

上实发展 (600748)

强烈推荐

行业：房地产开发

销售再创新高，北外滩音乐剧生态圈诞生

公司公告 2016 年三季报，1-9 月营收 37.22 亿元 (+47.09%)，归母净利润 3.16 亿元 (+5.31%)，扣非净利润 2.87 亿元+170.23%，EPS0.22 元-21.4%。

投资要点：

- ✧ **销售再创新高，业绩持续释放。**房产销售收入结转增加以及新增建筑施工工程项目收入使业绩大增，1-9 月营收 37.22 亿元+47.1%，归母净利润 3.16 亿元+5.3%，扣非净利润 2.87 亿元+170.2%。**销售保持高速增长**，1-9 月实现合约销售 82.18 亿元，是 2015 全的 2.09 倍。其中 7-9 月累计实现合约销售金额 42.45 亿元、面积 26.39 万方。主要销售贡献来自上海，1-9 月签约 54.68 万方其中上海 26.9 万方、苏杭合计 10.8 万方。深耕上海为中心的长三角和青岛、成渝、泉州等 10 城，在沪及周边土储优良，显著受益于本轮市场热度的提升，也较好的抓住了市场销售窗口。公司 1-9 月新开工面积 29.17 万方，竣工面积 38.32 万方，其中竣工主要位于上海 20 万方、苏州 9 万方、绍兴&湖州 9 万方，为结算打下基础。
- ✧ **财务状况持续改善，业绩锁定性佳。**至 9 月底资产负债率 71%、净负债率 61%，较上年末分别降 11、76pc。货币资金 76.6 亿元，超过短债 32.5 亿元。年初定增 39.02 亿元；3 月以 4.92% 的利率发行 5 年期 10 亿元公司债、10 亿元 5 年期公司债利率 3.23%；6 月以 4.95% 的利率发行 10 亿元 3 年期中票。预收款 58.0 亿元较年初增 179.5%，业绩锁定强。三费率 11.7%，较上年同期下降 23 个百分点。
- ✧ **“产业 X+地产”创新模式的实践，北外滩打造音乐剧生态圈。**2016 年 9 月公司与倪德伦环球注册合资公司“上实倪德伦”，注册资本人民币 1000 万元，双方各持股 50%。倪德伦家族有着百年悠久的剧场管理运营历史和音乐剧资源，其目前在百老汇已经拥有了 9 家剧院，占该类剧院总数的近一半；百老汇之外还拥有 17 家美国剧院和 3 家伦敦西区剧院。参与投资、制作和承演超过 300 多部百老汇演出，其中很多曾获得美国戏剧节最高奖，有戏剧奥斯卡支撑的“托尼奖”的首肯，如《狮子王》《汉密尔顿》等。剧院之外，倪德伦家族还涉足于体育赛事、电视广播和有线电视节目制作等领域，并开发了户外现场演出业务，签约歌手包括 U2、席琳·迪翁、芭芭拉·史翠珊等。虹口北外滩区域拥有独特的文化历史资源积淀，历史上，这里也是上海东方百老汇的发源地。**发挥双方优势资源合力打造上海首家专业的音乐剧演出剧院——上实中心剧院，2020 年在北外滩落成，届时将有品牌驻唱，丰富的剧目演出资源及高品质的硬件设施和运营管理，将引入、教育、培训产生更多的百老汇及国内外优质音乐剧，推动中国音乐剧生态圈的形成，打造北外滩区域文化、餐饮、购物、休闲服务综合体。**在上海剧院落成之前，将尽快启动全国巡演。
- ✧ **持续关注国企改革下公司的投资机会。**年初定增完成成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。同时产业 X+地产的实践，如 we+众创空间、产业投资基金、北外滩文化地产等都值得期待。集团崇明东区域开发、公司东滩养老项目建设等，都可能成为公司股价的催化剂。资产价值 11.5 元/股，16-18EPS0.34/0.39/0.45 元，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)	0.28	0.34	0.39	0.45
P/E	30.53	25.61	21.88	19.27
P/B	3.32	1.72	1.61	1.49
EV/EBITDA	17	15	13	12

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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： 11.5

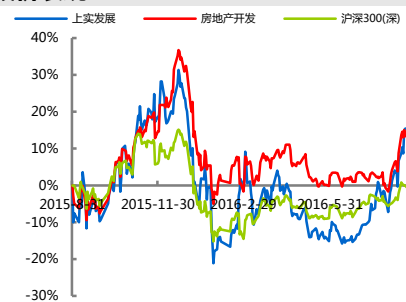
当前股价： 8.72

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,845
流通股本(百万股)	1,408
总市值(亿元)	161
流通市值(亿元)	123
成交量(百万股)	21.48
成交额(百万元)	187.11

股价表现



相关报告

《上实发展-业绩释放超预期》

2016-08-29

《上实发展-东滩开发及同业竞争解决，值得期待》2016-08-18

《上实发展-营收和净利大增，股价安全垫突出》2016-05-03

秉承“立体互联互通、文旅产业汇聚、商贸金融并举”的开发理念，上实集团拟对北外滩区域 6 幅地块进行整体规划及开发。上实中心剧院，是上实集团虹口区北外滩开发规划蓝图的一个重要组成部分。

上实发展与倪德伦环球有限公司联合成立**上实倪德伦文化发展有限公司**,发挥双方优势资源合力打造上海首家专业的音乐剧演出剧院——上实中心剧院(暂定名),预计2020年落成。以丰富的剧目演出资源及高品质的硬件设施和运营管理,引入更多的百老汇及国内外优质音乐剧,将推动中国音乐剧生态圈的形成,同时,合资公司将着眼未来,拟将教育、培训作为主营业务之一。

图 1 北外滩地块区位



资料来源：公司公告、百度地图、中国中投证券研究总部

图 2 上实中心剧院选择美国著名的 WRL 韦斯莱的设计，设计理念为“会发光的珍珠”



资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

倪德伦环球娱乐有限公司成立于 2001 年，是倪德伦家族企业的一部分。倪德伦家族于 1912 年收购了底特律歌剧院，进军现场娱乐行业。此后又管理了两家底特律剧院，然后逐步拓展至百老汇剧院。目前倪德伦家族在百老汇已经拥有了 9 家剧院，占该类剧院总数的近一半，百老汇之外还拥有 17 家美国剧院和 3 家伦敦西区剧院。剧院之外，倪德伦家族还涉足了体育赛事、电视广播和有线电视节目制作等领域，并开发了户外现场演出业务，签约歌手包括 U2、席琳·迪翁、芭芭拉·史翠珊等。

倪德伦演出的专业领域覆盖剧院管理和现场娱乐的营销、管理、广告、票务等各个方面。过去 90 多年中参与投资、制作和乘演过超过 300 多部百老汇演出，其中很多曾获得美国戏剧节最高奖，有戏剧奥斯卡支撑的“托尼奖”的首肯。百老汇票房前三名的演出都在倪德伦家族的剧院上演，包括迪士尼经典名剧《狮子王》，环球影业史上吸金能力最强的热门音乐剧《女巫前传》，以及目前热门的饶舌乐历史题材音乐剧《汉密尔顿》。此外还有《美女与野兽》、《国王与我》、《屋顶上的提琴手》、《发胶明星梦》、《芝加哥》、《日落大道》等。

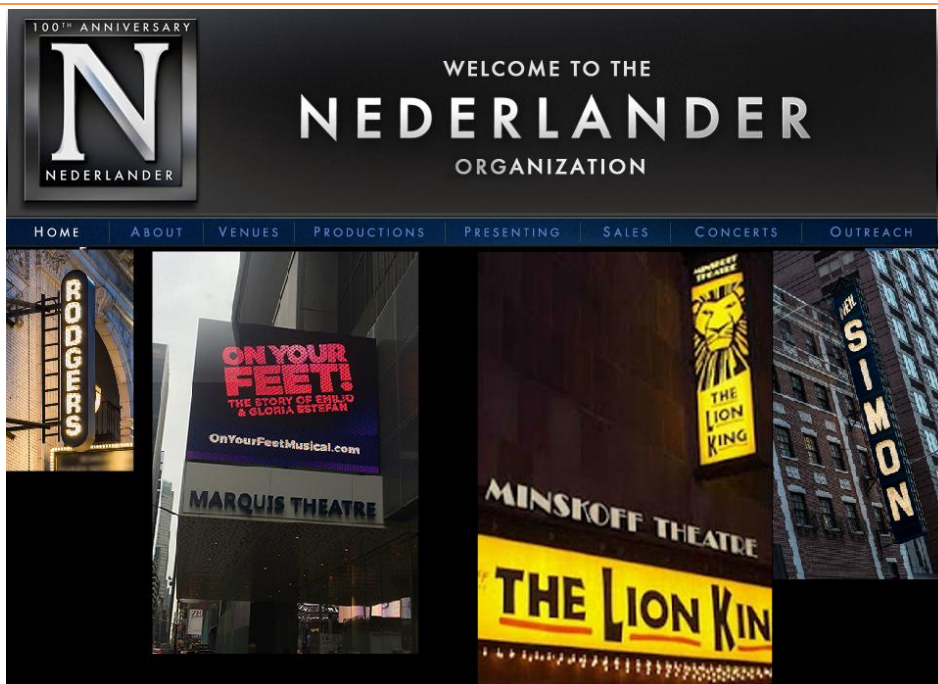
在中美文化交流方面，倪德伦家族更扮演过非常重要的角色：早在上世纪 70 年代初，老罗伯特·倪德伦先生就曾配合美国政府专门接待中国乒乓球队访问美国进行交流，此举推动了中美两国正式建立外交关系，随后罗伯特·倪德伦先生率领一个由大学教授和学者组成的代表团回访了中国，并受到了周恩来总理的热情接待；2007 年，倪德伦公司将百老汇音乐剧《42nd Street》引进中国进行巡演，至今已先后将 5 部不同规模的演出带到中国。

图 3 9月27日，上实倪德伦文化发展有限公司揭牌仪式



资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

图 4 倪德伦公司官网



资料来源：中国中投证券研究总部 <http://www.nederlander.com/>

图 5 近几年主要作品



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

附 2：公司主要财务指标（注：合并报表 16 年前数据未追溯调整）

图 1：经营情况

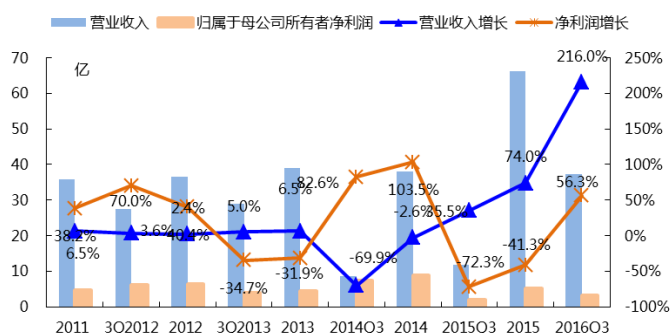


图 2：EPS 和 ROE

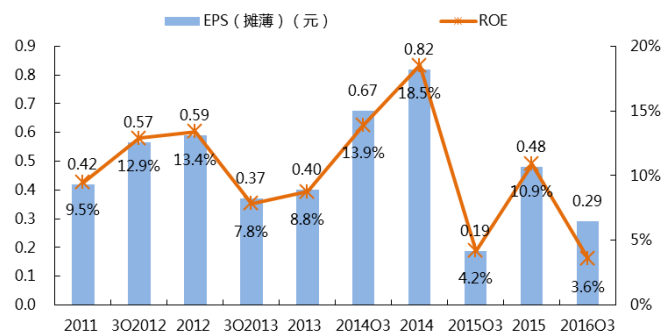


图 3：综合毛利率和净利率

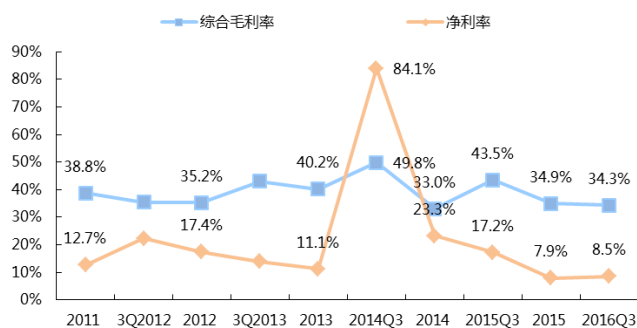


图 4：三费水平

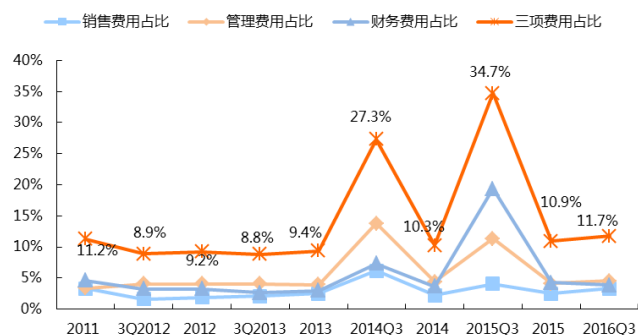


图 5：货币资金和短期负债

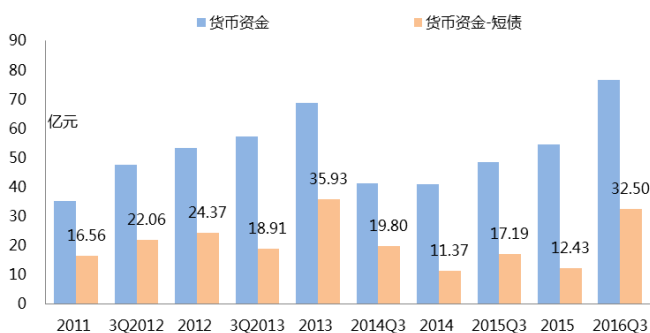
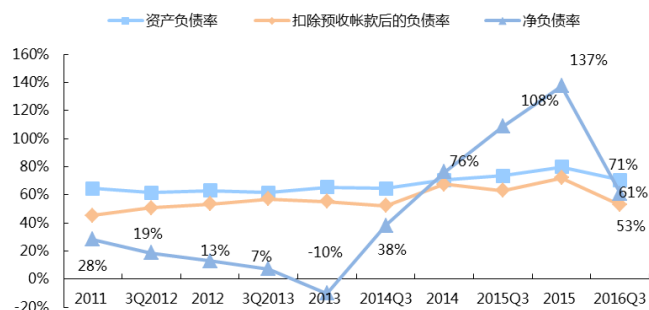


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

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	1845	1845	1845
资本公积	34	3128	3128	3128
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	761	0	0
资本公积增加	-2568	3094	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	0.34	0.39	0.45

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)	0.28	0.34	0.39	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.73	0.12	-0.09	-0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.59	4.99	5.35	5.76
估值比率				
P/E	30.53	25.61	21.88	19.27
P/B	3.32	1.72	1.61	1.49
EV/EBITDA	17	15	13	12

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-29	《上实发展-业绩释放超预期》
2016-08-18	《上实发展-东滩开发及同业竞争解决，值得期待》
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	北京市	上海市
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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434