

上实发展 (600748)
强烈推荐
行业：房地产开发

东滩开发及同业竞争解决，值得期待

年初来我们率先多次报告推荐公司，近期，又多次提示崇明撤县改区给公司带来的投资机会，期间股价最大涨幅 50%。接下来，集团同业竞争的解决带来实质影响更值得期待。

投资要点：

- ✧ **崇明撤县改区落地，我们在一季报点评中即提示崇明岛建设提速推进提升东滩土地开发价值。**日前，经国务院批准，撤销崇明县，设立上海市崇明区。这标志着崇明在上海市政府直管地位的提升，崇明岛建设将提速。集团在崇明东滩地区总共有 86 平方公里土地，近半可开发，公司已介入大型东滩长者社区开发，规划建面近 100 万方，供上万人养老居住。崇明岛总面积 326km²，生态环境优越，上海主城至崇明岛的地铁线路即将开工，若开通将加速崇明岛的开发。5 月崇明三岛之一的长兴岛出让 2 地块，楼面价达 1.5/1.6 万元/平米，溢价率 219%/229%，**崇明本岛的销售均价 2-3 万元/平米，上海的价值洼地。集团及公司在崇明东滩未来的开发价值仍待我们重新认识和发掘。**
- ✧ **离集团承诺解决同业竞争时间不足 1 年，整合迫在眉睫，上实城开货值超 1200 亿元，值得期待。**上实集团承诺 2017 年年中前要解决上实发展与上实城开的同业竞争问题，时间短任务重，整合迫在眉睫。据我们测算，截止 15 年底上实城开剩余货值是公司的 1.25 倍，上实城开拥有项目未结算面积约 399 万方，其中上海约 120 万方，总计货值超过 1200 亿元；公司目前项目未结算建面约 440 万方（权益口径约 300 万方），货值超 900 亿元，其中上海超 130 万方。近期上海静安、虹口分别拍出 10 万元/7.3 万元楼板地价，引发市场对上海优质项目的重估，公司自身及依托集团在资源获取优势明显，在手项目开发价值有望提高。
- ✧ **关注高管变化及同业竞争问题解决的进程。**年初以来，公司副总裁柴会民先生、董事会秘书阚兆森先生分别辞去职务，5 月新聘任胡文魄先生、陆雁女士为公司副总裁，聘任胡文魄先生兼任公司董事会秘书。
- ✧ **我们持续关注国企改革下公司的投资机会。**年初公司完成定增为集团资源整合迈出关键一步。下一步同业竞争问题的解决将使公司的发展进入实质快车道，更值得期待。年初以来，我们多份报告推荐公司，并率先提示崇明建设提速及撤县改区带来的投资机会，期间股价最大涨幅 50%。考虑公司资产价值 16.11 元/股、近期可能的管理层人事变化以及解决同业竞争催化，“产业 X+地产”创新运作模式等带来的历史性发展机遇，**提升 6 个月高目标价至 16 元。预测 16-18EPS0.44/0.51/0.58 元，对应 PE30/26/23 倍，再次“强烈推荐”。**
- ✧ **风险提示：**集团资源整合不及预期；创新业务回报周期长。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6619	7194	7925	9045
收入同比(%)	9%	8.7%	10%	14%
归属母公司净利润	520	619	725	823
净利润同比(%)	-43%	19%	17%	14%
毛利率(%)	34.9%	36.5%	36.5%	36.4%
ROE(%)	10.9%	6.7%	7.3%	7.8%
每股收益(元)	0.37	0.44	0.51	0.58
P/E	36.32	30.46	26.03	22.93
P/B	3.96	2.05	1.91	1.78
EV/EBITDA	20	17	15	14

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 16

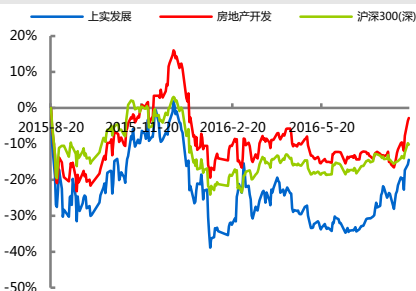
当前股价： 12.09

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,419
流通股本(百万股)	1,083
总市值(亿元)	172
流通市值(亿元)	131
成交量(百万股)	20.15
成交额(百万元)	243.69

股价表现



相关报告

《上实发展-营收和净利大增，股价安全垫突出》2016-05-03

《上实发展-改革砥砺前行，整合迫在眉睫》2016-03-30

《上实发展-上海国企改革先行者》2016-02-24

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	24675	24979	26439	28037
现金	5458	5343	5814	4926
应收账款	4	4	5	5
其它应收款	3390	3597	3962	4070
预付账款	39	41	46	52
存货	15750	15993	16612	18984
其他	34	0	0	0
非流动资产	2600	3230	3247	3287
长期投资	318	318	318	318
固定资产	32	93	125	147
无形资产	1	1	5	12
其他	2250	2818	2799	2811
资产总计	27275	28209	29685	31325
流动负债	12566	10819	10467	11186
短期借款	2000	1000	1000	1000
应付账款	1625	1599	1762	2013
其他	8941	8220	7705	8173
非流动负债	9196	7276	8260	8257
长期借款	6833	6833	7833	7833
其他	2364	444	427	425
负债合计	21763	18095	18727	19443
少数股东权益	741	909	1091	1263
股本	1083	1419	1419	1419
资本公积	34	3553	3553	3553
留存收益	3371	4232	4895	5646
归属母公司股东权益	4771	9205	9868	10618
负债和股东权益	27275	28209	29685	31325

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-1350	228	-169	-605
净利润	605	787	906	996
折旧摊销	7	13	26	37
财务费用	283	428	385	464
投资损失	-163	-200	-200	-200
营运资金变动	-2201	-755	-1279	-1893
其它	120	-46	-7	-8
投资活动现金流	-475	-420	149	127
资本支出	7	600	60	60
长期投资	322	25	-12	6
其他	-146	205	196	193
筹资活动现金流	1631	77	491	-411
短期借款	530	-1000	0	0
长期借款	465	0	1000	0
普通股增加	0	336	0	0
资本公积增加	-2568	3520	0	0
其他	3204	-2778	-509	-411
现金净增加额	-194	-115	471	-888

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6619	7194	7925	9045
营业成本	4311	4569	5034	5753
营业税金及附加	842	915	1008	1151
营业费用	164	160	176	201
管理费用	275	271	314	350
财务费用	283	428	385	464
资产减值损失	-66	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	163	200	200	200
营业利润	973	1050	1207	1327
营业外收入	36	0	30	30
营业外支出	29	0	29	29
利润总额	979	1050	1208	1328
所得税	375	262	302	332
净利润	605	787	906	996
少数股东损益	85	168	181	173
归属母公司净利润	520	619	725	823
EBITDA	1262	1491	1618	1827
EPS (元)	0.48	0.44	0.51	0.58

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	9.3%	8.7%	10.2%	14.1%
营业利润	-25.3%	8.0%	15.0%	9.9%
归属于母公司净利润	-43.5%	19.2%	17.0%	13.6%
获利能力				
毛利率	34.9%	36.5%	36.5%	36.4%
净利率	7.9%	8.6%	9.1%	9.1%
ROE	10.9%	6.7%	7.3%	7.8%
ROIC	6.9%	8.7%	8.5%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	79.8%	64.1%	63.1%	62.1%
净负债比率	50.76%	54.12%	57.31%	55.84%
流动比率	1.96	2.31	2.53	2.51
速动比率	0.71	0.83	0.94	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.26	0.27	0.30
应收账款周转率	389	1756	1768	1797
应付账款周转率	2.75	2.83	3.00	3.05
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.44	0.51	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.95	0.16	-0.12	-0.43
每股净资产(最新摊薄)	3.36	6.49	6.95	7.48
估值比率				
P/E	36.32	30.46	26.03	22.93
P/B	3.96	2.05	1.91	1.78
EV/EBITDA	20	17	15	14

相关报告

报告日期	报告标题
2016-05-03	《上实发展-营收和净利大增，股价安全垫突出》
2016-03-30	《上实发展-改革砥砺前行，整合迫在眉睫》
2016-02-24	《上实发展-上海国企改革先行者》
2016-01-18	《上实发展-集团资源支撑估值，城市运营打开空间》
2015-12-23	《上实发展-定增核准拉开国企改革及城市运营升级序幕》
2015-11-27	《上实发展-开启集团资源整合，智慧城市运营新模式》
2015-10-09	《上实发展-若顺利整合转型，估值可期》
2010-02-26	《上实发展-业绩符合预期，今年增长有保障》
2009-10-23	《上实发展-销售迅速增长，业绩提升看来年》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434