



买入 **29% ↑**
目标价格:人民币 11.00
600748.CH
价格:人民币 8.54
目标价格基础:分部估值法
板块评级:中立

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(16.9)	(0.1)	(9.2)	(21.9)
相对上证指数	(2.8)	(4.8)	(11.8)	(11.5)
发行股数(百万)	1,845			
流通股(%)	76			
流通股市值(人民币 百万)	11,901			
3个月日均交易额(人民币 百万)	165			
净负债比率%(2016E)	121			
主要股东(%)				
上实地产发展有限公司	49			

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2016年11月18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：房地产开发

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516050001

上实发展

上海国改风起，优质资产低估

上实发展是上海实业集团旗下在A股的上市房地产公司，开发业务以上海为核心，向长三角、华东地区辐射，资产优质且上海项目货值占比近半。上实集团是上海市国资委旗下大型的国有企业集团，公司和上实城开作为集团两大上市的地产平台，资源优势显著。公司今年前三季度营收同比增长47%，销售额翻番，为后续业绩释放提供保障。我们认为随着上海国企改革的深化，集团优质资产整合也将积极推进，而公司目前股价仍较年初定增价格8.92元/股折价，叠加优质物业资产，具有较高的安全边际，公司布局的养老地产、智慧城市等多元化领域也看点十足。我们预测公司2016-2018年每股收益分别为0.33元、0.37元、0.42元，采用分部估值法，给予公司目标价11.00元/股，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 优质资产聚焦上海。**公司背靠上实集团优势资源，拥有近300万平米优质物业，权益货值近500亿，其中上海货值占比60%，RNAV约200亿元。公司前三季度实现销售额82亿同比翻番，创造了公司半年销售业绩的历史记录。此外，公司位于淮海路、徐家汇、北外滩的等黄金地段持有型物业重估价值可观，并计划增加优质不动产业持有量。
- 上实集团实力雄厚。**上实集团是上海在境外规模最大、实力最强的综合性集团之一，在推动上海建设等方面一直发挥巨大作用，并在新一轮国企改革中担当运作平台。上实集团现已形成房地产、医药、消费品、基建、金融投资等五大产业主体，而上实发展和上实城开分别是集团在A股和港股两大重要的地产上市平台。
- 地产产业链升级转型。**公司积极布局金融地产、文化地产、养老产业、众创空间等新兴领域：与集团合作开发的崇明东滩养老社区项目，总建面100万平米，有望与集团医药资源合作实现医养结合。公司向上游智慧城市、健康医疗、环保节能等领域积极拓展，后续外延扩张值得期待。

评级面临的主要风险

- 地产项目去化率偏低；上海国企改革进程偏慢。**
- 估值**
- 我们采用分部估值法，对于地产业务按重估净资产平价方法给予195亿元的估值，龙创节能2016年6,800万元承诺净利润给予15倍估值8亿元，合计估值202亿元，即11.00元/股，首次覆盖给予买入评级。**

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)	3,803	6,619	7,555	8,628	9,860
变动(%)	(3)	74	15	14	14
净利润(人民币 百万)	897	536	606	690	778
全面摊薄每股收益(人民币)	0.480	0.282	0.329	0.374	0.422
变动(%)	19.5	(41.3)	16.6	13.9	12.8
全面摊薄市盈率(倍)	17.4	17.1	25.7	22.6	20.0
价格/每股现金流量(倍)	(8.1)	(6.8)	(24.2)	(17.9)	(15.4)
每股现金流量(人民币)	(1.04)	(1.25)	(0.35)	(0.47)	(0.55)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	21.4	21.9	20.4	19.0
每股股息(人民币)	0.042	0.140	0.164	0.187	0.210
股息率(%)	0.5	1.7	1.9	2.2	2.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

目 录

公司简介	3
优质地产资源低估	7
新兴产业多元化战略	10
财务分析	14
盈利预测及投资建议	15
研究报告中所提及的有关上市公司	17

公司简介

1、公司简介

上海实业发展股份有限公司（简称“上实发展”）2002年通过借壳浦东不锈实现集团地产业务的上市。公司以住宅开发和不动产经营为核心业务，实施以上海为核心，长三角为拓展目标，以天津、青岛为主的“环渤海区域”，以成都、泉州为主的“西南片区”为两翼的发展战略，项目主要分布在上海、湖州、哈尔滨、天津、青岛、重庆、成都、大理、泉州等城市，普遍具有较为明显的区位优势及良好的持续发展潜力。公司拥有的商业不动产项目主要为上海实业大厦、金钟广场、高阳商务中心等。公司旗下的上海上实物业管理有限公司，拥有建设部物业管理一级资质，管理项目包括中国的最高楼“上海环球金融中心”等。

战略方面，公司致力于成为拥有合理业务结构、较成熟产品线、城市布局相对集中、具有成熟开发能力和资本运营能力、发展稳健的房地产综合集成商，并适度多元发展：

- 1) 在战略布局上，公司将始终坚持以上海为核心，向长三角、华东地区辐射，形成“**聚焦上海、聚焦华东**”的区域布局，适时择优吸储高品质项目，深耕布局区域，平衡地域性差异，使公司业务保持循序渐进发展；
- 2) 在业务结构上，公司坚持以住宅地产开发为主，兼顾商业地产的开发及运营，逐步形成**金融地产、文化地产、养老产业、众创空间**等新兴地产运作平台，推动公司主业在细分领域实现升级；
- 3) 适时、适度增加**优质不动产业持有量**，在创新物业管理模式、提升物业管理水平的基础上不断扩展物业管理规模；
- 4) 围绕**智慧城市、健康医疗、环保节能**等领域，持续推进地产产业与新兴产业跨界深度融合，实现公司多元发展。

2、集团简介

上海实业（集团）有限公司（简称“上实集团”）于1981年在香港注册，1993年组建为集团公司，是上海市政府重点扶持并由上海国资委全资控股的国有大型企业集团，作为上海政府在香港的窗口企业，上实集团也是上海在境外规模最大、实力最强的综合性集团之一。集团在参与引进境外资金，推动上海建设等方面一直发挥巨大作用，并在新一轮国企改革中担当运作平台。

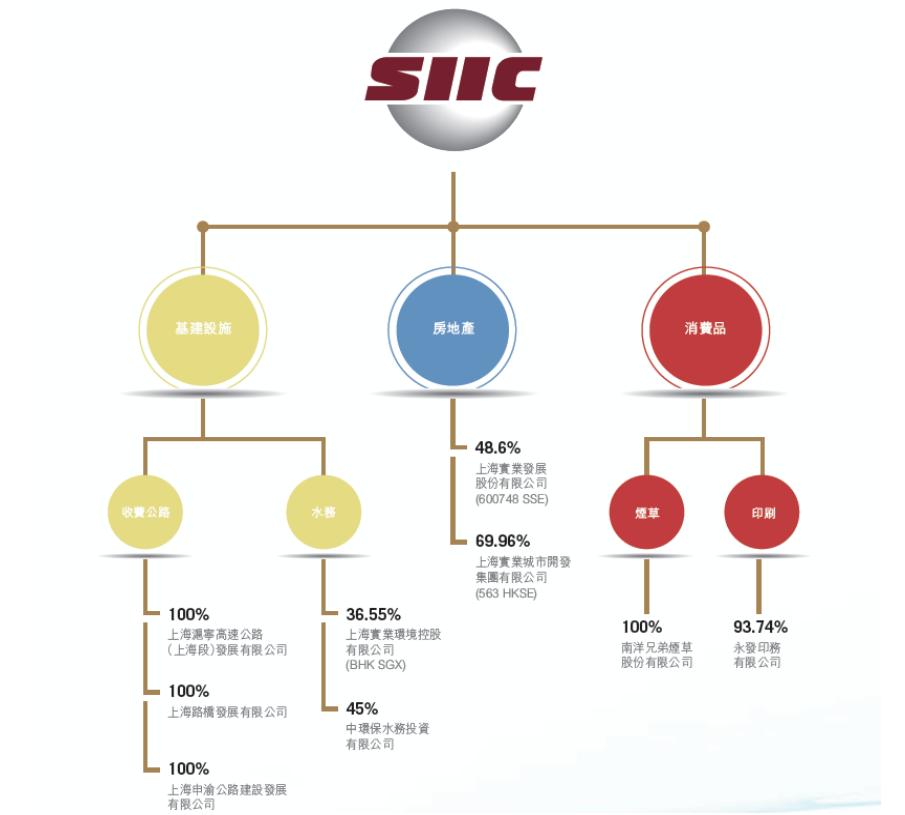
1996年，上实集团在境内注册成立执行总部上海上实（集团）有限公司（简称“**上海上实**”），其行政隶属于上海市国资委，并授权上实集团代理经营。上实集团现已形成房地产、医药、消费品、基建、金融投资等五大产业主体和“波罗的海明珠”、“崇明东滩”等两大重点项目为主及若干新兴产业相辅的发展格局。截至2015年底，上实集团总资产达到2,538亿元，实现营业收入1242亿元，归属集团净利润68亿元。

1996年，上实集团旗下**上海实业控股（0363.HK，上实控股）**在香港上市，形成了基础设施、房地产和消费品三个主要核心业务，2015年营业利润占比分别达到36%、29%和35%：

- 1) 基建业务：拥有三条收费公路：京沪、沪昆及沪渝高速公路的上海段；
- 2) 房地产业务：**上实发展（600748.SH）** 和**上实城开（0563.HK）**；

3) 水务业务：新加坡上市的上实环境（BHK.SGX）和国内水务公司中环水务；此外，由上实集团受托经营的上海上实旗下的医药资产——上海医药（601607.CH, 2607.HK）分别在A股和H股上市。

图表 1. 上实集团产业结构



3. 股权变化

2016年1月22日，公司采用非公开发行股票的方式以11.63元/股（经转股调整后的价格为8.92元/股）向上海上投资产经营有限公司等7名对象发行股票3.36亿股，募集资金总额为人民币39亿元。本次发行后，公司股份总数为14.19亿股，上实集团控制的企业——上海上投资产经营有限公司、上实地产发展有限公司、上海上实投资发展有限公司和上实置业集团（上海）有限公司合计持有上实发展8.23亿股，占发行后总股本的55.01%。

2015年9月至2016年1月，公司实际控制人通过一致行动人增持公司股份，上实置业集团（上海）有限公司、上实投资（上海）有限公司及上海上实投资管理咨询有限公司三家公司通过上海证券交易所交易系统，合计增持了本公司股份2,152万股，占公司总股本的1.52%。

2016年7月29日，上海上实投资发展有限公司以所持有的公司全部4,674万股股票换购了中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金（简称“上海国企ETF”）份额，占公司总股本的3.29%。换购完成后，上实集团继续通过上实地产发展有限公司等5家持股主体合计持有公司7.97亿股，占公司股份总数的56.18%。

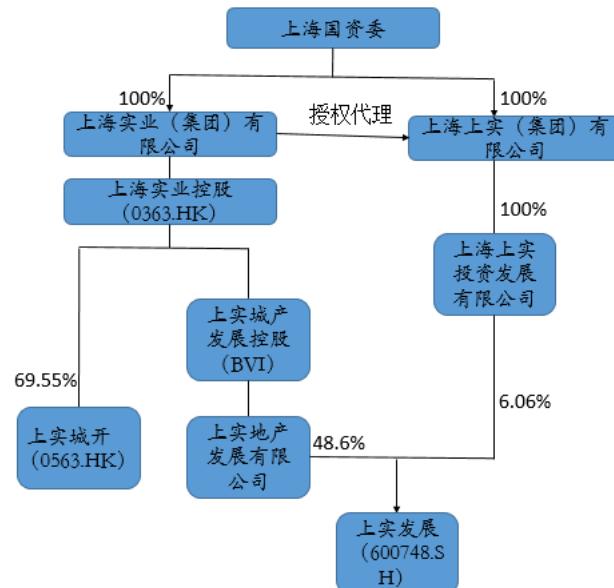
2016年公司公布半年度转股预案：以2016年6月末总股本14.19亿股为基数，以每10股转增3股，向全体股东实施资本公积金转增股本，共计转增4.26亿股，转增后总股本变更为18.45亿股，并于2016年10月21日实施。

图表2. 截至2016年9月30日上实发展主要股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上实地产发展有限公司	689,566,049	48.60
2	上海上实投资经营有限公司	85,984,522	6.06
3	上银基金-浦发银行-上海国盛(集团)有限公司	57,901,537	4.08
4	中信证券股份有限公司	54,240,856	3.82
5	君证(上海)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	51,468,033	3.63
6	中国长城资产管理公司	38,601,025	2.72
7	北京中融鼎新投资管理有限公司	36,284,965	2.56
8	曹文龙	20,120,378	1.42
9	中央汇金资产管理有限责任公司	18,935,500	1.33
10	上海上实投资管理咨询有限公司 上实置业集团(上海)有限公司 上实投资(上海)有限公司	9,118,200 8,049,397 4,348,065	0.64 0.57 0.31

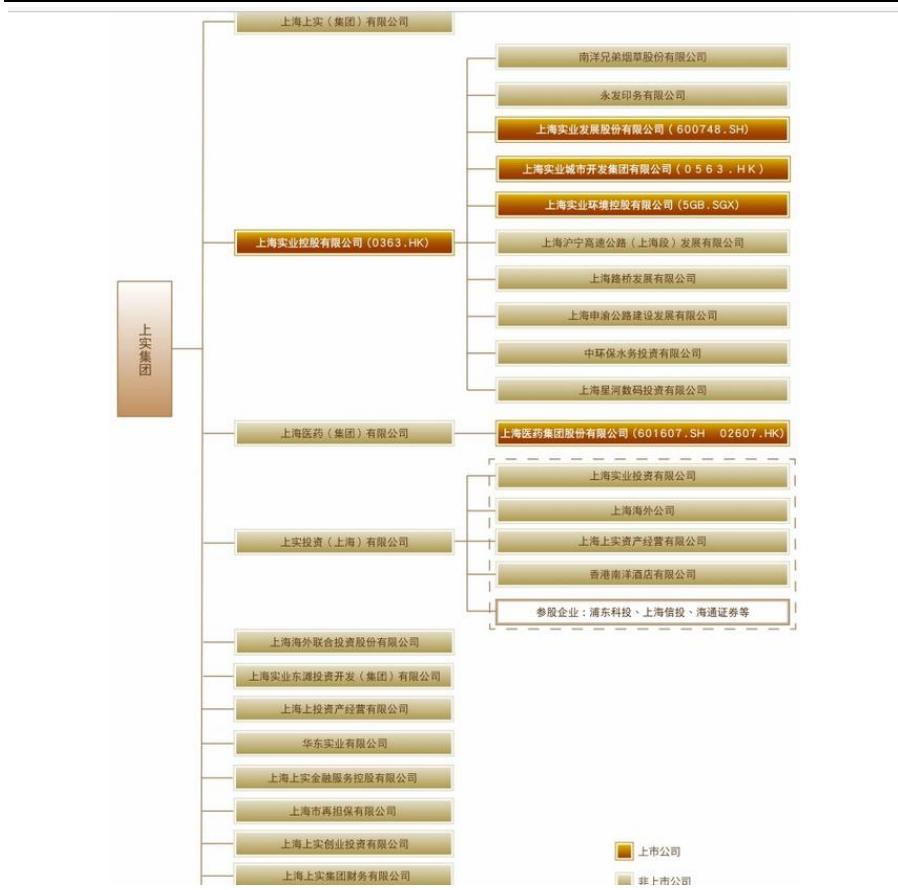
资料来源：万得数据、中银证券

图表3. 截至2016年9月的股权结构



资料来源：公司数据、中银证券

图表 4. 上实集团企业成员



资料来源：公司数据、中银证券

优质地产资源低估

上实集团境内房地产业务主要由上实发展和上实城开两家境内外上市公司管理运营建筑面积超过 500 万平方米，持有物业达 110 万平方米，物业管理面积 1,800 万平方米。

经测算，我们保守估计上实发展目前开发物业合计持有剩余权益可结转面积约 240 万平米，对应权益货值约 490 亿元，预计可实现 RNAV 增值约 50 亿元；持有物业出租面积 26 万方，年租金收入约 2 亿元，按 3% 租金回报率和周边物业价值估计，可重估增值约 55 亿元。公司目前归母净资产 89 亿元，重估净资产达到 195 亿元，合每股重估净资产 10.57 元/股。

图表 5. 上实发展重估净资产值 (RNAV) 测算

	投资性房地产 (亿元)	存货 (亿元)	归母净资产 (亿元)
账面价值*	16	182	89
重估增值	55	50	105
RNAV	71	39	195
股本			18.45
每股 RNAV (元/股)			10.57

资料来源：公司数据、中银证券，*注：数据使用公司 2016 年三季度报告

经测算，上实城开的剩余权益可结转面积约 202 万平米，对应权益货值约 459 亿元，开发物业体量比上实发展略小；持有物业方面，上实城开的租金收入约 5.8 亿元，相较上实发展租金收入 2 亿元，前者持有物业体量较大。但从估值看，上实城开受制于港股整体估值体系，市盈率和市净率分别仅为 13.9 倍和 0.8 倍，而上实发展的市盈率和市净率分别为 25 倍和 11.8 倍，估值和市值几乎两倍于在港股上市的上实城开。

2011 年 7 月，上实集团对于上实发展和上实城开作出解决同业竞争问题的承诺：“本着增强两地上市公司独立性、提升公司治理结构、有利于公众股东利益的前提和目的，采用中国和香港特别行政区法律法规和政策允许的方式，促使相关公司通过以现金和/或股权为对价进行资产注入、吸收合并或其他监管政策允许的方式，将上市范围内房地产业务集中在 A 股上市平台或香港上市平台，彻底解决同业竞争问题。”2014 年，集团申请延期 3 年履行承诺至 2017 年 7 月。

图表 6. 上实发展与上实城开各项指标对比

	上实发展 (600748.CH)	上实城开 (0563.HK)
总市值 (亿元)	158	88
净资产 (亿元)	89	105
营业收入 (亿元)	66	33
净利润 (亿元)	5.2	4.3
P/E(TTM)	25.0	13.9
P/B(MRQ)	1.8	0.8
开发物业权益建面 (万平米)	242	202
开发物业权益货值 (亿元)	482	459
租金收入 (亿元)	2	5.8

资料来源：公司数据、中银证券

*注：数据使用公司 2016 年 3 季度报告

图表 7. 上实发展房地产项目储备和投资情况

项目名称	地区	用途	权益 (%)	状态	规划计容	计划总投	剩余权益	预计房 售面积 (平方米)	资额 (元/平方米)	权益可 结货值 (亿元)
					建筑面积 (平方米)	资额 \ (万元)				
储备项目										
湖州吴兴区东部新区地块	湖州	住宅、商业	100	拟建	173,470		173,470	7,143	6,750	12
湖州吴兴区东部新区地块	湖州	住宅	100	拟建	150,636		150,636	7,143	5,806	11
上海北外滩提篮桥街道地块	上海	办公、商业	49	拟建	126,705		62,085	110,000	31,729	70
上海青浦朱家角 D2 地块	上海	住宅、商业	51	拟建	174,584		89,038	40,000	16,154	36
杭州古墩路项目	杭州	住宅、商业	46	拟建	137,172		63,099	25,000	7,793	16
在建项目										
天津“莱茵小镇”	天津	住宅、商业	100	竣工	451,153	185,500	8,592	8,592	16,038	4,112
青岛“国际啤酒城”	青岛	综合	100	在建	478,117	750,000	45,318	220,485	24,500	15,687
上海青浦“海源别墅”	上海	别墅	51	在建	44,110	100,100	17,839	22,496	34,000	22,693
上海青浦“上实·海上湾”	上海	住宅	51	在建	404,287	363,600	50,100	51,000	20,000	8,994
上海青浦朱家角 D1 地块	上海	住宅	51	在建	78,482	408,800	67,284	40,026	40,000	16,154
上海金山“海上纳缇”	上海	住宅	100	竣工	162,172	199,594	71,484	20,720	22,200	12,308
湖州“海上湾”	湖州	住宅	100	竣工	78,711	56,500	46,060	20,756	7,143	7,178
湖州“上实花园酒店”	湖州	酒店、商业	100	在建	46,583	87,000	0	46,583	8,452	18,676
华润商务广场	华润	商业	100	在建	27,322	9,700	0	27,322	8,452	3,550
成都“上实·海上海”	成都	住宅、商业	100	竣工	184,519	178,800	148,859	108,941	9,400	9,690
泉州“上实·海上海”	泉州	住宅、商业	49	在建	1,615,392	1,478,000	72,274	791,542	11,000	9,149
上海嘉定“上实·海上荟”	上海	住宅、商业	100	在建	52,785	75,000	5,612	52,785	22,100	14,209
湖南长沙丰盛大厦项目	湖南	住宅、商业	90	在建	58,150	71,000	46,782	52,335	16,000	12,210
上海嘉定“海上公元”	上海	住宅、商业	40	在建	117,899	204,000	0	47,160	37,000	17,303
杭州“上实·海上海”	杭州	住宅、商业	85	在建	172,187	234,400	28,675	146,359	22,000	13,613
大理“洱海庄园”	大理	住宅、商业	75	竣工	525,822	128,500	0	0	6,400	2,444
新增项目										
上海长宁“八八中心”	上海	住宅	100	竣工	95,000	216,800	8,931	6,194	83,000	22,821
上海长宁“八八中心”	上海	商业	100	在建	80,000	274,500	0	80,000	50,000	34,313
苏州“现代园墅”	苏州	住宅	70	竣工	218,211	225,295	61,721	16,235	28,000	10,325
上海静安“泰府名邸”	上海	住宅	100	在建	97,536	325,276	0	13,957	95,524	33,349
上海青浦北竿山国际艺术中心	上海	综合	100	竣工	95,941	129,000	95,001	47,720	20,000	13,446
绍兴国际华城项目	绍兴	住宅、商业	96.42	竣工	211,608	127,763	59,984	68,002	6,000	6,038
合计								2,427,538		490

资料来源：公司公告及中银证券

图表 8. 上实发展出租房地产项目租金收入情况

项目名称	权益 (%)	经营业态	出租房地产的建筑 面积 (平方米)	预计租金收入 (万元)	预估售价 (万元/平方米)	重估权益价值 (亿元)
上海“实业大厦”	100	写字楼出租	10,089	1,648	5.0	5.0
上海“实业大厦”	74	写字楼出租	14,462	2,982	5.0	5.4
上海“实业大厦”	74	车库出租	8,574	450	1.5	1.0
上海“金钟广场”	100	写字楼出租	12,270	1,372	4.5	5.5
上海“金钟广场”	90	写字楼出租	44,136	8,842	4.5	17.9
上海“金钟广场”	90	车库出租	4,870	272	1.5	0.7
上海“高阳宾馆”	100	写字楼出租	3,847	239	4.9	1.9
上海“高阳商务中心”	100	写字楼出租	26,668	1,524	3.4	9.1
上海“海上海”	100	商铺出租	22,027	1,783	3.0	6.6
上海“海上海”	100	车库出租	22,000	443	1.3	2.9
上海“华申大厦”	100	写字楼出租	344	25	2.2	0.1
上海“黄浦新苑”	100	商铺出租	20,918	1,546	4.6	9.6
上海海潮路 108 号	100	商铺出租	474	68	3.0	0.1
上海“永隆大厦”	100	写字楼出租	798	63	0.9	0.1
上海“仲盛金融中心”	100	写字楼出租	2,321	282	3.0	0.2
上海中山北路 235 号(部分)	100	写字楼出租	1,434	79	1.5	0.4
上海上川路 1111 号	100	厂房出租	40,208	1,234	1.6	6.4
上海“泰府名邸”	100	商铺出租	420	106	4.0	0.2
上海“泰府名邸”	100	车位		21	2.0	0.0
成都“锦绣森邻”	100	商铺出租	1,396	33	0.7	0.1
青岛“达利广场”	76	商铺出租	21,495	-	0.9	1.5
天津“莱茵小镇”	15.2	商铺出租	5,961	32	1.3	0.1
合计			264,711	23,044		74.7

资料来源：公司公告及中银证券

图表 9. 上实城市开发房地产项目储备和投资情况

项目	城市	所有权 (%)	规划建筑面积 (平方米)	未来可售 (平方米)	可售在建面積 (平方米)	未来权益可售 (平方米)	预计房价 (元)	预估价值 (亿元)
万源城	上海	53.10	1,136,468	94,465	68,088	50,161	80,000	40.1
滨江城开中心	上海	35.40	404,600	324,600	-	114,908	78,000	89.6
上海青年城	上海	100.00	212,130	26,114	-	26,114	20,000	5.2
城开中心	上海	59.00	203,222	192,273	192,273	113,441	40,000	45.4
上海晶城	上海	59.00	772,885	70,311	106,815	41,483	53,000	22.0
晶杰苑	上海	59.00	125,143	-	-	-	51,200	-
TODTOWN 天荟	上海	20.70	605,000	385,300	272,300	79,757	48,000	38.3
后现代城	北京	100.00	523,833	3,014	-	3,014	71,000	2.1
青年汇	北京	100.00	348,664	43,365	13,693	43,365	68,200	29.6
西钓鱼台嘉园	北京	90.00	250,930	58,732	-	52,859	80,500	42.6
老城厢	天津	100.00	752,883	44,210	29,560	44,210	19,000	8.4
游站	昆山	30.70	129,498	53,863	-	16,536	11,000	1.8
琨城帝景园	昆山	53.10	267,701	24,449	11,369	12,982	22,000	2.9
上海中心城开国际	无锡	59.00	193,368	119,662	-	70,601	17,000	12.0
自然界	西安	71.50	3,899,867	1,264,839	215,008	904,360	7,000	63.3
沈阳城开中心	沈阳	80.00	228,768	181,230	181,373	144,984	11,000	15.9
城上城	重庆	100.00	786,233	248,336	44,716	248,336	8,000	19.9
森林海	长沙	67.00	907,194	629,466	75,534	421,742	4,500	19.0
中国凤凰大厦	深圳	91.00	106,190	1,048	-	954	73,000	0.7
总计			11,854,577	3,765,277	1,210,729	2,017,440		459

资料来源：公司公告及中银证券

新兴产业多元化战略

新产业方面，公司充分依托已有项目和平台，坚持融产结合，探索跨领域、跨行业的投资方向，支持 WE+、龙创等重点项目在充分竞争的市场环境中不断创新求变，保持竞争优势：

1) 在战略在业务结构上，公司坚持以住宅地产开发为主，兼顾商业地产的开发及运营，逐步形成金融地产、文化地产、养老产业、众创空间等新兴地产运作平台，推动公司主业在细分领域实现升级；

2) 在多元化产业发展上，围绕智慧城市、健康医疗、环保节能等领域，持续推进地产产业与新兴产业跨界深度融合，实现公司多元发展。

未来公司在坚持“做精、做强”现有主业的同时，通过市场化机制和资本化途径，探索新机制、借助新技术、依托新资源、搭建新平台，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积极培育、布局新兴产业投资，推进地产产业与新兴产业实现跨界深度融合。

1、养老地产

2014年，上实发展（38%）和上实集团旗下全资控股的上海实业东滩投资开发（集团）有限公司（62%）合资成立上海实业养老发展有限公司，主要为崇明东滩养老社区项目开发而设立。该合资公司的注册资本是2,000万元，归属于上实发展的权益比例为38%。

上实东滩长者社区总占地面积约2,500亩，**规划总建筑面积约100万平方米，总投资约120亿元**，建成后可满足1.3万余名老人的养老服务需求。上海上实目前持有崇明区团结沙地块和东旺沙地块合计8,636万平方米农业用地的使用权，其中普通农田近12.5平方公里规划作养老社区，该土地上的房地产开发业务将由上实发展优先参与开发。项目主要包括：东滩CCRC养老社区和活力长者社区，并配套建设“上海瑞金医院东滩医疗中心”以及“上海老年大学东滩长者书院”。

上海实业养老发展有限公司目前已取得用地包括：

- 1) 一期CCRC项目慈善用地8.17万平米作持有运营，主要销售20年可转让产权会员卡，另收取服务费；
- 2) 活跃长者社区东滩CMS15-0501地块：9.25万平米住宅用地（地价：3,000元/平米）和15.56万平米配套商业（地价：1,400元/平米）。

2015年10月，东滩长者社区第一个市场化、经营性养老项目——“上实瑞慈花园”正式推向市场。负责项目开发的上实养老发展有限公司与美国知名养老社区运营公司——Watermark签订了合作协议，将借鉴美国成熟的养老社区理念，逐步引入上海养老行业。

美国施坦伯格设计公司规划了总建筑面积28万平米的一期项目，包括“持续照护退休社区(CCRC)”和“活力长者(AA)社区”两个组成部分。其中CCRC将提供800多个居住单元，包括“独立生(IL)”、“辅助生活(AL)”、“失忆照护(MC)”、“医疗照护(NC)”等四部分组成，可为1,800余名不同身体状况的老人提供“一站式”专业化养老服务。

我们认为随着崇明东滩养老社区的建设推进，公司后续有望持续获取并开发东滩区域的养老项目，并利用上实集团在医药产业的优势共同运营该养老项目，实现医养结合的模式。

图表 10. 上实瑞慈花园东滩长者社区开业



资料来源：公司数据、中银证券

图表 11. 崇明养老社区生态优势明显



资料来源：公司数据、中银证券

2、智慧城市

在公司的“聚焦核心项目，适度多元发展”的经营方针下，公司致力于围绕房地产主业，合理利用以“云计算、移动互联网、物联网、大数据”为核心的“互联网+”相关技术，积极寻求优质合作伙伴，共同打造智能服务的智慧城市生态系统。

公司的新兴产业布局正在围绕智慧城市生态系统展开：

2014年3月，公司收购上海誉德动力技术集团股份有限公司（简称“誉德动力”）部分股权，其在机电节能方面具有较强的实力，可为智慧城市节能减排提供专业的技术支持。同时它将整合各方资源，通过开发建设机电物联网，为智慧城市生态系统构建提供技术基础。

2014年10月，公司投资入股上海云图实践能源科技有限公司（简称“云图科技”），是一家致力于智慧城市建设及智慧楼宇整体解决方案的软件系统开发及运营管理公司。云图科技以实现智慧城市理念和为人类创造更美好城市生活为愿景，搭建基于室内定位网络及相关服务为基础的物理感知网。公司收购龙创节能将继续丰富公司的战略业务布局。

2016年1月，公司以非公开发行募集资金收购上海龙创节能系统股份有限公司（简称“龙创节能”）42.35%股份并增资2亿元，完成后公司持有龙创节能69.78%股份，将为智慧城市生态系统提供建筑智能节能和建筑智能化方面提供技术支持。龙创节能作价7.28亿元，2015年实现净利润5,953亿元，承诺2016、2017年净利润分别为6,800亿元和7,670亿元。

龙创节能是一家专业的建筑智能节能和智能家居解决方案提供商，主要从事建筑设备运营节能的咨询、设计和工程服务，以及提供高端住宅、酒店的智能化物联网应用解决方案。龙创节能的主要产品和服务包括：

- (1) 建筑节能设备的销售，建筑节能系统的设计、集成和应用服务；
- (2) 建筑设备节能监测及能耗分析平台，建筑能耗管理平台，建筑能耗数据采集和传输设备的研发、生产、建设及维护服务；
- (3) 物联网及智能家居设备的集成服务；
- (4) 建筑绿标及LEED认证咨询服务；
- (5) 其他常规建筑智能化业务。

我们认为公司未来将继续聚焦房地产业务链条，借助与金融产业、互联网产业、环保节能产业的深度融合，加大新产业投资及拓展力度，逐步完善公司“轻重资产、双轮驱动”发展模式，后续外延扩张值得期待。

图表 12. 龙创节能项目案例：上海世博会中国馆项目



资料来源：公司数据、中银证券

图表 13. 龙创节能项目案例：上海虹桥国际机场项目



资料来源：公司数据、中银证券

图表 14. 龙创节能项目案例：上海地铁 13 号项目

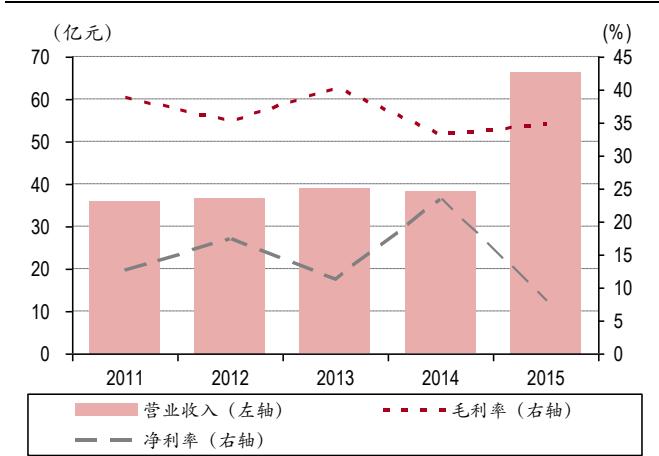


资料来源：公司数据、中银证券

财务分析

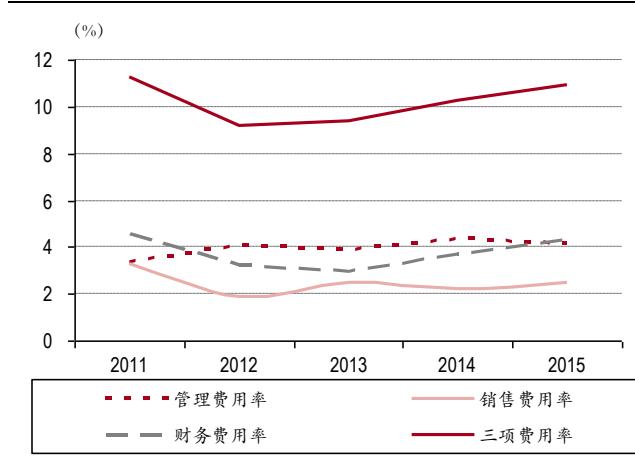
公司的主要业务分为房地产、物业管理服务和房屋租赁，2015 年分别实现收入 39.8 亿元、2.7 亿元和 5,624 万元，收入占比分别为 91%、5% 和 3%，房地产开发业务贡献主要收入；2016 年 1-9 月公司实现营业收入为 37.2 亿元，比上年同期增长 47.09%，主要由于结转房产销售收入增加以及新增建筑施工业的工程项目收入所致，同时也是年初完成非公开发行股票导致业务规模增加所致；1-9 月实现归母净利润 3.16 亿元，同比增长 5.31%，主要由于去年同期非经常性损益较高所致。

图表 15. 2011-2015 公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 16. 2011-2015 公司三项费用率



资料来源：万得数据、中银证券

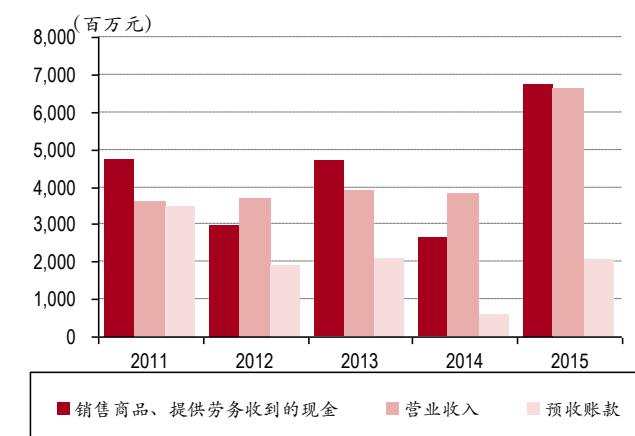
截至 2016 年 9 月 31 日，公司资产负债率为 70.5%，净负债率为 61.1%，负债率相当于行业平均水平。2016 年 1-9 月，公司销售商品的现金流 75.2 亿元，同比增长 143%，受益于市场的回暖，公司 1-9 月累计实现合约销售额 82.2 亿元，而上半年实现签约金额同比增长约 250%，创造了公司半年销售业绩历史记录。

图表 17. 2011-2015 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 18. 2011-2015 公司现金流、营收和预收款情况

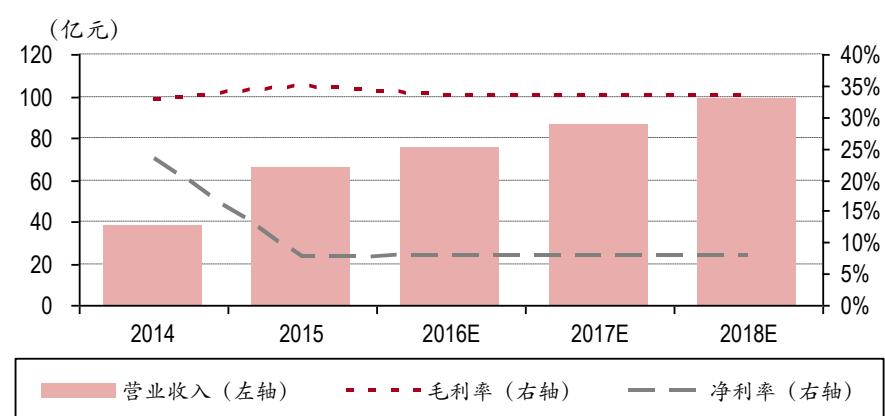


资料来源：万得数据、中银证券

盈利预测及投资建议

根据公司目前的地产储备和开发进度，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.33 元、0.37 元、0.42 元。在不考虑资产整合的情况下，我们采用分部估值法，对于地产业务按重估净资产平价方法给予 195 亿元的估值，龙创节能 2016 年 6,800 万元承诺净利润给予 15 倍估值 8 亿元，合计估值 202 亿元，即 11.00 元/股，首次覆盖给予买入评级。

图表 19. 公司 2016-18 年收入和盈利测算



资料来源：公司数据，中银证券

图表 20. 上实发展重估净资产值 (RNAV) 测算

	投资性房地产 (亿元)	存货 (亿元)	归母净资产 (亿元)
账面价值*	16	182	89
重估增值	55	50	105
RNAV	71	39	195
龙创节能增值			8
合计估值			203
股本			18.45
每股 RNAV (元/股)			11.00

资料来源：公司数据，中银证券

*注：数据使用公司 2016 年 3 季度报告

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,803	6,619	7,555	8,628	9,860
销售成本	(2,832)	(5,153)	(5,979)	(6,832)	(7,812)
经营费用	(196)	(383)	(494)	(563)	(643)
息税折旧前利润	776	1,082	1,082	1,232	1,404
折旧及摊销	(55)	(56)	(7)	(9)	(11)
经营利润(息税前利润)	720	1,026	1,075	1,223	1,393
净利润收入/(费用)	(27)	(126)	(127)	(135)	(157)
其他收益/(损失)	650	236	153	166	179
税前利润	1,242	996	940	1,070	1,205
所得税	(311)	(375)	(235)	(267)	(300)
少数股东权益	(33)	(85)	(99)	(112)	(127)
净利润	897	536	606	690	778
核心净利润	897	536	606	690	778
每股收益(人民币)	0.486	0.495	0.329	0.374	0.422
核心每股收益(人民币)	0.486	0.495	0.329	0.374	0.422
每股股息(人民币)	0.042	0.140	0.164	0.187	0.210
收入增长(%)	(3)	74	14	14	14
息税前利润增长(%)	(17)	42	5	14	14
息税折旧前利润增长(%)	(16)	40	(0)	14	14
每股收益增长(%)	104	2	(34)	14	13
核心每股收益增长(%)	104	2	(34)	14	13

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	1,242	996	940	1,070	1,205
折旧与摊销	55	56	7	9	11
净利润息费用	129	267	288	319	367
运营资本变动	(2,526)	(2,201)	(1,540)	(1,881)	(2,158)
税金	(311)	(375)	(235)	(267)	(300)
其他经营现金流	(508)	(93)	(103)	(119)	(135)
经营活动产生的现金流	(1,920)	(1,350)	(643)	(869)	(1,010)
购买固定资产净值	(7)	(7)	0	0	(1)
投资减少/增加	(1,569)	581	161	184	210
其他投资现金流	0	(1,049)	194	(214)	(200)
投资活动产生的现金流	(1,576)	(475)	355	(30)	9
净增权益	42	0	0	0	0
净增债务	2,154	3,506	1,265	2,341	2,602
支付股息	(642)	(786)	(303)	(344)	(387)
其他融资现金流	(967)	(1,089)	194	(214)	(200)
融资活动产生的现金流	587	1,631	1,155	1,783	2,014
现金变动	(2,909)	(194)	867	884	1,013
期初现金	6,890	4,110	5,458	6,230	7,115
公司自由现金流	(3,496)	(1,825)	(288)	(899)	(1,001)
权益自由现金流	(1,342)	1,681	977	1,442	1,601

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	4,110	5,458	6,230	7,115	8,131
应收帐款	1,882	3,398	3,879	4,430	5,062
库存	10,190	15,750	17,976	20,530	23,460
其他流动资产	9	69	46	52	59
流动资产总计	16,190	24,675	28,130	32,127	36,712
固定资产	27	34	39	46	53
无形资产	0	42	42	42	42
其他长期资产	2,530	2,525	2,485	2,617	2,674
长期资产总计	2,558	2,600	2,565	2,705	2,768
总资产	18,748	27,275	30,696	34,831	39,480
应付帐款	4,146	5,374	6,254	7,149	8,175
短期债务	2,973	4,215	5,480	7,821	10,423
其他流动负债	757	2,977	3,086	3,528	4,035
流动负债总计	7,875	12,566	14,820	18,497	22,632
长期借款	5,345	8,822	8,822	8,822	8,822
其他长期负债	0	374	374	374	374
股本	1,083	1,083	1,845	1,845	1,845
储备	3,699	3,688	4,044	4,446	4,897
股东权益	4,783	4,771	5,888	6,290	6,741
少数股东权益	745	741	791	847	910
总负债及权益	18,748	27,275	30,696	34,831	39,480
每股帐面价值(人民币)	2.59	4.40	3.19	3.41	3.65
每股有形资产(人民币)	4.41	4.37	3.17	3.39	3.63
每股净负债/(现金)(人民币)	3.88	7.00	4.38	5.17	6.03

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(%)	20.4	16.4	14.3	14.3	14.2
息税前利润率(%)	18.9	15.5	14.2	14.2	14.1
税前利润率(%)	32.6	15.0	12.4	12.4	12.2
净利率(%)	23.6	8.1	8.0	8.0	7.9
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	3.1	2.5	2.4	2.4	2.4
净权益负债率(%)	76.1	137.5	120.9	133.5	145.2
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	17.4	17.1	25.7	22.6	20.0
核心业务市盈率(倍)	17.4	17.1	25.7	22.6	20.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.6	22.2	33.5	29.4	26.1
市净率(倍)	3.3	1.9	2.6	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	(8.1)	(6.8)	(24.2)	(17.9)	(15.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	21.4	21.9	20.4	19.0
周转率					
存货周转天数	1,274.5	918.6	1,029.5	1,028.5	1,027.7
应收帐款周转天数	175.2	145.6	175.8	175.7	175.7
应付帐款周转天数	448.0	262.5	280.9	283.5	283.6
回报率					
股息支付率(%)	11.4	45.3	66.7	66.4	66.3
净资产收益率(%)	18.4	11.2	11.4	11.3	11.9
资产收益率(%)	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
已运用资本收益率(%)	6.1	7.2	6.3	6.3	6.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

上实发展(600748.CH/人民币 8.54, 买入)

上海医药(601607.CH/人民币 20.21, 未有评级)

上实城市开发(0563.HK/港币 2.06, 未有评级)

上海实业控股(0363.HK/港币 23.00, 未有评级)

上海实业环境控制(BHK.SG/新币 0.61, 未有评级)

以 2016 年 11 月 18 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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 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