

陆家嘴 (600663)

强烈推荐

行业：园区开发

租赁收入稳增，一核两翼三城逐步形成

公司公布 17 年中报,17 年上半年实现营收 56.2 亿元,同比+25.0%;归母净利润 11.5 亿元,同比+18.4%;EPS0.34 元/股。

投资要点：

✧ **毛利率下降，净负债率提升。**17 年上半年公司实现营收 56.2 亿元,同比+25.0%;归母净利润 11.5 亿元,同比+18.4%。综合毛利率 48.7%(同比降 9.8 个 pc,但较 16 年全年增 1.5 个 pc),净利率 20.5%(同比降 2.8 个 pc)。截至 17 年 6 月底,在手货币资金 37.2 亿元,短债缺口 56.7 亿元(16 年末 66.6 亿元),预收账款 30.0 亿元。三费费率 12.8%,同比+2.3 个 pc。净负债率 110%(+31 个 pc),资产负债率 74%(+5 个 pc)。截至 16 年末,公司整体平均融资成本仅 4.39%,处于行业低位。

✧ **持有在营物业租金稳增,租赁收入持续增长。**17 年上半年实现租赁收入合计 20.21 亿元(同比+24.3%),其中表内 16.56 亿元(同比+32.3%),营收占比达 26%(16 年 20%)。截至 17 年 6 月底,在营物业总建面 164 万方(于 16 年末持平),在建面积超 221 万方:甲级写字楼出租率 99%、租金 7.82 元/方/天(16 年 97.5%、7.64 元/方/天),高品质研发楼出租率 99%、租金 5.32 元/方/天(16 年 97.4%、5.11 元/方/天)。

✧ **现有可售项目全部出清,新获苏州土储。**17 年上半年住宅物业销售面积 2205 方,合同金额 0.94 亿元,去化率为 100%,均价 4.26 万元/方;去年同期签约面积 7.5 万方,合同金额 24.1 亿元,均价 3.21 万元/方;销售面积、金额大幅下滑主要由于现有在售项目可售面积较低且已全部出清。5 月 9 日公司公告联合华宝信托完成收购苏州绿岸 95% 股权,新增苏州 17 块土地建面约 108.41 万方的储备。公司以小量资金控制大额项目,继布局天津后再次“走出上海”,获取大型成片开发项目。

✧ **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约 30%,租金收入未来三至五年超 50 亿元无忧,新获苏州大量土储,持续受益集团资产证券化率的提升,“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”发展格局正在逐步形成。RNAV40.1 元/股提供高安全边际。预计 17-19 年营业收入为 154、183、208 亿元;17-19 年最新摊薄 EPS0.97、1.24、1.41 元,对应当前股价 PE26、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：**资产重组效果不及预期、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	15353	18302	20764
收入同比(%)	69%	20%	19%	13%
归属母公司净利润	2649	3263	4173	4737
净利润同比(%)	22%	23%	28%	14%
毛利率(%)	47.2%	53.3%	55.5%	55.9%
ROE(%)	19.4%	20.9%	22.9%	22.6%
每股收益(元)	0.79	0.97	1.24	1.41
P/E	31.46	25.54	19.97	17.59
P/B	6.10	5.34	4.58	3.97
EV/EBITDA	14	11	9	8

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 30

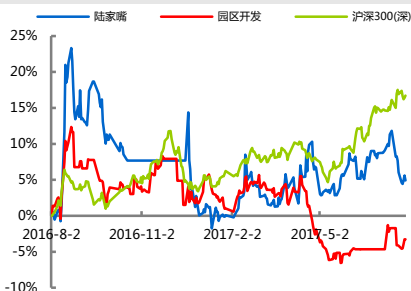
当前股价： 23.65

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)	795
流通市值(亿元)	578
成交量(百万股)	8.09
成交额(百万元)	192.40

股价表现



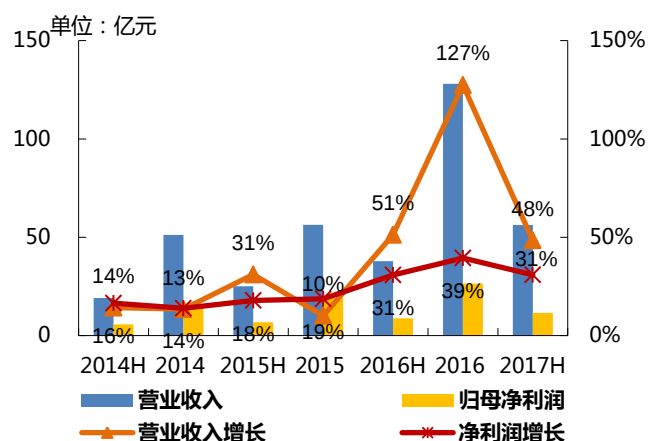
相关报告

《陆家嘴-在营物业建面同比高增长,租赁收入上新台阶》2017-04-27

《陆家嘴-优质资源,谋求“地产+金融”开启新时代》2017-03-22

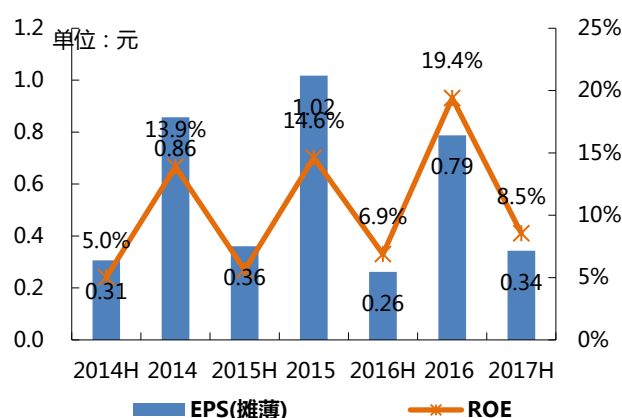
《陆家嘴-盈利领先行业,通过收购获苏州用地》2016-10-26

图 1 经营情况



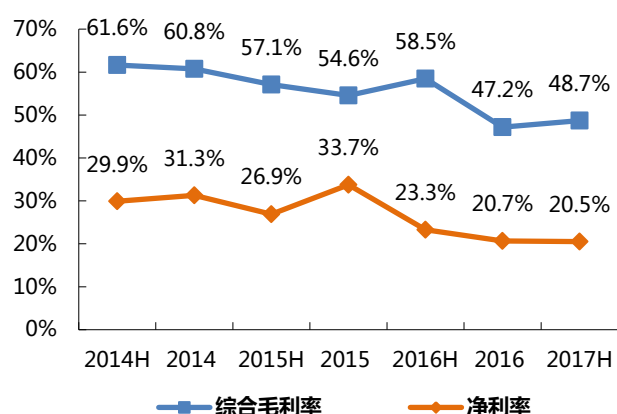
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 2 EPS 和 ROE



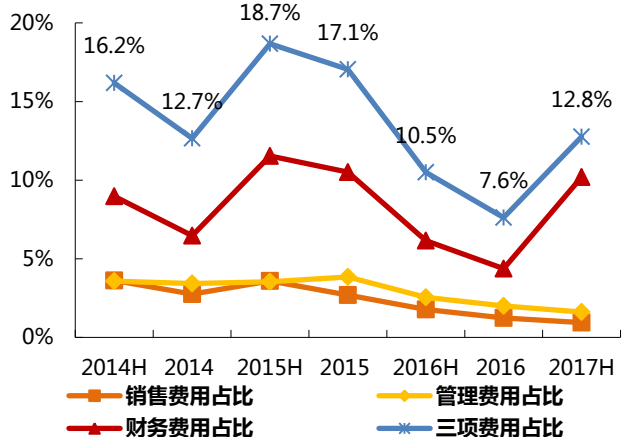
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 3 综合毛利率和净利率



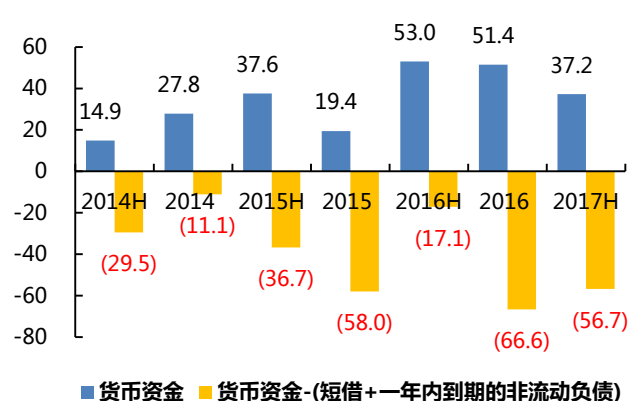
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 4 三费水平



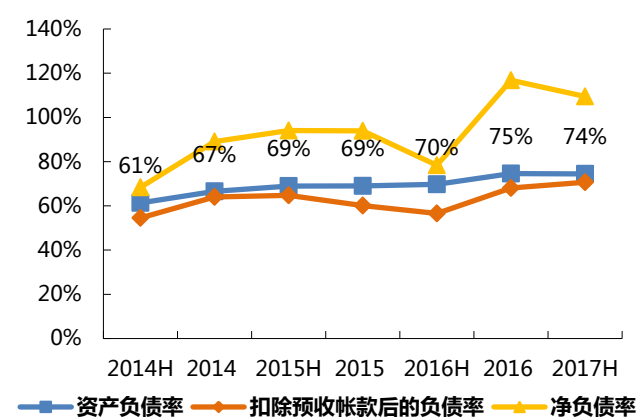
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 5 货币资金和短期负债



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 6 负债水平



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	32465	22863	24036	25112
现金	5145	10336	10769	11862
应收账款	105	48	58	70
其它应收款	1020	423	505	573
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	68869	72377	74289
流动负债	41160	20710	22147	21702
短期借款	9675	6538	7617	7943
应付账款	2618	4913	1830	1661
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	36895	37327	35880
少数股东权益	6629	7378	8346	9439
股本	3362	3362	3362	3362
资本公积	39	39	39	39
留存收益	8564	12195	14804	17569
归属母公司股东权益	13658	15596	18204	20970
负债和股东权益	79826	68869	72377	74289

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-1255	6290	4927	5550
净利润	3269	4012	5140	5830
折旧摊销	63	57	71	81
财务费用	560	693	761	857
投资损失	-475	0	0	0
营运资金变动	-4427	-7186	-601	-780
其它	-246	8715	-445	-438
投资活动现金流	-7504	5981	-2437	-963
资本支出	1761	100	100	100
长期投资	-715	-820	2323	848
其他	-6458	5262	-14	-15
筹资活动现金流	6023	-7080	-2057	-3493
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	-3443	-2637	-3319
现金净增加额	-2734	5192	433	1093

资料来源：中国中投证券财富研究部，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	15353	18302	20764
营业成本	6763	7166	8153	9148
营业税金及附加	1083	1298	1548	1910
营业费用	158	384	458	498
管理费用	257	553	641	706
财务费用	560	693	761	857
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	0	0	0
营业利润	4189	5259	6742	7644
营业外收入	105	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	4289	5259	6742	7644
所得税	1020	1247	1601	1814
净利润	3269	4012	5140	5830
少数股东损益	620	749	968	1093
归属母公司净利润	2649	3263	4173	4737
EBITDA	4813	6009	7574	8582
EPS (元)	0.79	0.97	1.24	1.41

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	69.3%	19.9%	19.2%	13.5%
营业利润	24.6%	25.5%	28.2%	13.4%
归属于母公司净利润	22.3%	23.2%	27.9%	13.5%
获利能力				
毛利率	47.2%	53.3%	55.5%	55.9%
净利率	20.7%	21.3%	22.8%	22.8%
ROE	19.4%	20.9%	22.9%	22.6%
ROIC	-74.0%	186.5%	185.4%	166.6%
偿债能力				
资产负债率	74.6%	53.6%	51.6%	48.3%
净负债比率	40.05%	53.61%	55.05%	56.81%
流动比率	0.79	1.10	1.09	1.16
速动比率	0.57	0.60	0.61	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.21	0.26	0.28
应收账款周转率	105	102	177	166
应付账款周转率	2.96	1.90	2.42	5.24
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.97	1.24	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	1.87	1.47	1.65
每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.64	5.42	6.24
估值比率				
P/E	31.46	25.54	19.97	17.59
P/B	6.10	5.34	4.58	3.97
EV/EBITDA	14	11	9	8

相关报告

报告日期	报告标题
2017-04-27	《陆家嘴-在营物业建面同比高增长，租赁收入上新台阶》
2017-03-22	《陆家嘴-优质资源，谋求“地产+金融”开启新时代》
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。

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,旨为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财富研究部

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