



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 地产业务升级 集团资源丰富

### ——长三角系列报告之上实发展（600748）篇

2016年11月08日

强烈推荐/维持

上实发展

深度报告

#### 报告摘要:

**大量优质土地储备保障未来业务发展。**除公司自有的土地储备外，伴随着2017年中解决同业竞争问题的预期，我们认为集团所拥有的大量优质土地储备未来有望注入公司进而实现业务规模的进一步扩张。

◆ 截止2015年底，公司新增土地储备50.69万方，未开发土地储备面积64.68万方，在建中的建面201.68万方，总建筑面积超过500万方，其中上海地区占比超过1/3。

◆ 上实集团拥有崇明东滩的开发权为其最大的待开发资源，总面积86平方公里，目前养老项目已开发面积30万方，项目总体设计规模为100万方，总投入约120亿元。

**全年销售额已经实现历史新高。**2016年前三季度，公司的签约销售额为82.2亿元，签约销售面积达54.7万方，按照当前销售进度，我们预期年内销售额将创新高。

**地产业务转型升级成效显著。**公司在传统住宅地产开发的基础上，实现模式升级，已形成“文化地产、金融地产、养老产业和新兴产业”四大模式。

**公司盈利预测及投资评级。**公司是上海国资龙头房企，在传统住宅地产开发的基础上形成了“文化地产、金融地产、养老产业和新兴产业”四个地产升级模式。公司拥有大量优质土地储备，同时有望显著受益于集团重组地产资源机遇。

◆ 在不考虑预期注入资产的收益下，我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为86.7亿元、96.3亿元和120.9亿元；每股收益分别为0.37元、0.43元和0.54元，对应PE分别为21.13、19.14和15.12；NAV为12.32元，较当前股价折让33%。给予公司6个月目标价12元，维持公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,803.10	6,619.18	8,670.09	9,632.51	12,089.4
增长率（%）	-2.60%	74.05%	30.98%	11.10%	25.51%
净利润（百万元）	885.32	519.65	685.86	793.29	1,003.80
增长率（%）	103.50%	-41.30%	31.98%	15.66%	26.54%
净资产收益率（%）	18.51%	10.89%	11.52%	12.41%	14.46%
每股收益（元）	0.82	0.48	0.37	0.43	0.54
PE	10.04	17.15	22.13	19.14	15.12
PB	1.86	1.87	2.55	2.38	2.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

#### 梁小翠

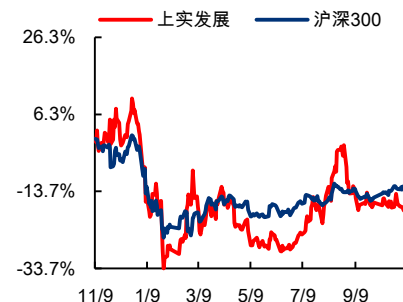
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间（元）	8.23-13.28
总市值（亿元）	151.81
流通市值（亿元）	115.91
总股本/流通A股（万股）	184456/140838
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.09

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《上实发展（600748）：国企改革排头兵，新旧交融促转型》2016-03-31
- 2、《上实发展（600748）：夯实主业 多元发展》2015-06-04

## 目 录

1. 公司是上海国资房企的重要平台 .....	4
1.1 集团资源丰富 .....	4
1.2 大量优质土地储备奠定未来增长基础 .....	6
2. 地产业务转型升级的四大模式 .....	9
2.1 文化地产引领者 .....	9
2.2 金融地产受益者 .....	10
2.3 养老产业先驱者 .....	11
2.4 新兴业务开拓者 .....	12
3. 估值及盈利预测 .....	13
4. 投资评级 .....	15
5. 风险提示 .....	15

## 表格目录

表 1：2015 年新增土地储备 .....	7
表 2：上实城开主要投资物业 .....	9
表 3：公司收入预测表 .....	14
表 4：公司 NAV 估值表 .....	14
表 5：公司盈利预测表 .....	16

## 插图目录

图 1:公司基于地产开发主业升级而产生的 4 个细分业务领域 .....	4
图 2:公司与控股股东之间的产权及控制关系图 .....	5
图 3:上实集团“1+4+X”产业布局战略 .....	5
图 4:上实集团的 5 大上市平台 .....	6
图 5:近几年公司销售金额及同比增速 .....	7
图 6:近几年公司销售面积及同比增速 .....	7
图 7:公司主要地区未开发土地储备情况 .....	8
图 8:上实城开近五年可售建面情况 .....	8
图 9:上实城开持有型物业情况 .....	8
图 10:虹口 324-01 地块地理位置 .....	10
图 11:上海“黄金三角” .....	10
图 12:青岛国际啤酒城项目效果图 .....	11
图 13:青岛各区域 10 月房价 .....	11
图 14:长者活力社区效果图 .....	12
图 15:我国养老服务业市场规模 .....	12
图 16: WE+上海金钟广场项目实拍图 1 .....	13
图 17: WE+上海金钟广场项目实拍图 2 .....	13
图 18: 近 5 年房屋销售收入及毛利情况 .....	14
图 19: 近 5 年房屋租赁和物业管理收入及毛利情况 .....	14

## 1. 公司是上海国资房企的重要平台

公司是上海国资知名房企，以传统住宅开发和商业地产为基，自 2013 年开始进行原主业的升级，沿产业链向下进行特色化的延伸，已经在文化地产、金融地产、养老地产和新兴产业 4 个细分领域形成强有力的竞争力量。

图 1:公司基于地产开发主业升级而产生的 4 个细分业务领域



资料来源：东兴证券研究所

作为我国经济金融中心，上海的国企改革始终走在全国各省市的前列，13 年的上海国企改革以“并购、混改”为关键词，奠定了上海国企改革先行者的地位。自 2015 年 9 月国企改革顶层方案设计出台后，上海国企改革进程加速。预期公司有望享受整个上海市国资背景地产资源整合进程。

### 1.1 集团资源丰富

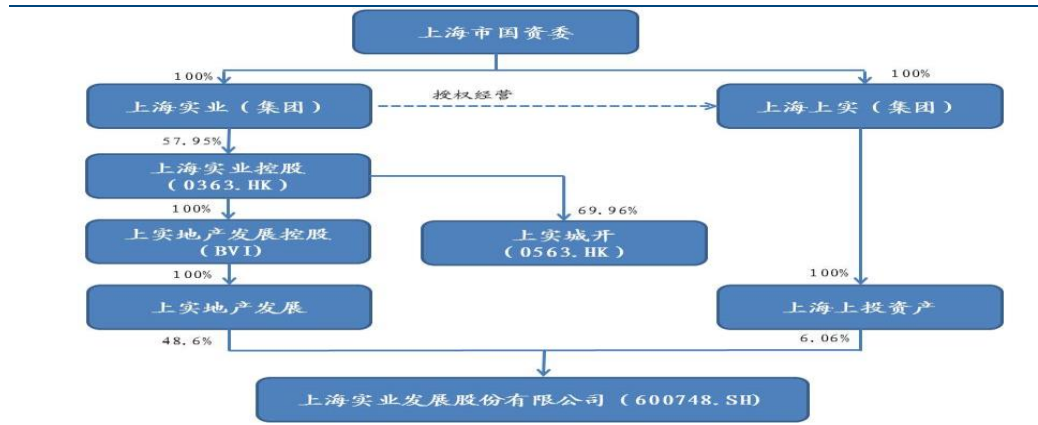
公司大股东上实集团是上海市政府在香港的窗口企业，由上海市国资委全资控股。截止 2015 年底，上实集团总资产 3066 亿港元，营收 1513 亿港元，归母净利润约 32 亿港元。集团各项盈利指标在上海国资系统中排名靠前，是上海综合实力较强的国资背景集团公司之一。

公司股权变动历程如下：

- ◆ 2002 年，上海上实集团旗下地产业务通过借壳上市，由上海上实控股，由上海上实由上实集团授权经营。
- ◆ 2007 年，公司通过定增+自筹资金方式向上海上实、上实投资、上实置业收购 23 家房企股权，其中上实物业 65%股权和青岛啤酒城项目公司 80%股权进入公司。
- ◆ 2011 年，上市集团内部资源整合，将上海上实所持 63.65%收购至上海实业控股（0363.HK）旗下，由其全资子公司上实地产发展实际控股，由此形成上海实业控股旗下的 H 股上市公司上实城开和 A 股上市公司上实发展同业竞争的局面，集团承诺 3 年内解决这一问题，后展期至 2017 年中。

- ◆ 2014 年，上实集团因上海国资改革原因从上海国际集团手中以 61 亿元受让资产包，其中上投控股为地产企业，形成了新的同业竞争问题。2015 年 11 月，公司通过定增募资收购上投控股 100%股权，解决了这一新增问题。

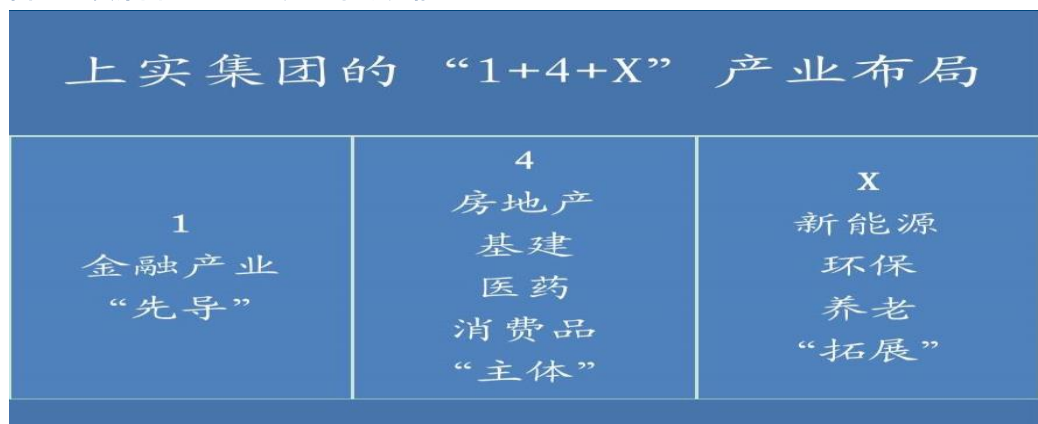
图 2:公司与控股股东之间的产权及控制关系图



资料来源：公司 2015 年年报，东兴证券研究所

集团持续优化“1+4+X”产业布局，具体途径为：以金融投资为先导，以房地产、基础设施建设、消费品和医药 4 大类业务做为主体，拓展新能源、环保水务、养老等新兴产业 X。集团于 2014 年参加上海国企改革后开始进入金融领域，形成了目前“融产结合”的格局。

图 3:上实集团“1+4+X”产业布局战略



资料来源：上实集团官网，东兴证券研究所

集团拥有 5 家境内外上市公司，以上海实业控股（红筹股，0363.HK）为旗舰，包括上实发展（A 股，600748.SH）、上海医药（A+H 股，6001607.SH, 02607.HK）、上实城开（红筹股，0563.HK）、上实环境（新加坡主板上市，5GB.SGX）。

图 4:上实集团的 5 大上市平台



资料来源：上实集团官网，东兴证券研究所

集团的地产板块主要由公司和上实城开（0563.HK）两个平台运营，截止 2015 年底，拥有超过 1600 万方土地储备，在建面积超过 500 万平方米，持有性物业约 110 万平方米，物业管理规模达 1800 万平方米。

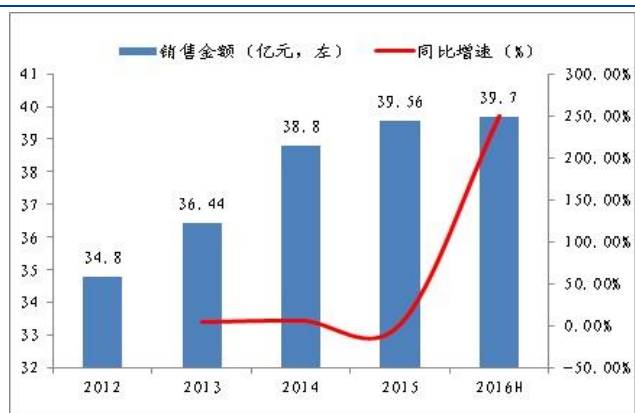
除前述业务外，集团公司最吸引投资者关注的是两个特大项目：上海东滩项目和波罗的海明珠项目。

- 波罗的海明珠项目位于俄罗斯对彼得堡市，除集团外还有上海建工、上海工业投资、爱建股份等上海本地大企业共同参与，由上海海外联合负责，是中国在俄罗斯的最大的非能源类投资项目，受到中俄两国政府的重视。目前项目进展过半，预期将继续有序推进，成为中俄两国友好合作的标志性项目。公司实际持有上海海外联合 17.65% 股权，上实集团持有的 17.65% 的股权也委托公司实际管理。
- 崇明东滩项目的开发主体是集团公司直属的东滩投资开发公司，长者社区项目是该项目的启动项目，项目总计 100 万方。这一项目由集团和公司共同投资，公司占股 38%，已经被视为公司试水养老项目的标志，我们认为，当前项目重资产运营的本质没有发生改变，商业模式也处于进一步明晰的过程中，后续将根据项目运作实际情况考虑是否注入至公司。

上实集团对于旗下地产板块的资产整合问题，即上实城开（0563.HK）和公司（600748.SH）的同业竞争问题，集团承诺于 2017 年中解决。

## 1.2 大量优质土地储备奠定未来增长基础

公司一直秉持“聚焦上海、聚焦华东”的区域聚焦发展战略，尤其是最近几年在长三角地区采取土地竞拍和兼并收购双线并进的方式，重点围绕上海及华东地区进行项目储备，以上海为核心，向长三角城市辐射，最远向华东至青岛，华南至泉州，西部重点布局成都和重庆，2015 年通过定增，公司收购了上海上投控股有限公司 100% 股权，增加在上海（静安、长宁、青浦）及长三角区域（苏州、绍兴）的优质项目资产，有效增厚优质资源储备，持续优化地产战略布局。

**图 5: 近几年公司销售金额及同比增速**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 6: 近几年公司销售面积及同比增速**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### (1) 自身拥有大量优质土地储备

针对一线和部分强二线城市土地市场过热的现状, 公司选择二级市场股权收购和回购原项目少数股东权益的手段提升土地储备数量, 同时通过传统地产开发行业的升级和深挖提升公司的盈利能力。

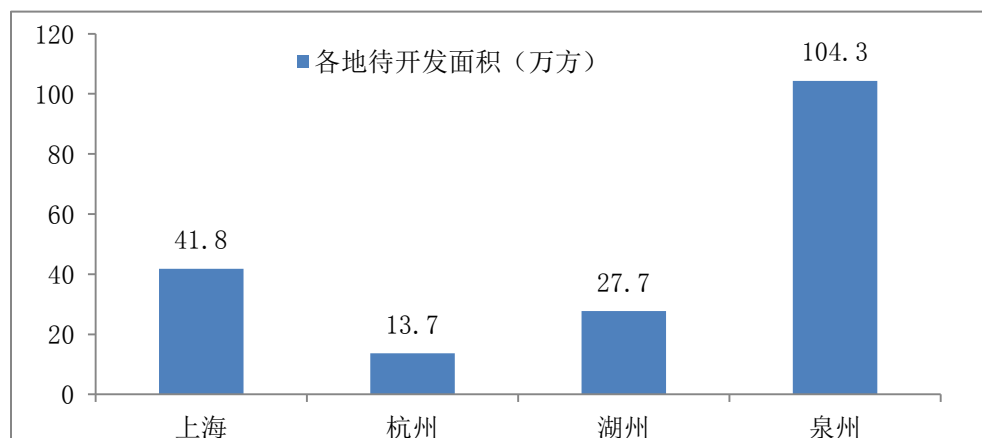
截止 2015 年底, 公司新增土地储备 50.69 万方, 未开发土地储备面积 64.68 万方, 在建建面 201.68 万方, 总建筑面积超过 500 万方, 其中上海地区占比超过 1/3, 为公司未来营收稳定增长奠定坚实基础。

**表 1: 2015 年底土地储备**

地块名称	城市	土地性质	状态	项目占地 (万方)	待开发面积 (万方)	规划计容建面 (万方)	权益
北碚区 A72-4/03 地块	重庆	住宅、商业	拟建	3.08	3.08	5.61	100%
吴兴区东部新区 HD35-2E 地块	湖州	住宅、商业	拟建	11.56	11.56	17.35	100%
吴兴区东部新区 BLD35-2 地块	湖州	住宅、商业	拟建	6.85	6.85	15.06	100%
虹口北外滩项目 (提篮桥街道 HK324-01 号地块)	上海	办公、商业	拟建	2.3	2.3	12.67	49%
青浦朱家角 D2 地块	上海	住宅、商业	拟建	34.92	34.92	17.46	51%
古墩路项目 (余政储出[2014]46 号地块)	杭州	住宅、商业	拟建	5.96	5.96	13.72	46%

数据来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

图 7: 公司主要地区未开发土地储备情况



资料来源: 公司公告整理, 东兴证券研究所

### (2) 集团拥有大量优质土地储备

除了上市公司自身拥有的土地储备外, 上实集团拥有崇明东滩的开发权为其最大的待开发资源, 总面积 86 平方公里, 目前养老项目已开发面积 30 万方, 项目总体设计规模为 100 万方, 总投入约 120 亿元。

值得关注的是上海市对于崇明岛的重新定位从而引发的对于土地性质转变的预期, 在坚持基本农田不动的前提下, 部分普通农田仍然有可能进行变性, 包括集团公司规划范围内的养老地块, 一旦这种预期实现, 集团公司及公司都将受益。

### (3) 兄弟单位——上实城市开发规模相当

上实城开是上实集团实际控制的另一地产上市平台, 目前体量与公司相当, 产品定位倾向于高端, 同时投资性物业开发占比较大。截止 2015 年底, 上实城开可售土地储备的总建筑面积约为 400 万方, 土地储备逐渐向长三角区域集中。公司投资性物业建面约 64 万平, 布局区域为北、上、深、津、渝五市, 在当前的市场行情下价值凸显。

图 8: 上实城开近五年可售建面情况



资料来源: 上实城开年报, 东兴证券研究所

图 9: 上实城开持有型物业情况



资料来源: 上实城开年报, 东兴证券研究所

**表 2：上实城开主要投资物业**

项目	城市	房产类别	租赁年限	规划建面
老城厢	天津	住宅/商业/写字楼	中期租赁	1805
上海青年城	上海	商业	中期租赁	16349
城上城	重庆	商业/车位	中期租赁	251847
中国凤凰大厦	深圳	写字楼	中期租赁	1048
青年汇	北京	商业	中期租赁	19768
上海世贸商城	上海	展览/贸易市场/写字楼/车位	中期租赁	284651
新开国际大厦	上海	写字楼	中期租赁	45239
汇民商厦	上海	商业	中期租赁	13839
其他	上海	商业/写字楼	中期租赁	9249

资料来源：上实城开年报，东兴证券研究所

## 2. 地产业务转型升级的四大模式

公司在传统住宅地产开发的基础上，实现模式升级，目前已经形成“文化地产、金融地产、养老产业和新兴产业”四大模式。

### 2.1 文化地产引领者

虹口是海派文化的发源地，诸多文化名人的聚集地。公司在此区域的布局将开启“文化地产”的大棋局，以北外滩 HK324-01 号地块为始点，拉开上实集团虹口区北外滩开发规划蓝图实现的序幕。

这一地块预期将建成 1 个大剧院和 3 个小剧院，以配合文化虹口的建区目的。2016 年 9 月初，公司确定与美国倪德伦环球娱乐有限公司的合作，并成立合资公司——上海上实倪德伦文化发展有限公司，引入百老汇优质音乐剧，预期音乐剧院 2020 年交付使用，计 2000 个座位，将是国内首家专业音乐剧院，周围商业配套设施也将围绕这一特色文化进行打造，形成优质的音乐剧生态圈。

#### （1）文化领域的深耕

公司与倪德伦的合资公司预期将以三大类业务作为主业：

- ◆ **优质音乐剧的引进。**目前确定引进的首部剧是百老汇经典之作《金牌制作人》，预期未来将有更多的百老汇新作通过这种方式进入中国市场。
- ◆ **音乐剧人才的培训。**为培养音乐剧发展的文化氛围和发展环境，合资公司将以剧院的运营为基础，将教育、培训作为主营业务之一，从剧院运营管理，至舞台声光、舞美等专业团队的打造，实现全产业链的深度覆盖。
- ◆ **文化交易平台的搭建。**从更宏观的角度来看，合资公司的成立和运营将不仅成就公司在文化领域的渗透，成为上海音乐剧文化发展的巨大平台，未来还有望实现公司在文化领域交易平台的搭建载体。

## (2) “黄金三角”带来的无限想象

值得关注的是北外滩、陆家嘴和外滩三大板块在未来将要形成的协同效应。

上海虹口北外滩，土地面积约4平方公里，范围东至大连路、秦皇岛路，北至海宁路、周家嘴路，西至河南北路，南至苏州河、黄浦江。与老外滩、陆家嘴共同构成了上海中央商务区核心区的“黄金三角”。至2020年，北外滩地区将新增商务商业面积190万平方米，地上地下都要深度建设，做成可持续打造的标志性区域。

作为虹口区北外滩地区“文化地产”的试水项目，公司能够充分理解整个区域整体规划的意图，预期未来随着虹口区打造“文化强区”的大力推进，北外滩区域陆续将有其他地块入市，鉴于公司在这一领域的先发优势，公司有望继续分享“文化虹口”的成长红利。

图 10:虹口 324-01 地块地理位置



资料来源：公开资料，兴证券研究所

图 11:上海“黄金三角”



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## 2.2 金融地产受益者

公司的青岛国际啤酒城项目位于青岛市崂山区中心区域，处于青岛的国家级财富管理金融综合改革试验区之中，项目作为啤酒节的载体和青岛市的新地标，将以啤酒节为主题，集合节庆、休闲、娱乐、购物、商务等多种复合功能，**打造具有泛区域影响力的节庆娱乐、休闲购物、金融总部商务中心**，成为具有鲜明啤酒文化内涵的新一代城市综合体。

整个项目分为购物中心、啤酒节庆广场和商务办公及酒店三大主体功能区，2015 年购物中心板块已通过环保验收并正式启用；近期二期(II)工程也已完成环保验收工作，总建筑面积约为 9.80 万平方米，其中地上建筑面积约 6.73 万平方米，地下建筑面积约 6.06 万平方米。整个项目的成功与其良好的产品定位和服务设计有直接的关系，尤其是三期规划的超高层建筑针对青岛当地的高端客户，将集成金融交易的几乎所有功能。

公司对于整个项目的运作是非常值得关注的，尤其是在 10 月青岛市场商品房销售均

价为 15388 元/平米的背景下, 此项目售价均价为 28000-35000 元/平, 实现了整个项目的高端化打造和运营, 有力的证实了公司在“金融地产”领域的良好运作能力。

图 12: 青岛国际啤酒城项目效果图



资料来源: SIIC 上实中心, 东兴证券研究所

图 13: 青岛各区域 10 月房价



资料来源: 青岛搜房网, 东兴证券研究所

青岛项目为公司涉足金融地产领域提供了非常有益的宝贵经验, 预期未来随着公司回归华东地区, 金融地产将有望成为公司地产业务板块的一面旗帜。

## 2.3 养老产业先驱者

据预测, 我国养老服务业未来市场空间巨大, 从 2014 年至 2050 年, 我国养老及相关产业的市场规模有望从占 GDP 比例为 8% 上升至 33% 左右。

自 2013 年起, 公司开始与集团旗下的东滩集团合作开发东滩的养老项目, 公司持股 38%, 集团持股 62%, 目前这一项目累计拿地 3 块, 包括 CCRC、AA 长者活跃社区和相应的配套商业, 总计建面 30 万方, 整个养老项目总面积计 100 万方, 总投入约 120 亿元。

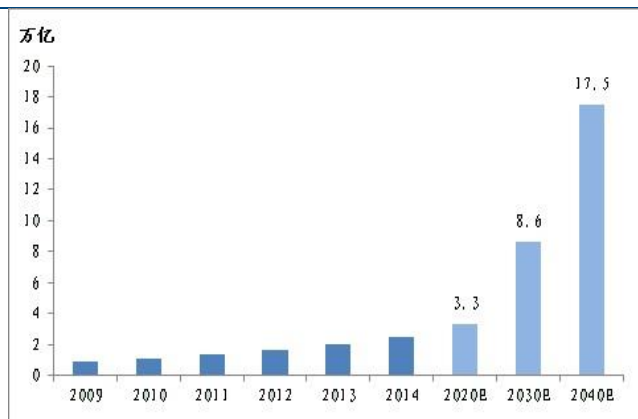
目前 CCRC 项目一期已经于 2015 年推出, 市场反应良好, 预期项目至 2018 年完成一期整体销售。项目与瑞金医院合作, 提供专业的养老看护服务, 针对无法自理的客群还推出了特色的养老床位, 同时社区内还配建老年大学、书院、看护中心等配套社施。

图 14:长者活力社区效果图



资料来源: 上海实业集团官网, 东兴证券研究所

图 15:我国养老服务业市场规模

资料来源: 《2016-2022 年中国养老产业深度调查及投资前景预测报告》  
东兴证券研究所

此项目的土地性质为慈善用地, 与公司传统的地产开发业务有本质性差别, 商业模式确定为销售可转让的会员卡。此项目的一大特色是与美国的养老服务机构合作, 未来的升级版或是实现社区养老服务团队的打造。总体来看, 整个养老项目针对中高端客群, 是公司对养老服务团队建设和运营的重要尝试。

我们认为: 公司与集团合作的这一项目给公司未来深度布局养老产业提供了前期实践经验, 尤其是当前养老产业商业模式不清晰的当下, 由集团承担此部分重资产的运营, 而上市公司合作开发的方案更加可行, 预期随着养老服务团队搭建和商业模式的成熟, 能够实现规模化经营和快速复制后, 后续将根据业务发展情况决定是否可能注入公司, 从而实现公司在大健康板块的大规模投资和布局。

## 2.4 新兴业务开拓者

公司对于新兴业务的拓展表现的更加谨慎。新业务板块主要包括两个方面: WE+项目和能源管理项目。

### (1) WE+实现地产业务产业链的延伸

从这一业务的实质来看, 通过提供规模化、个性化的办公场所, 实现对于中小微企业的创新创业支持。

2015 年 5 月, 全美前十大房地产基金——美国柯罗尼资本集团(Colony Capital)旗下的中国柯罗尼新扬子基金与公司共同出资成立合资公司, 打造联合创业办公空间项目——WE+。

截止目前, WE+项目已经有超过 20 个空间, 约 3 万平方米, 大约 4000 个工位, 入驻率约 80%-90%, 处于行业的领先水平。我们认为公司这一项目的具备两大核心竞争力:

- ◆ **项目选址在布局城市的核心地段**, 以上海为例, WE+项目位于金钟广场、新天地、上海大厦, 无一不处于商业核心区域。

- ◆ **营造创新创业的氛围**，WE+不仅为创业者或小微企业提供可以承受的办公空间，更多的是不同类型的空间聚集的企业而产生的聚集效应，从而激发出来的创新创业的工作氛围。

**图 16: WE+上海金钟广场项目实拍图 1**

资料来源：WE+上海金钟广场项目，东兴证券研究所

**图 17: WE+上海金钟广场项目实拍图 2**

资料来源：WE+上海金钟广场项目，东兴证券研究所

## （2）绿色环保业务有望与地产业务产生协同效应

2015 年 5 月，公司公告拟收购上海众鑫建筑设计研究院 15% 股权；公司 2015 年 12 月完成定增，以定增资金收购上海上投控股有限公司 100% 股权，部分解决了同业竞争的问题，同期收购了上海龙创节能系统股份有限公司 61.48% 股份，龙创节能是专业从事建筑智能节能和智能家居解决方案的提供商，拥有曾供职于世界 500 强企业的优秀高管团队和完整节能方案供应能力两大核心竞争力。

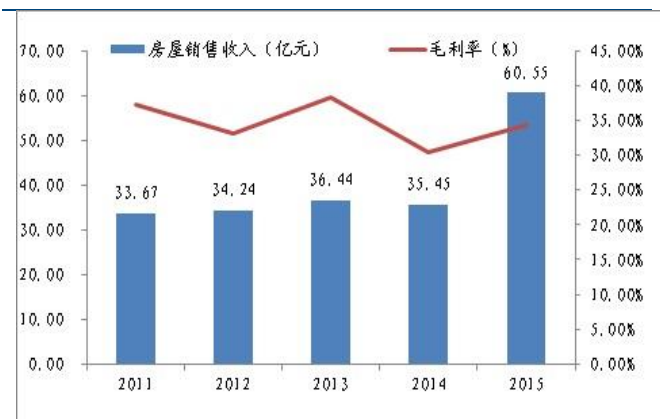
公司新业务板块进展有序，包括战略投资誉德动力、收购龙创节能等一系列动作，公司对于绿色环保产业的布局将促使整个地产产业链的主动延伸，预期随着更多相关产业企业的整合，有望在地产、节能环保、互联网+、等领域实现协同发展。

## 3. 估值及盈利预测

今年前三季度，公司的签约销售额为 82.2 亿元，签约销售面积达 54.7 万方。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 86.7 亿元、96.3 亿元和 120.9 亿元，增速分别为 30.98%、11.1% 和 25.5%。

图 18: 近 5 年房屋销售收入及毛利情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 19: 近 5 年房屋租赁和物业管理收入及毛利情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

- ◆ 房屋租赁收入处于较稳定的状态, 预期房屋租赁业务的毛利水平有望稳定在 70% 以上; 2015 年物业管理业务表现出爆发式增长, 物业管理服务毛利率仅为 21.88%, 仍存在巨大的提升空间。

表 3: 公司收入预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
房屋销售收入 (亿元)	60.55	84.53	101.94	121.48
房屋租赁收入 (亿元)	5.48	5.86	6.25	6.67
合计	66.03	90.39	108.18	128.15
物业销售收入增速	70.80%	39.60%	20.60%	19.17%
出租收入和物业管理费增速	124.59%	6.95%	6.59%	6.80%
合计增速	74.05%	36.56%	19.69%	18.45%

资料来源: 东兴证券研究所

对于持有型物业, 我们采用现金流折现进行评估, 可得以现金流折现方法持有型物业重估增值约为 18.44 亿。经测算, 公司的 NAV 值为 12.32 元。截止 11 月 8 日, 公司股价 8.24 元, 较公司的 NAV 折价 33%, 公司仍然具有较好的成长空间。

表 4: 公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价 (百万元)	7621.8
持有型物业评估 (百万元)	1844
帐面净资产 (百万元)	13257.0
重估净资产 (百万元)	22722.8
总股本 (百万股)	1844.6
NAV	12.32
当前股价 (元)	8.24
当前股价溢价	-33%

资料来源: 东兴证券研究所

## 4. 投资评级

公司是上海国资知名房企，在传统住宅地产开发的基础上形成了“文化地产、金融地产、养老产业和新兴产业”四个地产升级模式。公司拥有大量优质土地储备，同时有望受益于集团重组地产资源机遇。

在不考虑预期注入资产的收益下，我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为86.7亿元、96.3亿元和120.9亿元；每股收益分别为0.37元、0.43元和0.54元，对应PE分别为21.13、19.14和15.12；NAV为12.32元，较当前股价折让33%。给予公司6个月目标价12元，维持公司“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

国企改革进展缓慢、集团资源重组计划未及时完成、政策持续收紧

表 5: 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	31191	34204	43054	营业收入	3803	6619	8670	9633	12089
货币资金	4110	5458	7803	8669	10881	营业成本	2549	4311	5692	6169	7765
应收账款	30	4	24	26	33	营业税金及附加	283	842	1084	1204	1511
其他应收款	1852	3390	4440	4933	6191	营业费用	84	164	217	241	302
预付款项	5	84	141	203	280	管理费用	166	275	347	385	484
存货	10190	15750	18713	20283	25530	财务费用	139	283	302	439	509
其他流动资产	4	30	71	90	139	资产减值损失	70.38	-66.07	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	2558	2600	2630	2649	2673	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	180.00	180.00	180.00
固定资产	26.22	31.60	-50.61	-122.01	-188.01	营业利润	1196	973	1189	1354	1678
无形资产	0	1	1	1	1	营业外收入	37.30	35.89	35.00	35.00	35.00
其他非流动资产	13	1	15	15	15	营业外支出	2.80	29.26	30.00	30.00	30.00
资产总计	18748	27275	33822	36853	45726	利润总额	1230	979	1194	1359	1683
流动负债合计	7875	12566	17322	17571	23303	所得税	311	375	418	476	589
短期借款	1450	2000	10717	9332	12616	净利润	919	605	776	883	1094
应付账款	1148	1625	2261	2451	3085	少数股东损益	33	85	90	90	90
预收款项	573	2073	3374	4819	6632	归属母公司净利润	885	520	686	793	1004
一年内到期的非	1523	2215	0	0	0	EBITDA	1341	1263	1483	1774	2163
非流动负债合计	5345	9196	9714	11970	14470	EPS（元）	0.82	0.48	0.37	0.43	0.54
长期借款	5345	6833	9333	11833	14333	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	27036	29541	37772	成长能力					
少数股东权益	745	741	831	921	1011	营业收入增长	-2.60%	74.05%	30.98%	11.10%	25.51%
实收资本（或股	1083	1083	1845	1845	1845	营业利润增长	66.39%	-18.65%	22.21%	13.91%	23.92%
资本公积	40	34	34	34	34	归属于母公司净利润	103.50%	-41.30%	31.98%	15.66%	26.54%
未分配利润	3033	3009	3181	3379	3630	获利能力					
归属母公司股东	4783	4771	5954	6391	6943	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	18748	27275	33822	36853	45726	净利率(%)	24.16%	9.13%	8.95%	9.17%	9.05%
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润（%）	4.72%	1.91%	2.03%	2.15%	2.20%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE（%）	18.51%	10.89%	11.52%	12.41%	14.46%
经营活动现金流	-1920	-1350	-4639	388	-2772	偿债能力					
净利润	919	605	776	883	1094	资产负债率(%)	71%	80%	80%	80%	83%
折旧摊销	5.77	7.67	0.00	-18.47	-23.87	流动比率	2.06	1.96	1.80	1.95	1.85
财务费用	139	283	302	439	509	速动比率	0.76	0.71	0.72	0.79	0.75
应收账款减少	0	0	-20	-3	-7	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1301	1445	1813	总资产周转率	0.19	0.29	0.28	0.27	0.29
投资活动现金流	-1576	-475	151	160	160	应收账款周转率	245	395	629	384	406
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.85	4.77	4.46	4.09	4.37
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	685	163	180	180	180	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.48	0.37	0.43	0.54
筹资活动现金流	587	1631	6832	319	4823	每股净现金流(最新	-2.69	-0.18	1.27	0.47	1.20
应付债券增加	0	0	-1989	0	0	每股净资产(最新摊	4.41	4.40	3.23	3.46	3.76
长期借款增加	0	0	2500	2500	2500	估值比率					
普通股增加	0	0	761	0	0	P/E	10.04	17.15	22.13	19.14	15.12
资本公积增加	-1298	-7	0	0	0	P/B	1.86	1.87	2.55	2.38	2.19
现金净增加额	-2909	-194	2345	866	2211	EV/EBITDA	9.79	13.06	18.49	15.60	14.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闽钢

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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。