

买入

29% ↑

目标价格:人民币 13.74

600639.CH

价格:人民币 10.65

目标价格基础:重估净资产溢价 20%

板块评级:中立

我们的观点有何不同?

- 仪电系下一地产平台、唯一未重组上市平台，资源整合空间较大。
- 上海国企改革加速、大股东承诺限期临近，整合或已不远。
- 公司土储优质，成本较低，RNAV 估值 55-66 亿元，拿地增加推动今年业绩反转。

主要催化剂/事件

- 上海国企改革加速。
- 公司资产整合推出。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.0)	12.5	(8.2)	(25.2)
相对上证指数	(10.4)	6.9	(11.1)	(0.8)

发行股数(百万)	524
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,581
3 个月日均交易额(人民币 百万)	91
净负债比率(%) (2016E)	45
主要股东(%)	
华鑫置业(集团)有限公司	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 7 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 园区开发

袁豪

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

华鑫股份

仪电系唯一地产平台，沪国改风加速整合临近

华鑫股份自 09 年以来转型商务不动产，是上海仪电系下唯一地产平台，后续有望承接仪电系位于上海市内较多的商务不动产资源，并随着仪电退二进三空间的推进而腾退产业用地的增加，将进一步扩大公司未来商务不动产的整合空间；同时公司也是目前仪电系下 3 个上市平台中唯一未重组的上市公司，目前仪电系下信息、非银和地产三大业务中除信息外均未实现证券化，而仪电系下 3 个上市平台中仅公司还未注入资源，地产（华鑫置业）目前仪电系下 3 个上市平台中仅公司还未注入资源，地产（华鑫置业）公司大股东借道公司证券化已是必然，而非银资产注入或也不无可能。大股东华鑫置业承诺在 17 年底前将地产资产注入，目前考虑考虑到停牌+定增所需时间超过半年，所剩时间已不多；同时，上汽首推争类工激励，或预示上海国改进入实质落地阶段，而公司作为当初上海 3 家同业竞争问题中最后一家未完成的国企而言，时间、机遇、诉求正好配合，整合或已不远。

土储优质、估值 55-66 亿元，拿地增加推动今年业绩反转。公司持有权益 102 万平商务地产（开发 89 万平、持有 13 万平），大多位于上海，公司通过承接仪电系产业用地兼以股权收购等方式拿地，拿地成本较低，又遇上海地价上涨，开发毛利率超 60%，我们分别通过净利润折现法对开业物业估值、现金流折现法和租金回报率法对持有物业估值，得 RNAV 为 55-66 亿元，提供一定安全边际；另一方面，公司 10-13 年拿地较少导致可售减少，从而致使 14-15 年业绩下滑，14-16 年调整拿地节奏，年均拿地量提升 3-5 倍，推动 16 年后销售和业绩的反转，预计 16-18 年业绩复合增速可达 41%，此外，后续大股东资产注入将更强化业绩反转的判断。

我们预计公司 2016-18 年每股收益分别为 0.34 元、0.50 元和 0.69 元，按照平均 RNAV60 亿元溢价 20% 给予目标市值 72 亿元，对应目标价 13.74 元，首次覆盖并给予买入评级。

支撑评级的要点

- 仪电系下唯一地产平台、唯一未重组上市平台，资源整合空间较大。根据仪电战略调整，公司自 09 年开始退出制造业，转型商务不动产。目前作为仪电系下唯一不动产平台，将承接仪电系位于上海市内较多的商务不动产资源，并随着仪电退二进三空间的增加，也将进一步扩大大业务中后两者均未实现证券化，主要资产为华鑫置业和华鑫证券，而目前仪电系下 3 个上市平台中仅公司还未注入资源，地产（华鑫置业）公司大股东借道公司证券化已是必然，而非银资产注入或也不无可能。
- 上海国企改革加速、大股东承诺限期临近，整合或已不远。自 12 年华鑫置业成为公司大股东后，鉴于在地产业务上存在同业竞争问题，大股东分别于 12 年、14 年和 15 年多次明确在 17 年底前将地产业务注入公司，考虑到停牌+定增所需时间超过半年，所剩时间已不多；同时，上汽首推争类工激励，或预示上海国改进入实质落地阶段，而公司作为当初上海 3 家同业竞争问题中最后一家未完成的国企而言，时间、机遇、诉求正好配合，整合或已不远。
- 土储优质、估值 55-66 亿元，拿地增加推动今年业绩反转。公司持有权益 102 万平商务地产（开发 89 万平、持有 13 万平），大多位于上海，公司通过承接仪电系产业用地兼以股权收购等方式拿地，拿地成本较低，又遇上海地价上涨，开发毛利率超 60%，我们分别通过净利润折现法对开业物业估值、现金流折现法和租金回报率法对持有物业估值，得 RNAV 为 55-66 亿元，提供一定安全边际；另一方面，公司 10-13 年拿地较少导致可售减少，从而致使 14-15 年业绩下滑，14-16 年调整拿地节奏，年均拿地量提升 3-5 倍，推动 16 年后销售和业绩的反转，预计 16-18 年业绩复合增速可达 41%，此外，后续大股东资产注入将更强化业绩反转的判断。

评级面临的主要风险

- 销售低于预期；公司与大股东的资产整合低于预期。

估值

- 我们预计公司 2016-18 年每股收益分别为 0.34 元、0.50 元和 0.69 元，按照平均 RNAV60 亿元溢价 20% 给予目标市值 72 亿元，对应目标价 13.74 元，首次覆盖并给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	597	365	589	841	1,218
变动(%)	(47)	(39)	61	43	45
净利润(人民币 百万)	155	130	178	264	362
全面摊薄每股收益(人民币)	0.295	0.249	0.339	0.503	0.691
变动(%)	(48.2)	(15.7)	36.2	48.4	37.4
全面摊薄市盈率(倍)	36.1	42.8	31.4	21.2	15.4
价格/每股现金流量(倍)	(327.6)	(340.5)	(8.3)	(16.9)	(16.9)
每股现金流量(人民币)	(0.03)	(0.03)	(1.28)	(0.63)	(0.63)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.6	57.9	37.6	24.2	17.8
每股股息(人民币)	0.090	0.075	0.102	0.151	0.207
股息率(%)	0.8	0.7	1.0	1.4	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

一、华鑫股份公司介绍.....	3
二、实际控制人介绍—上海仪电集团	6
三、大股东介绍—华鑫置业集团	12
四、上海国企改革动向.....	15
五、公司主营业务情况.....	20
六、公司财务情况及盈利预测.....	31
七、公司估值情况.....	35
八、公司投资建议.....	37
附录 1：公司主要项目介绍	38
附录 2：参考资料.....	43
附录 3：相关报告.....	44
研究报告中所提及的有关上市公司.....	45

一、华鑫股份公司介绍

华鑫股份：原先起步于电子仪表行业，目前聚焦商业不动产业务

上海华鑫股份有限公司由上海金陵股份有限公司更名而来。公司创始于 1952 年，1992 年在上海证交所挂牌交易，股票简称：“华鑫股份”，证券代码：600621，业务范围包括电路板、电工仪表、电子产品、系统集成、汽车租赁运营、酒店管理、房地产开发和贸易等诸多领域。公司经济指标曾 8 次刷新历史纪录，连续 12 届被评为“上海市文明单位”，并从 2014 年起连续 3 年获得“上海市诚信创建企业”称号，在“2016 中国产业园区运营优秀企业”榜单上排名第七。

根据上海仪电的整体部署和公司的发展战略，公司从 2009 年开始从制造业向商务不动产的转型；2013 年更名为“上海华鑫股份有限公司”；2014 年 9 月，全面完成了制造业的退出；2015 年年初，公司提出“成为智慧产业社区开发商和运营商”的战略再造，深化转型发展，强化合作开发，优化运营管理；2015 年 8 月，控股股东华鑫置业（集团）有限公司将相关业务委托公司进行管理和实施，公司规模更为壮大，资产再创新高，而 2015 年也成为了公司聚焦“智慧产业社区综合运营商”的启动年。

图表 1. 华鑫股份历史沿革

年份	历史沿革
1952 年	公司前身黄浦区社会福利食品烟斗组成立
1962 年	更名为黄浦金陵塑料制品工厂，进入塑料加工业
1970 年	开始研究高频炉，由此实现生产电子产品的跨越
1973 年	11 月，经黄浦区手工业局批准，工厂改名为“上海金陵无线电厂”
1975 年	金陵厂与东宁化工厂进行合并，在推广电子应用中率先垂范，被评为全国“工业学大庆”先进单位
1978 年	转产电视机调谐器，进入新兴的电视机零配件行业
1991 年	成为全国高频头行业唯一一家国家一级企业，利润总额独占全行业利润的 47%，雄踞全国第一
1992 年	5 月，上海金陵无线电厂改制为上海金陵股份有限公司，12 月，“金陵股份”股票（股票代码 600621）在上海证交所挂牌交易
1992 年	11 月，公司提出了“一业为主、多种经营”的战略调整，金陵房地产投资公司率先开业
1994 年	公司签约商务房地产领域的首个项目--现今的华鑫海欣大厦
2005 年	全国推行股权分置改革，全国铺开，公司首批、首家完成
2009 年	随着公司园区建设的日益推进及传统制造业的日益萎缩，在仪电控股的同意部署下，公司开始“聚焦商务不动产”的重大战略转型
2010 年	11 月，转让 SMT 板块四家公司给仪电集团
2011 年	11 月，仪电集团持有公司 26.62% 股权无偿划拨与仪电集团全资子公司华鑫置业
2013 年	年初，公司更名为“上海华鑫股份有限公司”，证券代码不变
2014 年	转让上海金陵智能电表有限公司 41% 股权给仪电集团，传统制造业全面退出，更加聚精会神专注商务不动产的发展
2015 年	年初，控股股东华鑫置业（集团）有限公司将相关业务委托公司进行管理和实施

资料来源：公司公告、华鑫股份官网，中银证券

聚焦产业地产开发和经营，目前在建、在营 138 万平米

目前，公司已经拥有在建、在营物业（含托管项目）138 万平方米，涵盖了高端商务、办公研发、总部园区、众创空间、综合体等不同形态的智慧商务楼宇和智慧产业园区。公司以城市更新的方式，对徐汇漕河泾、浦东金桥、张江高科等区域的工业园区进行了再开发，强调建筑与自然、景观与人的融合，打造出优质办公空间，提升了区域功能，实现对城市的贡献、对市民的贡献、对当地经济发展的贡献。

公司依托上海仪电集团智慧产业，以谷歌 GDG、Launch Pad、微软 MA 等一流孵化器为技术引擎，以资本为纽带，以华鑫园区为载体，打造成智慧产业链，以此实现智慧、共享、共创、共赢的可复制的产业地产开发模式。

截止目前，公司目前总股本为 5.24 亿股，其中扣除华鑫置业、国华人寿、由由集团和益民食品等前 4 大股东之外流通股比例近 60%，流通股为 3.1 亿股。截至 2015 年，公司总资产规模 36.0 亿元，净资产规模 18.5 亿元，2015 年公司实现营业收入 3.7 亿元，净利润 1.3 亿元。

背靠上海仪电国企改革空间较大，国华人寿认可价值、两度举牌

公司大股东为华鑫置业（集团）有限公司（以下简称，华鑫置业），后者持股华鑫股份 26.62% 股权，该部分股权为 2011 年由上海仪电集团无偿划转于华鑫置业；而上海仪电集团持有华鑫置业 100% 股权，因而公司实际控制人为上海仪电（集团）有限公司（以下简称，上海仪电集团），同时上海国资委持有上海仪电集团 100% 股权，因而公司最终实际控制人为上海国资委。目前，公司作为上海仪电集团下属唯一的商务不动产上市平台，后续的国企改革想象空间较大。

鉴于对公司的体内优质资产和体外或有的隐蔽资产的价值认可，国华人寿在 2015 年 8 月 17 日和 8 月 20 日-8 月 28 日期间连续两度举牌公司，合计耗资 7.4 亿元增持公司股权 5,241 万股，占比 10%，平均持股成本为 14.12 元/股，目前公司现价 10.53 元/股仍然较之折价 25%。

图表 2. 华鑫股份股权结构



资料来源：公司数据，中银证券

图表 3. 华鑫股份前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)
1	华鑫置业(集团)有限公司	139,517,522	26.62
2	国华人寿保险股份有限公司-分红三号	52,408,252	10.00
3	上海由由(集团)股份有限公司	12,200,770	2.33
4	上海益民食品一厂(集团)有限公司	6,831,436	1.30
5	顾媛娟	2,463,600	0.47
6	安志祥	1,700,000	0.32
7	刘奇	1,406,551	0.27
8	香港中央结算有限公司(沪股通)	1,348,330	0.26
9	朱启明	1,189,800	0.23
10	中国农业银行股份有限公司-新华行业轮换灵活配置混合型证券投资基金	1,166,500	0.22
	合计	220,232,761	42.02

资料来源：公司数据，中银证券

图表 4. 国华人寿两度举牌情况

增持期间	增持数量 (万股)	占比 (%)	增持金额 (万元)	增持均价 (元/股)
2015年8月17日	2,620	5.0	36,974	14.11
2015年8月20日-8月28日	2,620	5.0	37,026	14.13
合计	5,241	10.0	74,000	14.12

资料来源：公司数据，中银证券

二、实际控制人介绍—上海仪电集团

上海仪电起步于 60 年代、辉煌于 80 年代、改革于 2000 年后

上海仪电集团有限公司是上海市国有资产监督管理委员会所属的国有大型企业集团。公司前身是成立于 1960 年的上海市仪表电讯工业局，当初下设上海市电讯电器、仪器仪表和医疗器械 3 家工业公司，并建立了一批大中型骨干企业，基本上建成了一个独立的门类比较齐全的新兴的电子仪表工业部门，在 80 年代前中期上海仪电集团发展成为全国电子仪表工业主要生产基地，占全国仪电工业“半壁江山”，由此逐步壮大并达到了辉煌时期。

随着 90 年代仪电行业逐步衰弱，上海仪电集团也在上海率先进行国资国企改革，进行企业组织结构、工业布局结构、产品产业结构的“三大结构”调整和再就业工程，并且在 2000 年后逐步调整成了聚焦以物联网、云计算为特征的新一代信息技术产业，形成了以信息技术产业为核心、非银行金融服务业和商务不动产业为支撑的新型产业构架。

图表 5. 上海仪电集团历史沿革

时间	发展阶段	主要发展历史简介
1923-1945 年	萌芽与雏形	清道光二十三年（1843 年冬），上海辟为通商口岸，孕育了上海民族资本电讯业的诞生。从 20 世纪 20 年代开始，一批民族仪表电讯工厂（工场）陆续出现于上海。当时，虽然生产手段落后，产品数量不多，但在国内大部分属首创，在中国早期仪表电讯工业形成中占有重要地位。
1950-1959 年	组建与成长	20 世纪 50 年代，上海仪器仪表行业逐步形成专业生产厂点，至 1956 年底，上海生产的仪器仪表约占全国 60%，产品供应全国各地。
1960-1990 年	壮大与辉煌	1960 年 1 月上海市仪表电讯工业局成立，下设上海市电讯电器、仪器仪表和医疗器械 3 家工业公司，并建立了一批大中型骨干企业，基本上建成了一个独立的门类比较齐全的新兴的电子仪表工业部门。期间，上海仪电生产的第二代计算机曾为中国第一颗地球人造卫星轨道进行运算。80 年代前中期上海仪电发展成为全国电子仪表工业主要生产基地，占全国仪电工业“半壁江山”，共有 40 多个门类，9000 多种产品，其中彩电、收录机、雷达、电话机、示波器、自动化仪表、分析仪器等质量和销量在全国名列前茅，试制成功 116 项国内首创新产品，填补国内空白。
1991-1999 年	再造与新生	20 世纪 90 年代初，在计划经济向市场经济过渡中，国有企业不能适应新体制的弊端显露出来，仪电行业逐步衰落，成为上海工业系统的“重灾区”。为摆脱行业困境，仪电在上海率先进行国资国企改革，进行企业组织结构、工业布局结构、产品产业结构的“三大结构”调整和再就业工程，全行业实现重组、再造，获得新生。
2000-2008 年	转型与提升	进入 21 世纪，仪电控股提出“一体两翼”的战略构想，积极探索以电子信息制造业为主体，发展金融板块和不动产板块“两翼”，逐步确立了“股权经营、物业经营、资产经营”三大主营业务的运营模式，实现了国有资产经营公司的转型。
2009 年至今	新的发展时期	2009 年仪电控股提出再战制造业，实施“三三战略”：1) 指导思想（三个做好）：把产业做好、把业绩做好、把资产质量做好；2) 发展愿景（三大主业）：电子制造与信息服务业、商务不动产业、非银行金融服务业；3) 发展目标（分三步走）：公司内部资源整合、国内资源整合、国际资源整合。

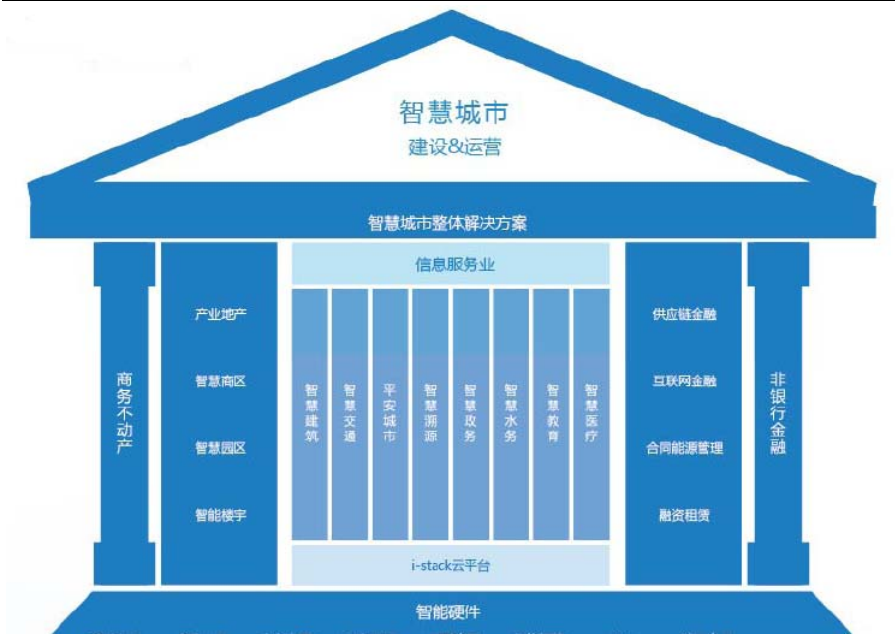
资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

上海仪电主打智慧城市战略，构建信息、非银、商务地产三大业务

“十二五”期间，上海仪电集团再次转型提升，聚焦自身定位为以“引领信息产业发展，服务智慧城市建设”为使命，致力于成为智慧城市整体解决方案的提供商和运营商，秉承“以人为本、以基础设施为载体、以信息技术为先导、以资本为后盾”的基本原则，倾力打造“智慧城市生态圈”，面向政府、企业、居民等智慧城市服务对象，聚集智慧建筑、智慧交通、平安城市、智慧溯源、智慧政务、智慧水务、智慧教育、智慧医疗等行业领域，提供从智慧城市顶层设计与规划、集成实施和运维到融资保障的全面服务。

目前，上海仪电集团目前拥有三大主业：1) **新一代信息技术核心产业**实力雄厚，从物联网感知层、传输层到数据层、应用层，实施了“云”到“端”的全方位布局；2) **非银行金融服务业**着眼产融结合，着力打造“输血”机制，为各类智慧城市建设项目提供专业的资产证券化、资产管理、融资租赁等金融创新产品与服务、以及有效的融资保障；3) **商务不动产**着眼产城融合，着力打造“智慧产业社区”，为各类智慧城市解决方案提供示范应用和产业载体。

图表 6. 上海仪电集团产业体系



资料来源：《2015 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

图表 7. 上海仪电集团产业布局



资料来源：《2015 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

图表 8. 上海仪电集团资产布局 (截至 2014 年末)



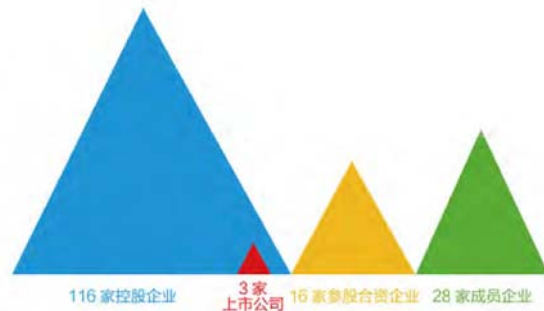
资料来源：《2014 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

上海仪电控股企业 140 多家，业务和合作伙伴遍及国内外

截止 2015 年末，上海仪电集团下属成员企业 140 多家，其中控股企业 106 家，其中包括云赛智联(600602.CH/人民币 10.56, 未有评级)、飞乐音响(600651.CH/人民币 13.13, 未有评级)和**华鑫股份**(600621.CH/人民币 10.65, 买入)等三家控股上市公司；从业人员 1.7 万人，全国共共有 15 个生产基地，在 24 个省份及 43 个城市设有分支机构，同时，上海仪电集团正进入从国内资产整合到国际资源整合、加快布局海外市场的新阶段，目前在海外共有 8 个生产基地，50 多个分支机构。

此外，上海仪电集团与包括日本索尼、松下、夏普，美国摩根士丹利等多家国外知名企业组建合资公司，促进了合作双方的互利共赢；上海仪电集团与国内外多家企业建立了合作伙伴关系，加快了技术创新步伐，提升了企业的核心竞争力。

图表 9. 上海仪电集团旗下控股及参股公司情况



资料来源：《2014 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

图表 10. 上海仪电集团全国网点



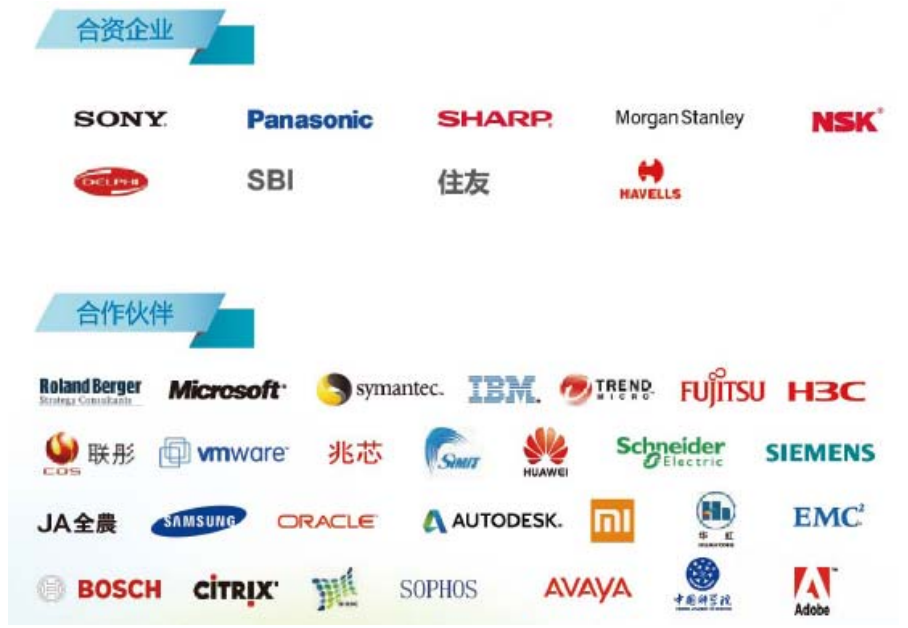
资料来源：《2015 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

图表 11. 上海仪电集团全球网点



资料来源：《2015 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

图表 12. 上海仪电集团主要合资和合作伙伴



资料来源:《2015年上海仪电社会责任报告》,中银证券

上海仪电商务地产资产达 91 亿元, 商务不动产资源较多

截止 2015 年末, 上海仪电集团总资产 533 亿元 (2014 年为 423 亿元)、净资产 166 亿元。从目前上海仪电集团的资产角度来看, 截至 2014 年末, 三大主业的对应资产分布情况如下: 新一代信息技术产业目前的资产价值为 183 亿元、占比总资产的 43%, 非银行金融服务业的资产价值为 108 亿元、占比总资产的 26%, 商务不动产的资产价值为 91 亿元、占比总资产的 22%。

上海仪电集团在工业地产规划改造、转型升级和商务地产开发经营等领域, 专业实力雄厚, 在上海中心城区和国家级经济开发区(漕河泾、金桥、张江), 拥有众多商务地产项目, 其中多数为过去上海仪电集团退役的旧厂房或旧厂房改建而来, 因而土地成本较低, 并且预计随着上海仪电集团退二进三的推进, 后续腾退出来更多的产业用地将继续增强其在上海市内的优质土地储备。

三大业务中信息资产证券化完成，地产和非银资产证券有待推进

近期，上海国资企业停牌重组日益增多，上海新一轮国企改革有望全面推进。作为上海老牌国企个上海仪电集团也将是国改的重点对象，后续其未完待续的改革项目也有望加速推进。

上海仪电集团国资国企改革的目标是：未来成为上海市国资系统 8-10 家全国布局、海外发展、整体实力领先的企业集团之一，并实现从控股管理型公司向经营管理型公司的转变，并实现核心业务资产的证券化。目前上海仪电集团三大业务中，信息服务业板块已基本实现证券化，而非银金融业务板块和商务不动产业务板块的证券化有待推进。

三大平台中仅华鑫国改未完成，可整合资产较多奠定空间较大

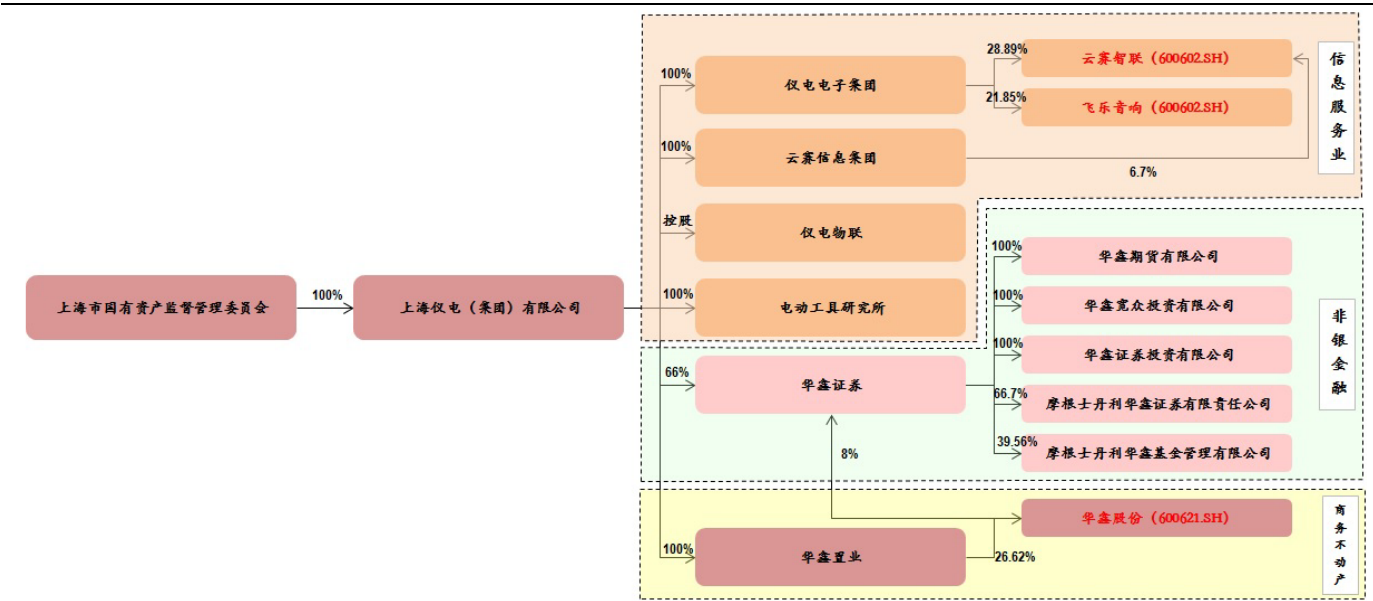
根据 2009 年的“三三战略”中发展愿景（发展信息服务业、非银金融业、商业不动产业）和发展目标（内部资源整合、国内资源整合、国际资源整合），上海仪电集团在产业布局、集团结构和子公司定位等方面做了一些列的调整。而自 2009 年以来的这一些列调整（主要 2014-16 年重组）实际上也完成了较为成功的国企改革案列，从中我们也可以更为清晰梳理清楚上海仪电集团下属重要公司的后续进一步国企改革方向。

经过一些列资源重组之后，目前上海仪电集形成了：

- 1) 围绕以**云赛智联**和**飞乐音响**为主的信息服务业板块，其中，a) **云赛智联（原仪电电子）** 2015 年置出制造业、置入大股东的云赛信息等资源，b) **飞乐音响** 2014 年收购中安集团资产、并 2015 年拟收购海外照明公司、充实 LED 业务，c) **中安消（原飞乐股份）** 2014 年进行电子资产剥离并对外增发购买中安消资源，仪电电子集团退居第二大股东，后续并逐渐减持，卖壳基本完成；
- 2) 围绕以**华鑫证券**为主的非银金融业务板块，华鑫证券的股东为上海仪电控股（集团）公司（66%）、上海飞乐音响股份有限公司（24%）、华鑫股份有限公司（8%）、上海贝岭股份有限公司（2%）。由于这一板块目前还未有上市公司平台，因而资源重组措施较少；
- 3) 围绕以**华鑫股份**为主的商务不动产业务板块，自 2009 年开始虽然公司已经进行部分更偏重于制造业资产剥离资产重组措施，进军了商务地产行业，但目前集团体系下仍存在着较多的商务地产资源还未整合进公司，目前上海仪电集团持有主要位于上海的 300 万平米商务地产物业，相当于目前公司持有 138 万平米的 2.2 倍，因而公司与上海仪电集团后续在商务地产方面整合空间仍然较大。

此外，横向从上海仪电集团旗下上市平台的改革进程来看，云赛智联（原仪电电子）和飞乐音响的资产剥离和资产注入再次定位的改革进程基本完成，而中安消（原飞乐股份）资产剥离和卖壳的改革进程也基本完成；而目前华鑫股份仅进行了资产剥离、相应的商务地产资源注入还未进行，但仅依靠目前华鑫股份现有总资产 36 亿元、净资产 19 亿元、营业收入近 4 亿元、净利润 1 亿元多的公司规模来看，也难以支撑起上海仪电集团三大业务板块之一的商务不动产业务板块，而另一方面，上海仪电集团仍有较多资源并未证券化，包括较多的位于上海的商务地产物业和非银金融业务板块的华鑫证券等，而华鑫股份也是上海仪电集团旗下仅剩可运作上市平台，因而我们预计公司后续的整合空间仍然较大。

图表 13. 上海仪电集团三大业务板块的旗下公司构成情况



资料来源:《2014、2015年上海仪电社会责任报告》、公司公告、上海仪电集团网站,中银证券

图表 14. 上海仪电集团旗下主要 4 个上市公司的资本运作情况

公司简称	公司代码	实际控制人	第一大股东	占比 (%)	第二大股东	占比 (%)	备注 (国企改革落实情况)
云赛智联 (原仪电电子)	600602.CH	上海市国有资产监督管理委员会	上海仪电电子(集团)有限公司	28.89	云赛信息(集团)有限公司	6.7	资产整合(基本完成): 2015年进行了业务重组,将控股股东旗下的云赛信息等信息技术(云计算、大数据、智慧城市)置入上市公司,置出制造业;将仪电电子打造成为仪电控股旗下的仪电集团智慧城市战略实施的主要平台,将打造成为国内一流的智慧城市综合解决方案提供商;2016年仪电电子改名为云赛智联。
飞乐音响	600651.CH	上海市国有资产监督管理委员会	上海仪电电子(集团)有限公司	21.85	北京申安联合有限公司	17.1	资产整合(基本完成): 2014年进行发行股份收购申安联合持有的申安集团资产,并向大股东配套募集资金,充实公司LED业务,2015年1月完成;2015年12月又发布重大资产重组预案,收购海外的照明公司,仍在进行中。
中安消 (原飞乐股份)	600654.CH	涂国身	深圳市中恒汇志投资有限公司	41.15	上海仪电电子(集团)有限公司	5.7	卖壳(基本完成): 2014年完成发行股份购买资产(中安消),同时进行电子资产剥离;仪电电子集团退居第二大股东,后续并逐渐减持,由此上海仪电持股比例由2014年的17.82%下降至目前的5.7%,卖壳基本完成。
华鑫股份	600621.CH	上海市国有资产监督管理委员会	华鑫置业(集团)有限公司	26.62	国华人寿保险股份有限公司	10.0	资产整合(未完成): 根据仪电集团要求,2009年开始退出制造业,进军商务不动产,2010年11月转让SMT板块四家公司给仪电集团,2011年11月仪电集团持有公司26.62%股权无偿划拨与仪电集团全资子公司华鑫置业,2014年转让上海金陵智能电表有限公司41%股权给仪电集团,全面退出制造业,2014年,华鑫置业承诺2017年底前解决同业竞争问题,2015年8月公司受托经营华鑫置业的相关业务。虽然公司已经进行部分资产重组措施,进军了商务地产行业,但目前集团体系下仍存在着较多的商务地产资源还未整合进公司,公司与仪电集团后续在商务地产方面整合空间仍然较大。

资料来源:《2014、2015年上海仪电社会责任报告》、公司公告、上海仪电集团网站,中银证券

三、大股东介绍—华鑫置业集团

华鑫置业拥有中心城区优质资源，未来商务不动产整合空间较大

华鑫置业（集团）有限公司是上海仪电集团下属全资子公司，同时也是华鑫股份的第一大股东，持有公司 26.62% 股权。其前身是上海仪电控股（集团）公司不动产事业部，仪电控股为充分发挥产业协同优势，整合优质物业资源，成立不动产产业集团公司。

华鑫置业形成了清晰的投资、开发、经营、物业管理等业务齐全的运营架构，截至 2014 年末，总资产达 91 亿元（包含华鑫股份）、净资产达 46 亿元（包含华鑫股份）。目前，华鑫置业的主要产品为商务办公，公司立足现有存量物业，以自主开发、合作开发等形式，通过新建和改扩建的方式，不断扩大不动产规模，形成针对不同客户的商务物业产品。组建高素质、专业化物业管理团队，为客户提供优异的物业经营咨询和管理服务，向物业顾问、物业服务、连锁经营等房地产业务延伸拓展，打造华鑫置业的产品和服务品牌。

华鑫置业定位商务地产公司，产品主要有“华鑫中心”和“华鑫天地”二大系列。“华鑫中心”为市中心区高端商务写字楼，近期该品牌也衍生除了产业综合体项目；“华鑫天地”为原工业园区改造的新型商务园区。目前根据上海仪电集团官方网站数据（不完全统计），华鑫置业主要项目合计建筑面积为 218 万平米，包括了华鑫股份的 138 万平米。

图表 15. 华鑫置业简要财务数据

项目	金额 (万元)	备注
2014 年末总资产	914,084	
2014 年末净资产	462,842	
2014 年营业收入	288,560	含华鑫股份 59,739 万元
2014 年净利润	48,969	

资料来源：公司数据，中银证券

图表 16. 华鑫置业主要商务地产项目（包括华鑫股份的地产资源）

物业类型	项目	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	备注
高档商办楼	华鑫中心·漕河泾	5.2	17.1	由 SOHO、农商行、仪电集团合作开发，其中华鑫置业拥有 D 楼
	华鑫中心·外滩		1.6	
	华鑫中心·徐汇滨江（华鑫金融中心）	1.4	5.8	
产业园区	华鑫天地·漕河泾	2.5	6.0	其中地下建筑面积 1.57 万平
	华鑫天地·金桥（金领之都）		32.0	总建筑面积 37 万平，其中地下建筑面积 5 万平
	华鑫天地·张江国际创新园区		17.5	总建筑面积 17.5 万平
	华鑫天地·金桥 PDP	7.9	15.0	建筑面积 15 万平
产业综合体	华鑫中心·漕河泾产业综合体	37.0	70.0	位于漕河泾经济开发区东区
	华鑫中心·松江产业综合体	33.3	53.3	
合计			218.2	包括华鑫股份的地产资源

资料来源：《2015 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

图表 17. 华鑫中心·漕河泾



资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

图表 18. 华鑫中心·外滩



资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

图表 19. 华鑫天地·漕河泾



资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

图表 20. 华鑫天地·张江国际创新园区



资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

图表 21. 华鑫中心·漕河泾产业综合体



资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

图表 22. 华鑫中心·松江产业综合体



资料来源：上海仪电集团网站，中银证券

同业竞争问题亟待解决，大股东承诺限期日益临近

2012年3月，在华鑫置业成为公司大股东的当刻，华鑫置业就做了除了同业竞争承诺，承诺后续在政策允许和条件成熟的情况下，华鑫置业考虑通过适当方式将相关业务与资产逐步注入到公司，使公司成为唯一的运作平台，从根本上解决前述同业竞争问题。

2014年6月，华鑫置业进一步对于与公司间的同业竞争问题做了补充承诺，明确华鑫置业于2017年12月31日前，以市场化的方式逐步将存在同业竞争情况的相关业务与资产注入到上市公司，使上市公司成为华鑫置业下属唯一的商务不动产运作平台。

2015年8月，为了进一步整合相关经营资源，提高公司运营效益，推进公司控股股东华鑫置业与公司之间同业竞争问题的解决，公司受托经营华鑫置业的相关业务，委托期限截止为2017年12月31日。

因而，2017年12月31日是公司与大股东之间同业竞争问题解决的最后限期，并且如果刨除半年多停牌+定增的常规时间外，可能留给大股东与公司的时间已经不满10个月了，目前而言同业竞争问题亟待解决。

图表 23. 上海仪电集团主要合资和合作伙伴

日期	公告	内容
2012年3月	权益变动报告书	在现阶段，华鑫置业与公司（指上市公司）存在一定程度的同业竞争问题。华鑫置业明确：凡公司参与竞标的项目，华鑫置业及其下属子公司均不参与竞标；在政策允许和条件成熟的情况下，华鑫置业考虑通过适当方式将相关业务与资产逐步注入到公司，使公司成为唯一的运作平台，从根本上解决前述同业竞争问题。
2014年6月	关于避免与上海华鑫股份有限公司同业竞争的补充承诺函	在同业竞争存在的情况下，凡上市公司参与竞标的项目，华鑫置业及其下属子公司均不参与竞标；华鑫置业于2017年12月31日前，以市场化的方式逐步将存在同业竞争情况的相关业务与资产注入到上市公司，使上市公司成为华鑫置业下属唯一的商务不动产运作平台。
2015年8月	受托管理控股股东资产	为了进一步整合相关经营资源，提高公司运营效益，推进公司控股股东华鑫置业与公司之间同业竞争问题的解决，公司受托经营华鑫置业的相关业务。委托期限截止为2017年12月31日。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 华鑫股份托管华鑫置业的资产类和股权类资产明细

资产类	2014	2014	2015H	2015H
	原值	净值	原值	净值
上海市宛平南路88号（在建工程）	19,192	19,192	20,334	20,334
外滩204项目（在建工程）	36,987	36,987	36,987	36,987
世博一期及二期	5,557	5,557	5,557	5,557
上海市枫林路269弄金星苑车位31个	17	17	17	17
上海市枫林路269弄金星苑1、2号裙房105室	126	70	126	68
资产类小计	61,879	61,823	63,022	62,964
股权类	2014	2014	2015H	2015H
	总资产	净资产	总资产	净资产
上海华田置业有限公司100%股权	172,263	26,990	136,216	44,042
上海华萃置业有限公司76%股权	57,505	(1,079)	67,297	3,759
上海华鑫置业集团工程咨询有限公司100%股权	652	609	364	296
上海华鑫资产管理有限公司100%股权	2,883	473	3,877	1,380
上海怡朋物业管理有限公司100%股权	17,597	(406)	17,480	(421)
上海广业陕新投资管理有限公司65%股权	118,291	38,588	107,607	37,680
上海华鑫物业管理顾问有限公司100%股权	16,431	9,474	16,292	7,556
上海华维投资管理有限公司100%股权	1,003	1,002	1,003	1,003
上海国际节能环保发展有限公司49%股权	76,208	69,289	76,149	69,452
上海西岸华券企业发展有限公司30%股权	120,300	5,000	124,800	5,000
上海鼎鼎房地产开发有限公司15.83%股权	310,596	100,900	193,625	106,541
上海东方国际文体休闲产业城发展有限公司17%股权	77,682	42,827	88,959	42,618
股权类小计	971,411	293,668	833,669	318,907
净资产合计(资产类净值小计+股权类净资产小计)		355,491		381,870
当期华鑫置业净资产		462,842		
占比当期华鑫置业净资产比例(%)		77		

资料来源：公司数据，中银证券

四、上海国企改革动向

近期上海国企改革步伐加快，资产划转密集奠定扎实基础

2013年12月，上海发布《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，打响了上海新一轮国资国企改革的第一枪。2016年初，上海国资国企工作会议明确了今年上海国改的主基调：今年上海将基本完成上海市国资委系统企业集团的公司制改革，加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，符合整体上市标准的企业集团将加快调整管理体制；竞争类混合所有制企业将试点员工持股，实现国家利益、企业效益和个人收益相结合。

2016年7月18日，上海市国资委召开三季度工作会议，对上半年工作进行总结，对下半年工作作出部署，会议强调以国资布局结构调整为抓手，以创新资本运作为突破，以管好资本服务企业为核心，全力推进重要领域和关键环节改革发展，努力掀起新一轮国资国企改革新高潮。

而在公司层面，近期上海国资企业动作频频，国企改革似乎有全面铺开的迹象。近两个月中，上海国企资产与上海国盛和上海国际两家国有资产流动平台之间的资产划转更为密集，隧道股份、上海华谊、上海电气、海立股份等上市国企均有部分股权划入上海国资流动平台，加上2015年以来申达股份、龙头股份、上海建工、交运股份、上汽集团、光明乳业、上海梅林和光明地产等上市公司，目前已有12家上市国企已直接或间接被纳入了上海两大国有资产流动平台。同时，上海浦东国资委旗下国有资产流动平台也开始运作，正在逐步受让辖区内上市公司股权，目前包括浦东金桥15%股权以及外高桥大股东外高桥资管100%股权均已经公告将划转到浦东国资流动平台（浦东投控）旗下管理。

图表 25. 2013 年以来上海国企改革政策进程

日期	上海国企改革政策进程
2013年12月7日	《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》打响了新一轮国资国企改革的第一枪
2014年1月28日	《关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见》
2014年7月7日	《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》
2015年2月6日	上海市国资工作会议召开：国资在战略性新兴产业、先进制造业、现代服务业以及基础设施与民生保障等4大领域的集中度达到70%
2016年初	上海国资国企工作会议明确今年上海将基本完成上海市国资委系统企业集团的公司制改革，加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，符合整体上市标准的企业集团将加快调整管理体制；竞争类混合所有制企业将试点员工持股，实现国家利益、企业效益和个人收益相结合

资料来源：中银证券

图表 26.2015 年以来上海已有 14 家上市国企纳入到国资流动平台

公司简称	股票代码	纳入平台	划转资产	
申达股份	600626.CH	上海国盛 (上海市国资流动平台)	纺织集团 49%股权	
龙头股份	600630.CH		纺织集团 49%股权	
上海建工	600170.CH		上海建工 29%股权	
交运股份	600676.CH		交运股份 21%股权	
光明地产	600708.CH		光明地产股份股权	
上海梅林	600073.CH		上海梅林部分股权	
光明乳业	600597.CH		光明乳业部分股权	
隧道股份	600820.CH		隧道股份 7%股权	
华谊集团	600623.CH		华谊集团 28%股权	
上海电气	601727.CH		上海电气部分股权	
海立股份	600619.CH		海立股份部分股权	
上汽集团	600104.CH		上海国际 (上海市国资流动平台)	上汽集团 3%股权
浦东金桥	600639.CH		浦东投控 (浦东新区国资流动平台)	浦东金桥 15%股权
外高桥	600648.CH			大股东外高桥资管 100%股权

资料来源：万得资讯，中银证券

近期上海国企扎堆停牌重组，实质性运作预示国改进入深入阶段

另外，最近明确将开展重组的上市公司也很多。据不完全统计，目前已有多家上海上市国企宣布停牌，包括西藏城投、华建集团、申能股份、上港集团、城投控股、*ST 中企、上海物贸、三爱富、上工申贝等。其中，*ST 中企是大股东上海地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）旗下唯一上市公司，其停牌原因正是地产集团正在筹划与公司相关的重大事项，该事项可能涉及重大资产重组或非公开发行股份；上海物贸则更是明确，是控股股东百联集团有限公司将要让出控股权；西藏城投等则明确表示将发行新股。

总体而言，近期上海国资资产划转的频率加快、同时又均是以资产纳入国资流动平台的方式管理，从速度加快和行为的统一性来看，上海国资改革有着通盘的考虑，并且从改革进度来看，似乎上海国企改革已完成第一阶段改革，第二阶段继续向纵深发展的实质改革也已呼之欲出，目前部分上海国企已经进入实质运作阶段。

图表 27. 2015 年初以来部分上海上市国企改革落地案例

公司	分类	日期	改革事项
*ST 中企	资产重组	2016/7/7	公司停牌与大股东上海地产筹划重大资产重组。
上海物贸	卖壳	2015/12/10	转让持有的浙江上物金属 51% 股权、上海物贸炉料 51% 股权、上海乾通金属 100% 股权、上海物资集团进出口公司 92.9% 股权以及控股子公司上海百联汽车持有的进出口公司 7.1% 股权给百联集团全资子公司上海燃料。
		2016/4/19	出售下属的有色分公司的全部资产和负债给控股股东百联集团下属公司乾通金属。
		2016/5/7	百联集团公开征集受让方转让持有的公司 29% 股份。
西藏城投	资产重组	2016/7/5	发行股份及现金支付收购上海藏投酒店 100% 股权、泉州置业 14.99% 股权、陕西国锂 41.21% 股权。交易后，本公司持有泉州置业、陕西国锂 100% 股权。
华建集团	资产重组	2016/7/2	公司停牌与控股股东上海现代建筑设计筹划重大事项。
城投控股	资产重组	2015/8/25	城投控股向阳晨 B 股全体股东发行 A 股股份，以换股方式吸收合并阳晨 B 股。此后城投控股将全资子公司环境集团以存续分立的方式实施分立。
三爱富	卖壳	2016/7/7	控股股东上海华谊（集团）公司公开征集受让方转让公司 20% 股权。
华谊集团	资产重组	2016/5/13	原公司双钱股份发行 A 股购买控股股东上海华谊（集团）公司所持有的华谊能源化工 100% 股权、华谊新材料 100% 股权、华谊精细化工 100% 股权、华谊集团 100% 股权、上海天原 100% 股权、华谊信息 55% 股权以及华谊集团财务 30% 股权。
		2016/3/22	吸收合并全资子公司上海上工蝴蝶缝纫机。
上工申贝	资产重组	2016/3/30	控股股东上海浦东新区国资委公开征集受让方转让持有的上工申贝 6,000 万股，约占公司 10.94%。
		2016/4/28	收购上海陆家嘴金融发展公司 100% 股权。
陆家嘴	资产重组	2015/1/15	收购法国卢浮酒店集团 100% 股权。
锦江股份	混合所有制改革	2014/12/6	引进弘毅投资持股 12.43%，成为锦江股份第二大股东。
		2015/9/19	战略投资铂涛集团 81% 股权。

资料来源：万得资讯，中银证券

上汽推出首例员工激励计划，打响新一轮上海国改第一枪

在员工持股和激励方面，2015 年 11 月，上汽集团发布非公开发行预案拟募集不超过 150 亿元投资于新能源汽车相关、智能化大规模定制、前瞻技术与车联网、汽车服务与汽车金融等项目。其中，上汽总公司出资不超过 30 亿元，员工持股出资合计不超过 11.67 亿元。员工持股计划参加对象为集团领导，厂部级干部及关键骨干员工，合计不超过 2321 人，员工持股计划以 1 元/份的价格，认购合计不低于 11.67 亿份，锁定期 36 个月。

该方案于 2015 年 12 月获得上海市国资委批复，2016 年 4 月获得证监会发审委的审核通过，将为新一轮的上海国企国资改革打响第一枪。过去很长一段时间，严格意义上讲，上海国企改革中员工激励计划一直是相对保守的一个方面，也是一直是薄弱的一环，本次由上汽集团带头推出近 12 亿元的员工持股计划或将预示着新一轮的上海国企改革中激励方式或也将面市，尤其是被划为竞争类的企业的激励机制或将有得到质的改善，比如上海仪电系就被划分为竞争类后续在激励方面或可期待。

上海国改涉及同业竞争 3 家公司中，目前仅华鑫置业的承诺还没有完成

在解决同业竞争问题方面，上海国资委旗下主要有 3 家上市公司业务存在与集团同业竞争问题，包括：上海梅林的便利店业务，锦江投资的冷链物流和客运业务，和华鑫股份的房地产业务。从完成情况来看，上海梅林旗下的“光明”连锁店已确定由便利店向食品专营店转型，试点情况良好；锦江投资托管集团的冷链物流业务，并关停集团的客运业务，已解决同业竞争问题；目前仅剩华鑫股份尚未完成集团地产业务注入的承诺，华鑫置业集团承诺完成时间为 2017 年 12 月 31 日（注：在此日期前获得重组批文）。

图表 28. 上海国资委旗下上市公司解决与集团同业竞争问题一览

证券简称	所属集团	同业竞争问题	解决办法	承诺完成时间	完成情况
上海梅林	光明食品(集团)有限公司	2011年公司非公开发行股份购买收购的标的公司正和网购旗下的“光明便利”与光明食品集团旗下的“好德便利”、“可的便利”及“伍缘便利”同属便利连锁业务,经营业态基本相同,且均主要分布在上海城区。	(1) 占直营店总数30%左右的位于商业区和繁华地段的便利店网点,转型为主营进口食品和公司旗下高端食品的特色食品连锁品牌专营店; (2) 占直营店总数约70%的位于居住社区的网点,转型为公司品牌食品专营店,主要经营肉制品及其深加工制品、公司旗下的综合食品及部分进口食品; (3) 将择时更改直营店的名称和店招,以体现其专业专卖的特点; (4) 加盟店依据加盟协议维持现有的经营。加盟协议到期后加盟商自行选择转型模式; (5) 在2012年底前直营店中因各种原因不适合转型的将转变为加盟店模式。	2012年12月31日	2014年,公司经过充分的市场调研和一年多的试点观察,认为转型具备了较为充分的条件,已经转型的“光明里”连锁专卖店的经营情况也都较为良好,公司已基本摸索出“光明里”转型的模式,将尽快完成“光明便利”的全面转型。
锦江投资	上海锦江国际酒店(集团)股份有限公司	(1) 锦江国际持有37%股权的上海新天天大众低温物流有限公司为从事生鲜食品和医药等有低温需求物品的配送服务的第三方物流企业,锦江投资的低温物流业务主要为其下属企业的冷藏业务,两者存在同业竞争的情形; (2) 锦江国际持有80%股权的上海锦江乐园拥有约70辆客车,由客运部负责管理,经营业务包括上海市及外省市旅行社,门市团队用车等,与锦江投资的主营业务相同。	(1) 将所持上海新天天大众低温物流有限公司的股权注入锦江投资,或将所持股权对外转让; (2) 对上海锦江乐园的客运业务进行业务调整,或将其资产对外转让。	2014年6月30日	(1) 锦江国际已将持有的新天天37%股权,委托锦江投资代为行使除收益权外的其它股东权力; (2) 2014年6月20日,上海锦江乐园客运业务进行整体清理并关停工作已全部完成。
华鑫股份	华鑫置业(集团)有限公司	华鑫置业目前尚拥有一定数量的商务物业,该等物业大多由老工业厂房改造而成,主要分布在漕河泾地区,华鑫股份现拥有的项目主要分布在金桥工业园区和松江工业园区,但华鑫置业与公司在业务内容上存在一定的类同。	(1) 凡公司参与竞标的项目,华鑫置业及其下属子公司均不参与竞标; (2) 华鑫置业于2017年12月31日前,以市场化的方式逐步将存在同业竞争情况的相关业务与资产注入到上市公司,使上市公司成为华鑫置业下属唯一的商务不动产运作平台。	2017年12月31日	(1) 截止目前,华鑫置业严格履行了关于“凡公司参与竞标的项目,华鑫置业及其下属子公司均不参与竞标”承诺。 (2) 资产注入尚未完成。

资料来源: 公司数据, 中银证券

上海国改有望加速、大股东承诺期限临近, 公司资产整合或已不远

而从华鑫股份的具体进程来看, 华鑫股份原有电子仪表等制造业业务已经基本剥离完毕, 并且也多次明确公司的商务不动产转型战略, 而上海仪电集团体系内注入的资产目前累计约17万平方米工业用地项目, 后续也已将华鑫置业的91亿元的资产中大部分资产交由公司来经营管理, 但目前集团体系下仍存在着较多的商务地产资源还未整合进公司, 公司与仪电集团后续在商务地产方面整合空间仍然较大。

目前, 华鑫置业集团承诺的2017年底的期限如果刨除半年多定增常规时间外, 可能留给大股东的时间已经不满10个月了。在这个上海国企改革有望全面加速的时候, 同时大股东的承诺期限正在日益临近的同时, 我们预计华鑫股份的资产重组或已不远。

图表 29. 2009-2016 年上海仪电集团、华鑫置业和华鑫股份之间的资产整合详细过程

日期	分类	概要	内容
2009年8月25日	资产剥离	重大资产重组，停牌	本公司于2009年8月25日公告公司控股股东上海仪电控股（集团）公司正在酝酿对公司进行重大资产重组事项，并将在本公告刊登后与有关部门进行沟通。
2009年9月24日	资产剥离	重大资产置换暨关联交易预案	1) 本公司拟将所持有的金陵表贴100%的股权、香港文康100%的股权、杭州金陵53.18%的股权、外开希40%的股权、普林电子75%的股权、普林电路板100%的股权和深圳金陵41.29%的股权与仪电集团持有的怡科公司100%的股权进行置换。 2) 本次交易完成后，公司的主营业务将由以电子制造业为主，转为以商业和工业地产开发、商办房地产租赁为主，公司的主业将更明晰。 3) 公司的控股股东仪电集团计划把公司打造成不动产业务开发与经营的平台，在适当的时机将逐步向公司注入成熟的商办用途的土地和房产等不动产。随着仪电集团商办用途的土地和房产等不动产的注入，将有利于公司进一步发展商办房地产开发和经营业务，做大做强主业。
2010年6月8日	资产注入	现金收购实际控制人土地	公司以人民币86,109,845.59元受让控股股东上海仪电控股（集团）公司上南路3120号、3140号土地使用权，土地性质为工业用地，面积48,372.00平方米。
2010年11月5日	资产剥离失败	重大资产置换暨关联交易预案自然失效	2009年11月5日，上海金陵股份有限公司（以下简称“公司”、“本公司”）曾以沪金司（2009）18号文“关于公司重大资产置换暨关联交易的申请报告”送交中国证监会核准，至今已满十二个月。根据本公司2009年11月5日召开的2009年第二次临时股东大会决议的有效期规定：本次重大资产置换暨关联交易决议的有效期为公司股东大会批准本次交易之日起十二个月。
2010年11月19日	资产剥离	关于转让SMT板块四家公司股权关联交易	公司将持有的SMT板块上海金陵表面贴装有限公司100%股权、杭州金陵科技有限公司53.18%股权、深圳金陵通讯技术有限公司41.29%股权、香港文康电子有限公司100%股权以人民币102,926,652.89元转让给控股股东上海仪电控股（集团）公司。
2010年11月19日	现金资产注入	转让上海金陵出租汽车服务有限公司20%股权	公司将上海金陵出租汽车服务有限公司20%股权以人民币35,102,728.05元转让给上海海博出租汽车有限公司。
2011年10月22日	股权划拨	国有股份无偿划转	为优化仪电集团不动产业务的资源配置，增强仪电集团不动产业务的盈利能力，提升公司的综合竞争能力，仪电集团已于2011年8月28日与其全资子公司华鑫置业（集团）有限公司（以下简称“华鑫置业”）签订股份划转协议，仪电集团拟将其所持有的公司全部139,517,522股股份（占公司股份总数的26.62%）划转至华鑫置业。该事项尚待国务院国资委批复。
2013年2月4日	变更公司简称	变更公司简称	由上海金陵变更为华鑫股份
2014年3月1日	资产剥离	上海金陵智能电表有限公司41%股权暨关联交易公告	上海华鑫股份有限公司（以下简称“公司”）将所持有的上海金陵智能电表有限公司（以下简称“金陵智能”）41%股权转让给上海仪电资产管理（集团）有限公司（以下简称“仪电资产”），转让价人民币27,552,027.03元。
2014年	资产剥离	剥离上海金陵雷戈勃劳伊特电机50%股权	公司以1,251.76万元将上海金陵雷戈勃劳伊特电机有限公司50%的股权转让给苏州戈德威机电科技有限公司。
2015年8月6日	资产托管	受托管理控股股东资产	1) 为了进一步整合相关经营资源，提高公司运营效益，推进公司控股股东华鑫置业与公司之间同业竞争问题的解决，公司受托经营华鑫置业的相关业务。委托期限截止2017年12月31日。 2) 截至2014年12月31日，华鑫置业总资产914,084.30万元，净资产462,842.19万元，2014年度华鑫置业营业收入288,599.51万元（含华鑫股份59,738.70万元），净利润48,969.38万元（业经审计）。公司完成受委托的业务经营目标后，华鑫置业支付公司托管费用。托管费按华鑫置业主营业务收入（不含华鑫股份主营业务收入以及存续的系统内往来的主营收入）分段计算，5亿元以下（含5亿元）按2.5%计，超过5亿元但小于10亿元（含10亿）的部分，按2%计，大于10亿元的部分，按1.5%计。年托管费不足1,250万元，按1,250万元计。
2016年4月28日	现金资产注入	现金收购实际控制人土地	公司拟受让上海仪电电子股份有限公司所持有的位于上海市浦东新区金穗路1398号地块工业房地产，合计建筑面积54,776.85平方米，相应土地使用权面积82,028平方米（原规划容积率为1.5），房屋买卖总价款计人民币503,982,600元。
总结			目前，华鑫股份原有电子仪表等制造业业务已经基本剥离完毕，并且也多次明确公司的商务不动产转型战略，而上海仪电集团体系内注入的资产目前累计约17万平米工业用地项目，预计将华鑫置业的91亿元的资产交由公司来经营管理，但目前集团体系下仍存在着较多的商务地产资源还未整合进公司，公司与仪电集团后续在商务地产方面整合空间仍然较大。

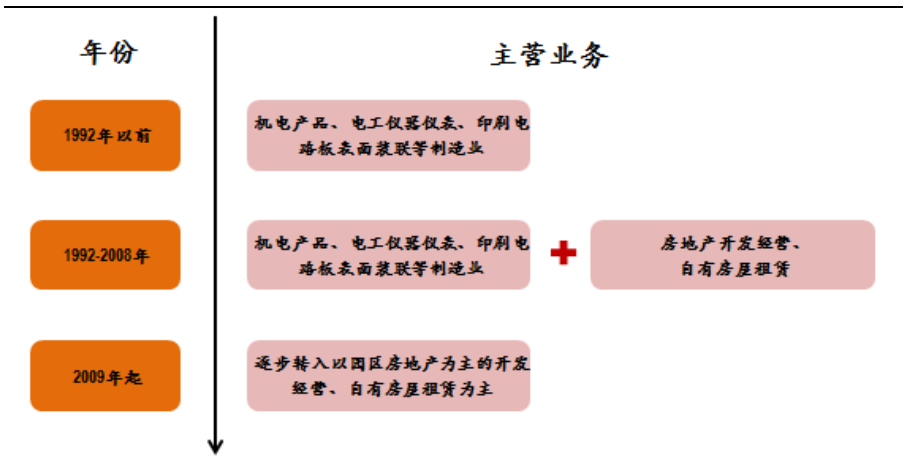
资料来源：公司数据，中银证券

五、公司主营业务情况

根据上海仪电集团的整体部署，公司主业逐步转变为商务不动产。华鑫股份在 52 年成立之后主营业务经历了三次大的变化：

- 1) 第一阶段，在 1952-1991 年期间，公司主营业务以机电产品、电工仪器仪表、印刷电路板表面装联等制造业为主。并在 80、90 年代达到自营业务的巅峰，当时公司成为了全国高频头行业唯一一家国家一级企业，利润总额独占全行业利润的 47%，雄踞全国第一；
- 2) 第二阶段，在 1992-2008 年期间，公司主营业务以机电产品、电工仪器仪表、印刷电路板表面装联等制造业，及房地产开发经营、自有房屋租赁为主。在 1992 年 11 月，公司提出了“一业为主、多种经营”的战略调整，金陵房地产投资公司率先开业，并在 1994 年签约商务房地产领域的首个项目--现今的华鑫海欣大厦；
- 3) 第三阶段，自 2009 年至今，公司主营业务逐步转入以园区房地产为主的开发经营、自有房屋租赁为主。根据上海仪电集团的整体部署，公司从 2009 年开始推出制造业，进军商务不动产，为了更好转型房地产行业，上海仪电集团也将持有公司股权转让给华鑫置业，成为公司大股东，并将华鑫置业的主要资产交于公司托管，由此主业正式转为房地产开发经营。

图表 30. 华鑫股份主营业务变更历史



资料来源：公司数据，中银证券

图表 31. 2009 年至华鑫股份房地产业务的定位更趋明细

日期	来源	公司房地产业务的定位
2009 年 9 月	资产重组公告	公司的控股股东仪电集团计划把公司打造成不动产业务开发与经营的平台 ，在适当的时机将逐步向公司注入成熟的商办用途的土地和房产等不动产。随着仪电集团商办用途的土地和房产等不动产的注入，将有利于公司进一步发展商办房地产开发和经营业务，做大做强主业。
2012 年	2012 年年报	一方面要充分利用公司现有的资源， 专注于商务不动产的综合开发与经营，持续稳步地实施专业化的房地产开发 ；另一方面，要继续做好产业结构的调整的工作，积极盘活公司资产；再者，要集中资源进行优质项目储备。积极对外拓展获取不动产资源。
2013 年	2013 年年报	在坚持商务不动产为主的前提下，探索园区办公、高档办公、公寓式办公、主题地产、住宅、商业等多类型项目拓展 ，丰富自身产品线，增强企业抗风险能力和可持续发展的能力。
2012 年 3 月	华鑫置业承诺	在现阶段，华鑫置业与公司存在一定程度的同业竞争问题。公司近年来主营业务逐步由电子制造业向商务物业开发转变。由于历史原因，华鑫置业目前尚拥有一定数量的商务物业，该等物业大多由老工业厂房改造而成，尽管华鑫置业拥有的商务物业与上海金陵拥有的物业在开发定位、土地性质、所处区域和目标客户等方面均有明显的不同，华鑫置业现拥有的项目主要分布在漕河泾地区，公司现拥有的项目主要分布在金桥工业园区和松江工业园区，但华鑫置业与公司在业务内容上存在一定的类同。
2014 年	华鑫置业承诺	凡公司参与竞标的项目，华鑫置业及其下属子公司均不参与竞标； 在政策允许和条件成熟的情况下，华鑫置业考虑通过适当方式将相关业务与资产逐步注入到公司，使公司成为唯一的运作平台，从根本上解决前述同业竞争问题。
2014 年	华鑫置业承诺	在同业竞争存在的情况下，凡上市公司参与竞标的项目，华鑫置业及其下属子公司均不参与竞标； 华鑫置业于 2017 年 12 月 31 日前，以市场化的方式逐步将存在同业竞争情况的相关业务与资产注入到上市公司，使上市公司成为华鑫置业下属唯一的商务不动产运作平台。
2014 年	2014 年年报	在坚持商务不动产为主的前提下，探索智慧园区、高档办公、公寓式办公、主题地产、住宅、商业等多类型项目拓展 ，增强公司抗风险能力和可持续发展能力。
2015 年初	公司信息	公司提出“成为智慧产业社区综合运营商”的战略再造 ，深化转型发展，强化合作开发，优化运营管理。
2015 年	2015 年年报	1) 报告期内，公司进一步加强市场营销、工程建设、设计研发等方面团队的建设，积极推进组织架构、机制管控、绩效考核、人才储备等方面的深化改革，加快转型发展， 探索智慧园区建设，努力成为浦东新区园区开发平台公司，盘活现有存量资源，基本确定了松江园区合作开发的路径 ，公司努力拓展市场，土地资源储备工作有了实质性的进展。 2) 公司坚持以中高档商务不动产运营为主，择机、适度进入其他相关领域；致力于成为“智慧产业社区开发商和运营商”，为智慧社区、智慧楼宇开发、运营、服务全产业链进行整体解决；以上海城市更新为契机，做中国城市更新的践行者。

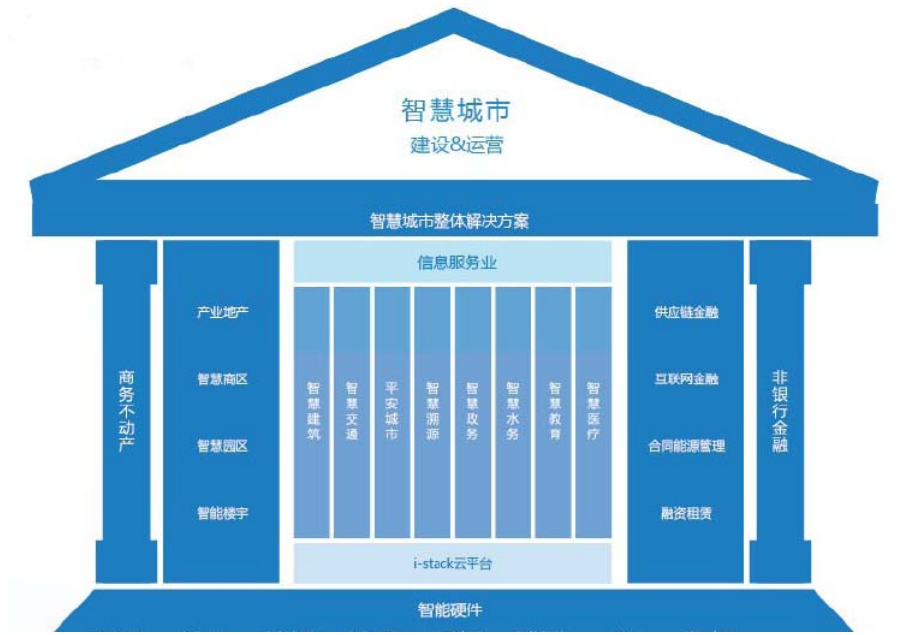
资料来源：公司数据，中银证券

公司为仪电体系的地产运作平台，更是其智慧城市战略的承载者

自 2009 年确定商务不动产战略之后，实际控制人上海仪电集团、大股东华鑫置业和公司对于公司地产业务方面的定位也在更趋明确、细化：1) 上海仪电集团和华鑫置业明确公司为旗下唯一不动产开发和运营平台，后续相关业务与资产将注入注入公司；2) 为了配合上海仪电集团的智慧城市战略，公司明确了“智慧产业社区开发商和运营商”的定位，专注于园区地产的开发运营，并希望以上海城市更新为契机，做中国城市更新的践行者。

其中，值得注意的是，上海仪电集团智慧城市战略需要软件和硬件两方面的支持，而硬件方面，包括房地产、安防和 LED 等将分别由华鑫股份、中安消和飞乐音响来完成，软件方面，包括云、电子和金融等则分别将有云赛智联和华鑫证券来完成，因而上海仪电集团的智慧城市战略是在一个体系的战略，并且所有智慧城市的产品最终需要土地和房屋来承载，因而华鑫股份将是上海仪电集团智慧城市战略的承载者，重要意义不同凡响。

图表 32. 上海仪电集团产业体系



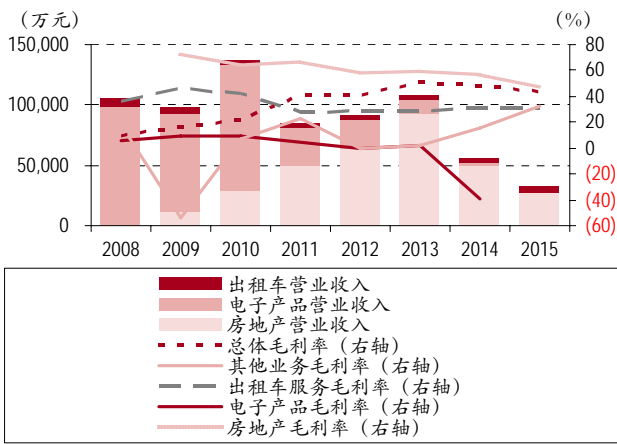
资料来源：《2015 年上海仪电社会责任报告》，中银证券

传统电子产品业务收入和毛利逐步下降，而房地产业务占比逐步提升

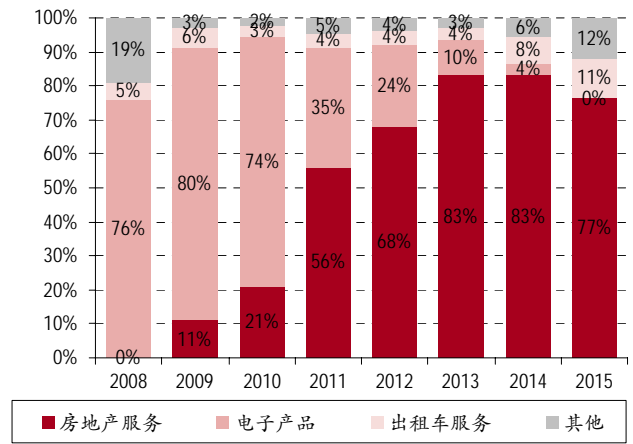
从分业务收入情况来看，也正式清晰了反应了公司自 2009 年开始主营业务重心逐步由原先的传统电子产品业务逐步向房地产业务转变的过程。其中，一方面，从金额来看，房地产业务收入从 2008 年 0 亿元持续上涨至 2013 年 9.3 亿元，而后预计由于可售资源的不足导致了 2014-15 年的销售的连续下滑，而同时电子产品的营业收入从 2008 年的 9.9 亿元持续下降至 2015 年的几无贡献，另一方面，从占比来看，房地产业务收入占比也相应自 2008 年的 0% 上升至 2013-15 年的 80% 左右，而电子产品业务收入占比则从 2008 年 76% 持续下降至 2015 年的 0%。

从分业务的毛利率来看，传统电子产品业务毛利率的持续下滑迫使公司向更高毛利率表现的房地产业务转型。其中，传统电子产品业务的毛利率从 2008 年的 5.3% 持续下滑到 2014 年的亏损，而房地产业务的毛利率虽然从 2009 年的 72.1% 较大幅度的下降至 2015 年的 46.9%，但这个毛利率表现仍然处于房地产行业以及各行业的较高水平，而这也推动公司总体毛利率从 2008 年的 9.3% 持续上升到 13-15 年维持在 40-50% 的高位水平。

另外，出租车业务的毛利率虽然只是从 2008 年的 36.6% 小幅下降至 2015 年的 31.3%，但同期营业收入却从 6,579 万元不增反降至 2015 年的 4,189 万元，根据 2012 年年报显示，“上海金陵出租汽车服务有限公司继续寻找新的股权转让对象的洽谈”，后续也在考虑剥离该业务。

图表 33. 2008-15 年内华鑫股份营业收入及毛利率情况


资料来源：公司数据，中银证券

图表 34. 2008-15 年华鑫股份主营业务分业务占比情况


资料来源：公司数据，中银证券

图表 35. 2013-2015 年华鑫股份房地产业务收入构成测算

房地产业务收入构成	2013E	2014E	2015E
开发收入 (亿元)	8.62	4.26	2.07
租赁收入(包含华鑫海欣大厦) (亿元)	1.07*	1.10*	1.13
开发收入占比 (%)	89.0	79.5	64.6
租赁收入占比 (%)	11.0	20.5	35.4

资料来源：公司数据，中银证券

注：*2013 年和 2014 年租赁业务收入按照 2015 年收入按照每年 3% 的增速假设倒推而来。

仪电体系产业用地唯一地产平台，目前总土地储备合计 138 万平方米

公司作为上海仪电集团电子仪表产业体系中一员，在上海仪电集团整体第二产业向第三产业转移的过程中，自身主动调整了原先产业用地，也承接了部分来自于上海仪电集团体系的产业用地，并且目前公司作为仪电体系中唯一的地产开发和运营平台，未来将继续承接集团的产业用地，并且无论是公司内部的存量用地，还是后续新纳入的土地资源，由于历史原因土地成本都较低，这也给公司进行房地产业务的开发和运营提供了比较好的前提条件。

公司目前土地储备合计 138 万平方米（未售口径面积，包括持有型物业面积），权益 102 万平方米，其中，从区域上来看，超过 90% 以上项目位于上海，主要项目有浦东金桥的金领之都项目、松江的松江工业园项目和青浦的青浦工业园项目等，并且 90% 的项目为工业办公物业，这是公司作为仪电体系成员承接原先产业用地的必然结果，公司今年主要成功开发并运营项目项目为浦东金桥的金领之都项目，该项目也是浦东金桥开发区中二次开发的成功典范。

图表 36. 截止目前华鑫股份的土地储备情况

类别	项目	地区	经营业态	权益 (%)	建筑面积** (万平方米)	权益建筑面积 (万平方米)	
未建项目	青浦工业园项目 (奥仑项目)	上海青浦	工业办公	100	25.30	25.30	
	松江工业园项目	上海松江	工业办公	51	53.33	27.20	
未建项目小计					78.63	52.50	
在建项目	苏州青剑湖项目	江苏苏州	商业类住宅	51	7.92	4.04	
	金领之都一区二期	上海浦东	工业办公	100	6.33	6.33	
	金穗路 1398 号项目	上海浦东	工业办公	100	15.73*	15.73*	
在建项目小计					29.98	26.10	
在售项目 (未售面积)	金领之都 B 区	上海浦东	工业办公	100	1.50	1.50	
	金领之都 C 区	上海浦东	工业办公	100	11.88	8.08	
	商城路 367 号	上海浦东	工业办公	100	0.78	0.78	
在售项目小计					14.16	10.36	
在租项目	金领之都 A 区	上海浦东	工业办公	100	7.27	7.27	
	松江项目	上海松江	工业办公	100	0.97	0.97	
	上南路 3120 号 (近期已售)	上海浦东	工业办公	100	0.07	0.07	
	商城路 367 号	上海浦东	工业办公	100	0.75	0.75	
	宜山路 801 号	上海徐汇	工业办公	100	1.30	1.30	
	沪太路 1082 号	上海闸北	工业办公	100	0.46	0.46	
	华鑫海欣大厦	上海福州路	商业办公	50	4.20	2.10	
	在租项目小计					15.02	12.92
	合计					137.80	101.88
其中, 上海小计					129.88	97.84	
上海占比 (%)					94.25	96.03	
其中, 工业用地小计					15.02	12.92	
工业用地占比 (%)					10.90	12.68	
其中, 持有性物业小计					125.68	95.74	
持有型物业占比 (%)					91.20	93.97	

资料来源: 公司数据, 中银证券

注: *1) 金穗路 1398 号项目的占地面积为 8.2 万平方米, 目前地块上附着建筑面积为 5.5 万平方米, 但原容积率为 1.5, 因而容积率建筑面积为 12.3 万平方米, 另外, 由于该地块由于政府原因占地面积调整为 7.9 万平方米, 容积率提升为 2, 调整后容积率建筑面积为 15.7 万平方米, 目前该地块已获政府批准转性, 但公司目前还未办理相关地块变更手续, 但在我们的报告中则直接采用调整后的 15.7 万平方米的数字; **2) 关于建筑面积的概念, 在建项目的建筑面积数据均为容积率建筑面积, 在售项目的建筑面积均为未售面积, 在租项目的建筑面积均为可租面积。

拿地较早、成本较低, 赋予开发和租赁业务良好盈利表现

从过去几年的拿地情况来看, 公司在 2010-16 年年中合计拿地 73 万平方米, 并且主要通过向仪电系现金收购或者向市场股权收购的方式拿地, 由此奠定了公司的拿地成本较低, 上述平均拿地成本为 2,705 元/平方米, 占比目前销售均价 17,518 元/平方米仅 15%, 远低于目前行业龙头万科约 35% 左右 (除万科以外的其他房企的拿地价格占销售价格的比例则是远高于 50%), 低成本拿地赋予了公司开发和经营过程中较高的毛利率表现。

其中, 上述 6 次拿地中, 其中 2 个土地项目是向仪电系以现金方式购的, 包括: 2010 年 6 月以 1,700 元/平方米购得上海浦东上南路项目和 2016 年 4 月以 4,793 元/平方米购得上海浦东金穗路项目, 对比 2016 年 2 月浦东金桥向心华制衣回购工业厂房的单价为 5,240 元/平方米, 并且上述 4,793 元/平方米已经考虑了工业用地转性工业研发办公用地需要补交地价的影响, 仪电系对于公司支持力度。

另外，从拿地的节奏上来看（见图表 39），估计由于 2009 年开始上海仪电集团开始部署系统内地产资源注入到华鑫股份中来，一方面预期有注入资源而少拿地，另一方面少拿地也方便做定增方案，因而在后续的 2010-2013 年中公司拿地量少并且不连续，这也就造成了公司 2014-2016 年间的可售资源较少，并导致了 2014-2015 年公司营业收入的大幅下降，不过自 2014-2016 年三年间公司加大拿地力度，年均拿地量是之前每年的 3-5 倍，这将为公司 2016 年之后的销售提供充足的可售货源，支撑公司在 2016 年之后业绩重回正轨，而公司今年 1 季度实现 1.2 亿元利润，几乎相当于去年全年的 1.3 亿元利润，这也验证了我们的观点。

附：金穗路 1398 号项目的占地面积为 8.2 万平方米，目前地块上附着建筑面积为 5.5 万平方米，原容积率为 1.5，因而容积率建筑面积为 12.3 万平方米，但该地块由于政府原因占地面积调整为 7.9 万平方米，容积率提升为 2，调整后容积率建筑面积为 15.7 万平方米，目前该地块已获政府批准转性，但公司目前还未办理相关地块变更手续，预计金穗路项目因转性而补交地价的金额为 2.5 亿元，因而得出公司总体收购楼面单价为 2,705 元/平米。

图表 37. 2010-2016 年华鑫股份拿地情况

日期	收购地块	权益 (%)	收购方式	出让方	用地性质	占地面积 (平米)	建筑面积 (平米)	收购对价 (万元)	楼面单价 (元/平米)
2010 年 6 月	上海浦东上南路 3120 号、3140 号土地使用权	100	现金收购	上海仪电控股(集团)公司	工业用地		48,372	8,611	1,780
2012 年 1 月	上海浦东唐陆路 502 号及唐陆路 568 弄 1-19 号房地产(金领之都 B 区)	100	现金收购	上海拱北工贸有限公司	工业用地	32,159	含地下 42,615 (仅地上 33,223)	44,918	含地下 10,540*(仅地上 13,520)
2014 年	上海南汇联天园房地产项目(金领之都 C 区)	68	股权收购	上海若兰投资有限公司	工业用地		120,600	50,354	4,175*
2014 年	苏州苏地 2011-B-073 地块(苏州青剑湖项目)	51	股权收购	苏州君地鸿赞置业有限公司	工业用地	31,800	104,000	24,802	2,385
2015 年 12 月	上海奥仑实业有限公司持有的上海市青浦工业园区	100	股权收购	自然人朱世超和朱丽萍	工业用地	126,489	252,977	39,901	1,577
2016 年 4 月	上海市浦东新区金穗路 1398 号地块工业房地产(PDP 项目)	100	现金收购	上海仪电电子股份有限公司	工业用地	82,028 (调整后 78,660)	123,042 (调整后 157,320)	50,398 (补地价后 75,398)	4,096** (补地价后 4,793)
合计/平均							691,607	218,984	3,166
合计/平均 (扣除金领之都 B、C 区建安成本以及金穗路项目补交地价影响)							725,885	196,370***	2,705***

资料来源：公司数据，中银证券

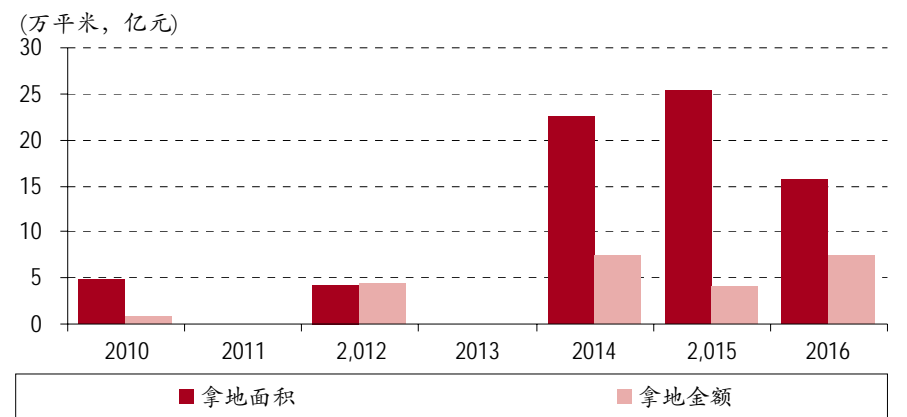
注：*上海浦东唐陆路 502 号及唐陆路 568 弄 1-19 号房地产(金领之都 B 区)和上海南汇联天园房地产项目(金领之都 C 区)都是在建工程项目收购而来，因而上述两个 10,540 元/平米和 4,175 元/平米两个收购楼面单价都已经包含了大部分建安成本；**金穗路 1398 号项目的占地面积为 8.2 万平方米，目前地块上附着建筑面积为 5.5 万平方米，原容积率为 1.5，因而容积率建筑面积为 12.3 万平方米，但该地块由于政府原因占地面积调整为 7.9 万平方米，容积率提升为 2，调整后容积率建筑面积为 15.7 万平方米，目前该地块已获政府批准转性，但公司目前还未办理相关地块变更手续，但在我们的报告中则直接采用调整后的 15.7 万平方米的数字；***在计算总体收购楼面单价(扣除金领之都 B、C 区建安成本以及金穗路项目补交地价影响)时，假设金领之都 B、C 区的 10,540 元/平米和 4,175 元/平米两个收购楼面单价包含了 50% 的建安成本，并在总收购对价中予以扣除，同时假设金穗路项目因转性而补交地价的金额为 2.5 亿元，因而得出公司总体收购楼面单价为 2,705 元/平米。

图表 38. 2016 年 2 月浦东金桥回购的心华制衣工业厂房单价 5,240 元/平米



资料来源：百度地图，中银证券

图表 39. 2010-2016 年华鑫股份按年度拿地统计



资料来源：公司数据，中银证券

而从公司目前土地储备来看，由于历史存量土地来源自身产业用地和仪电系的产业用地，获取时间较早，成本较低，而过去几年中获取的增量土地由于依靠向仪电系现金收购或者向市场股权收购的方式拿地，因而地价也较低，因而低成本的土地资源造就公司较强的盈利能力：

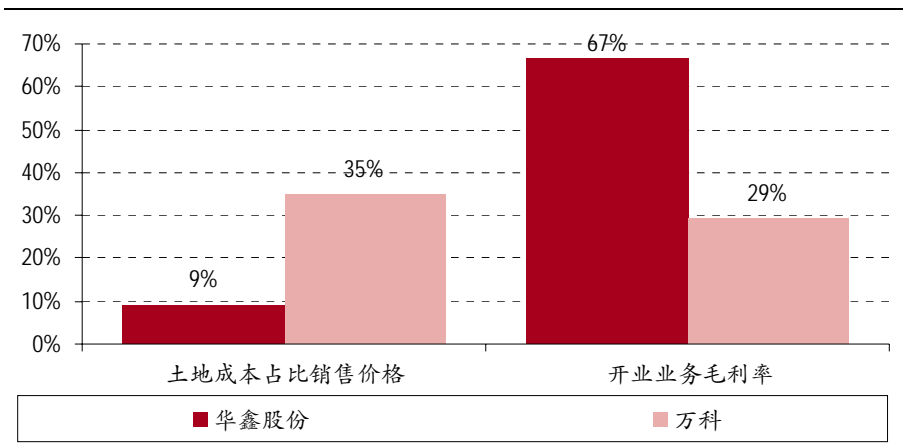
1) 从开发物业来看，目前公司可作为开发用地的未结算资源的面积为 123 万平米（权益对应 89 万平米），主要为工业用地，其中约 32 万平米位于中环以内，对应总体土地成本平均在 1,599 元/平米，占比该部分对应的销售均价 17,518 元/平米仅 9%，远低于目前行业龙头万科约 35% 左右（除万科以外的其他房企的拿地价格占销售价格的比例则是远高于 50%），并且公司上述项目对应的毛利率也高达 67%，远高于万科 2015 年地产开发业务 29% 的毛利率水平，其中浦东金领之都的毛利率尤其高，根据 2010-2001 年中公司分别出售给国华人寿、康辉公司和爱德华公司等的浦东金桥园区三区物业，净利率均超过 30% 以上。

图表 40. 华鑫股份房地产开发货值、毛利率和重估增值测算

项目	权益 (%)	未结建面 (万平)	权益未结建面 (万平)	货值 (亿元)	权益货值 (亿元)	土地成本 (元/平米)	建安成本 (元/平米)	销售均价 (元/平米)	估算毛利率 (%)	重估增值 (亿元)
青浦工业园项目	100	25.30	25.30	25.3	25.3	1,577	4,000	10,000	41.3	4.22
松江工业园项目	51	53.33	27.20	106.7	54.4	500	4,000	20,000	76.4	6.66
苏州青剑湖项目	51	7.92	4.04	11.9	6.1	2,385	3,000	15,000	62.1	0.71
浦东金领之都一区二期	100	6.33	6.33	15.8	15.8	375**	5,000	25,000	77.4	3.83
浦东金领之都B区	100	1.50	1.50	2.3	2.3	10,540*	-*	15,000	25.5	0.20
浦东金领之都C区	68	11.88	8.08	11.9	8.1	4,175*	-*	10,000	55.7	1.18
浦东商城路367号	100	0.78	0.78	2.0	2.0	500**	5,000	25,000	76.9	0.50
浦东金穗路1398号项目	100	15.73	15.73	39.3	39.3	4,793	5,000	25,000	58.7	8.61
合计		122.78	88.96	215.1	153.2	1,599***		17,518	66.6	25.90

资料来源：公司数据、中银证券

注：*浦东金领之都B区和浦东金领之都C区都是在建工程项目收购而来，因而上述两个10,540元/平米和4,175元/平米两个收购楼面单价都已经包含了大部分建安成本，因而在估算过程中建安成本按0计算；**浦东金领之都一区二期的土地成本按照土地50万元/亩估算而来，浦东商城路367号的土地成本按照土地50-60万元/亩估算而来；***目前开发项目的总体楼面成本的测算中剔除了浦东金领之都B区和浦东金领之都C区项目中土地成本中包含的建设成本部分。

图表 41. 华鑫股份开发业务土地成本占比销售价格和毛利率对比万科的情况


资料来源：公司数据，中银证券

图表 42. 华鑫股份金领之都（浦东金桥园区项目）的部分销售情况

日期	转让项目	受让方	转让建筑面积 (平米)	转让价款 (万元)	成交单价 (元/平米)	净利润 (万元)	净利率 (%)
2010年11月19日	浦东金桥园区三区25号楼和27号楼	国华人寿	15,491.65	20,155	13,010	7,500	37.2
2011年3月30日	浦东金桥园区三区18号楼	康辉公司	3,814.98	6,058	15,879	2,000	33.0
2011年3月30日	浦东金桥园区三区19号楼*	爱德华公司	3,814.98	5,608	14,700	3,600	64.2

资料来源：公司数据，中银证券

注：*2014年，公司通过参与司法拍卖的方式，以5,270万元回购金领之都A区19号楼，该房地产建筑面积为3,815平方米。

2) 从持有物业来看，目前公司持有型物业的可租建筑面积为15万平方米，权益对应13万平方米，其中，全资持有的工业办公可租建面11万平方米，单位租金1.84元/平米*天，对应租金7,270万元，对应账面价值9亿元，租金回报率8%，而参股的华鑫海欣大厦的商业办公对应权益可租建面2万平方米，单位租金5.45元/平米*天，对应权益租金4,078万元，对应账面价值1亿元，租金回报率36%，对比目前市场平均4%的租金回报率水平，公司的工业办公和商业办公物业的均有所低估，其中华鑫海欣大厦位于上海市中心福州路，但目前账面单价仅为4,000元/平米，重估空间较大。

图表 43. 2015 年华鑫股份持有型物业租金情况

项目	地区	经营业态	权益 (%)	出租建面 (平米)	权益出租建面 (平米)	租金收入 (万元)	权益租金收入 (万元)	单位租金 (元/平米*天)	租金回报率 (%)	重估价 (亿元)	账面价值 (亿元)	重估增值 (亿元)
金领之都 A 区	上海浦东	工业办公	100	72,687	72,687	5,850	5,850	2.21	4	14.63		
松江工业园项目	上海松江	工业办公	100	9,705	9,705	191	191	0.54	4	0.48		
上南路 3120 号	上海浦东	工业办公	100	701	701	121	121	4.74	4	0.30		
商城路 367 号	上海浦东	工业办公	100	7,481	7,481	507	507	1.86	4	1.27		
宜山路 801 号	上海徐汇	工业办公	100	13,034	13,034	443	443	0.93	4	1.11		
沪太路 1082 号	上海闸北	工业办公	100	4,616	4,616	157	157	0.93	4	0.39		
华鑫海欣大厦 (利润表中计入 投资性收益)	上海福州路	商业办公	50	41,800**	20,900	8,156	4,078	5.45**	4	10.20		
合计/平均 (不包括华鑫海欣大厦)				108,225	108,225	7,270	7,270	1.84				
合计/平均 (包括华鑫海欣大厦)				150,025	129,125	15,426	11,348	2.82		28.37	10.22*	18.15

资料来源: 公司数据, 中银证券

注: *持有型物业的账面价值=持有型物业+华鑫海欣的长期股权投资; **华鑫海欣大厦建面面积 4.2 万平米, 实际可租面积 3.4 万平米, 按前者计算单位面积租金为 5.45 元/平米*天, 而按后者计算单位面积租金为 6.57 元/平米*天。

图表 44. 华鑫股份持有型物业租金回报率情况

	全资持有物业 (工业办公)	参股华鑫海欣大厦 (50%股权, 商业办公)	持有物业合计
租金 (万元)	7,270	4,078	11,348
账面价值 (万元)	90,767	11,436	102,203
租金回报率 (%)	8	36	11

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 45. 华鑫股份的华鑫海欣大厦的资产估值以及盈利情况

金欣联合 (公司持股 50%) (华鑫海欣大厦)	2013 年	2014 年	2015 年
物业情况			
华鑫海欣大厦建面 (万平米)	4.18	4.18	4.18
出租率 (%)	98*	98.39	98.02
单位租金 (元/平米*天)	5.27	5.15	5.45
资产情况			
净资产 (万元)	14,349	17,004	18,592
净资产增速 (%)		18.5	9.3
单位估值 (元/平米)	3,433	4,068	4,448
单位估值增速 (%)		18.5	9.3
盈利情况			
营业收入** (万元)	7,887	7,730	8,156
营业收入增速 (%)		(2.0)	5.5
净利润 (万元)	2,251	2,655	3,613
净利润增速 (%)		18.0	36.1
净利率 (%)	28.5	34.3	44.3
毛租金回报率*** (%)	55.0	45.5	43.9

资料来源: 公司数据, 中银证券

注: *2013 年华鑫海欣大厦的出租率 98% 为中银证券估算; **由于金欣联合的主要资产为华鑫海欣大厦, 因而其营业收入可以近似为华鑫海欣大厦的租金收入; ***由于核算主体不同, 该租金回报率与前文图表 44 中的华鑫海欣大厦的租金回报率略有差异。

图表 46. A 股采用公允价值计量投资性物业的地产公司毛租金回报率

证券简称	2012	2013	2014	2015
金地集团	4.26	4.52	4.76	4.66
世茂股份	2.51	2.35	2.43	2.24
金融街	4.95	5.87	4.94	5.25
泛海控股		3.35	1.15	3.80
阳光股份			5.39	4.19
平均	3.91	4.02	3.73	4.03

资料来源：万得资讯，中银证券

注：毛租金回报率=房地产租赁收入/投资性房地产（公允价值计量法）

华鑫证券等贡献投资收益较多，预计后续可贡献超 4,000 万元

此外，公司由于参股企业较多，这部分每年对于公司净利润的贡献较多，其中主要包括华鑫证券（参股 8%，但有表决权）、金欣联合（参股 50%，主要资产为华鑫海欣大厦）、力敦行房地产经纪（参股 50%）和鑫敦实业（参股 50%），2011-14 年中四家企业合计每年贡献投资性收益约 3,000 万元，占比当年净利润在 20-30%，其中华鑫证券贡献大部分，在 2015 年牛市中华鑫证券业绩大增，四家企业合计贡献 6,239 万元，即使考虑华鑫证券在后续由于牛市不再而业绩下滑 50%，预计后续合计每年贡献至少在 4,000 万元以上。

图表 47. 2015 年末华鑫股份主要子公司、参股公司分析

公司名称	主要产品或服务	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	净利润 (万元)
上海金陵投资有限公司	物业管理	100	3,520	37,561	34,149	662
上海金陵出租汽车服务有限公司	汽车出租营运	100	3,080	10,564	5,350	246
上海普林电路板有限公司	电路板生产	100	4,223	6,513	6,551	22
上海普林电子有限公司	仪表元器件制造	75	USD350	684	-9,860	(24)
上海金陵置业有限公司	房地产开发与经营	100	1,980	23,253	8,684	1,273
上海择励实业有限公司	资产管理等	100	1,000	20,320	17,025	2,527
上海择鑫置业有限公司	房地产开发与经营	68	6,000	50,258	3,416	(2,226)
苏州工业园区青剑湖置业有限公司	房地产开发、实业投资	51	10,000	27,940	14,372	(500)
上海奥仑实业有限公司	自有房屋租赁	100	24,000	31,862	21,665	0
上海金欣联合发展有限公司	房地产租赁管理	50	11,660	24,934	18,592	3,613
上海力敦行房地产经纪有限公司	房地产经纪、物业管理	50	500	1,731	1301	551

资料来源：公司数据，中银证券

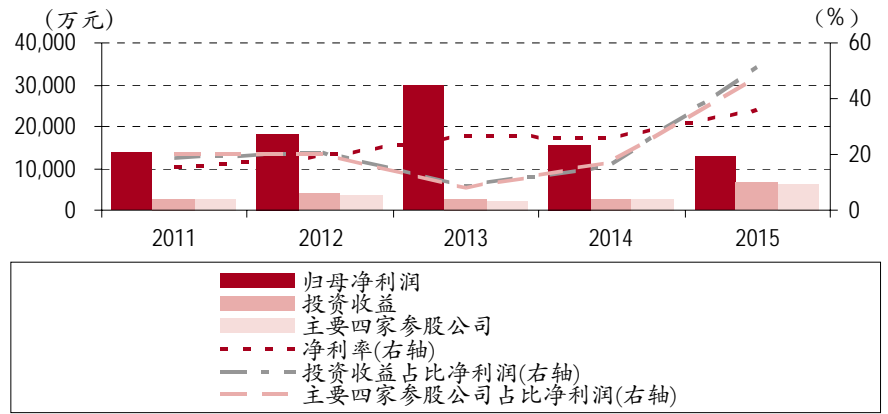
图表 48. 华鑫股份重要的合营企业或联营企业会计处理方法和 2015 年业绩

参股公司	业务性质	持股比例 (%)	主要经营地	主要注册地	会计处理方法	2015 年营业收入 (万元)	2015 年净利润 (万元)	主要资产
华鑫证券有限责任公司*	证券投资	8	上海	深圳	权益法	220,025	51,537	华鑫证券
上海金欣联合发展有限公司	房屋租赁管理	50	上海	上海	权益法	8,156	3,613	华鑫海欣大厦
上海力敦行房地产经纪有限公司	房地产经纪、物业管理	50	上海	上海	权益法	1,922	551	力敦行房地产经纪
上海鑫敦实业有限公司	建筑装修装饰工程	50	上海	上海	权益法	569	327	

资料来源：公司数据，中银证券

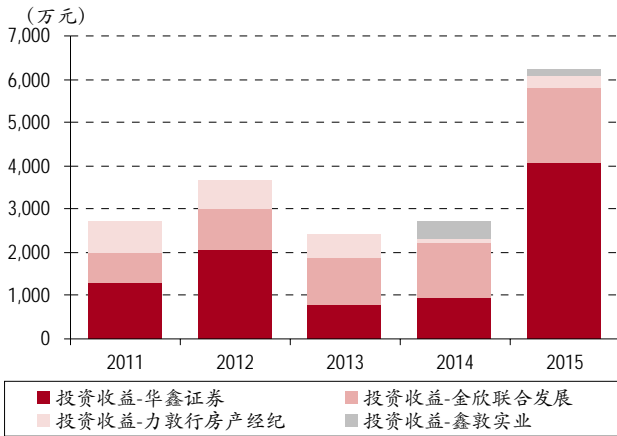
注：*持有 20% 以下表决权但具有重大影响，或者持有 20% 或以上表决权但不具有重大影响的依据：本公司为华鑫证券有限责任公司第四大股东，在华鑫证券董事会中派出董事 1 名，参与该公司日常经营决策，并对该公司具有重大影响。

图表 49. 华鑫股份净利润和投资收益情况



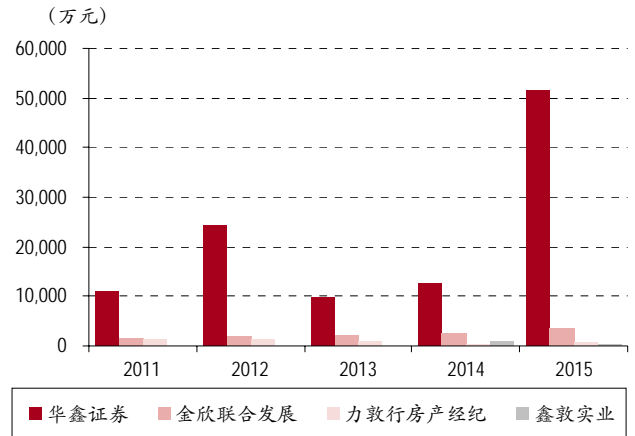
资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 50. 华鑫股份主要四家参股公司的投资收益贡献



资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 51. 华鑫股份主要四家参股公司的净利润情况



资料来源: 公司数据, 中银证券

六、公司财务情况及盈利预测

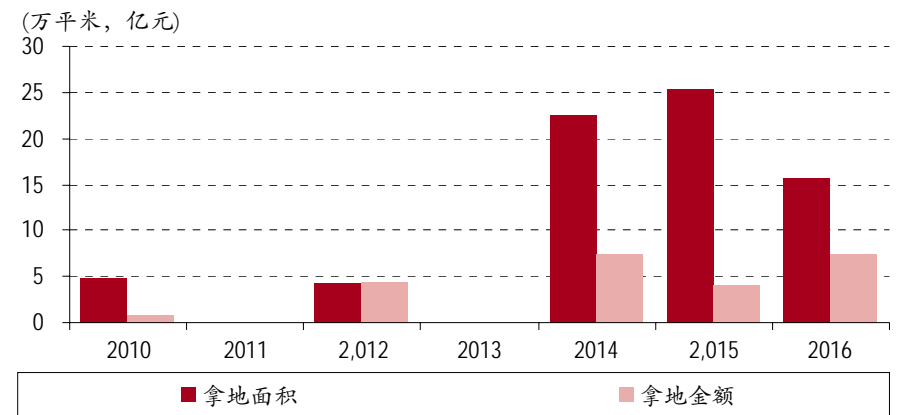
10-13 年拿地下降致 14-15 年营收大降，14-16 年拿地大增推动 16 年后营收恢复

营业收入方面，公司 2014 年营业收入 6.0 亿元，同比下滑 47%，2015 年营业收入 3.7 亿元，同比下滑 39%，自 2008 年以来公司的营业收入一直稳定在 10 亿元上下，但在 2014-2015 年中公司营业收入连续遭遇大幅下降，主要源于：1) 房地产业务可售资源不足导致销售下滑；2) 传统电子产品等业务自 2009 年的逐步退出而导致的营业收入贡献度逐步下降。

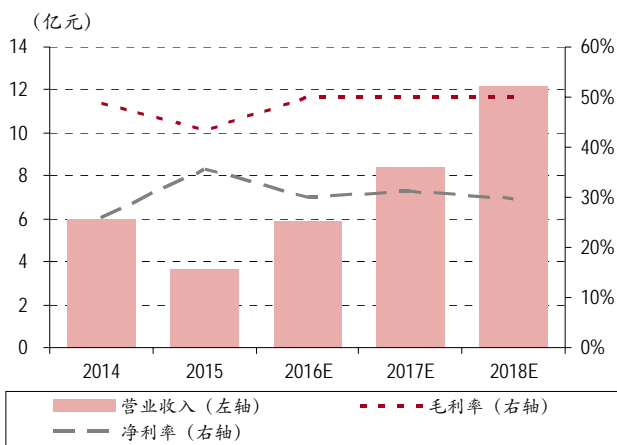
但我们认为公司确实由于 2010-2013 年中公司拿地量少并且不连续而导致了 2014-2016 年间的可售资源较少，从而间接导致了 2014-2015 年公司营业收入的大幅下降，但 2014-2016 年三年间公司加大拿地力度，年均拿地量是之前每年的 3-5 倍，这将为公司 2016 年之后的销售提供充足的可售货源，支撑公司在 2016 年之后业绩重回正轨。

因而我们预计公司房地产业务收入在 2016-2018 年三年中将获得复合增速达 59%，而同时预计公司出租车业务在 2016-2018 年三年中维持目前水平，复合增速为 0%，因而我们预计公司未来三年 2016-2018 年的主营业务收入分别为 5.9 亿元、8.4 亿元和 12.2 亿元。

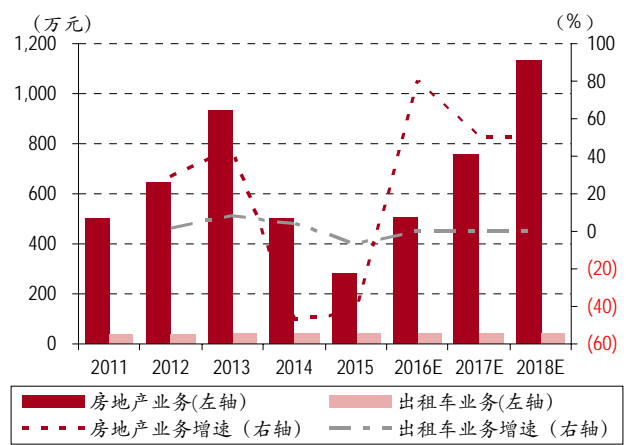
图表 52. 2010-2016 年华鑫股份按年度拿地统计



资料来源：公司数据，中银证券

图表 53. 2011-2018E 公司营业收入和利润率


资料来源: 万得资讯, 中银证券

图表 54. 2011-2018E 房地产业务和出租业务收入


资料来源: 万得资讯, 中银证券

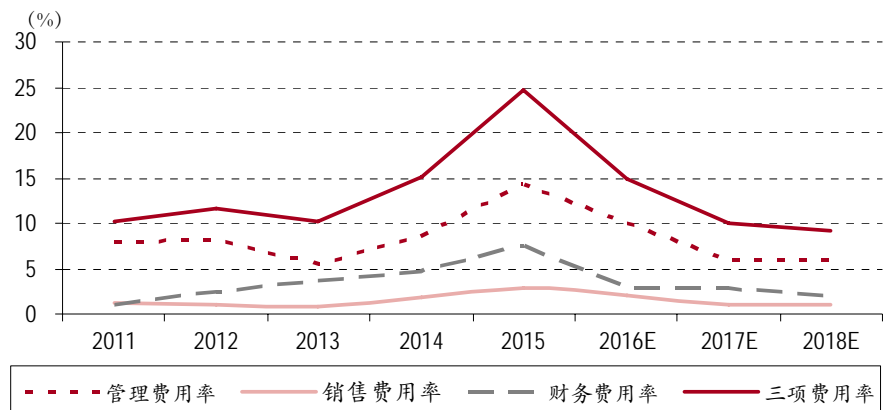
高毛率未售资源将支撑 16-18 年毛利率水平维持高位

毛利率方面, 随着传统电子产品业务的逐步退出, 营业收入结构中高毛利率的房地产业务的占比逐步增加, 自 2009 年以来, 公司主营业务收入的毛利率其实一直逐步有提升迹象, 公司总体毛利率从 2008 年的 9.3% 持续上升到 13-15 年维持在 40-50% 的高位水平。

鉴于目前公司未售项目部分的测算毛利率仍高达 67%, 因而预计我们在 2016-2018 年三年中公司房地产开发业务的毛利率仍将至少保持 47% 以上的毛利率, 而同时出租车业务的毛利率也相对中性的预计仍将保持 31% 左右, 因而我们预计公司未来三年 2016-2018 年的主营业务收入的毛利率将分别为 50%、50% 和 50%。

销售下滑和费用刚性致使 14-15 年费用率大增, 后续营收恢复改善费用率表现

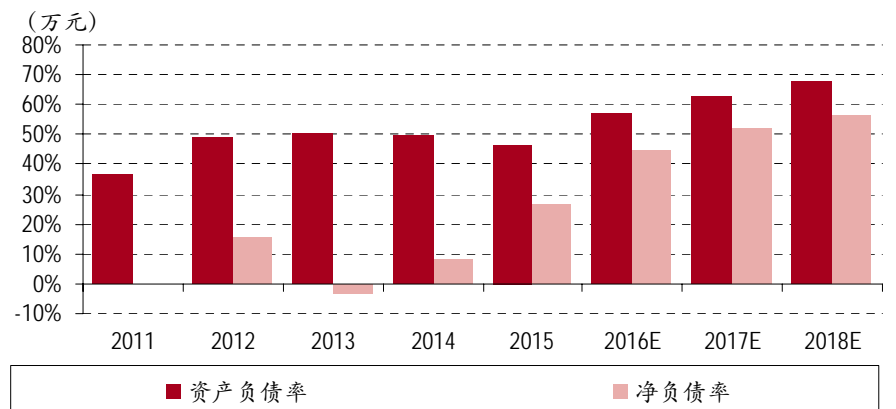
费用率方面, 2011-2013 年间公司三项费用率一直维持在 10% 的水平, 但到了 2014-2015 年间公司三项费用率大幅提升至 15% 和 25%, 我们认为这同样是由于 2010-2013 年间拿地少导致 2014-2015 年公司营业收入下降, 但同期三项费用却相对刚性, 从而推升了三项费用率的大幅提升, 但随着 2016 年之后销售的逐步恢复正常, 预计三项费用率也将逐步回归正常, 短期回归到 15% 的水平, 中长期则能回归到 10% 的水平。因而我们预计公司未来三年 2016-2018 年的三项费用率将分别为 14.9%、9.9% 和 9.1%。

图表 55. 2011-2018E 公司三项费用率


资料来源：公司数据，中银证券

拿地开工增多将小幅推升负债率水平，但仍远低于行业平均水平

负债率方面，相对而言公司拿地较小、投资进度也相对较慢，因而公司资产负债率水平一直比较低，一直稳定在 45% 上下，远低于行业平均水平，而由于 2014-2015 年拿地量增多推动净负债率有了一定程度的提升，2014 年和 2015 年的净负债率分别为 8% 和 27%，同样也仍远低于行业平均水平。随着 2016 年新拿地项目的开工逐步推进，预计后续的负债率将有所提升，但预计仍将会远低于行业平均水平，我们预计公司未来三年 2016-2018 年的资产负债率将分别为 57%、63% 和 67%，而同期净负债率将分别为 45%、52% 和 56%。

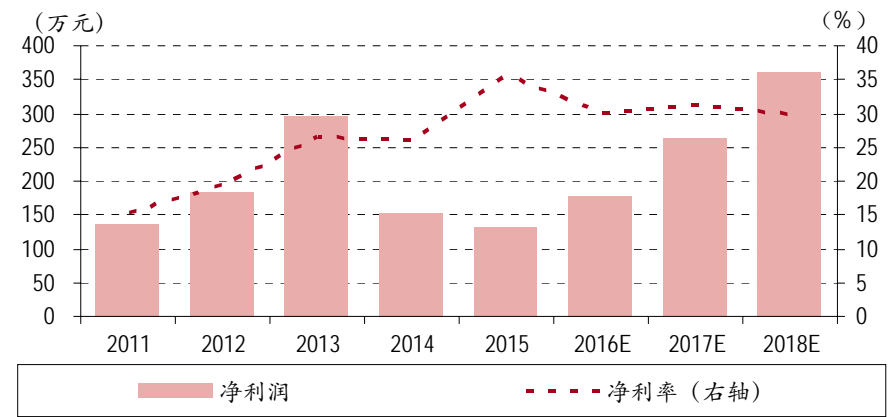
图表 56. 2011-2018E 公司资产负债率


资料来源：公司数据，中银证券

多因素推动业绩拐点已至，未来三年业绩复合增速达 41%

净利润方面，综合上述假设与推导，我们预计公司未来三年 2016-2018 年的净利率将分别为 36%、37% 和 35%，而同期净利润将分别为 1.8 亿元、2.6 亿元和 3.6 亿元，对应未来三年净利润增速分别为 37%、48% 和 37%，三年复合增速为 41%，对应未来三年的每股收益分别为 0.34 元、0.50 元和 0.69 元。

图表 57. 2011-2018E 公司净利润和净利率



资料来源：公司数据，中银证券

七、公司估值情况

公司 RNAV 估值 55-66 亿元，每股 RNAV 为 10.43-12.50 元/股

暂不考虑大股东华鑫置业承诺注入的物业资产，我们对公司存量的房地产项目储备进行价值重估：

1) 公司开发型房地产项目主要包括：浦东金领之都办公楼、青浦和松江工业园项目等，合计权益未结建筑面积约 89 万平方米，我们测算权益可结货值约 153 亿元，土地成本低廉，毛利率较高，合计重估增值 25.9 元。

2) 公司持有型房地产项目主要包括：浦东、徐汇、松江等工业办公项目，合计权益可租面积 13 万平方米，2015 年权益租金收入 1.1 亿元，成本法计量的投资性房地产账面成本 10.2 亿元，我们分别外用现金流折现法和物业价值重估法对其进行重估，分别测得重估增值 7.3 亿-18.2 亿元。

综上，我们测得公司地产 RNAV 增值 33.2 亿-44.1 亿元，华鑫证券重估增值 3.0 亿元，同时归属于母公司的净资产价值为 18.5 亿元，估计公司 RNAV 区间为 55-66 亿元，目前公司市值 56 亿元较之仍有一定程度的折价，提供一定的安全边际，对应每股 RNAV 为 10.43-12.50 元/股。

图表 58. 华鑫股份房地产开发货值、毛利率和重估增值测算

项目	权益 (%)	未结建面 (万平)	权益未结建面 (万平)	货值 (亿元)	权益货值 (亿元)	土地成本 (元/平米)	建安成本 (元/平米)	销售均价 (元/平米)	估算毛利率 (%)	重估增值 (亿元)
青浦工业园项目	100	25.30	25.30	25.3	25.3	1,577	4,000	10,000	41.3	4.22
松江工业园项目	51	53.33	27.20	106.7	54.4	500	4,000	20,000	76.4	6.66
苏州青剑湖项目	51	7.92	4.04	11.9	6.1	2,385	3,000	15,000	62.1	0.71
浦东金领之都一区二期	100	6.33	6.33	15.8	15.8	375**	5,000	25,000	77.4	3.83
浦东金领之都 B 区	100	1.50	1.50	2.3	2.3	10,540*	-*	15,000	25.5	0.20
浦东金领之都 C 区	68	11.88	8.08	11.9	8.1	4,175*	-*	10,000	55.7	1.18
浦东商城路 367 号	100	0.78	0.78	2.0	2.0	500**	5,000	25,000	76.9	0.50
浦东金穗路 1398 号项目	100	15.73	15.73	39.3	39.3	4,793	5,000	25,000	58.7	8.61
合计		122.78	88.96	215.1	153.2	1,599***		17,518	66.6	25.90

资料来源：公司数据，中银证券

注：*浦东金领之都 B 区和浦东金领之都 C 区都是在建工程项目收购而来，因而上述两个 10,540 元/平米和 4,175 元/平米两个收购楼面单价都已经包含了大部分建安成本，因而在估算过程中建安成本按 0 计算；**浦东金领之都一区二期的土地成本按照土地 50 万元/亩估算而来，浦东商城路 367 号的土地成本按照土地 50-60 万元/亩估算而来；***目前开发项目的总体楼面成本的测算中剔除了浦东金领之都 B 区和浦东金领之都 C 区项目中土地成本中包含的建设成本部分。

图表 59. 2015 年华鑫股份持有型物业租金情况

项目	地区	经营业态	权益 (%)	出租建面 (平米)	权益出租建面 (平米)	租金收入 (万元)	权益租金收入 (万元)	单位租金 (元/平米*天)	租金回报率 (%)	重估价 值 (亿元)	账面价 值 (亿元)	重估增 值 (亿元)
金领之都 A 区	上海浦东	工业办公	100	72,687	72,687	5,850	5,850	2.21	4	14.63		
松江工业园项目	上海松江	工业办公	100	9,705	9,705	191	191	0.54	4	0.48		
上南路 3120 号	上海浦东	工业办公	100	701	701	121	121	4.74	4	0.30		
商城路 367 号	上海浦东	工业办公	100	7,481	7,481	507	507	1.86	4	1.27		
宜山路 801 号	上海徐汇	工业办公	100	13,034	13,034	443	443	0.93	4	1.11		
沪太路 1082 号	上海闸北	工业办公	100	4,616	4,616	157	157	0.93	4	0.39		
华鑫海欣大厦 (利润表中计入上海福州路 投资性收益)	商业办公	50	41,800	20,900	8,156	4,078	5.45	4	10.20			
合计/平均 (不包括华鑫海欣大厦)				108,225	108,225	7,270	7,270	1.84				
合计/平均 (包括华鑫海欣大厦)				150,025	129,125	15,426	11,348	2.82		28.37	10.22*	18.15

资料来源: 公司数据, 中银证券

注: *持有型物业的账面价值=持有型物业+华鑫海欣的长期股权投资

图表 60. 华鑫股份持有型物业现金流 FCFF 和折现值 NPV 测算

(万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
投资性物业合计	11,348	11,632	11,923	12,221	12,526	12,839
增速(%)	NA	3	3	3	3	3
毛利润	11,348	5,816	5,961	6,110	6,263	6,420
毛利率(%)	NA	50	50	50	50	50
减: 营业税及附加	635	651	668	684	701	719
费用率(%)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
减: 管理和销售费用	1,943	1,163	1,192	1,222	1,253	1,284
费用率(%)	17.1	10	10	10	10	10
加: 折旧摊销	2,981	3,130	3,286	3,450	3,623	3,804
EBITDA	11,750	7,131	7,387	7,654	7,932	8,221
EBITDA(%)	104	61	62	63	63	64
减: CAPEX	939	986	1,036	1,087	1,142	1,199
减: 所得税	1,103	520	549	579	609	641
FCFF	9,708	5,625	5,803	5,988	6,181	6,381
NPV	174,767	178,263	181,762	185,259	188,745	192,214

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 61. 估值方式 1-持有型物业采用现金流折现法

(亿元)	持有型 物业	存货	华鑫 证券	归母 净资产
账面价值	10.22	13.64	2.57	18.50
重估增值	7.26	25.90	2.98	36.13
RNAV	17.48	39.53	5.55	54.64
股本				5.24
每股 RNAV				10.43

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 62. 估值方式 2-持有型物业采用租金回报率法

(亿元)	持有型 物业	存货	华鑫 证券	归母 净资产
账面价值	10.22	13.64	2.57	18.50
重估增值	18.15	25.90	2.98	47.03
RNAV	28.37	39.53	5.55	65.53
股本				5.24
每股 RNAV				12.50

资料来源: 公司数据, 中银证券

八、公司投资建议

首次覆盖并给予买入评级，并设定目标价 13.74 元

华鑫股份自 09 年以来转型商务不动产，是上海仪电系下唯一地产平台，后续有望承接仪电系位于上海市内较多的商务不动产资源，并随着仪电退二进三的推进而腾退产业用地的增加，将进一步扩大公司未来商务不动产的整合空间；同时公司也是目前仪电系下 3 个上市平台公司中唯一未重组的公司，而目前仪电系下信息、非银和地产三大业务中除信息外虽均未实现证券化、但却有证券化的需求，后续地产资源（华鑫置业）注入已是必然、非银资产注入或也不无可能；大股东华鑫置业承诺在 17 年底前注入地产资产，目前考虑到停牌+定增所需时间超过半年，所剩时间已然不多，洽遇上海国改步伐加快，公司资产整合或已不远；目前公司持有权益 102 万平商务地产，拿地成本较低，未开发物业毛利率超 60%，我们分别通过净利润折现、现金流折现和租金回报率等方法得公司 RNAV 为 55-66 亿元，提供一定安全边际；此外，公司 14-16 年拿地策略调整将推动 16 年后销售和业绩的反转，预计 16-18 年业绩复合增速可达 41%，而后续大股东资产注入将更强化业绩反转的判断。我们预计公司 2016-18 年每股收益分别为 0.34 元、0.50 元和 0.69 元，按照平均 RNAV60 亿元溢价 20% 给予目标市值 72 亿元，对应目标价 13.74 元，首次覆盖并给予**买入**评级。

附录 1：公司主要项目介绍

1、上海华鑫海欣大厦

华鑫海欣大厦（原金陵海欣大厦）由华鑫股份与海欣集团在 1997 年共同投资兴建，公司有 50% 股权，坐落于素有“上海文化街”美誉的福州路 666 号，西邻人民广场，东靠外滩金融区，北面南京路步行街，南望淮海路商业街，建筑总面积 4.18 万平方米，是一幢集写字楼、裙房商铺于一体的现代化甲级写字楼。

该大厦共有 26 层，地下 2 层车库，1 至 4 楼为裙房商铺，5 至 26 楼为办公楼层，于 2000 年 8 月竣工，10 月 17 日正式开业。大厦拥有金佰利中国总部、中国农业银行、英孚教育、委内瑞拉领事馆等高端客户，租赁入户率达到 99% 以上，日租金为 5.5 元/平米*天，目前年租金约 8,000 万元左右。

图表 63. 华鑫海欣大厦地理位置



资料来源：公司网站，中银证券

图表 64. 华鑫海欣大厦



资料来源：公司网站，中银证券

2、上海浦东金领之都 A 区

金领之都地处上海浦东金桥进出口加工区内，位于金海路 1000 号/新金桥路 1888 号，该项目属于金桥开发区中二次开发的成功案例，总占地面积 15.93 万平方米，容积率为 2.0，容积率建筑面积为 32.00 万平方米，另有地下建筑面积 5 万平方米，一共包括三区。

当初拿地成本仅为 40-50 万元/亩，目前公司持有在运营 7.3 万平方米和在建 6.3 万平方米，合计持有 13.6 万平方米，目前在建的 6.3 万平方米年底前可以销售，目前该项目的销售均价在 2.5-3 万元/平米，预计明年可以进入结算。

图表 65. 金领之都 A 区项目简介

金领之都 A 区		建筑面积	备注
一区	一期	5.70	完工
	二期	6.33	在建
二区	一期	5.07	完工
	二期	6.80	完工
	三期	6.80	完工
三区	一期	11.62	完工
	二期	NA	完工
合计		32.00	其中，公司持有在租 7.3 万平方米，在建 6.3 万平方米，合计持有 13.6 万平方米

资料来源：公司公告，百度百科，中银证券

图表 66. 金领之都 A 区地理位置



资料来源：金领之都官方网站，中银证券

图表 67. 金领之都 A 区三区



资料来源：公司网站，中银证券

图表 68. 金领之都 A 区三区



资料来源：公司网站，中银证券

3、上海浦东金领之都 B 区

金领之都 B 区为公司与 2012 年 1 月向上海拱北工贸有限公司收购地块，地址为上海浦东唐陆路 502 号及唐陆路 568 弄 1-19 号，坐落于金桥出口加工区北偏东位置，北接外高桥保税区、南接张江高科园区，比邻碧云国际社区。园区西临交通干道申江路，东靠唐陆路，南面（离该地块几百米）为川桥路。总用地面积 3.2，总建筑面积 4.3 万平米（地上 3.3 平米，地下 0.9 平米）。

整个房地产项目由 1 栋 12,135 平米的商务综合楼（另带地下室 3,335.7 平米）、18 栋 900-2,000 平米不等的独立商务别墅组成，每栋另带 250-750 平米采光地下室。

公司在 2012 年按照在建工程整体购入，并快速销售，回笼现金，截至 2015 年底，累计销售 2.7 万平米，剩余 1.5 万平米，销售均价约为 1.5 万元/平米。

图表 69. 金领之都 B 区



资料来源：公司网站，中银证券

图表 70. 金领之都 B 区



资料来源：公司网站，中银证券

4、上海浦东金领之都 C 区

金领之都 C 区为公司 2014 年向上海若兰投资有限公司购的 68% 股权，该项目位于南汇工业园区南区，建筑面积达 12 万平方米。南汇工业园区地处沪芦高速以东，北邻惠南镇、南至奉贤区。

项目周边多条高速公路环绕，可便捷通向全市各区域，距离轨道交通 16 号线的野生动物园站仅 5 分钟车程；沿六奉公路-南六公路可直通迪斯尼南乐园大门，车行约 10 分钟。截至 2015 年底，累计销售 1800 平方米，剩余可售近 12 万平方米，销售均价约 1 万元/平方米。

另外，由于该项目距离上海迪斯尼乐园较近，后续还将有升值空间。

图表 71. 金领之都 C 区



资料来源：公司网站，中银证券

图表 72. 金领之都 C 区



资料来源：公司网站，中银证券

5、上海浦东金穗路项目（PDP 项目）

公司与 2016 年 4 月向上海仪电电子股份有限公司以现金 5 亿元购得上海市浦东新区金穗路 1398 号地块工业房地产（PDP 项目），本项目位于上海浦东新区，东至金穗路，北至秦桥路，西至金吉路，南至榕桥路。原为上海仪电电子股份有限公司（以下称“电子股份”）存量土地，由下属松下等离子面板生产企业使用，现已歇业，厂房闲置。

该项目占地面积为 8.2 万平方米，目前地块上附着建筑面积为 5.5 万平方米，原容积率为 1.5，因而容积率建筑面积为 12.3 万平方米，但该地块由于政府原因占地面积调整为 7.9 万平方米，容积率提升为 2，调整后容积率建筑面积为 15.7 万平方米，目前该地块已获政府批准转性，但公司目前还未办理相关地块变更手续，预计金穗路项目因转性而补交地价的金额为 2.5 亿元，因而得出公司总体收购楼面单价为 2,705 元/平方米。

预计该项目明年动工，后年可以形成销售、并开始结算，预计届时销售均价约为 2.5-3 万元/平米。

图表 73. 金穗路项目地理位置



资料来源：百度地图，中银证券

6、上海松江工业园项目

公司于 2005 年 9 月获得了位于松江工业区西部园区的松开 V-4B 地块的土地使用权，地块用途为一类工业用地，占地面积 20 万平米（约 300 亩），容积率为 1.6，建筑面积约 32 万平米。项目位于松江大学城西侧的西部科技园区内，地处广富林路以南、鼎源路以西。项目所在区域周边分布有松江新城、大学城、天马山、佘山等高端居住、产业和教育资源，同时集聚了大业领地、时尚谷等生产性服务业园区，广富林遗址公园、世茂深坑酒店等文化旅游项目，以及建设中的高端商务园区佘山环球企业中心。

公司拟与上海松江经济技术开发建设集团有限公司合作成立上海华劼企业发展有限公司，拟共同开发上海市松江区鼎松路以东、广富林路以南、鼎源路-蓝宝光电以西、文俊路-蓝宝光电以北的约 500 亩地块（包括公司拥有的 300 亩），对应总建筑面积约 53 万平米。

华劼企业拟主要定位于引进检验检测、智能电子、智能溯源、生命科学等领域行业龙头企业，打造相关产业链，把项目建设成为融研发、办公、商业、休闲、居住为一体的一站式复合型智慧产业社区，本次投资有利于扩大公司经营规模、提高公司持续经营能力，将对公司的未来发展产生积极影响。

目前该项目预计在今年年底或明年年初开始动工，预计届时售价为 2 万元/平米，该项目预计在 2018 年开始销售，并在当年开始结算。

图表 74. 松江工业园项目



资料来源：公司网站，中银证券

7、苏州青剑湖项目

公司于 2014 年向苏州君地鸿赞置业有限公司购的该项目 51% 股权，项目位于苏州工业园区唯亭街道青剑湖板块，所在区域南北均为成片的居住区。地块东临青剑湖、西临阳澄湖，周边 3 公里范围内有青剑湖别墅区、阳澄湖生态旅游度假区等成熟社区，周边商业也在不断开发建设中。

项目占地面积 3.18 万平方米，地上建筑面积 7.95 万平方米，该项目是一个面向青剑湖板块周边社区及季节性旅游客群的商业办公休闲综合体，由四栋小户型办公楼、一栋酒店及商业街组成。其中，商业 2 万平米，销售均价 2 万元/平米，类住宅 5 万多平米，销售均价 1.3 万元/平米，目前该项目今年也进入销售阶段，预计今、明年可以开始结算。

图表 75. 青剑湖项目



资料来源：公司网站，中银证券

图表 76. 青剑湖项目



资料来源：公司网站，中银证券

附录 2：参考资料

- [1]《上海仪电(集团)有限公司 2016 年度第一期超短期融资券募集说明书》，2016
- [2]《上海仪电集团社会责任报告》，2013、2014、2015
- [3]《仪电电子资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书(修订稿)》，2015

附录 3：相关报告

如阁下您需要进一步了解浦东金桥的相关信息，请参见中银证券地产团队关于浦东金桥的主要研究报告：

华鑫股份首次覆盖深度报告—《仪电系唯一地产平台，沪国改风加速整合临近》，出版于 2016 年 7 月 22 日。

研究报告中所提及的有关上市公司

华鑫股份 (600621.CH / 人民币 10.65, 买入)

云赛智联 (600602.CH / 人民币 10.56, 未有评级)

飞乐音响 (000651.CH / 人民币 13.13, 未有评级)

中安消 (600654.CH / 人民币 18.54, 未有评级)

以 2016 年 7 月 21 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	597	365	589	841	1,218
销售成本	(359)	(227)	(378)	(538)	(778)
经营费用	(31)	(33)	(38)	(24)	(49)
息税折旧前利润	208	105	173	278	392
折旧及摊销	(31)	(30)	(33)	(35)	(36)
经营利润(息税前利润)	177	75	140	244	355
净利息收入/(费用)	19	(4)	20	29	51
其他收益/(损失)	31	76	76	76	76
税前利润	183	124	199	295	406
所得税	(31)	(11)	(30)	(44)	(61)
少数股东权益	3	18	8	13	17
净利润	155	130	178	264	362
核心净利润	155	130	178	264	362
每股收益(人民币)	0.295	0.249	0.339	0.503	0.691
核心每股收益(人民币)	0.295	0.249	0.339	0.503	0.691
每股股息(人民币)	0.090	0.075	0.102	0.151	0.207
收入增长(%)	(47)	(39)	61	43	45
息税前利润增长(%)	(53)	(57)	86	74	46
息税折旧前利润增长(%)	(50)	(49)	64	61	41
每股收益增长(%)	(48)	(16)	36	48	37
核心每股收益增长(%)	(48)	(16)	36	48	37

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	183	124	199	295	406
折旧与摊销	31	30	33	35	36
净利息费用	25	28	17	24	25
运营资本变动	(238)	(142)	(821)	(571)	(668)
税金	(31)	(11)	(30)	(44)	(61)
其他经营现金流	12	(44)	(67)	(68)	(69)
经营活动产生的现金流	(17)	(16)	(669)	(329)	(331)
购买固定资产净值	(9)	(12)	(0)	(0)	(1)
投资减少/增加	55	91	37	53	77
其他投资现金流	(76)	(245)	142	52	69
投资活动产生的现金流	(30)	(166)	179	105	144
净增权益	19	0	0	0	0
净增债务	60	(222)	754	646	819
支付股息	(158)	(108)	(53)	(79)	(109)
其他融资现金流	(15)	7	142	52	69
融资活动产生的现金流	(94)	(323)	842	619	779
现金变动	(141)	(506)	352	395	592
期初现金	1,222	1,080	575	927	1,322
公司自由现金流	(47)	(183)	(490)	(225)	(187)
权益自由现金流	13	(405)	263	422	632

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,080	575	927	1,322	1,916
应收帐款	82	28	45	65	93
库存	1,349	1,364	2,179	2,942	3,898
其他流动资产	62	20	5	7	10
流动资产总计	2,574	1,987	3,156	4,336	5,918
固定资产	141	141	168	196	224
无形资产	92	92	88	83	79
其他长期资产	850	1,379	1,353	1,334	1,334
长期资产总计	1,084	1,613	1,608	1,614	1,637
总资产	3,658	3,600	4,764	5,950	7,554
应付帐款	371	291	458	646	928
短期债务	750	389	1,143	1,789	2,608
其他流动负债	209	291	186	265	384
流动负债总计	1,330	972	1,787	2,700	3,919
长期借款	480	698	698	698	698
其他长期负债	4	7	235	329	469
股本	524	524	524	524	524
储备	1,229	1,326	1,454	1,642	1,899
股东权益	1,753	1,850	1,978	2,166	2,423
少数股东权益	90	72	66	57	45
总负债及权益	3,658	3,600	4,764	5,950	7,554
每股帐面价值(人民币)	3.35	3.53	3.77	4.13	4.62
每股有形资产(人民币)	3.17	3.35	3.61	3.97	4.46
每股净负债/(现金)(人民币)	0.29	0.98	1.74	2.22	2.65

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.8	28.8	29.4	33.1	32.1
息税前利润率(%)	29.6	20.7	23.8	29.0	29.2
税前利润率(%)	30.6	33.9	33.8	35.1	33.3
净利率(%)	25.9	35.7	30.2	31.4	29.7
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.0	1.8	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	2.5	1.5	2.6	3.2	3.5
净权益负债率(%)	8.1	26.6	44.7	52.4	56.3
速动比率(倍)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	36.1	42.8	31.4	21.2	15.4
核心业务市盈率(倍)	36.1	42.8	31.4	21.2	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	46.5	55.2	40.5	27.3	19.9
市净率(倍)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3
价格/现金流(倍)	(327.6)	(340.5)	(8.3)	(16.9)	(16.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.6	57.9	37.6	24.2	17.8
周转率					
存货周转天数	1,058.8	2,177.8	1,709.5	1,737.3	1,605.2
应收帐款周转天数	132.4	54.8	22.7	23.8	23.7
应付帐款周转天数	222.4	330.9	232.3	239.7	235.8
回报率					
股息支付率(%)	36.6	33.1	35.3	35.3	35.3
净资产收益率(%)	9.0	7.2	9.3	12.7	15.8
资产收益率(%)	4.2	1.9	2.8	3.9	4.5
已运用资本收益率(%)	7.5	3.3	5.1	6.9	8.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371