

陆家嘴 (600663)

强烈推荐

行业：园区开发

在营物业建面同比高增长，租赁收入上新台阶

公司17年一季度实现营业收入25.5亿元，同比+85.3%，主要由于天津河庭西项目集中交房实现收入增长以及租赁收入的大幅提升，归母净利润4.5亿元，同比+27.6%。

投资要点：

✧ **投资收益下降致净利率下滑，净负债率提升主要由于收购陆金发所致。**一季度综合毛利率60%(同比降7个百分点，但较16年全年综合毛利率提升13个百分点)，净利率18%(同比降13个百分点，主要由于采取权益法核算投资公司上海中心亏损产生当期损失致投资收益同比降低84.6%)。截至一季度末，公司在手货币资金56.3亿元，同比增179.4%，预收账款43.4亿元(锁定17年30%业绩)，较年初下滑8.4亿元主要由于项目交工，预收款结算转为营业收入。三费率14.8%，同比降低1个百分点。净负债率104%(+14个百分点，主要由于举债收购集团金融业务所致)，资产负债率74%(+5个百分点)。截至16年末，公司整体平均融资成本仅4.39%，处于行业低位。

✧ **持有在营物业建面增加致租赁收入大幅增长。**截至一季度末，公司持有的在营物业总建面163.6万方(+43.8%)，其中运营一年以上的甲级写字楼115.2万方(+71.2%)，运营一年以上的高品质研发楼21.0万方(同比持平)，商铺物业10.4万方(+29.6%)，住宅物业9.2万方(-0.2%)。酒店物业7.8万方(-4.8%)。一季度公司实现房地产租赁收入8.3亿元，同比增36.5%。

✧ **一季度销售面积、金额的大幅下滑主要由于可售面积较低。**截至一季度末，公司在售住宅项目位于天津，总建面10.5万方，以在售面积计算的去化率99.86%。一季度公司住宅物业销售签约面积1389方，合同金额6459万元，销售均价4.65万元/平方(+20.8%)；去年同期签约面积2.66万方，合同金额10.24亿元，销售均价3.85万元/平方；销售面积、销售金额大幅下滑主要由于在售项目可售面积较低。一季度公司实现住宅销售现金流入2.51亿元，同比降8.1%。

✧ **公司持有陆家嘴区域办公物业、商铺物业接近400万方，占陆家嘴全部商业物业30%左右，随着区域内物业逐渐竣工培育成熟，租金收入未来三至五年超50亿元无忧，RNAV40.1元/股提供高安全边际。预计17-19年营业收入为140、158、172亿元，同比增速分别为9%、13%、9%，三年复合增速为10.3%；17-19年最新摊薄EPS为0.97、1.2、1.33元，三年复合增长19.2%，对应当前股价PE24、20、18倍，6个月目标价30元，对应17年PE31倍，长期看好陆家嘴区域优质商业地产增值潜力及租赁收入的稳步提升、以及国改加速带动新的优质资产注入，维持“强烈推荐”评级。**

✧ **风险提示：**市场波动剧烈、资产重组不及预期、园区开发进展不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12807	13961	15773	17196
收入同比(%)	69%	9%	13%	9%
归属母公司净利润	2649	3260	4048	4485
净利润同比(%)	22%	23%	24%	11%
毛利率(%)	47.2%	50.5%	52.2%	53.2%
ROE(%)	19.4%	19.3%	20.3%	19.2%
每股收益(元)	0.79	0.97	1.20	1.33
P/E	29.83	24.24	19.51	17.62
P/B	5.78	4.67	3.96	3.37
EV/EBITDA	13	11	9	9

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：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6-12个月目标价：30

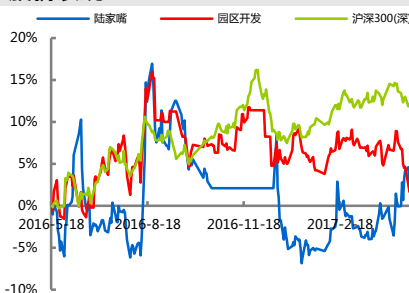
当前股价：23.54

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	3,362
流通股本(百万股)	2,445
总市值(亿元)	791
流通市值(亿元)	575
成交量(百万股)	4.72
成交额(百万元)	111.44

股价表现



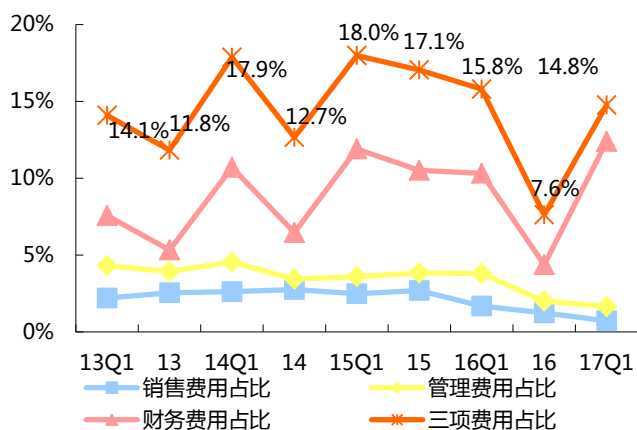
相关报告

《陆家嘴-盈利领先行业，通过收购获苏州用地》2016-10-26

《陆家嘴-销售完成全年目标，凝心聚力推进国改》2016-07-28

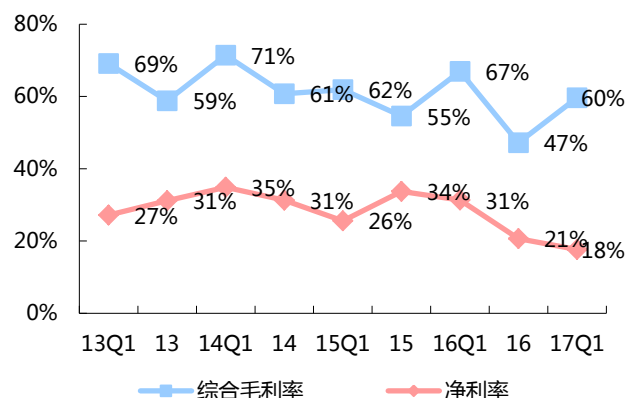
《陆家嘴-集团资产目标整体上市，重回高速增长通道》2016-07-05

图 1 三费水平



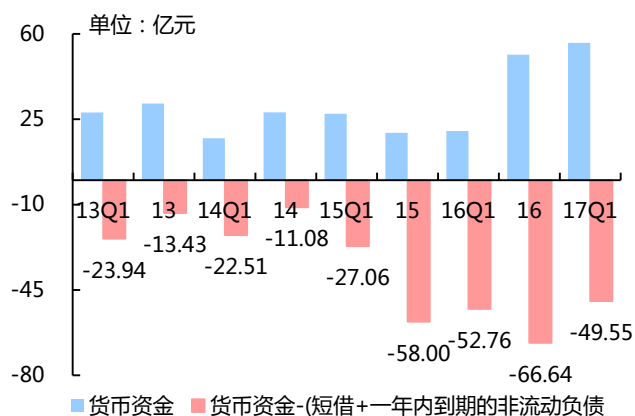
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 综合毛利率和净利率



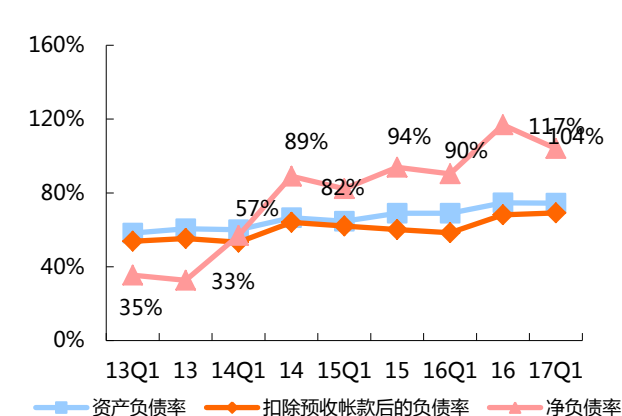
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 货币资金和短期负债



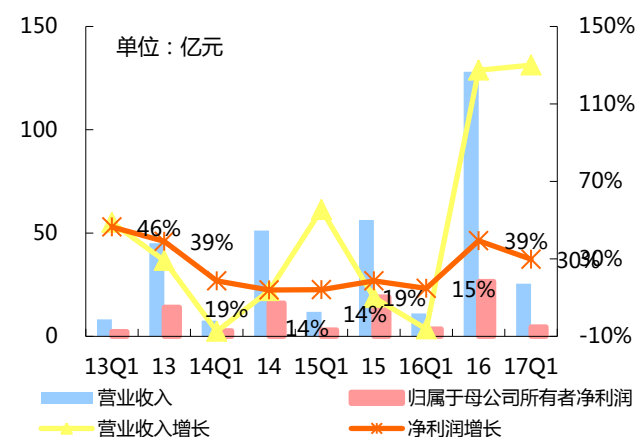
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 负债水平



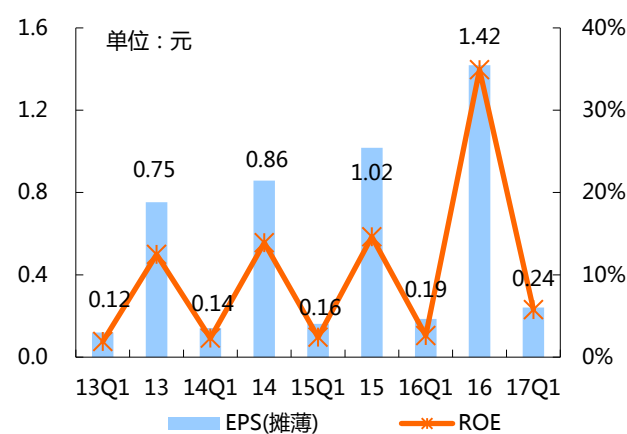
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 经营情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 EPS 和 ROE



资料来源：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	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	32465	23243	24377	25382
现金	5145	10755	11179	12231
应收账款	105	48	58	70
其它应收款	1020	385	435	474
预付账款	0	0	0	0
存货	9173	10350	10470	10278
其他	17023	1705	2235	2328
非流动资产	47361	46006	48340	49177
长期投资	6018	6018	6018	6018
固定资产	710	1014	1185	1288
无形资产	25	18	11	4
其他	40608	38955	41126	41868
资产总计	79826	69249	72717	74559
流动负债	41160	20265	21894	21416
短期借款	9675	6538	7617	7943
应付账款	2618	4467	1577	1376
其他	28867	9260	12699	12097
非流动负债	18379	16184	15180	14179
长期借款	12034	11534	11034	10534
其他	6345	4651	4146	3645
负债合计	59539	36449	37074	35595
少数股东权益	6629	6882	7197	7546
股本	3362	3362	3362	3362
资本公积	39	39	39	39
留存收益	8564	13516	16546	20018
归属母公司股东权益	13658	16917	19946	23418
负债和股东权益	79826	69249	72717	74559

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-1255	5208	3947	4022
净利润	3269	3513	4363	4834
折旧摊销	63	57	71	81
财务费用	560	992	809	805
投资损失	-475	-475	-475	-475
营运资金变动	-4427	-7593	-376	-784
其它	-246	8714	-445	-438
投资活动现金流	-7504	6456	-1962	-488
资本支出	1761	100	100	100
长期投资	-715	-820	2323	848
其他	-6458	5737	461	460
筹资活动现金流	6023	-6054	-1560	-2483
短期借款	3036	-3137	1080	326
长期借款	6243	-500	-500	-500
普通股增加	1494	0	0	0
资本公积增加	-7056	0	0	0
其他	2305	-2417	-2140	-2309
现金净增加额	-2734	5610	424	1052

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	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12807	13961	15773	17196
营业成本	6763	6911	7541	8053
营业税金及附加	1083	1181	1334	1582
营业费用	158	349	394	413
管理费用	257	503	552	585
财务费用	560	992	809	805
资产减值损失	271	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	475	475	475	475
营业利润	4189	4500	5618	6233
营业外收入	105	105	105	105
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	4289	4605	5722	6338
所得税	1020	1092	1359	1504
净利润	3269	3513	4363	4834
少数股东损益	620	253	315	349
归属母公司净利润	2649	3260	4048	4485
EBITDA	4813	5549	6498	7119
EPS (元)	0.79	0.97	1.20	1.33

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	69.3%	9.0%	13.0%	9.0%
营业利润	24.6%	7.4%	24.8%	11.0%
归属于母公司净利润	22.3%	23.1%	24.2%	10.8%
获利能力				
毛利率	47.2%	50.5%	52.2%	53.2%
净利率	20.7%	23.3%	25.7%	26.1%
ROE	19.4%	19.3%	20.3%	19.2%
ROIC	-74.0%	147.4%	149.9%	131.6%
偿债能力				
资产负债率	74.6%	52.6%	51.0%	47.7%
净负债比率	40.05%	54.27%	55.43%	57.27%
流动比率	0.79	1.15	1.11	1.19
速动比率	0.57	0.64	0.64	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.19	0.22	0.23
应收账款周转率	105	93	152	137
应付账款周转率	2.96	1.95	2.50	5.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.97	1.20	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	1.55	1.17	1.20
每股净资产(最新摊薄)	4.06	5.03	5.93	6.97
估值比率				
P/E	29.83	24.24	19.51	17.62
P/B	5.78	4.67	3.96	3.37
EV/EBITDA	13	11	9	9

相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-26	《陆家嘴-盈利领先行业，通过收购获苏州用地》
2016-07-28	《陆家嘴-销售完成全年目标，凝心聚力推进国改》
2016-07-05	《陆家嘴-集团资产目标整体上市，重回高增长通道》
2016-04-28	《陆家嘴-陆金发注入在即，地产金融新空间》
2016-04-13	《陆家嘴-收购集团陆金发，实现全牌照金融控股集团》
2016-03-24	《陆家嘴-领航高端物业，受益国企改革》

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,中国中投证券财富研究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、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、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。

郭泰,中投证券财富研究部房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券财富研究部房地产行业分析师,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