



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。

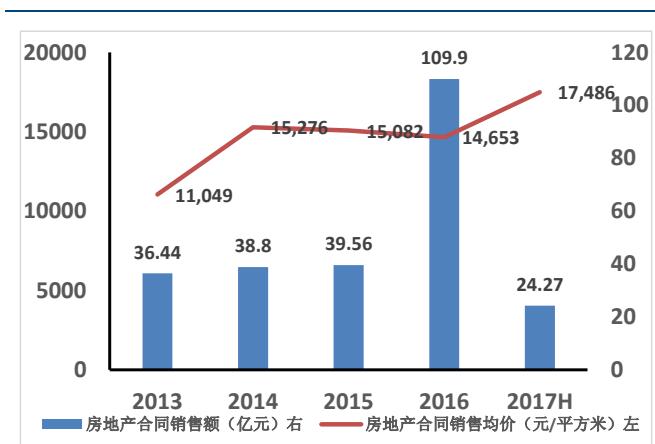
表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位：亿元、百分比)

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

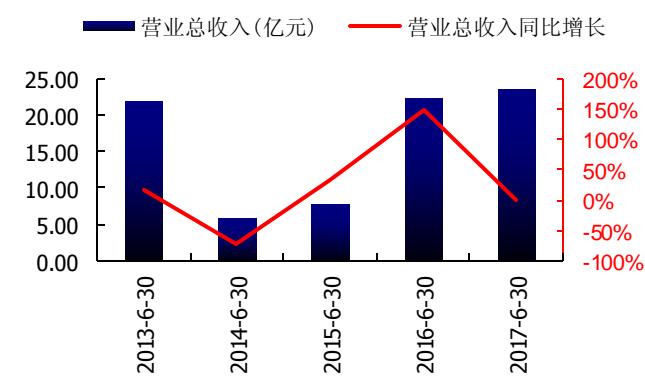
项目名称	地区	待开发土地面积	规划计容建面	权益建面	权益占比
上海虹口北外滩项目(提篮桥街道 HK324-01号地块)	上海	23,037	126,705	62,085	49
上海青浦朱家角D2地块	上海	349,168	174,584	89,038	51
湖州吴兴区东部新区HD35-2E地块	湖州	115,647	173,470	173,470	100
湖州吴兴区东部新区BLD35-2地块	湖州	68,471	150,636	150,636	100
总计	-	556,323	625,395	475,229	-

资料来源：公司2017年半年报，东兴证券研究所

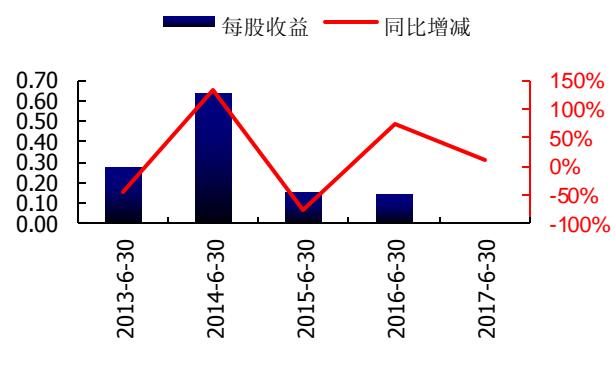
➤ **虹口北外滩项目引入外资合作，加速布局文化地产。** 虹口是海派文化的发源地，诸多文化名人的聚集地。公司以北外滩HK324-01号地块为始点，在此区域的布局文化地产。2016年9月，公司与倪德伦环球注册合资公司“上实倪德伦”，注册资本人民币1000万元，双方各持股50%。发挥双方优势资源合力打造上海首家专业的音乐剧演出剧院——上实中心剧院。预计该剧院将于2020年在北外滩落成，届时将引入、教育、培训产生更多的百老汇及国内外优质音乐剧，推动中国音乐剧生态圈的形成，打造北外滩区域文化、餐饮、购物、休闲服务综合体。公司于7月27日在公司公告中宣布虹口北外滩项目获得方案批复并完成开工报批工作，计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

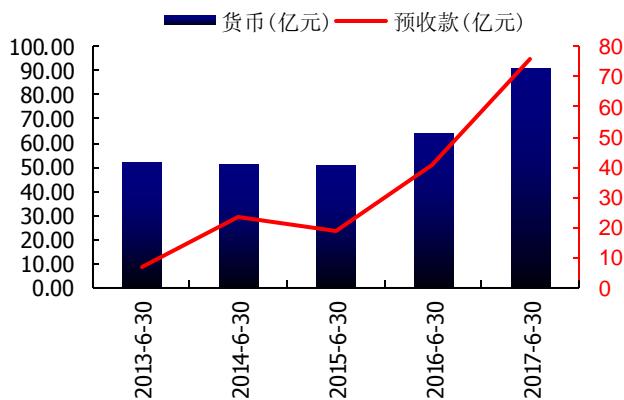
图 3: 营业收入情况

资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 每股收益情况

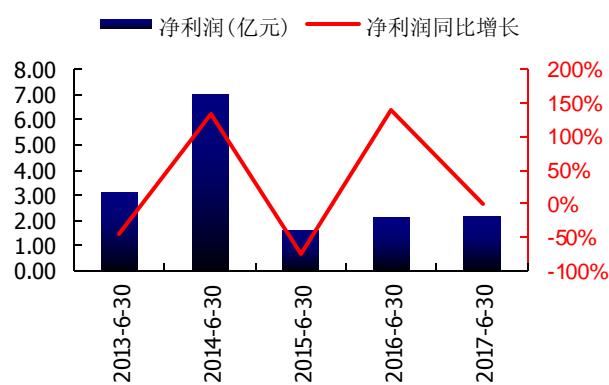
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



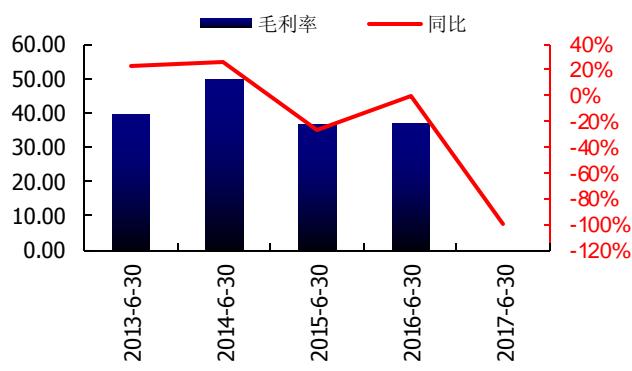
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况



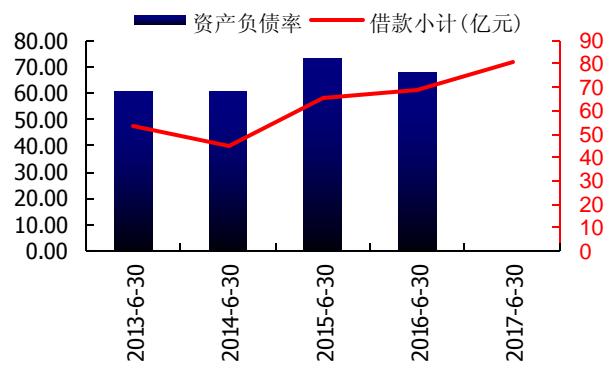
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



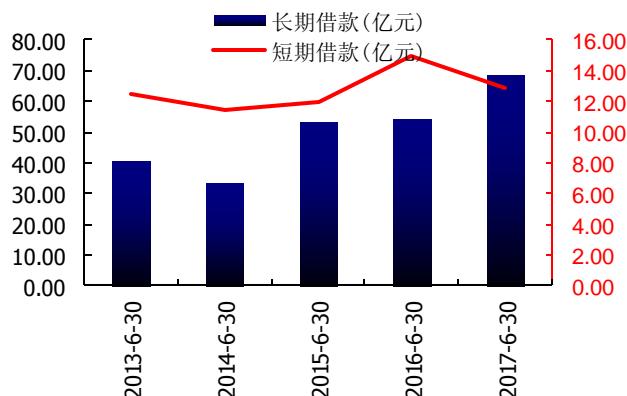
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8: 资产负债率情况



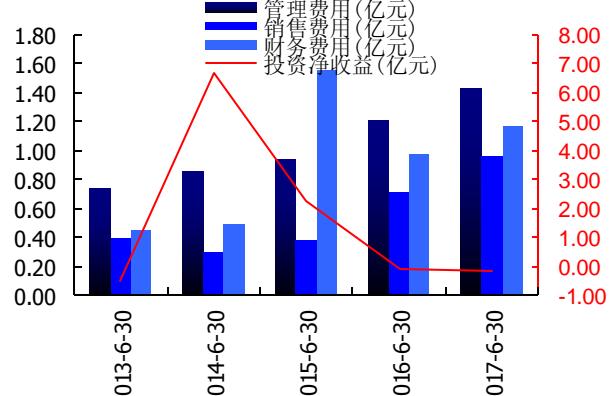
资料来源：公司公告、东兴证券

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，着力产业升级，加快新产业和物业服务的战略布局，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					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					
一年内到期的非流动负债	2215	2785	0	0	0	EBITDA	1263	1046	1343	1625	1762					
非流动负债合计	9196	9674	8183	9619	11119	BPS(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						2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	1989	2986	0	0	0											
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	获利能力										
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%					
负债和所有者权益	27275	34937	29637	33178	37024	净利率(%)	9.13%	11.48%	11.38%	12.45%	12.00%					
现金流量表						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										
预收帐款增加	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					
公允价值变动收益	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。央视财金频道嘉宾。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。