



# 进军苏州，打开新发展格局

——陆家嘴（600663）2017年半年报点评

2017年07月31日

强烈推荐/维持

陆家嘴

财报点评

郑闵钢	分析师 zhengmgdxs@hotmail.com	执业证书编号：S1480510120012
梁小翠	联系人 liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件：

公司7月29日公布2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入人民币56.23亿元，较2016年上半年的人民币44.99亿元上升48.44%；实现归属于股东的净利润人民币11.54亿元，较2016年上半年的9.74亿元同比上升30.84%；稀释EPS为每股0.29元，同期上升18.39%。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	3336.61	1374.35	3124.4	2191.16	6117.24	2546.23	3077.16
增长率（%）	83.63%	-	239.66%	27.15%	83.34%	-	25.00%
毛利率（%）	51.62%	-	64.92%	27.11%	47.35%	-	66.98%
期间费用率（%）	7.74%	-	4.66%	10.77%	5.81%	-	6.08%
营业利润率（%）	51.41%	-	26.77%	23.03%	32.04%	-	19.95%
净利润（百万元）	1330.07	394.03	947.66	379.50	1547.94	560.85	912.94
增长率（%）	97.79%	16.63%	131.12%	-34.04%	16.38%	42.33%	-03.66%
每股盈利（季度，元）	0.56	0.19	0.18	0.11	0.39	0.13	0.21
资产负债率（%）	64.96%	69.04%	69.73%	68.95%	74.59%	74.47%	74.46%
净资产收益率（%）	5.02%	2.38%	5.82%	2.13%	7.63%	2.70%	4.47%
总资产收益率（%）	1.76%	0.74%	1.76%	0.66%	1.94%	0.69%	1.14%

## 观点：

- 营业收入和净利润均实现大幅增长。2017年上半年，公司实现营业收入人民币56.23亿元，较2016年上半年的人民币44.99亿元上升25.00%；实现归属于股东的净利润人民币11.54亿元，较2016年上半年的0.74亿元同比上升18.39%；上半年，公司实现住宅销售合同金额0.94亿元，销售面积2205平方米，在售项目的整体去化率为100%。总体来看，2017年上半年大幅好于去年同期，得益于房产销售收入和租赁收入的增长。

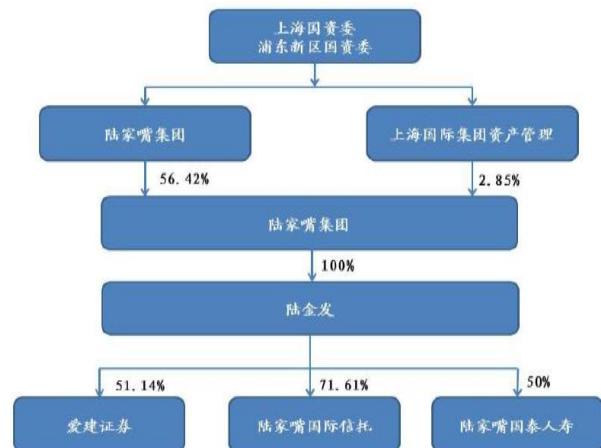
**表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析** (单位：亿元、百分比)

项目	2017年H	2016年H	同比变动	原因分析
净利润	11.54	9.74	18.39%	营业收入的大幅增长
营业收入	56.23	44.99	25.00%	房地产销售、租赁及金融业务收入均增长
资产负债率	74.46%	69.73%	6.78%	融资规模增加
费用比率	12.77%	8.55%	49.35%	财务费用大幅增加
加权 ROE	5.86%	3.63%	61.43%	净利润大幅增加
总资产	799.44	537.73	48.67%	资产重组，扩张速度较快
货币资金	37.23	52.99	-29.74%	收购苏州绿岸项目公司股权
预收账款	30.00	51.73	-42.01%	销售结转
一年内到期非流动负债	1.18	2.13	-94.47%	归还短期融资券
经营活动净现金流	-12.64	-2.83	-346.24%	收购子公司苏州绿岸项目代还原股东垫款
稀释 EPS	0.34	0.29	18.39%	净利润增幅较大

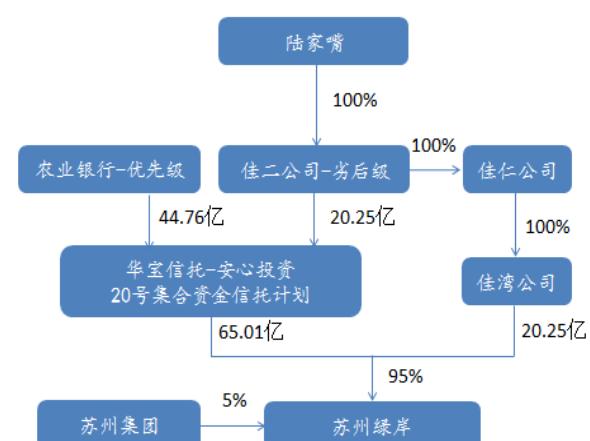
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **重大资产重组接连助力“地产+金融”双轮驱动战略，“一核两翼三城”发展格局正在逐步形成。**2016年底，公司实施完成现金收购陆家嘴集团、上海前滩国际商务区投资集团合计持有的陆金发88.20%股权的重大资产重组，获得了爱建证券、陆家嘴国际信托和陆家嘴国泰人寿3家金融机构的实际控制权，形成“证券+信托+保险+股权投资”业务格局，在“国企改革”与“跨界融合”中实现“地产+金融”双联动。

5月9日，陆家嘴又完成了85亿收购苏州绿岸95%股权的重大资产重组，成功竞得苏州绿岸项目17块国有土地，为公司未来的发展提供了极有价值的土地与项目储备。该项目土地使用权面积为65.96万平方米，土地性质为住宅、商办、工业（研发）等，项目规划总建筑面积108.41万平方米。目前公司商业地产开发项目主要集中于上海、天津两地，通过此次交易，公司商业地产将进入苏州市场，成为公司继天津之后第二个“走出上海”的大型成片开发项目。以地产为核心，以金融和商业零售为两翼，逐渐形成以陆家嘴、天津、苏州为三城的“一核两翼三城”发展格局正在逐步形成。

**图 1:公司目前股权结构**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

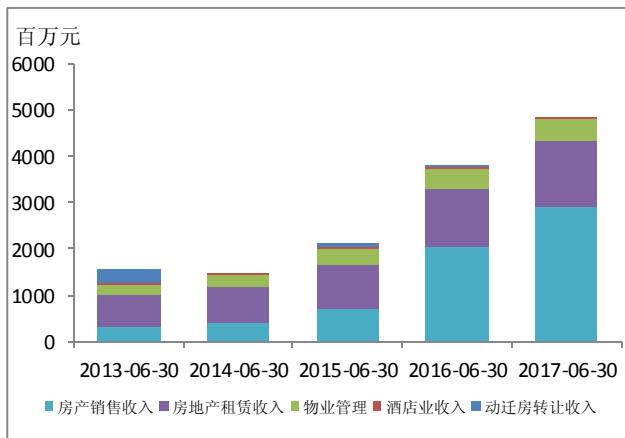
**图 2：公司收购苏州绿岸交易示意图**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **商业地产价值稀缺性凸显,带来长期增值潜力。**公司不仅在陆家嘴核心区域拥有大量高端优质经营物业,地理位置优越、建筑品质卓越,布局办公、商铺、酒店、会展等,并且将发展的触角也延伸到了上海前滩国际商务区、天津以及苏州,为公司的长期稳健经营打下了坚实的基础。截至上半年末,公司在营物业面积达到164万平米,其中公司长期运营的甲级写字楼总建面115万平米,高品质研发楼总建筑面积21万平米,目前在建的经营物业项目总建面221万平米。
- **土地和项目储备为未来房地产业绩提供有力保障。**虽然公司上半年住宅可售面积仅有2205平方米,其中天津地区1238平方米,上海地区967平方米,两区域楼盘整体去化率均为100%,但公司借助金融杠杆收购苏州绿岸95%股权,土地和项目储备获得实质性突破,将为未来的营业收入和销售业绩的增长提供有力支撑。

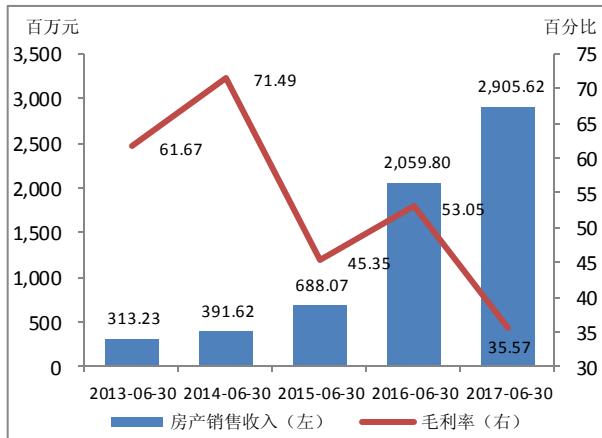
从当前收入结构来看,房产销售收入占比逐渐提升,并且近五年上半年房地产销售毛利率均在35%以上,这种快周期的产品将为公司不断增加的大量优质物业提供资金支持,实现了公司总资产周转的长短期限互补。预期公司仍会继续重点投入房地产产品的开发建设与租售运管,从而在保障公司业绩稳定增长的基础上,实现资产规模的快速扩张。

**图 5:公司近几年收入结构变动图**



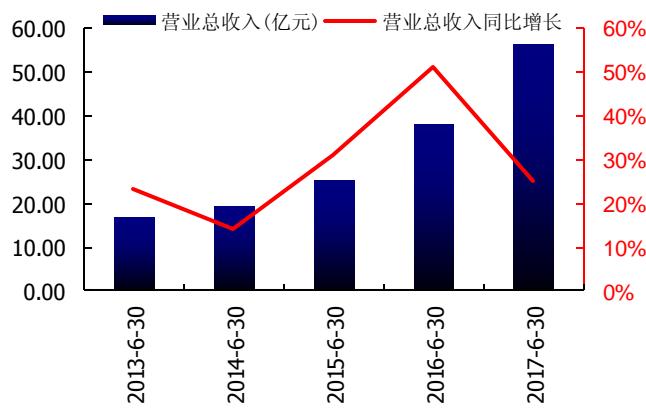
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

**图 6: 房地产销售收入及毛利率**



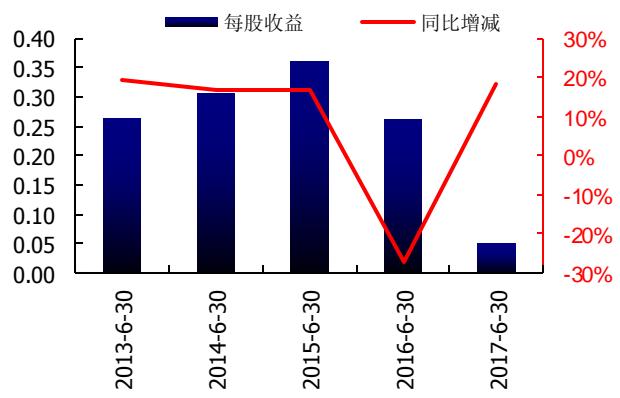
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

**图 7: 营业收入情况**

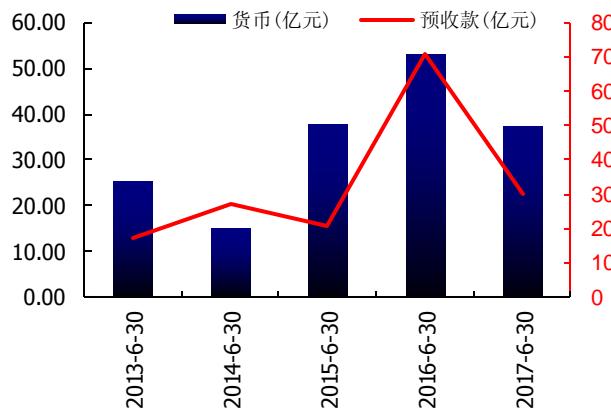


资料来源:公司公告,东兴证券

**图 8: 每股收益情况**



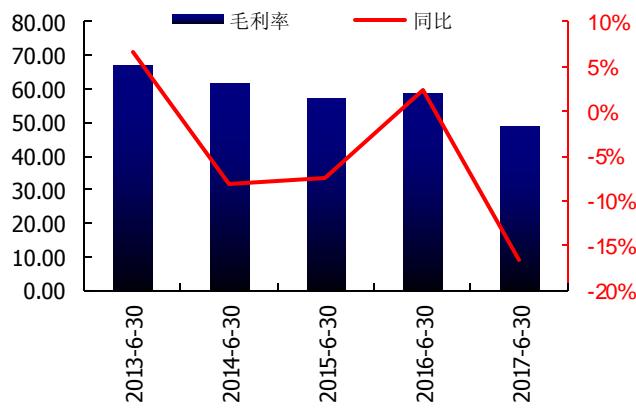
资料来源:公司公告,东兴证券

**图 9: 货币和预收款情况**


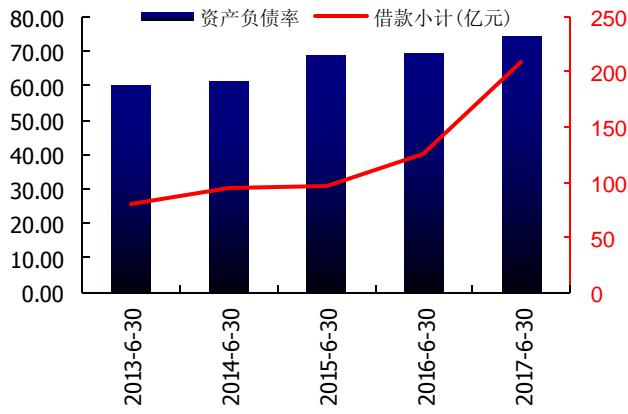
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 10: 净利润情况**

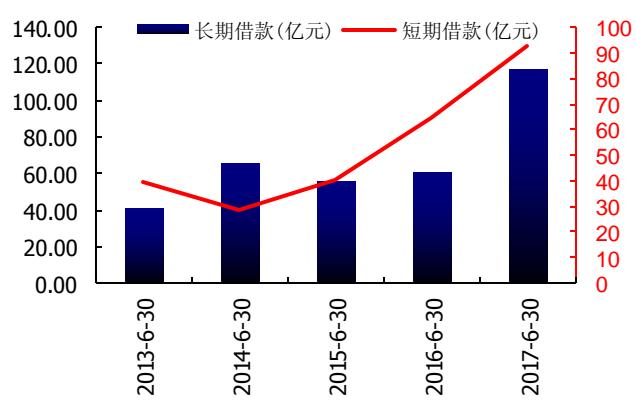

资料来源：公司公告、东兴证券

**图 11: 销售毛利率情况**


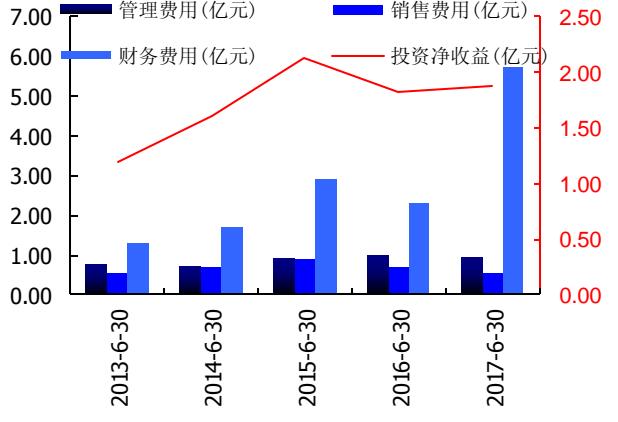
资料来源：公司公告、东兴证券

**图 12: 资产负债率情况**


资料来源：公司公告、东兴证券

**图 13: 贷款情况**


资料来源：公司公告、东兴证券整理

**图 14: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源：公司公告、东兴证券

## 结论:

公司作为陆家嘴金融核心区办公物业最大业主，持有大量优质商业地产，公司资产增值潜力无限。重大资产重组标的接连为公司增加“金融”元素和“地产”元素，落实“地产+金融”战略，“以房地产为核心，以金融和商业零售为两翼，以陆家嘴、天津、苏州为三城”的“一核两翼三城”发展格局正在逐步形成。其中苏州绿岸项目的收购使得公司商业地产务进入苏州市场，成为公司继天津之后第二个“走出上海”的大型成片开发项目，土地和项目储备获得实质性突破，为公司未来业绩的增长提供了有力支撑。我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为147.6亿元、179.1亿元、229亿元，每股收益分别为0.99元、1.14元和1.52元，对应PE分别为23.01、20.04和15.05，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	12219	32465	23756	27240	32759	<b>营业收入</b>	5631	12807	14763	17912	22900
货币资金	1942	5145	5167	6269	8015	<b>营业成本</b>	2558	6763	7677	9314	11908
应收账款	35	105	101	123	157	<b>营业税金及附加</b>	532	1083	1255	1522	1947
其他应收款	157	1020	1176	1427	1824	<b>营业费用</b>	152	158	221	269	344
预付款项	2	0	0	0	0	<b>管理费用</b>	216	257	295	358	458
存货	10048	9173	8413	10207	13050	<b>财务费用</b>	592	560	626	1020	1046
其他流动资产	0	8704	8900	9214	9713	<b>资产减值损失</b>	-1.68	271.40	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	40230	47361	42558	42413	42268	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5160	6018	6018	6018	6018	<b>投资净收益</b>	1098.12	475.04	500.00	500.00	500.00
固定资产	454.68	709.58	1052.30	909.81	767.33	<b>营业利润</b>	2681	4189	5186	5927	7696
无形资产	1	25	23	20	18	<b>营业外收入</b>	94.06	104.63	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	655	2951	0	0	0	<b>营业外支出</b>	0.10	4.55	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	52449	79826	66314	69653	75027	<b>利润总额</b>	2775	4289	5284	6025	7794
<b>流动负债合计</b>	26523	41160	24912	21673	20202	<b>所得税</b>	653	1020	1268	1446	1871
短期借款	4539	9675	9673	5094	1719	<b>净利润</b>	2122	3269	4016	4579	5923
应付账款	1955	2618	2734	3317	4241	<b>少数股东损益</b>	222	620	682	751	826
预收款项	4670	5173	5763	6480	7396	<b>归属母公司净利润</b>	1900	2649	3334	3828	5098
一年内到期的非流	3203	2134	2500	2500	2500	<b>EBITDA</b>	3578	4811	5958	7091	8887
<b>非流动负债合计</b>	9686	18379	18321	23382	28382	<b>BPS(元)</b>	1.02	0.79	0.99	1.14	1.52
长期借款	4449	12034	17034	22034	27034	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	5000	5000	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	36209	59539	43232	45055	48584	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3243	6629	7311	8062	8888	<b>营业收入增长</b>	10.05%	127.43	15.27%	21.33%	27.85%
实收资本(或股本)	1868	3362	3362	3362	3362	<b>营业利润增长</b>	20.97%	56.25%	23.80%	14.27%	29.85%
资本公积	39	39	39	39	39	<b>归属于母公司净利润</b>	25.86%	14.83%	25.86%	14.83%	33.16%
未分配利润	7965	7419	7019	6559	5948	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	12997	13658	12631	13397	14416	<b>毛利率(%)</b>	54.57%	47.20%	48.00%	48.00%	48.00%
<b>负债和所有者权</b>	52449	79826	63175	66514	71888	<b>净利率(%)</b>	37.68%	25.53%	27.20%	25.56%	25.87%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	3.62%	3.32%	5.03%	5.50%	6.79%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE(%)</b>	14.62%	19.39%	26.39%	28.57%	35.36%
<b>经营活动现金流</b>	3303	-1255	-5714	4265	4747	<b>偿债能力</b>					
净利润	2122	3269	4016	4579	5923	<b>资产负债率(%)</b>	69%	75%	68%	68%	68%
折旧摊销	304.96	61.22	0.00	144.99	144.99	<b>流动比率</b>	0.46	0.79	0.95	1.26	1.62
财务费用	592	560	626	1020	1046	<b>速动比率</b>	0.08	0.57	0.62	0.79	0.98
应收账款减少	0	0	4	-22	-34	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	591	716	916	<b>总资产周转率</b>	0.11	0.19	0.21	0.28	0.33
<b>投资活动现金流</b>	-2830	-7504	8859	498	498	<b>应收账款周转率</b>	159	183	143	160	164
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	3.37	5.60	5.52	5.92	6.06
长期股权投资减少	0	0	21	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1098	475	500	500	500	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	1.02	0.79	0.99	1.14	1.52
<b>筹资活动现金流</b>	-1314	6023	-3122	-3661	-3499	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.45	-0.81	0.01	0.33	0.52
应付债券增加	0	0	-5000	0	0	<b>每股净资产(最新摊)</b>	6.96	4.06	3.76	3.99	4.29
长期借款增加	0	0	5000	5000	5000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	1494	0	0	0	<b>P/E</b>	22.43	28.96	23.01	20.04	15.05
资本公积增加	0	0	0	0	0	<b>P/B</b>	3.28	5.62	6.07	5.73	5.32
<b>现金净增加额</b>	-840	-2736	22	1102	1746	<b>EV/EBITDA</b>	16.17	20.87	13.84	14.11	11.25

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员(D)，基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永续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

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，未来也将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，需注明出自为东兴证券研究所，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。