



东兴证券
DONGXING SECURITIES

国企改革排头兵，新旧交融促转型

——上实发展（600748）2015 年年报点评

2016 年 03 月 30 日

强烈推荐/维持

上实发展

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	分析师	执业证书编号：S1480115080094	
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

公司日前公布 2015 年年报。报告期内，公司实现营业收入 66.19 亿元，比上年增加 9.30%；实现归属于母公司的净利润 5.20 亿元，比上年同期下降-43.42%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 272.75 亿元，比上年上升 45.48%；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.38 元。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	321.47	290.93	5186.76	401.73	369.23	407.07	5441.13
增长率（%）	-73.93%	-58.98%	412.71%	56.14%	14.86%	39.92%	4.90%
毛利率（%）	42.44%	50.60%	25.06%	31.87%	41.43%	56.75%	33.01%
期间费用率（%）	23.68%	25.33%	4.32%	33.04%	41.66%	30.07%	5.76%
营业利润率（%）	6.29%	12.42%	8.36%	28.75%	13.41%	23.63%	13.07%
净利润（百万元）	52.03	51.00	218.87	78.31	80.89	41.18	404.19
增长率（%）	-77.59%	-68.01%	342.83%	-87.92%	55.48%	-19.26%	84.67%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.04	0.17	0.08	0.07	0.04	0.29
资产负债率（%）	60.45%	64.68%	66.93%	69.46%	72.75%	73.44%	79.79%
净资产收益率（%）	0.68%	0.74%	2.41%	1.40%	1.43%	0.74%	7.33%
总资产收益率（%）	0.27%	0.26%	0.80%	0.43%	0.39%	0.20%	1.48%

观点：

- 营业收入稳步增长，净利润较去年同比下降。2015年，公司实现营业收入人民币66.19亿元，较2014年的人民币60.56亿元稳步上升9.30%；实现归属于股东的净利润人民币5.20亿元，较2014年的人民币9.19亿元同比下降，主要是计提减值带来的损失；公司毛利率34.87%，较2014年上升1.89个百分点。总体来看，公司2015年销售业绩符合预期。公司稀释每股收益为人民币0.48元，较2014年0.82元下降0.34元，主要归因于大量计提减值准备。

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	5.20	9.19	-43.42%	计提资产减值损失
营业收入	66.19	60.56	9.30%	房地产销售、物业管理营收增长
资产负债率（%）	79.79%	70.51%	13.16%	发行中期票据
费用比率（%）	12.01%	31.26%	-61.58%	有息负债等大幅增加
加权 ROE（%）	11.59%	16.07%	-27.88%	净利润的下降
总资产	272.75	187.48	45.48%	报告期内收购股权
货币资金	54.58	41.10	32.80%	发行公司债和中期票据、非公开发行股票等
预收账款	20.73	5.73	261.78%	报告期内房地产销售增加
一年内到期非流动负债	22.15	15.23	45.44%	报告期内的短期融资
经营活动净现金流	-13.50	-19.20	29.69%	房地产销售带来的现金流入增加
稀释 EPS	0.48	0.82	-41.46%	净利润的大幅下降

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **定增打响国企改革第一枪。**报告期内，公司通过非公开发行方式募集资金**39.02**亿元，以募集的资金收购了同一控制下合并企业上海上投控股有限公司**100%**股权，以及上海龙创节能系统股份有限公司**61.48%**股份，实现了公司在资本市场股权融资的首次突破。通过本轮定增形式的收购，一系列的资产整合进一步优化了集团的资源配置，增加了公司在上海（静安、徐汇、青浦）及长三角区域（苏州、绍兴）的优质项目资源，在一定程度上解决了由来已久的同业竞争问题，可以说是打响了国企改革的第一枪。
- **主营稳步提升，推动主业转型升级。**报告期内公司的主业销售保持平稳的态势，房地产销售收入实现**60.55**亿元，上海嘉定“海上荟”、上海金山“海上纳缇”、上海青浦“朱家角”、成都“海上海”、青岛“国际啤酒城”等项目销售稳步推进。项目储备方面，公司坚持“聚焦上海，聚焦华东”的方针，采取土地竞拍和兼并收购双线并进的方式，在以上海为核心的华东积极拿地，进入杭州、湖州等地，并且扩大了在上海的土地储备。

表 2：报告期内公司房地产储备情况

项目名称	土地区域	经营业态	持有待开发的土地面积（平方米）
------	------	------	-----------------

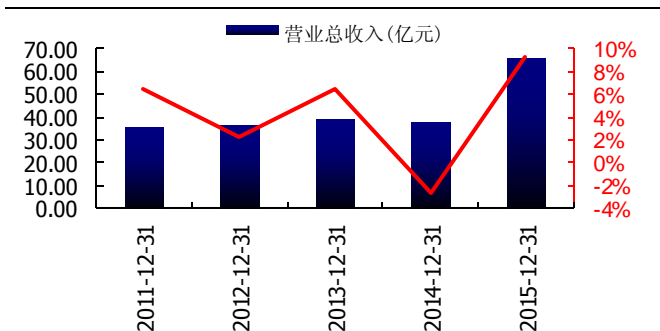
重庆市北碚区 A72-4/03 地块	重庆	住宅、商业	30,845
湖州吴兴区东部新区 HD35-2E 地块	湖州	住宅、商业	115,647
湖州吴兴区东部新区 BLD35-2 地块		住宅	68,471
上海虹口北外滩项目（提篮桥街道 HK324-01 号地块）	上海	办公、商业	23,037
上海青浦朱家角 D2 地块		住宅、商业	349,168
杭州古墩路项目（余政储出〔2014〕 46 号地块）	杭州	住宅、商业	59,640

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **多元布局显现，主业升级与新兴产业加快融合。**公司在保持主业稳定的同时，积极加快向健康养老、节能环保、智慧城市、共享经济等房地产产业链纵深积极拓展，促进原来的地产行业和新产业的深度融合。公司着力打造“产业X+地产”的运作模式，随着青岛啤酒城项目（金融地产）的日臻成熟、虹口北外滩项目（文化地产）的有效推进、崇明东滩长者社区（养老产业）的持续落地、WE+（众创空间）的迅速扩张，逐步实现了原先运营开发模式的升级和创新。公司对龙创节能的增资收购使得介入智慧建筑及智慧家居领域，为下一步打造智慧城市多元化埋下了伏笔，新的战略布局渐渐显现。公司联合柯罗尼新扬子基金成立“帷迦科技”打造WE+（众创空间），通过WE+平台的合作伙伴和平台资源提供创业服务，现有北上杭苏7个空间、占地1300平方米、拥有近2000会员，在“众创空间”大发展的大背景下，未来3-5年有望赢来爆发式增长。
- **一线城市养老开发成为新亮点。**截至2014年，上海市人口预期寿命82.29岁，60岁及以上老年人口413.98万人，占总人口的28.8%；80岁及以上高龄老年人口75.32万人，占总人口的5.2%，是我国老龄化率和预期寿命最高的城市。同时考虑到上海市人均可支配收入也在全国处于高位，上海市的养老产业的市场空间处于非常乐观的前景当中。公司在2014年投资成立上海实业养老投资有限公司，控股38%，目前投资金额713.11万。该子公司在2015年9月23日竞得崇明东滩区两地块15.57万平方米，同年属于东滩长者社区的养老项目“上实瑞慈花园”正式推向市场。

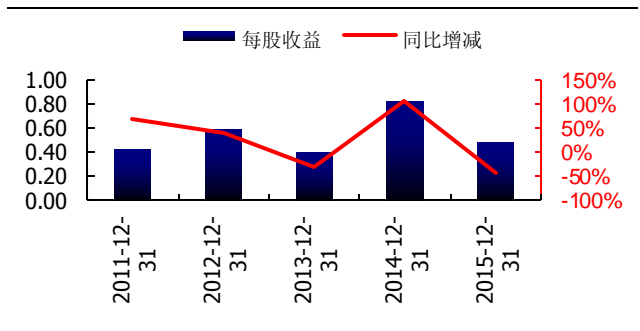
图 1：营业收入情况

图 2：每股收益情况



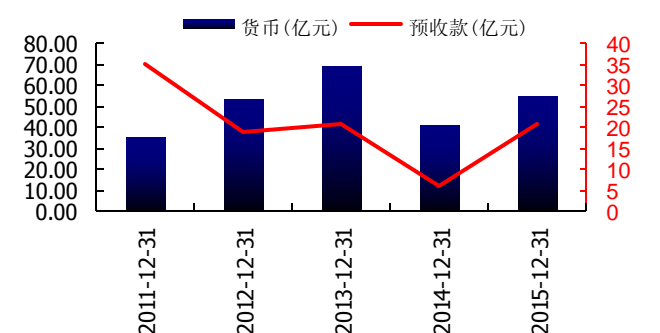
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：货币和预收款情况



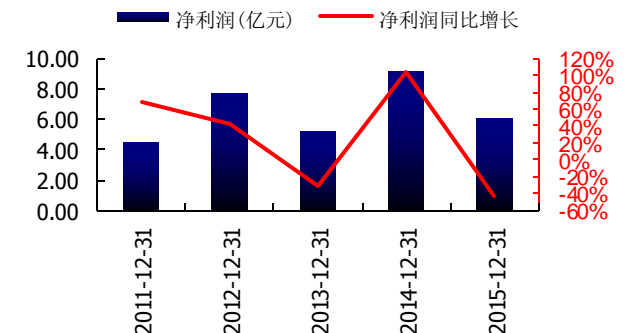
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：净利润情况



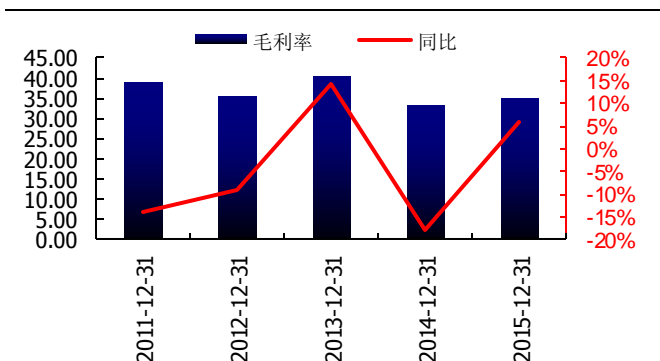
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：销售毛利率情况



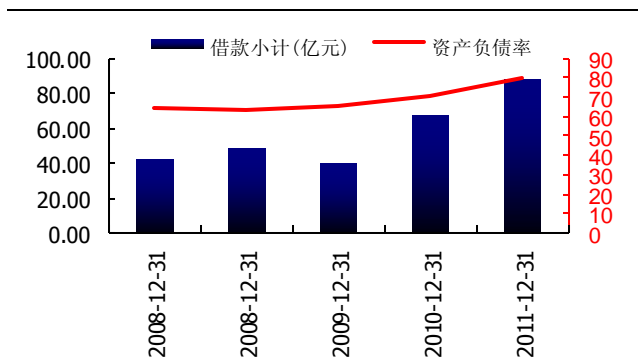
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：资产负债率情况



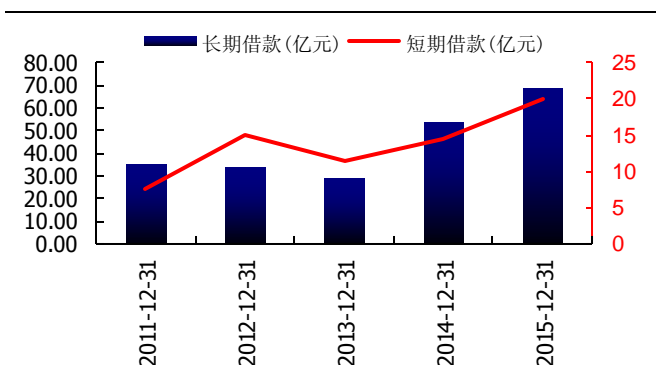
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：贷款情况

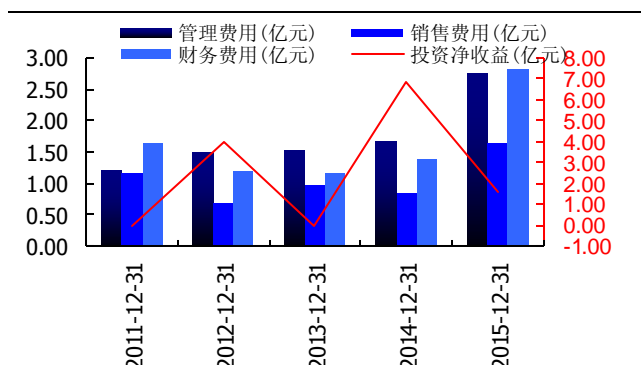


资料来源：公司公告、东兴证券

图 8：销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理



资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

2015 年公司营业收入稳步上升，主业销售保持稳定的态势；公司以定增的形式上海上投控股有限公司收购 100% 股权，解决了同业竞争的问题，打响了国企改革第一枪；同时公司围绕健康养老、节能环保、智慧城市、共享经济等房地产产业链纵深对主业进行转型升级，展开多元化发展，其中以东滩长者社区为代表的养老产业开发尤其值得期待。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 69.50 亿元、77.84 亿元和 85.63 亿元，每股收益分别为 0.51 元、0.52 元和 0.57 元，对应 PE 分别为 20.78、20.31 和 18.56，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		利润表		单位:百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	16190	24675	26873	30151	33219	营业收入	3803	6619	6950	7784	8563
货币资金	4110	5458	5560	6227	6850	营业成本	2549	4311	4587	5138	5651
应收账款	30	4	38	43	47	营业税金及附加	283	842	626	701	771
其他应收款	1852	3390	3559	3986	4385	营业费用	84	164	139	156	171
预付款项	5	39	85	136	193	管理费用	166	275	278	311	343
存货	10190	15750	17594	19706	21676	财务费用	139	283	281	416	465
其他流动资产	4	30	36	53	68	资产减值损失	70.38	-66.07	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	2558	2600	2630	2649	2691	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	312	318	318	318	318	投资净收益	685.01	163.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	26.22	31.60	-50.61	-122.01	-169.21	营业利润	1196	973	1038	1061	1160
无形资产	0	1	1	1	1	营业外收入	37.30	35.89	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	13	1	15	15	15	营业外支出	2.80	29.26	0.00	0.00	0.00
资产总计	18748	27275	29503	32800	35911	利润总额	1230	979	1040	1063	1162
流动负债合计	7875	12566	14537	16164	17323	所得税	311	375	312	319	349
短期借款	1450	2000	9513	10555	11103	净利润	919	605	728	744	814
应付账款	1148	1625	1634	1830	2013	少数股东损益	33	85	10	10	10
预收款项	573	2073	2421	2810	3238	归属母公司净利润	885	520	718	734	804
一年内到期的非流	1523	2215	0	0	0	EBITDA	1341	1263	1311	1459	1602
非流动负债合计	5345	9196	8714	9970	11470	BPS（元）	0.82	0.48	0.51	0.52	0.57
长期借款	5345	6833	8333	9833	11333	主要财务比率					
应付债券	0	1989	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	13220	21763	23250	26133	28792	成长能力					
少数股东权益	745	741	751	761	771	营业收入增长	-2.60%	74.05%	5.00%	12.00%	10.00%
实收资本(或股本)	1083	1083	1419	1419	1419	营业利润增长	66.39%	-18.65	6.68%	2.27%	9.35%
资本公积	40	34	34	34	34	归属于母公司净利润	103.50%	-41.30	38.11%	2.29%	9.46%
未分配利润	3033	3009	3189	3372	3573	获利能力					
归属母公司股东权	4783	4771	5546	5950	6392	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	18748	27275	29548	32845	35956	净利率(%)	24.16%	9.13%	10.47%	9.56%	9.50%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	4.72%	1.91%	2.43%	2.24%	2.24%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	18.51%	10.89%	12.94%	12.34%	12.57%
经营活动现金流	-1920	-1350	-4096	-1127	-577	偿债能力					
净利润	919	605	728	744	814	资产负债率(%)	71%	80%	79%	80%	80%
折旧摊销	5.77	7.67	0.00	-18.47	-22.67	流动比率	2.06	1.96	1.85	1.87	1.92
财务费用	139	283	281	416	465	速动比率	0.76	0.71	0.64	0.65	0.67
应收账款减少	0	0	-34	-5	-4	营运能力					
预收帐款增加	0	0	348	389	428	总资产周转率	0.19	0.29	0.24	0.25	0.25
投资活动现金流	-1576	-475	-11	-2	-22	应收账款周转率	245	395	332	193	191
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.85	4.77	4.27	4.49	4.46
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	685	163	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.48	0.51	0.52	0.57
筹资活动现金流	587	1631	4209	1796	1222	每股净现金流(最新	-2.69	-0.18	0.07	0.47	0.44
应付债券增加	0	0	-1989	0	0	每股净资产(最新摊	4.41	4.40	3.91	4.19	4.50
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	0	0	336	0	0	P/E	12.82	21.90	20.78	20.31	18.56
资本公积增加	-1298	-7	0	0	0	P/B	2.38	2.39	2.69	2.51	2.33
现金净增加额	-2909	-194	102	667	623	EV/EBITDA	11.63	15.01	20.75	19.93	19.03

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。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”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。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。