



东兴证券
DONGXING SECURITIES

地产业绩稳健，业态多元化加速落实

——上实发展（600748）2017 年半年报点评

2017 年 08 月 29 日

强烈推荐/维持

上实发展

财报点评

| | | | |
|-----|------------------------|-----------------------|--|
| 郑闵钢 | 分析师 | 执业证书编号：S1480510120012 | |
| | zhengmgdxs@hotmail.com | 010-66554031 | |
| 梁小翠 | 分析师 | 执业证书编号：S1480517070004 | |
| | liangxc@dxzq.net.cn | 010-66554023 | |

事件：

公司日前发布 2017 年半年报，本报告期末，公司实现营业收入 23.58 亿元，同比增长 5.97%；归属于上市公司股东净利润 2.28 亿元，同比增长 12.45%。公司合并报表总资产 354.81 亿，同比增加 20.17%，净资产 103.20 亿元，同比增长 7.24%。

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） | 4088.7 | 896.65 | 1328.99 | 1496.45 | 2766.72 | 1038.32 | 1320.13 |
| 增长率（%） | -21.17% | 89.04% | 209.63% | -8.02% | -32.33% | 15.80% | -0.67% |
| 毛利率（%） | 30.24% | 45.27% | 30.58% | 31.04% | 31.02% | 53.87% | 27.22% |
| 期间费用率（%） | 5.95% | 17.86% | 9.75% | 9.79% | 7.98% | 18.31% | 12.52% |
| 营业利润率（%） | 11.98% | 16.67% | 11.87% | 15.96% | 8.70% | 20.91% | 6.59% |
| 净利润（百万元） | 258.39 | 105.09 | 105.87 | 175.86 | 358.26 | 105.72 | 108.92 |
| 增长率（%） | 18.06% | 78.02% | 518.18% | -34.87% | 38.65% | 00.60% | 02.87% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.20 | 0.07 | 0.07 | 0.08 | 0.15 | 0.07 | 0.06 |
| 资产负债率（%） | 79.79% | 67.43% | 67.45% | 70.54% | 70.81% | 71.04% | 70.92% |
| 净资产收益率（%） | 4.69% | 1.10% | 1.10% | 1.81% | 3.51% | 1.03% | 1.06% |
| 总资产收益率（%） | 0.95% | 0.36% | 0.36% | 0.53% | 1.03% | 0.30% | 0.31% |

观点：

- **地产销售回款带动净利润和总资产大幅上涨。**截至本报告期末，公司实现营业收入23.58亿元，同比增长5.97%；归属于上市公司股东净利润2.28 亿元，同比增长12.45%。公司合并报表总资产354.81亿，同比增加20.17%，净资产103.20亿元，同比增长7.24%。报告期内销售回款**33.7亿元**，同比上涨**4.7%**。为公司未来两年业绩提供有力支撑。

表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

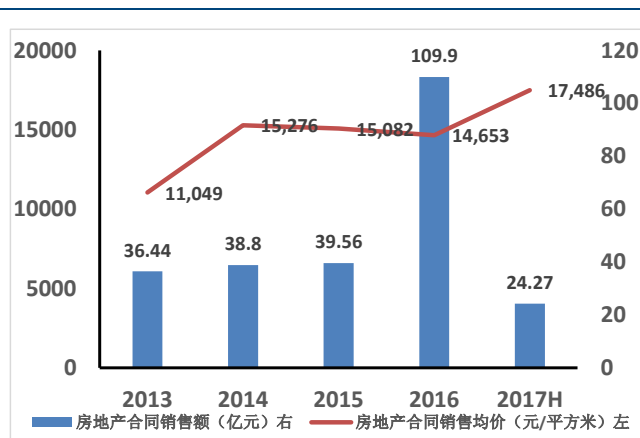
（单位：亿元、百分比）

| 项目 | 2017H | 2016H | 变动比率 | 原因分析 |
|------------|--------|--------|----------|---------------|
| 净利润 | 2.15 | 2.11 | 1.90% | 净利润基本不变 |
| 营业收入 | 23.58 | 22.26 | 5.97% | 结转收入有所增加 |
| 资产负债率（%） | 70.92 | 67.41 | 5.21% | 杠杆水平小幅提升 |
| 费用比率（%） | 15.07 | 13.02 | 15.75% | 代理佣金费和管理费用增加 |
| 加权 ROE（%） | 2.47 | 2.32 | 6.47% | 盈利能力有所增强 |
| 总资产 | 354.81 | 295.25 | 20.17% | 现金资产大幅增长 |
| 货币资金 | 90.94 | 63.82 | 42.49% | 销售回款+融资 |
| 预收账款 | 75.82 | 40.75 | 86.06% | 销售额大幅增长 |
| 一年内到期非流动负债 | 23.91 | 24.58 | -2.73% | 负债正常到期 |
| 经营活动净现金流 | -2.16 | 12.91 | -116.74% | 销售回款减少及上缴税费增加 |
| 稀释 EPS | 0.12 | 0.11 | 9.09% | 每股收益大幅增加 |

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **坐拥上海优质地块，东滩项目开发可期。**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，截止本报告期末，拥有超过**1600**万方土地储备，在建面积超过**500**万平米，持有性物业约**110**万平方米，物业管理规模达**1800**万平米。集团内部资源整合进程再度延期，但不改整合的“势在必行”，预期未来资源整合完成后，公司以国资背景“做大做强”的目标有望实现。

受制于行业调控和可售资源不足等因素，报告期内，公司实现签约面积 **13.88** 万平方米，签约金额**24.27** 亿元，同比有所下降，实现回款 **33.7** 亿元，同比上涨 **4.7%**，房地产销售均价**17486**元/平方米。

图 1：公司近 5 年房地产业务销售情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：虹口 324-01 地块地理位置


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

表 2: 报告期内房地产拟建项目储备情况

| 项目名称 | 地区 | 待开发土地面积 | 规划计容建面 | 权益建面 | 权益占比 |
|--------------------------------|----|---------|---------|---------|------|
| 上海虹口北外滩项目 (提篮桥街道 HK324-01 号地块) | 上海 | 23,037 | 126,705 | 62,085 | 49 |
| 上海青浦朱家角 D2 地块 | 上海 | 349,168 | 174,584 | 89,038 | 51 |
| 湖州吴兴区东部新区 HD35-2E 地块 | 湖州 | 115,647 | 173,470 | 173,470 | 100 |
| 湖州吴兴区东部新区 BLD35-2 地块 | 湖州 | 68,471 | 150,636 | 150,636 | 100 |
| 总计 | - | 556,323 | 625,395 | 475,229 | - |

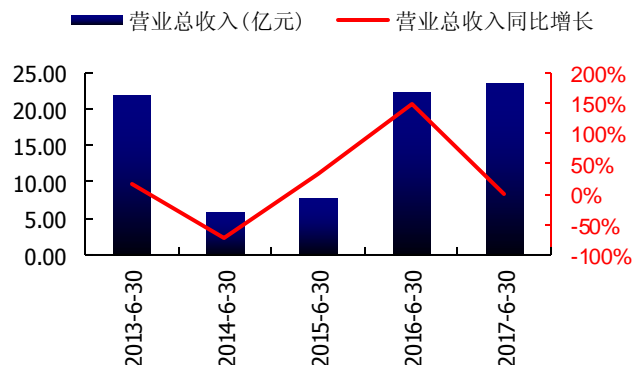
资料来源: 公司 2017 年半年报, 东兴证券研究所

➤ **虹口北外滩项目引入外资合作, 加速布局文化地产。**虹口是海派文化的发源地, 诸多文化名人的聚集地。公司以北外滩 HK324-01 号地块为始点, 在此区域的布局文化地产。2016 年 9 月, 公司与倪德伦环球注册合资公司“上实倪德伦”, 注册资本人民币 1000 万元, 双方各持股 50%。发挥双方优势资源合力打造上海首家专业的音乐剧演出剧院——上实中心剧院。预计该剧院将于 2020 年在北外滩落成, 届时将引入、教育、培训产生更多的百老汇及国内外优质音乐剧, 推动中国音乐剧生态圈的形成, 打造北外滩区域文化、餐饮、购物、休闲服务综合体。公司于 7 月 27 日在公司公告中宣布虹口北外滩项目获得方案批复并完成开工报批工作, 计划下半年开工; 引入日本森公司, 形成战略合作, 提升项目建设和运营品质。

除此之外, 公司对于多元化地产业态不断实践, 如上海东滩的长者社区项目、we+ 众创空间、产业投资基金等都成果颇丰, 未来进一步成长壮大值得期待。

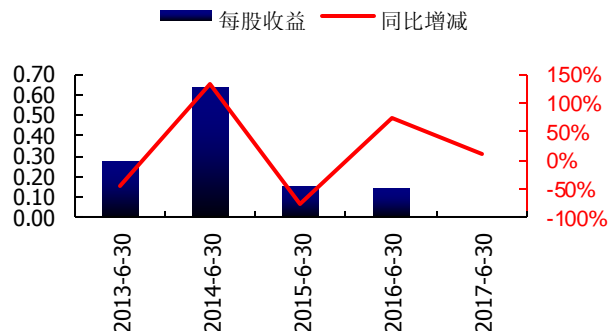
风险提示: 地产调控趋严、销售不及预期、国企改革进程不及预期

图 3: 营业收入情况



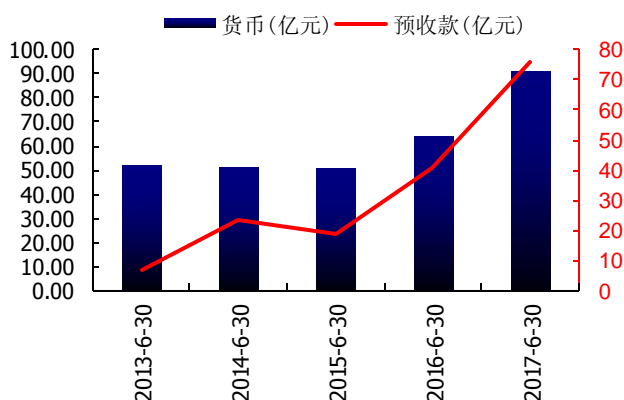
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



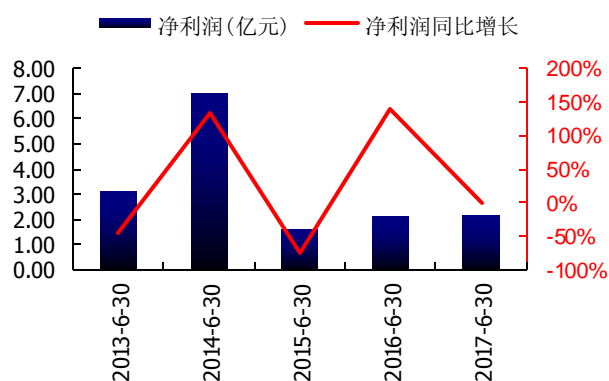
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5：货币和预收款情况



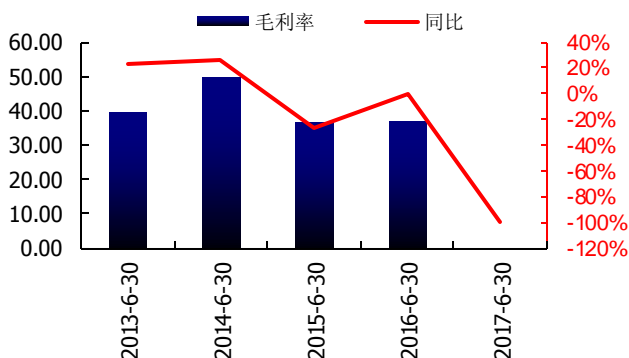
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6：净利润情况



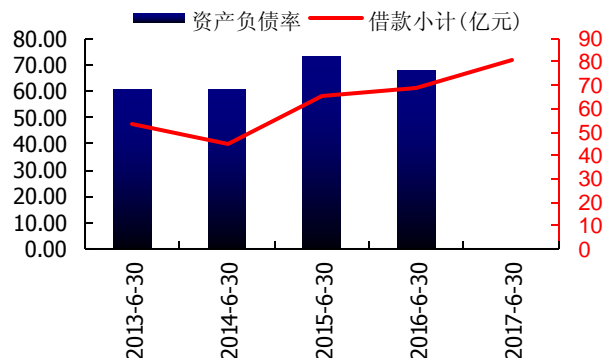
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：销售毛利率情况



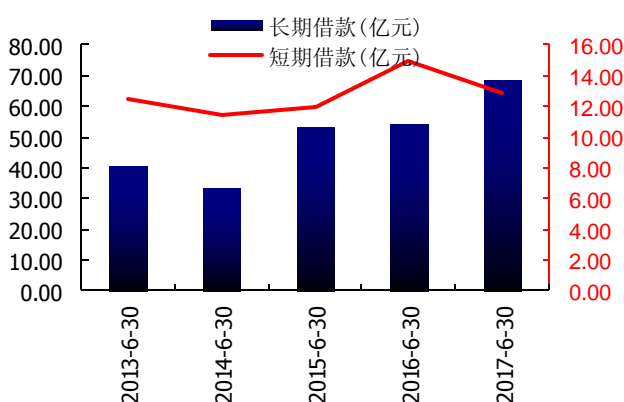
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8：资产负债率情况



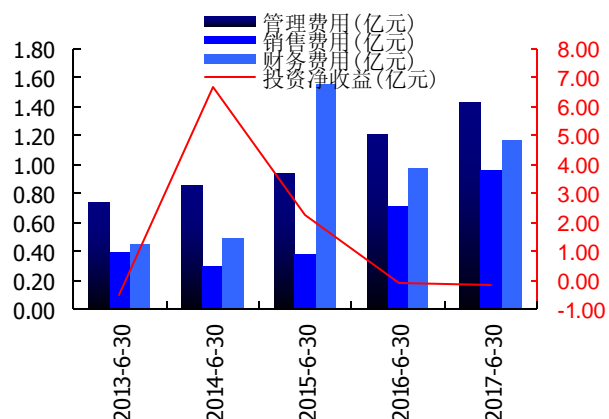
资料来源：公司公告、东兴证券

图 9：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 10：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：

公司作为上海国资的重要平台，始终坚持“明确定位、深化布局、优化结构、推动创新”的工作方针，持续优化以金融投资为先导，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、养老等新兴产业的“1+4+X”产业布局，加大创新转型力度，着力主业升级，加快新产业和物业服务业的战略布局，不断增强公司核心竞争力。在本次国企改革的大背景下，公司有望享受上实集团地产资源整合进程，进而实现主业的进一步“做大做强”。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 74 亿元、83 亿元和 92 亿元，每股收益分别为 0.36 元、0.45 元和 0.48 元，对应 PE 分别为 19.52、15.82 和 14.76，维持公司“强烈推荐”评级。

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 | | | | |
|----------------|--------|-------|--------|--------|---------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 24675 | 30688 | 25298 | 28830 | 32662 | 营业收入 | 6619 | 6489 | 7366 | 8314 | 9241 |
| 货币资金 | 5458 | 10023 | 7781 | 9406 | 10970 | 营业成本 | 4311 | 4354 | 4836 | 5325 | 5947 |
| 应收账款 | 4 | 209 | 20 | 23 | 25 | 营业税金及附加 | 842 | 681 | 766 | 865 | 961 |
| 其他应收款 | 3390 | 3371 | 3827 | 4319 | 4801 | 营业费用 | 164 | 223 | 243 | 274 | 305 |
| 预付款项 | 39 | 56 | 105 | 158 | 218 | 管理费用 | 275 | 244 | 280 | 316 | 351 |
| 存货 | 15750 | 16717 | 13249 | 14589 | 16294 | 财务费用 | 283 | 191 | 212 | 232 | 271 |
| 其他流动资产 | 30 | 299 | 317 | 336 | 354 | 资产减值损失 | -66.07 | -17.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 2600 | 4249 | 4339 | 4348 | 4363 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 318 | 385 | 385 | 385 | 385 | 投资净收益 | 163.07 | -28.08 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 固定资产 | 31.60 | 64.88 | -20.21 | -94.81 | -164.01 | 营业利润 | 973 | 787 | 1130 | 1402 | 1505 |
| 无形资产 | 1 | 61 | 55 | 49 | 43 | 营业外收入 | 35.89 | 113.13 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 其他非流动资产 | 1 | 0 | 15 | 15 | 15 | 营业外支出 | 29.26 | 0.66 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 资产总计 | 27275 | 34937 | 29637 | 33178 | 37024 | 利润总额 | 979 | 899 | 1165 | 1437 | 1540 |
| 流动负债合计 | 12566 | 15066 | 10673 | 12114 | 13747 | 所得税 | 375 | 154 | 326 | 402 | 431 |
| 短期借款 | 2000 | 1474 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 605 | 745 | 839 | 1035 | 1109 |
| 应付账款 | 1625 | 1665 | 1921 | 2115 | 2363 | 少数股东损益 | 85 | 153 | 172 | 213 | 228 |
| 预收款项 | 2073 | 6317 | 7422 | 8669 | 10055 | 归属母公司净利润 | 520 | 592 | 666 | 822 | 881 |
| 一年内到期的非 | 2215 | 2785 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1263 | 1046 | 1343 | 1625 | 1762 |
| 非流动负债合计 | 9196 | 9674 | 8183 | 9619 | 11119 | EPS（元） | 0.48 | 0.32 | 0.36 | 0.45 | 0.48 |
| 长期借款 | 6833 | 6482 | 7982 | 9482 | 10982 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 1989 | 2986 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 21763 | 24739 | 18856 | 21733 | 24866 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 741 | 1094 | 1267 | 1480 | 1708 | 营业收入增长 | 74.05% | -1.97% | 13.52% | 12.87% | 11.15% |
| 实收资本（或股 | 1083 | 1845 | 1845 | 1845 | 1845 | 营业利润增长 | -18.65% | -19.09 | 43.56% | 24.13% | 7.35% |
| 资本公积 | 34 | 3109 | 3109 | 3109 | 3109 | 归属于母公司净利润 | -41.30% | 13.89% | 12.54% | 23.41% | 7.17% |
| 未分配利润 | 3009 | 3501 | 3667 | 3873 | 4093 | 盈利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 4771 | 9103 | 9514 | 9966 | 10451 | 毛利率（%） | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 负债和所有者权 | 27275 | 34937 | 29637 | 33178 | 37024 | 净利率（%） | 9.13% | 11.48% | 11.38% | 12.45% | 12.00% |
| 现金流量表 | 单位：百万元 | | | | | 总资产净利润（%） | 1.91% | 1.69% | 2.25% | 2.48% | 2.38% |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE（%） | 10.89% | 6.50% | 7.00% | 8.25% | 8.43% |
| 经营活动现金流 | -1350 | 5653 | 4249 | 626 | 632 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 605 | 745 | 839 | 1035 | 1109 | 资产负债率（%） | 80% | 71% | 64% | 66% | 67% |
| 折旧摊销 | 7.67 | 69.04 | 0.00 | -9.28 | -14.68 | 流动比率 | 1.96 | 2.04 | 2.37 | 2.38 | 2.38 |
| 财务费用 | 283 | 191 | 212 | 232 | 271 | 速动比率 | 0.71 | 0.93 | 1.13 | 1.18 | 1.19 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | 189 | -3 | -3 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款增加 | 0 | 0 | 1105 | 1247 | 1386 | 总资产周转率 | 0.29 | 0.21 | 0.23 | 0.26 | 0.26 |
| 投资活动现金流 | -475 | -2741 | 96 | 100 | 100 | 应收账款周转率 | 395 | 61 | 64 | 387 | 384 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 4.77 | 3.94 | 4.11 | 4.12 | 4.13 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标（元） | | | | | |
| 投资收益 | 163 | -28 | 100 | 100 | 100 | 每股收益（最新摊薄） | 0.48 | 0.32 | 0.36 | 0.45 | 0.48 |
| 筹资活动现金流 | 1631 | 1697 | -6587 | 898 | 832 | 每股净现金流（最新 | -0.18 | 2.50 | -1.22 | 0.88 | 0.85 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -2986 | 0 | 0 | 每股净资产（最新摊 | 4.40 | 4.94 | 5.16 | 5.40 | 5.67 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 1500 | 1500 | 1500 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 761 | 0 | 0 | 0 | P/E | 14.69 | 22.03 | 19.52 | 15.82 | 14.76 |
| 资本公积增加 | -7 | 3076 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.60 | 1.43 | 1.37 | 1.30 | 1.24 |
| 现金净增加额 | -194 | 4610 | -2242 | 1625 | 1564 | EV/EBITDA | 12.05 | 15.97 | 9.83 | 8.05 | 7.39 |

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”。

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。