地		工业用地	
		研发总部产业项目类	研发总部通用类	工业用地产业项目类	工业用地标准厂房类
《关于加强本市工业用地出让管理的若干规定》	容积率	不大于 3.0	不大于 3.0	不大于 2.0	不大于 2.0
	建筑高度	不大于 50 米	不大于 50 米	不大于 30 米	不大于 30 米
	土地供应方式	“带产业项目”挂牌	公开招拍挂	“带产业项目”挂牌	公开招拍挂
	土地出让价格	不得低于相同地段工业用地基准地价的 150%	不得低于相同地段办公用途基准地价的 70%	不得低于相同地段的工业用地基准地价	不得低于相同地段的工业用地基准地价
	土地出让年限	50 年	50 年	原则上不超过 20 年，国家和上海市重大产业项目等不超过 50 年	50 年
《上海产业用地指南(2016版)(征求意见稿)》	土地产出率标准(亿元/平方公里)	分具体产业	控制值 120，推荐值 150	分具体产业	控制值 80，推荐值 120
	税收产出率标准(亿元/平方公里)	分具体产业	控制值 8，推荐值 12	分具体产业	控制值 6，推荐值 10

资料来源：上海规土局官网、光大证券研究所整理

注：控制值为项目准入下限

土地产出率：项目主营业务收入/项目总用地面积（主营业务收入：该地块所有相关入驻企业的预期主营业务收入之和）

土地税收产出率：项目上缴税金总额/项目总用地面积（企业税金：该地块所有相关入驻企业的预期上缴税金之和）

### 3.4、产城融合打造“北郊版碧云社区”，打造“Future Office Park”品牌

北郊未来产业园规划建设居住、人才公寓、教育、医疗、文化、休闲等生活配套设施，打造碧云北郊社区，把园区建设为以产业为主、产城融合的新城区，从而推动区域快速聚集人气，增强开发区认同感与归属感，进而推动园区产业发展。按照规划，产业园含 690 亩总部研发用地、746 亩住宅用地、166 亩公建配套用地、465 亩市政配套用地。规划新建约 100 万平方米的总部研发大楼、20 万平方米公建配套设施和 94 万平方米配套住宅。

交通方面，北郊公司与上海电气等多方合作，规划建设连接 7 号线与罗店、罗泾、北郊园区的智能中运量轨道交通，有望 2017 年通过审批。教育配套方面，上海协和国际学校计划成立一所双语学校和一所国际学校。北郊文化体育公园和医疗中心也在规划之中。到 2020 年，园区整体环境将得到明显提升，周边公共配套设施逐步齐全，商业氛围初具规模。

以北郊公司首期开发建设的项目为例。北郊未来产业园一期核心区规划面积 1.9 平方公里，首期开发项目分为三个地块，总占地面积 12.2 万平方米，东至萧云路、西至沪太路、南至金池路、北至罗北一号河区域，将打造成为以工业设计、研发中试、企业总部、科技孵化、专业技术平台等为重点的创新型示范科技园。

图 16：北郊未来产业园首期开发地块平面图



资料来源：宝山工业园区北区块 201401A 号、201401B 号、201401C 号设计文件，光大证券研究所整理

三个地块由美兰湖的整体设计方——瑞典 SWECO 国际建筑咨询公司设计方案，以产业为主题，同时为企业提供生活、娱乐、服务、学习等功能，打造“Future Office Park”品牌。功能设计方面，A 地块包括办公、商业（大型总部、独栋办公楼、类标准办公楼、研发主导型办公楼、地标建筑）；B 地块包括办公、商业（大型总部、独栋办公楼、类标准办公楼、研发主导型办公楼）；C 地块包括办公、会展、食堂。总体布局方面，项目注重建筑与环境的有机结合，规划设计以绿谷为中心主题，并设计大量屋顶花园、露台和景观下沉广场的立体绿化空间。



图 17: B 地块效果图



资料来源: 宝山工业园区北区块 201401B 号设计文件

### 3.5、高土地产出率将对后续租金形成强支撑，50%产权转让比例有望增厚盈利

公司目前持有北郊未来产业园的土地储备权益建面合计 14.62 万平方米，已开工建设。平均单位土地固定资产投资强度下限为 1.64 万元/平方米，平均达产土地产出率为 273 亿元/平方公里，平均达产税收产出率为 34 亿元/平方公里，均远高于研发总部通用类用地产出率控制标准。

土地权益流转限定中同意受让人持有 50%以上产权，剩余的 50%产权可转让。此举将大幅增厚公司盈利和现金流入，对公司后续开发形成有利支撑。

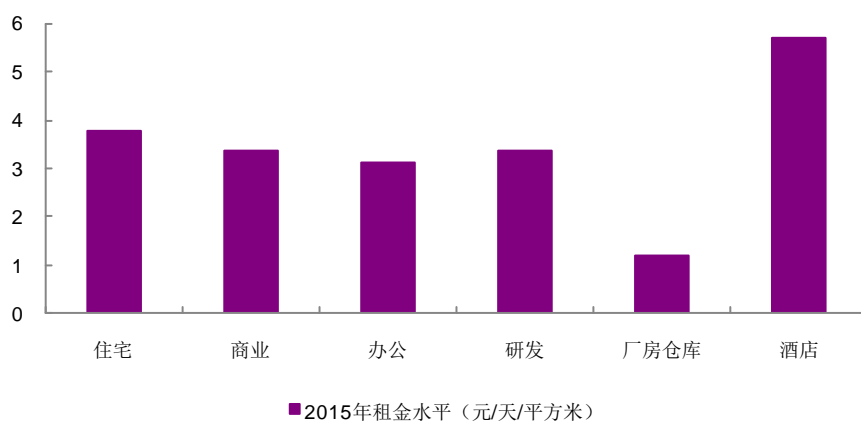
北郊未来产业园的开发建设将有效扩充公司土地储备；商办研发楼的高租金水平将拉动租赁业务毛利率上升，50%可售面积增厚公司盈利，长期看好北郊未来产业园成为公司下一个发展引擎。

表 9: 北郊未来产业园首期开发建设项目

地块名称	占地面积 (平方米)	建面 (平方米)	权益建面 (平方米)	投资强度下限(万 元/平方米)	达产土地产出率 (亿元/平方公里)	达产税收产出率 (亿元/平方公里)	土地性质	土地权益流转限定
宝山区宝山工业园区北 区块 201401A 号地块 (科创用地)	55019	110038	66022.8	1.63	289.54	35.22	研发总部 通用类	受让人持有 50% 以上产权，剩余 部分可转让
宝山区宝山工业园区北 区块 201401B 号地块 (科创用地)	52395.3	104790.6	62874.36	1.65	259.18	33.71		
宝山区宝山工业园区北 区块 201401C 号地块 (科创用地)	14420.7	28841.4	17304.84	1.65	256.58	33.70		
<b>合计</b>	<b>121835</b>	<b>243670</b>	<b>146202</b>	<b>1.64</b>	<b>272.58</b>	<b>34.39</b>		

资料来源: 公司公告, 宝山工业园区北区块 201401A 号、201401B 号、201401C 号设计文件, 光大证券研究所整理

图 18: 2015 年公司各类物业平均租金水平



资料来源：公司年报

## 4、上海盘活存量政策+工农建中 230 亿授信，加速金桥二次开发

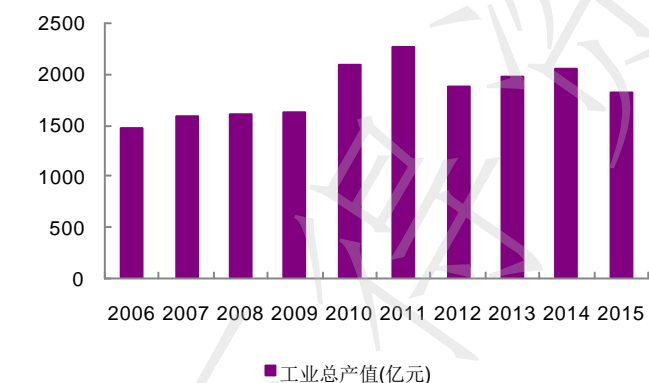
### 4.1、金桥开发区为国家级开发区，产业规模领先

上海金桥经济技术开发区是 1990 年 9 月经国务院批准设立的国家级经济技术开发区，位于上海浦东新区中部，西连陆家嘴金融贸易区，北靠外高桥保税区，南接张江高科技园区。规划面积为 27.38 平方公里，分为北区和南区，北区约 20 平方公里，南区约 7.4 平方公里，其中南区 2.8 平方公里于 2001 年 9 月经国家海关总署批准设立为海关监管区。2015 年 4 月，金桥开发区纳入上海自贸区扩展区域。

金桥开发区以先进制造业为立区之本，通过龙头项目和重点项目带动产业集聚，形成了电子信息、汽车制造及零部件、现代家电及配套、生物医药与食品加工四大主导产业的先进制造业基地。2015 年金桥开发区工业总产值为 1825.63 亿元，其中主导产业占比 89%；工业总产值占浦东新区比重达 20%。

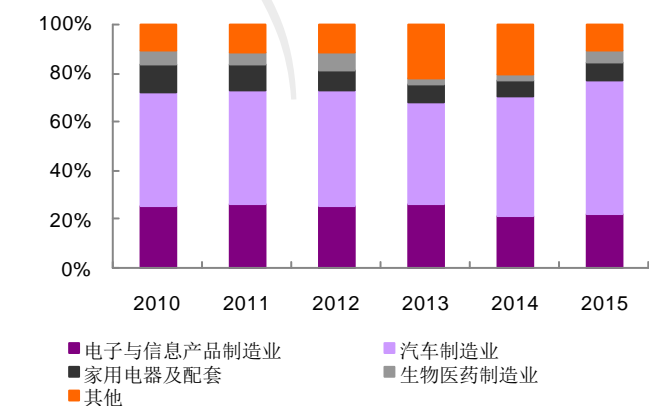
同时，金桥开发区不断深化以总部经济、研发设计、信息服务、商贸运营等产业为主的生产型服务业发展。目前，金桥开发区已集聚了 60 多家总部机构、100 多家研发技术中心。2015 年生产性服务业营收为 3077.28 亿元。

图 19：金桥开发区工业总产值



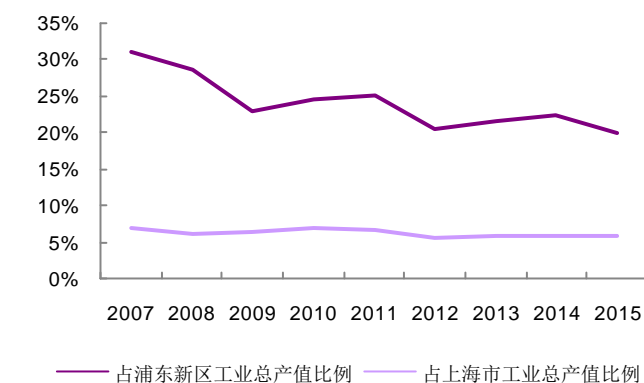
资料来源：浦东年鉴

图 21：金桥开发区工业产值结构



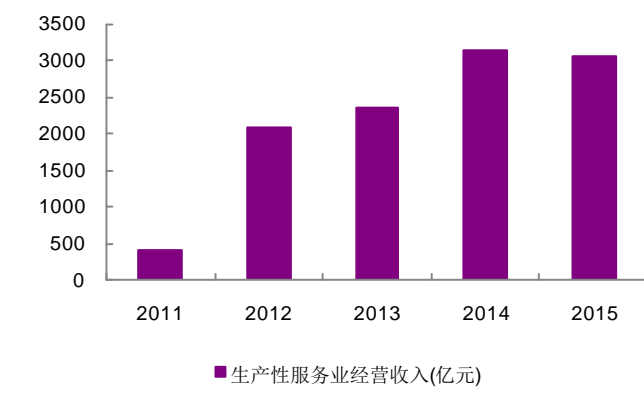
资料来源：浦东年鉴

图 20：金桥开发区工业总产值占比浦东新区、上海市



资料来源：浦东年鉴

图 22：金桥开发区生产性服务业营业收入



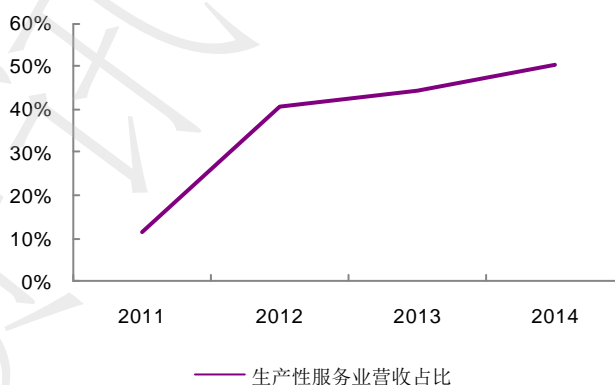
资料来源：浦东年鉴

## 4.2、“二次开发”深入推进，230 亿额度提供资金保障

1990 年成立之初，金桥开发区被命名为上海金桥出口加工区，定位于吸引外商投资，发展出口导向型工业。金桥开发区通过转让或出租开发区内的土地、厂房、办公楼等不可再生资源，以及招商优惠政策，吸引国内外大型制造企业，形成汽车零部件、现代家电及配套、生物医药与食品加工等主导产业。

2005 年，金桥开发区提出“二次开发”理念，进而提出“优二进三”的产业转型发展战略，即优化提升制造业能级，大力发展生产性服务业。2012 年，金桥出口加工区正式更名为上海金桥经济技术开发区。2014 年金桥开发区生产性服务业营收首次超过工业企业营收，基本形成先进制造业、生产性服务业双轮驱动的产业格局。

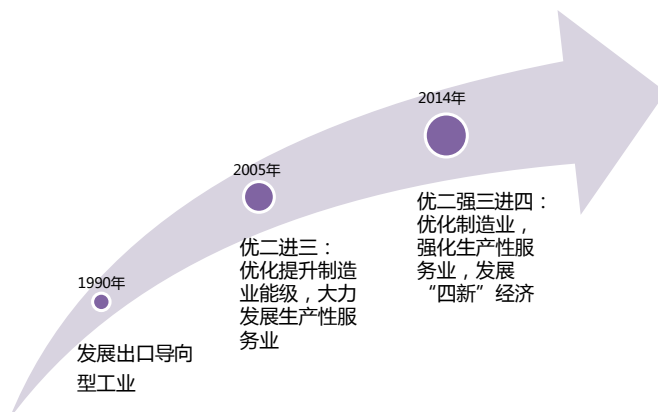
图 23：金桥开发区生产性服务业营收占比



资料来源：浦东年鉴

2014 年，金桥开发区提出“优二强三进四”的新战略，即在优化制造业，强化生产性服务业的基础上，发展“四新”经济（新技术、新产业、新模式、新业态），同时继续推进被学术界称为“第四产业”的信息通讯行业（ICT）。具体产业方面，金桥开发区确定了新兴金融、移动视频、智能装备、电子商务四个重点发展方向。

图 24：金桥开发区产业升级历程



资料来源：浦东时报，光大证券研究所整理

2016年5月，金桥集团与工商银行、农业银行、建设银行、中国银行上海市分行签署战略合作协议，四家银行将给予金桥集团及其子公司总额人民币230亿元的意向性信用额度，这为金桥开发区的二次开发与转型升级提供了有力的资金支持与信心保障。

### 4.3、借势存量盘活政策红利，“工转科”释放巨大价值

2016年3月，上海市规土局发布《关于本市盘活存量工业用地的实施办法》，提出实施“总量锁定、增量递减、存量优化、流量增效、质量提高”的基本策略，明确原土地权利人参与盘活存量工业用地的实施办法。

表 10：《关于本市盘活存量工业用地实施办法》原土地权利人参与办法：

盘活方式	原土地权利人参与办法
区域整体转型	<p><b>1、机制：</b> 区县政府主导、原土地权利人为主体的开发机制 转型区域内土地权利人分散的，可以通过商议方式明确权利义务后，建立以区县政府主导、原土地权利人参与的联合开发体，原土地权利人不得单独实施开发。</p> <p><b>2、转型：</b> 研发总部；商业、办公用地；教育、医疗、科研、养老</p> <p><b>3、管理：</b> 在“104 区块”、“195 区域”内的研发总部类用地，均以产业项目类自用为主，研发总部通用类可以出租，但开发单位须在出让年期内长期持有 70%以上的物业产权，剩余部分可以分割转让； 开发单位须在出让年期内长期持有 50%以上的物业产权，位于区县政府确定的重要特定区域内的，开发单位须在出让年期内长期持有全部商业、办公用途物业产权，如果转型为公寓式办公、公寓式酒店，开发单位须在出让年期内长期持有公寓式办公、公寓式酒店的全部物业产权，仅用于出租，不得整体和分幢、分层、分套转让； 转型为教育、医疗、科研、养老等用途的，房屋不得分割转让</p>
零星转型	<p><b>1、机制：</b> 自行开发（但需要满足以下四个条件） 规划用途为非住宅类的经营性用地； 未纳入旧城改造范围内； 权利主体单一且周边无规划开发建设用地，具备独立开发条件； 拟转型发展的项目，经区县政府相关部门评估，具有明确的产业和功能，并满足投入、产出、节能、环保、本地就业等相关准入标准。</p> <p><b>2、转型：</b> 非住宅类经营性用地</p> <p><b>3、管理：</b> 向政府无偿提供不少于 10%比例的建设用地用于公益性设施、公共绿地等建设。若无法提供公益性建设用地的，应将不少于 15%的地上经营性物业产权无偿提供给区县政府相关部门； “104 区块”内研发总部通用类，可以出租，但开发单位须在出让年期内长期持有 70%以上的物业产权，剩余部分可以分割转让； 对转型为商业、办公用地的开发单位须在出让年期内长期持有 60%以上的物业产权； 公寓式办公、公寓式酒店类，开发单位须在出让年期内长期持有公寓式办公、公寓式酒店的全部物业产权，仅用于出租，不得整体和分幢、分层、分套转让。</p>
提高容积率	<p><b>1、管理：</b> 经区县产业部门会同规划土地管理等部门对存量土地利用情况进行综合评估，达到经济社会环境综合评估要求，并符合所在区县项目投资强度、产出绩效、节能、环保、本地就业等准入条件的，允许按照规划提高建筑容积率，并落实规划明确的公共服务设施配建要求。 土地权利人应按照市场评估价，补缴土地价款，市场评估地价不得低于相同地段相应用途基准地价。区县政府可以根据资料来源：产业类型和土地利用绩效等情况，按照一定比例收取土地出让价款，鼓励企业创新创业和产业转型升级。</p>

资料来源：上海市规土局官网，光大证券研究所整理

公司可用于金桥开发区二次开发的项目资源包括存量资源和潜在增量资源。仅存量项目资源建面合计达 136 万平方米。

#### (1) 存量项目资源

- 未开发土地资源。公司待开发土地规划计容建面为 50.29 万平方米。
- 持有出租工业用地。公司持有出租厂房仓库建面合计为 85.78 万平方米。

#### (2) 潜在增量项目资源

- 退出项目土地回购。公司于 2016 年 3 月、12 月分别注册成立由鹏、由川两家项目公司，作为收购开发区内存量物业及未来运营的主体。公司已于 2016 年 6 月完成原心华制衣厂房的收购，新增建筑面积 1.78 万平方米。另外，公司拟收购诺基亚通信厂房，可新增建筑面积 3.65 万平方米，目前已协商确定交易价格。

公司通过提高容积率、转型商办或研发总部用地等方式对工业用地进行改造。以由度系列为例，由度系列包括由度工坊、由度工场、由度空间、由度慧谷等，总建筑面积约 60 万平方米，是金桥总部经济和信息网络文化产业基地的承载园区。其中，由度工坊由一家大型家电企业搬迁后留下的闲置厂房改建而来，利用老旧厂房建筑层高和承重的优势，引入数据中心、数字摄影棚等项目；由度慧谷则由服装厂、电视机组装厂、手机装配厂等小型加工生产企业的老厂房改造而成。

图 25：由度工坊项目外景图



资料来源：光大证券研究所

我们认为，公司后续有望借势政策红利，一方面加强土地开发强度，提高容积率，实现土地资源物理空间的拓展，释放隐性土储红利；另一方面将工业用地转型商办、研发用地，促进产业门类良性转换，实现租金水平的大幅提升。

## 5、公司估值及盈利预测

### 5.1、NAV 估值

2017 年一季度，公司归母所有者权益为 87.42 亿元；

经保守测算，持有出租项目的 NAV 增加值约为 116.96 亿元，在建出租项目的 NAV 增加值约为 19.94 亿元，在建销售项目的 NAV 增加值约为 53.58 亿元。目前总股本为 11.22 亿股，每股 NAV 值约为 24.77 元。

表 11：NAV 估值表

项目	计算值
2017Q1 归母所有者权益 (亿元)	87.42
持有出租项目 (亿元)	116.96
在建出租项目 (亿元)	19.94
在建销售项目 (亿元)	53.58
总 NAV (亿元)	278
股本 (亿股)	11.22
每股 NAV (元/股)	24.77

资料来源：光大证券研究所

### 5.2、利润表预测

表 12：营业增速及营业收入预测拆分表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收增速	-2.02%	40%	27%	18%
房地产租赁	1.61%	2%	5%	6%
酒店公寓服务业务	23.44%	22%	22%	22%
房地产销售	-36.66%	400%	70%	30%
其他业务	-4.39%	0%	0%	0%
营业总收入 (亿元)	14.69	20.51	26.12	30.71
房地产租赁 (亿元)	11.90	12.14	12.74	13.51
酒店公寓服务业务 (亿元)	1.44	1.75	2.14	2.61
房地产销售 (亿元)	1.32	6.58	11.19	14.55
其他业务 (亿元)	0.04	0.04	0.04	0.04

资料来源：公司公告、光大证券研究所

#### ► 利润表假设与盈利预测

假设公司 2017、2018、2019 年毛利率分别为 65%、64%、65%；

假设公司营业费用和管理费用维持稳定，营业费率 2017-2019 三年平均为 2.3%，管理费率 2017-2019 三年平均为 4.8%；

假设公司 2017-2019 三年平均税收率为 16%；

预测 2017、2018、2019 年的营收增速分别为 40%、27%、18%（假设碧云壹零项目一期已销售部分于 2017 年结转）；

综上，预测公司 2017、2018、2019 年 EPS 分别为 0.72 元、0.93 元、1.11 元，目前股价 17.37 元对应 PE 分别为 24/19/16 倍。

表 13：盈利预测表

指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,469.32	2,051.45	2,611.60	3,070.91
营业收入增长率	-2.02%	39.62%	27.30%	17.59%
净利润 (百万元)	616.75	813.33	1,044.55	1,248.05
净利润增长率	30.80%	31.87%	28.43%	19.48%
EPS (元)	0.55	0.72	0.93	1.11
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.13%	8.78%	10.13%	10.80%
P/E	32	24	19	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	11	8	7

资料来源：光大证券研究所

### 5.3、FCFF 绝对估值法

绝对估值法 DCF (FCFF) 测算，公司合理价值为 22.41 元

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.73%
$\beta(\beta_{levered})$	1.28
Rm-Rf	7.20%
Kc(levered)	11.95%
税率	16.00%
Kd	3.65%
Ve	13652.54
Vd	4192.998625
目标资本结构	25.00%
WACC	9.87%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	4783.03	22.85%
第二阶段	5563.53	26.57%
第三阶段 (终值)	10589.04	50.58%
企业价值 AEV	20935.59	100.00%
加：非经营性净资产价值	8652.42	41.33%
减：少数股东权益 (市值)	236.85	-1.13%
减：债务价值	4193.00	-20.03%
总股本价值	25158.16	120.17%
股本 (百万股)	1122.41	
每股价值 (元)	<b>22.41</b>	
PE (隐含)	30.93	
PE (动态)	24.08	

资料来源：光大证券研究所



## 5.4、相对估值法

我们选择四家类似规模和相似背景上市地产公司市北高新、上海临港、张江高科、华夏幸福作为参考。

类似公司在 2017 年的平均预期市盈率在 25~40 倍左右。

表 14：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS					PE				CAGR-3	PEG-2017	PB	市值 亿元
	2017.5.26	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年						
市北高新	7.00	0.19	0.14	0.19	0.24	80.99	48.75	36.98	29.09	2.09	0.65	2.20	131.13		
上海临港	17.77	0.40	0.45	0.55	0.70	46.70	39.67	32.53	25.52	0.32	1.63	3.34	199.01		
张江高科	16.15	0.47	0.61	0.74	0.89	34.29	26.62	21.69	18.13	-0.17	0.91	2.60	250.11		
华夏幸福	32.73	2.22	2.92	3.75	4.80	14.85	11.23	8.72	6.81	0.41	0.34	2.86	967.15		
平均	18.41	0.82	1.03	1.31	1.66	44.21	31.57	24.98	19.89	0.67	0.88	2.75	386.85		
浦东金桥	17.45	0.55	0.72	0.93	1.11	31.76	24.08	18.75	15.69	-0.12	0.75	2.11	195.86		

资料来源：wind 一致预期

## 5.5、综合估值及评级

我们测算公司 NAV 值约为 278 亿元，目前总股本为 11.22 亿股，每股 NAV 值为约 24.77 元。

我们预测公司 2017-2019 三年营收分别为 20.51 亿、26.12 亿、30.71 亿，三年 EPS 分别为 0.72 元、0.93 元和 1.11 元。

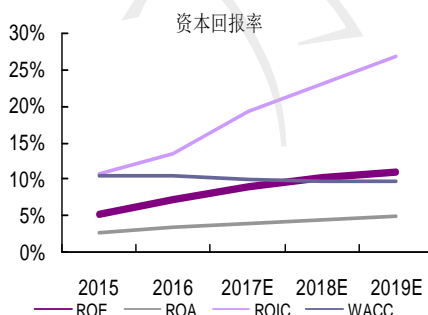
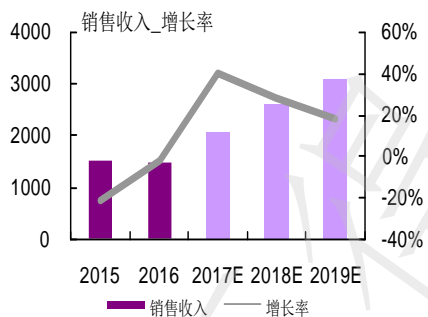
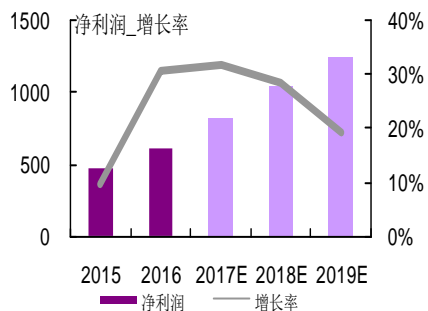
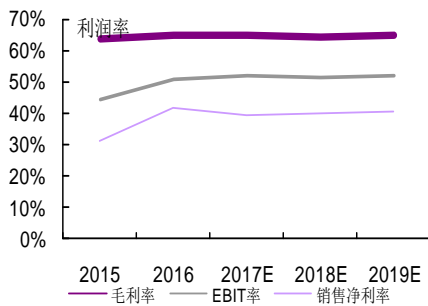
根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑房地产行业调控、可比公司差异等因素，我们认为 2017 年公司合理估值水平 PE 为 28 倍，12 个月股价目标为 20.2 元。首次覆盖给予买入评级。

## 6、风险分析

在建项目建设进度不及预期

租赁项目出租率不及预期

房地产调控时间过长导致销售持续不及预期



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,500</b>	<b>1,469</b>	<b>2,051</b>	<b>2,612</b>	<b>3,071</b>
营业成本	548	518	725	927	1,078
折旧和摊销	375	335	288	352	390
营业税费	178	101	123	157	184
销售费用	26	35	47	60	71
管理费用	72	69	98	125	147
财务费用	119	109	159	167	174
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	56	75	50	50	50
<b>营业利润</b>	<b>606</b>	<b>714</b>	<b>948</b>	<b>1,224</b>	<b>1,466</b>
<b>利润总额</b>	<b>620</b>	<b>735</b>	<b>968</b>	<b>1,244</b>	<b>1,486</b>
少数股东损益	0	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>471.52</b>	<b>616.75</b>	<b>813.33</b>	<b>1,044.55</b>	<b>1,248.05</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>17,702</b>	<b>18,142</b>	<b>20,717</b>	<b>23,714</b>	<b>25,242</b>
流动资产	3,463	4,636	4,925	6,002	6,624
货币资金	1,041	1,243	1,436	1,828	2,150
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	83	150	200	255	299
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	19	21	25	31	37
存货	2,306	2,854	2,900	3,523	3,773
可供出售投资	4,015	2,799	2,800	2,800	2,800
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	4	9	14	19
固定资产	675	1,008	1,301	1,509	1,648
无形资产	205	268	242	217	196
<b>总负债</b>	<b>8,603</b>	<b>9,376</b>	<b>11,329</b>	<b>13,282</b>	<b>13,562</b>
无息负债	4,019	4,794	5,331	6,041	6,448
有息负债	4,584	4,582	5,998	7,241	7,114
<b>股东权益</b>	<b>9,098</b>	<b>8,765</b>	<b>9,388</b>	<b>10,432</b>	<b>11,680</b>
股本	1,122	1,122	1,122	1,122	1,122
公积金	2,356	2,417	2,417	2,417	2,417
未分配利润	2,859	3,258	3,881	4,925	6,173
少数股东权益	0	119	119	119	119

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,877</b>	<b>1,105</b>	<b>1,416</b>	<b>1,302</b>	<b>1,608</b>
净利润	472	617	813	1,045	1,248
折旧摊销	375	335	288	352	390
净营运资金增加	-665	-487	-50	367	214
其他	-2,058	640	365	-462	-245
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>547</b>	<b>-317</b>	<b>-2,290</b>	<b>-1,985</b>	<b>-985</b>
净资本支出	-8	-46	-30	-30	-30
长期投资变化	4	4	-5	-5	-5
其他资产变化	550	-275	-2,255	-1,950	-950
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,832</b>	<b>-584</b>	<b>1,066</b>	<b>1,075</b>	<b>-301</b>
股本变化	194	0	0	0	0
债务净变化	1,637	-2	1,416	1,243	-127
无息负债变化	817	775	537	710	407
<b>净现金流</b>	<b>502</b>	<b>203</b>	<b>193</b>	<b>392</b>	<b>322</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-21.66%	-2.02%	39.62%	27.30%	17.59%
净利润增长率	9.72%	30.80%	31.87%	28.43%	19.48%
EBITDA/EBITDA 增长率	-5.85%	3.78%	24.11%	25.93%	16.91%
EBIT/EBIT 增长率	-11.72%	11.95%	41.28%	26.86%	18.54%
<b>估值指标</b>					
PE	42	32	24	19	16
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	14	11	8	7
EV/EBIT	23	21	14	11	8
EV/NOPLAT	30	25	17	13	10
EV/Sales	10	11	7	5	4
EV/IC	3	3	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	63.49%	64.78%	64.66%	64.50%	64.90%
EBITDA 率	69.60%	73.73%	65.54%	64.83%	64.45%
EBIT 率	44.56%	50.92%	51.52%	51.34%	51.76%
税前净利润率	41.37%	50.00%	47.20%	47.62%	48.38%
税后净利润率 (归属母公司)	31.44%	41.98%	39.65%	40.00%	40.64%
ROA	2.66%	3.39%	3.93%	4.40%	4.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.18%	7.13%	8.78%	10.13%	10.80%
经营性 ROIC	10.78%	13.54%	19.40%	23.18%	26.84%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.95	0.89	0.95	1.13	1.18
速动比率	0.32	0.34	0.39	0.47	0.51
归属母公司权益/有息债务	1.98	1.89	1.55	1.42	1.63
有形资产/有息债务	3.76	3.83	3.35	3.20	3.47
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.42	0.55	0.72	0.93	1.11
每股红利	0.14	0.17	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.67	0.98	1.26	1.16	1.43
每股自由现金流(FCFF)	1.38	1.25	0.90	0.75	1.09
每股净资产	8.11	7.70	8.26	9.19	10.30
每股销售收入	1.34	1.31	1.83	2.33	2.74

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com