



2017 年 11 月 27 日

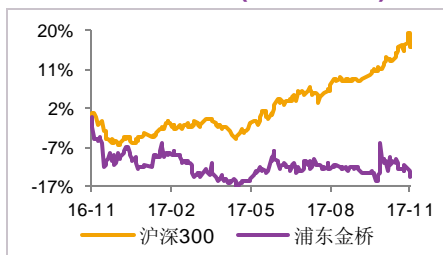
增持(首次评级)

当前价: 17.47 元
目标价: 19.1 - 19.5 元

分析师: 许晓雷

执业编号: S0300517100002
电话: 010-64408587
邮箱: xuxiaolei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,469	1,565	3,148	3,717
(+/-)	-2%	7%	101%	18%
归母净利润	617	622	833	959
(+/-)	31%	1%	34%	15%
EPS(元)	0.55	0.55	0.74	0.85
P/E	34	32	24	20

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

浦东金桥(600639.SH)

【联讯房地产公司深度】浦东金桥(600639): 深耕租赁市场, 房地产项目将于明年进入结转期

投资要点

✧ 公司开发、管理经验成熟

上海金桥出口加工区开发股份有限公司由上海金桥(集团)有限公司和上海国际信托投资有限公司发起设立, 于 1992 年 5 月 19 日在上海注册, 公司主要从事金桥经济技术开发区的开发、运营和管理, 包括工业、办公、科研、住宅、商业配套的投资建设, 并提供后续出租、出售、管理和增值服务。

✧ 租赁业务稳健增长, 保障归母净利润稳定

三季度, 营业总收入 11.43 亿元, 同比增长 4.09%; 归母净利润 5.47 亿元, 同比增长 15.65%; 结合半年报数据分析, 租赁业务平稳增长确保营业总收入和归母净利润的稳定性, 整体上看, 公司营业总收入和归母净利润分别在 2014 和 2015 下滑后, 至去年已经逐步企稳, 归母净利润 2016 年升势明显。

浦东金桥三年周期的市盈率平均数和中位数分别为 42.16X 和 39.70X, 11 月 23 日浦东金桥 PE(TTM) 为 28.31X, 大幅低于平均数和中位数, 接近三年周期的最小值 26.72X。

✧ 深耕租赁市场, 房地产项目预计明年进入结转期

公司主要开发金桥开发区, 所持租赁业主要位于开发区内, 2017 年半年报披露其出租率分别为, 住宅 96.75%, 厂房、仓库 75.92%, 办公楼 73.30%, 研发楼 82.18%, 商业 81.07%, 酒店 75.63%, 2017 年半年报显示租金收入 6.31 亿元。公司在建房地产商品房销售面积 25 万平方米, 持有 5 块待开发土地区域, 共计 20 万平方米, 主要位于上海金桥地区, 可为公司后续业绩提供稳定支持。

✧ 看好上海自贸港升级提速, 促使租赁业务稳定增长

我们认为自由贸易港从国家战略层面较自贸区大幅提升, 上海自由贸易港又是首批报送方案的地区其政治、建设、发展层面的意义重大, 可为其他港口起到复制效仿的作用, 并且在地理位置上具有独特的优势, 起到贯通长江经济带和承接一带一路中转站的作用, 公司深耕金桥地区, 现有租赁业务收入稳定, 在金桥地区拥有已经建好用于租赁业务的商用、办公、工业物业等共计 209 万平方米, 在建用于租赁业务的商用、办公、工业共计 123 万平方米, 在建房地产商品房销售面积 25 万平方米, 房地产土地储备 20 万平方米。将会直接受益自由贸易港的发展, 享受政策红利, 并且随着国内、外经济的逐步恢复, 市场业务也将有所提升, 使用率和租金将有所增长, 持续看好公司租赁业务的稳定性。

✧ 估值评级

我们假设:



(1) 房地产租赁业务和酒店公寓服务业务保持稳定增长；

(2) 房地产销售项目，我们预计碧云壹零项目（一期、二期）将在 2018 年年底开始结转，碧云壹零（其它期）将在 2019 年结转。我们预测公司 17/18/19 年房地产业务收入分别为 1.16 亿元、16.1 亿元、21 亿元。

我们预计，17/18/19 年，公司营业收入 15.65、31.48、37.17 亿元；归母净利润 6.22、8.33、9.59 亿元；EPS 为 0.55、0.74、0.85 元。

相对估值法：公司属于申万行业分类下园区开发公司，我们选取业务相近的房地产企业作为可比公司。对比可比公司平均数，公司 2017E/2018E/2019E 分别折价 16.77%、23.89%、20.38%。

我们综合考虑，给予公司目标价 19.1-19.5 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

1、房地产开发不及预期；2、国内、外经济复苏不及预期；3、房地产调控政策风险。



投资案件:

盈利预测与估值

我们预计, 17/18/19 年, 公司营业收入 15.65、31.48、37.17 亿元; 归母净利润 6.22、8.33、9.59 亿元; EPS 为 0.55、0.74、0.85 元。

相对估值法: 公司属于申万行业分类下园区开发公司, 我们选取业务相近的房地产企业作为可比公司。对比可比公司平均数, 公司 2017E/2018E/2019E 分别折价 16.77%、23.89%、20.38%。

我们综合考虑, 给予公司目标价 19.1-19.5 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

关键假设点

公司现有租赁业务收入稳定, 在金桥地区拥有已经建好用于租赁业务的商用、办公、工业物业等共计 209 万平方米, 在建用于租赁业务的商用、办公、工业共计 123 万平方米, 随着自由贸易港战略的提升和国内、外经济的恢复, 将对公司租赁业务给予稳定增长的支持。

公司在建房地产商品房销售面积 25 万平方米, 房地产土地储备 20 万平方米。预计碧云壹零项目在 2018 年年底和 2019 年进入结转期, 大幅增厚公司业绩。

有别于大众认识

我们看好上海自贸港的发展空间, 为公司租赁业务的稳定增长提供支持, 并且随着 2018 年年底房地产项目进入结转期, 将会大幅增厚公司业绩, 并且后续土地储备支撑公司业绩稳定增长。

股价表现催化剂

在上海自贸港方案获得国家有关部委征求意见后, 自由贸易港有望在放开程度方面取得新的突破; 2018 年年底房地产项目大量进入结转。

核心假设风险

1、房地产开发不及预期; 2、国内、外经济复苏不及预期; 3、房地产调控政策风险。



目 录

一、公司开发、管理经验成熟	5
二、租赁业务稳健增长，保障归母净利润稳定	5
（一）、三季报业绩稳定增长	5
（二）、估值区间处于三年期相对低点	8
三、深耕租赁市场，房地产项目预计明年进入结转期	8
（一）、产业园区业务入围全国前 30	8
（二）、房地产项目销售顺利，土地储备 20 万平方米	11
（三）、酒店公寓收入成为新亮点，但基数较小	12
四、看好上海自贸港升级提速，促使租赁业务稳定增长	12
五、估值评级	14
（一）盈利预测	14
（二）估值及投资建议	14
六、风险提示	14

图表目录

图表 1： 股权结构	5
图表 2： 营业总收入与同比增长率	6
图表 3： 归母净利润与同比增长率	6
图表 4： ROE（扣除/摊薄）与同比增长率	6
图表 5： 资产负债率与同比增长率	6
图表 6： 2017 年半年报主营项目收入占比	7
图表 7： 2017 年半年报主营业务同比增长率	7
图表 8： 租赁业务营收	7
图表 9： 房地产业务营收	7
图表 10： 酒店公寓营收	7
图表 11： 2017 年中报各业务毛利率	7
图表 12： 浦东金桥 pe-band 走势图	8
图表 13： 公司租赁业务项目汇总	8
图表 14： 在建出租项目	11
图表 15： 在建房地产销售项目	11
图表 16： 土地储备	12
图表 17： 酒店公寓收入、利润及利润率	12
图表 18： 金桥经济开发区经营数据	13
图表 19： 浦东金桥盈利预测	14
图表 20： 可比公司对比	14
附录： 公司财务预测表（百万元）	16

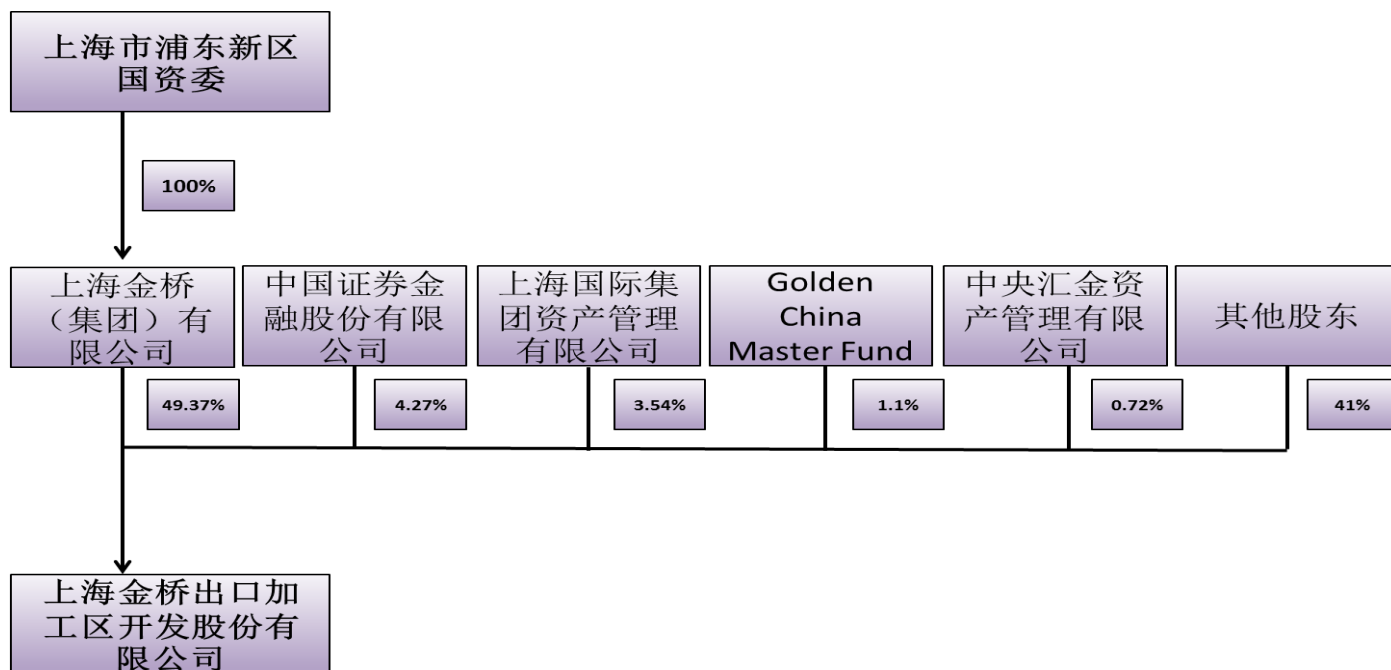


一、公司开发、管理经验成熟

上海金桥出口加工区开发股份有限公司由上海金桥(集团)有限公司和上海国际信托投资有限公司发起设立,于 1992 年 5 月 19 日在上海注册,1993 年 3 月 26 日在上海证券交易所上市交易,现公司总股本为 11.22 亿股,非限售流通股 9.75 亿股,其中流通 A 股 7.03 亿股,流通 B 股 2.72 亿股。

公司主要从事金桥经济技术开发区的开发、运营和管理,包括工业、办公、科研、住宅、商业配套的投资建设,并提供后续出租、出售、管理和增值服务。积累了二十多年的开发、运作金桥开发区及碧云国际社区上的丰富经验,现以金桥开发区为核心,配套完善的国际社区开发建设,在经营管理上较为成熟,公司主要采取租赁结合和以租为主的经营模式,对于碧云别墅、碧云公寓、Office Park 等优质物业采取长期持有、长期租赁的经营策略;对于部分厂房、研发物业采用适当出售的经营策略,引进符合园区发展需要的新兴产业。

图表1: 股权结构



资料来源: Wind、联讯证券

二、租赁业务稳健增长,保障归母净利润稳定

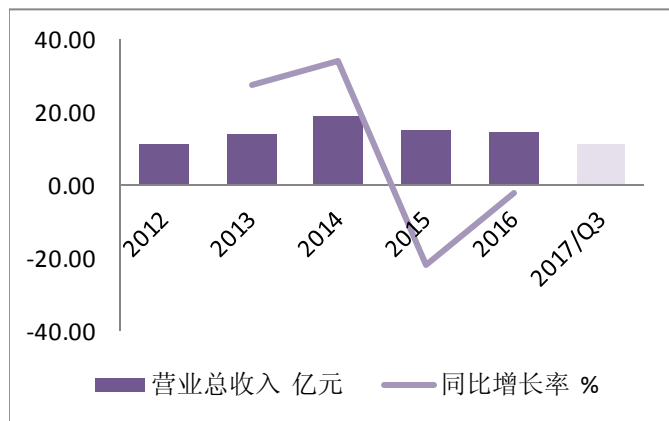
(一)、三季报业绩稳定增长

三季报,营业总收入 11.43 亿元,同比增长 4.09%;归母净利润 5.47 亿元,同比增长 15.65%;结合半年报数据分析,租赁业务平稳增长确保营业总收入和归母净利润的稳定性,整体上看,公司营业总收入和归母净利润分别在 2014 和 2015 下滑后,至去年已经逐步企稳,归母净利润 2016 年升势明显。



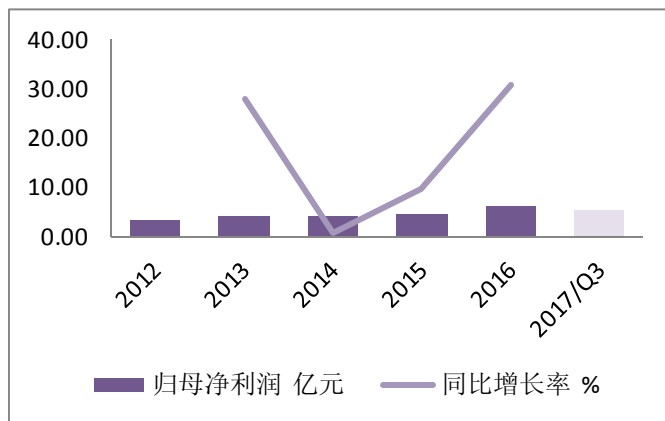
三季度报，净资产收益率为 5.5%，同比增长 2.24%；资产负债率为 50.53%，同比下降 1.25%；随着归母净利润的大幅回升，净资产收益率同比增长率也相应恢复到正增长，资产负债率一直保持在 50%左右，仅在区间内小幅波动，较为稳定，在行业内属于中低水平。

图表2： 营业总收入与同比增长率



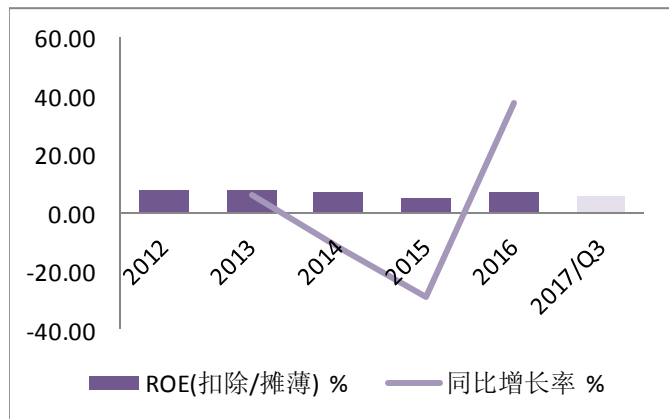
资料来源:Wind、联讯证券

图表3： 归母净利润与同比增长率



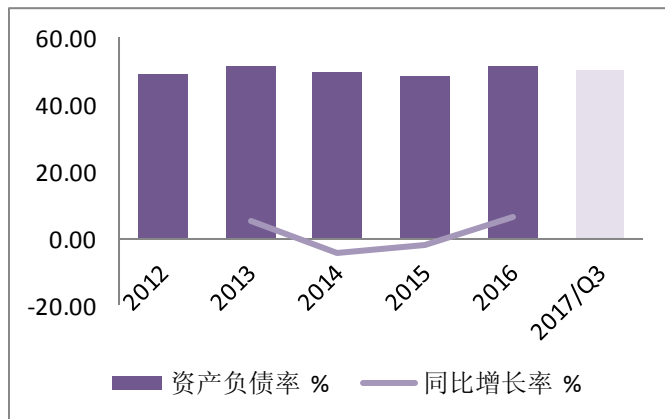
资料来源:Wind、联讯证券

图表4： ROE（扣除/摊薄）与同比增长率



资料来源:Wind、联讯证券

图表5： 资产负债率与同比增长率



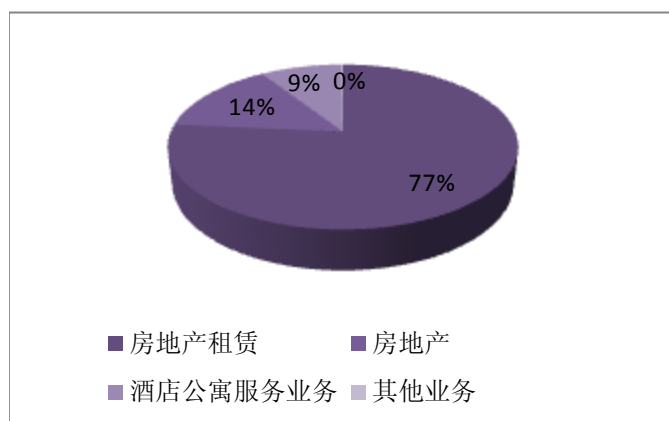
资料来源:Wind、联讯证券

2017 年半年报数据显示，公司主营三项业务为房地产租赁、房地产、酒店公寓服务，分别占主营收入的 76.47%、14.37%、8.99%，租赁业务长期构成公司营业收入的主体，对业绩贡献较大。

2017 年半年报数据显示，房地产租赁业务营业收入为 6.17 亿元，同比增长 9.42%，且长期增速较为稳定；房地产业务营业收入 1.16 亿元，同比下降 17.46%，公司主要开发上海市场，受制于地域限制，并且临港碧云壹零项目第二批预售因预售许可证审批原因延迟至下半年进行，房产销售收入对照全年完成率仅为 32.68%，未达到预期目标；酒店公寓服务业务 0.73 亿元，同比增长 6.4%，成为业绩贡献新亮点但基数较小。

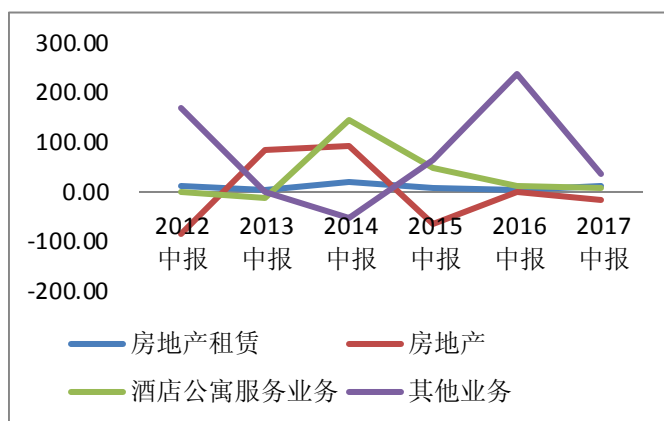


图表6： 2017 年半年报主营项目收入占比



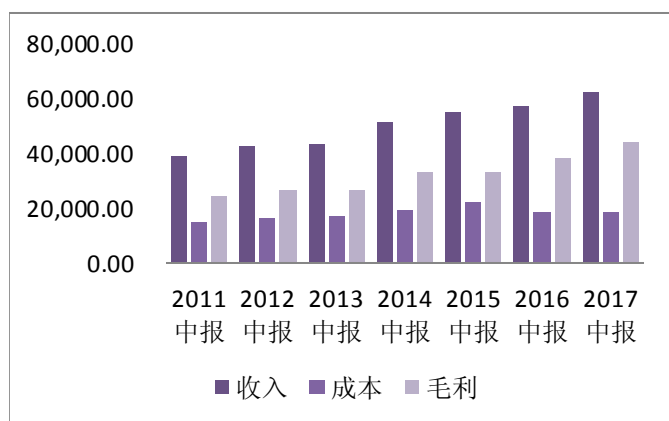
资料来源:Wind、联讯证券

图表7： 2017 年半年报主营业务同比增长率



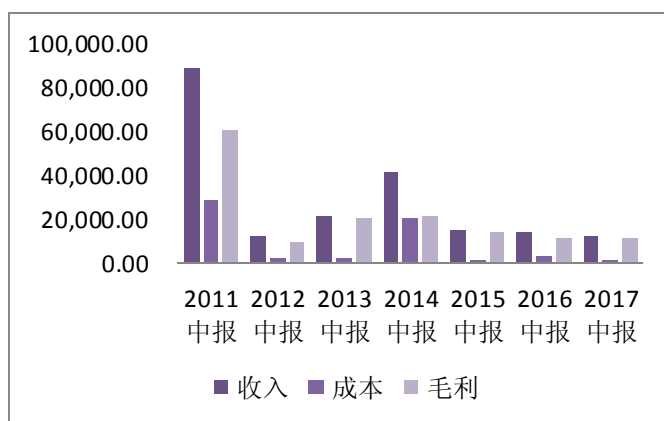
资料来源:Wind、联讯证券

图表8： 租赁业务营收



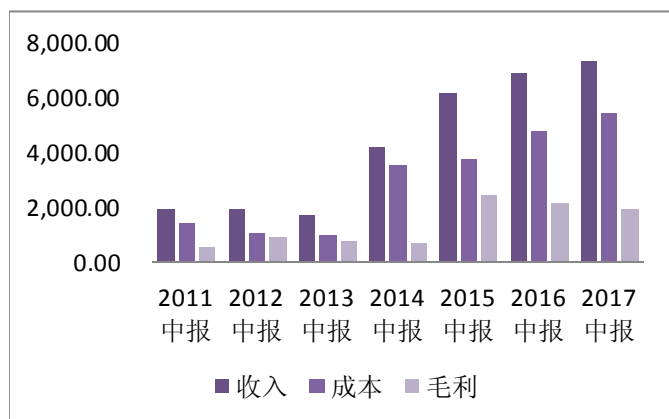
资料来源:Wind、联讯证券

图表9： 房地产业务营收



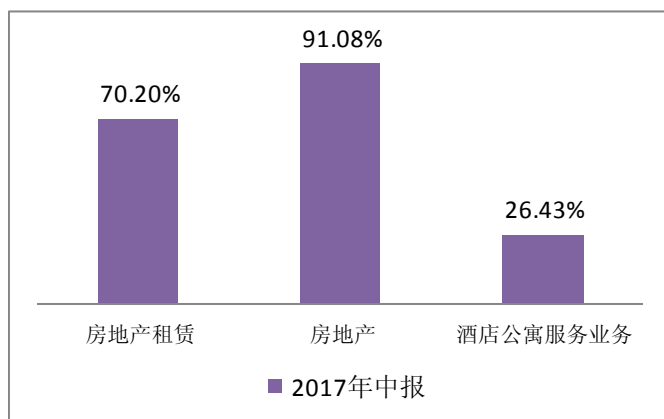
资料来源:Wind、联讯证券

图表10： 酒店公寓营收



资料来源:Wind、联讯证券

图表11： 2017 年中报各业务毛利率



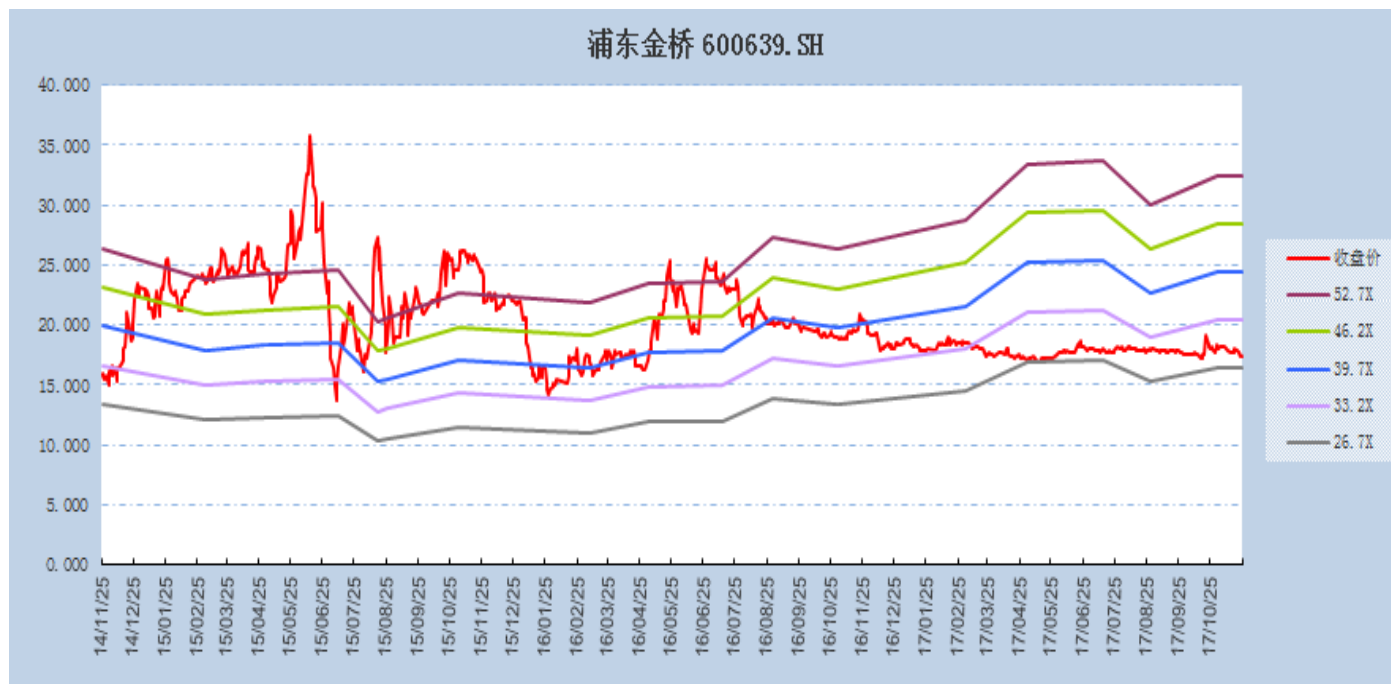
资料来源:Wind、联讯证券



(二)、估值区间处于三年期相对低点

浦东金桥三年周期的市盈率平均数和中位数分别为 42.16X 和 39.70X, 11 月 23 日浦东金桥 PE(TTM)为 28.31X, 大幅低于平均数和中位数, 接近三年周期的最小值 26.72X。

图表12: 浦东金桥 pe-band 走势图



资料来源:Wind、联讯证券

三、深耕租赁市场，房地产项目预计明年进入结转期

(一)、产业园区业务入围全国前 30

公司主要开发金桥开发区，所持租赁业务主要位于开发区内，2017 年半年报披露其出租率分别为，住宅 96.75%，厂房、仓库 75.92%，办公楼 73.30%，研发楼 82.18%，商业 81.07%，酒店 75.63%。2017 年半年报显示租金收入 6.31 亿元，公司继续围绕智能制造、移动视讯、金融科技等产业，加大战略招商、精准招商力度，加快推进金桥金融科技产业平台项目建设，产业建筑类物业上半年实现新租面积 2.7 万平方米，续租面积 9.5 万平方米，实收租金 2.7 亿元，同比增长 21.62%，并在 7 月公司入围全国产业园区运营商 TOP30。

图表13: 公司租赁业务项目汇总

项目名称	地上建筑面积	总建筑面积	竣工（/获得）日期	权益比例
住宅				
S5 地块碧云别墅一、二、三期	32,569.30	32,569.30	2002	100%
S6 地块碧云别墅四、五、六期	37,214.00	37,214.00	2010	100%
S4 地块碧云花园一期	77,543.65	80,921.83	2002	100%



项目名称	地上建筑面积	总建筑面积	竣工（/获得）日期	权益比例
S8 地块碧云花园二期	43,429.92	54,983.00	2005	100%
S8F 地块碧云国际社区人才公寓一期	7,997.00	13,645.00	2014	100%
S8DE 地块碧云国际社区人才公寓二期	46,423.00	47,523.00	2014	100%
S3 地块银杏苑	52,534.13	56,688.00	2014	100%
S1 服务式公寓（含服务式公寓 33803.54 m ² （地上））	40,198.93	53,313.80	2014	100%
碧云公馆（含服务式公寓 51805.5 m ² （地上））	88,653.35	128,263.83	2015	100%
小计	426,563.28	505,121.76		
厂房				
T17-1、5 通用厂房	7,324.50	7,324.50	1993	100%
T17-6 通用厂房	5,155.61	6,335.52	1993	100%
T25 通用厂房（1）	35,214.72	35,214.72	2009	100%
T25 通用厂房（2）	24,093.45	24,093.45	2014	100%
T15-1、2、6 通用厂房	33,823.04	33,823.04	1994	100%
T15-2、4 通用厂房	5,871.66	5,871.66	1994	100%
T4 通用厂房	31,078.23	31,078.23	2002	100%
T15-8 通用厂房	9,837.01	9,837.01	1994	100%
T15-9 通用厂房	8,003.01	8,003.01	2002	100%
T68 通用厂房	51,752.02	51,752.02	2005	100%
T48 通用厂房	16,373.87	16,373.87	2006	100%
T20 通用厂房（1）	20,276.08	20,276.08	1993	100%
T20 通用厂房（2）	15,486.76	15,486.76	2014	100%
T40A 通用厂房	10,803.13	10,803.13	2014	100%
T40B 通用厂房	34,191.27	34,191.27	2002	100%
T52 通用厂房	90,047.49	90,047.49	2002	100%
T72 通用厂房	15,766.21	15,766.21	2004	100%
T12B 通用厂房	24,712.30	24,712.30	1994	100%
T34 通用厂房	22,180.21	22,180.21	2005	100%
T22 仓库	6,154.19	6,154.19	1993	100%
T71 通用厂房	57,380.85	57,380.85	2002	100%
T32 通用厂房	9,369.63	9,369.63	2002	100%
T29 通用厂房	18,344.70	18,344.70	2000	100%
T21 通用厂房	28,162.64	28,162.64	2000	100%
南区关内 T3 通用厂房	116,618.04	116,618.04	2004	100%
南区关内 T6 通用厂房	106,130.60	106,130.60	2005	100%
南区关外 T2-1、2 通用厂房	9,995.43	9,995.43	2002	100%
南区关外 T12-1.2.3.4.5.6.8.9 通用厂房	19,974.19	19,974.19	2002	100%
南区关外 T19-A、B 通用厂房	4,770.07	4,770.07	2002	100%
T32（原心华制衣厂房）	17,777.45	17,777.45	2016	100%
小计	856,668.36	857,848.27		
办公楼				
新金桥大厦	35,840.13	38,491.56	1997	100%



项目名称	地上建筑面积	总建筑面积	竣工（/获得）日期	权益比例
新金桥广场的办公楼	11,123.93	15,059.47	2006	100%
碧云公馆的办公楼	8,622.38	12,474.87	2016	100%
小计	55,586.44	66,025.90		
研发楼				
T28 地块由度工坊	88,585.17	145,128.70	2011	100%
G2 地块 Office Park	88,970.42	121,109.45	2009	100%
杉达大厦	4,613.29	4,613.29	1993	100%
T36	94,000.00	128,000.00	2016	100%
小计	276,168.88	398,851.44		
商业				
红枫路商业街	1,490.05	5,418.77	2007	100%
梦家园展示中心	1,847.98	2,059.86	2007	100%
家乐福金桥商场	38,186.77	38,186.38	2002	100%
S7 地块体育休闲中心	20,422.02	20,422.02	2004	100%
杨高路以北区域沿街商铺	3,676.91	3,676.91	1997	100%
新金桥广场的商业	5,694.45	5,694.45	2006	100%
T17-B1 地块碧云 90 商业中心	24,631.45	27,917.23	2011	100%
T20 锦艺大厦（美林阁）	10,599.94	10,599.94	1999	100%
S1 商铺	7,753.24	7,753.24	2014	100%
碧云公馆（商业）	27,175.83	39,318.04	2015	100%
小计	141,478.64	161,046.84		
酒店				
新金桥广场的酒店	20,400.00	20,400.00	2006	100%
小计	20,400.00	20,400.00		
其他				
德威幼儿园	5,670.27	5,670.27	1996	100%
德威英国学校	18,818.34	18,818.34	2007	100%
平和双语学校（本部）	37,517.00	37,517.00	1995	100%
平和高中部	8,283.00	8,283.00	2016	100%
吴昌硕纪念馆	5,295.17	5,295.17	2014	100%
T14-1 地块由家人公寓	8,766.15	8,766.15	1999	100%
小计	84,349.93	84,349.93		
合计	1,861,215.53	2,093,644.14		

资料来源：2016 年公司年报、联讯证券

公司共有 8 项在建出租项目，其中 7 个项目位于金桥地区，商业、办公、工业各两项，为后续公司租赁业务提供增量部分。北郊未来产业园一期，在 2016 年 2 月，公司出资 1.8 亿元，单方面增加上海北郊未来产业园开发运营有限公司注册资本，与上海宝山工业园投资管理有限公司合资经营上海北郊未来产业园开发运营有限公司，公司占比 60%，上海宝山工业园投资管理有限公司占比 40%，上海北郊未来产业园开发运营有限公司注册资本人民币 3 亿元。



图表14: 在建出租项目

地区	项目	经营业态	在建项目/新开工项目/竣工项目	项目规划计容建筑面积(平方米)	总建筑面积(平方米)	总投资额 (万元)
金桥地区	碧云 E 商业中心 (可行性研究)	商业	新开工项目	247,440.00	348,633.00	191,200.00
金桥地区	上海自贸区第五中心项目	办公	新开工项目	116,561.00	172,781.00	147,000.00
金桥地区	OFFICE PARK II 地铁板块	办公	在建项目	101,120.00	165,120.00	128,200.00
金桥地区	啦啦宝都商业项目	商业	新开工项目	107,000.00	145,000.00	96,772.00
金桥地区	由度工坊III期 (31-02)	工业	新开工项目	-	33,000.00	22,000.00
金桥地区	碧云国际社区配套设施	配套	竣工项目	8,220.00	7,500.00	15,900.00
金桥地区	由度工坊 II 期 (34-06)	工业	新开工项目	-	2,527.00	2,000.00
宝山地区	北郊未来产业园一期	研发	新开工项目	250,022.00	359,264.00	250,000.00

资料来源: 2016 年公司年报、联讯证券

(二)、房地产项目销售顺利, 土地储备 20 万平方米

公司在建房地产销售项目共有两处, 其中临港碧云壹零项目 (备案名: 艺林秋涟苑) 第一批预售房源 146 套 (暂测建筑面积合计约 31680 m²), 截至 2017 年 9 月 30 日全部售罄, 已收到房款 78,553 万元 (含订金)。第二批预售房源 138 套 (暂测建筑面积合计约 30488.24 m²) 于 2017 年 9 月开盘预售, 截至 2017 年 9 月 30 日, 已收到房款 17,197 万元 (含订金)。碧云壹零项目还未进入结算期, 预计进入结算后将直接增厚公司业绩。

图表15: 在建房地产销售项目

地区	项目	在建项目/新开工项目/竣工项目	项目规划计容建筑面积(平方米)	总建筑面积(平方米)	总投资额 (万元)
金桥地区	碧云尊邸项目	新开工项目	104,000.00	180,000.00	146,600.00
临港地区	碧云壹零	在建项目	145,969.02	211,241.54	211,700.00

资料来源: 2016 年公司年报、联讯证券

公司持有 5 块待开发土地区域, 共计 20 万平方米, 均位于上海金桥地区, 可为公司后续业绩提供稳定支持。



图表16: 土地储备

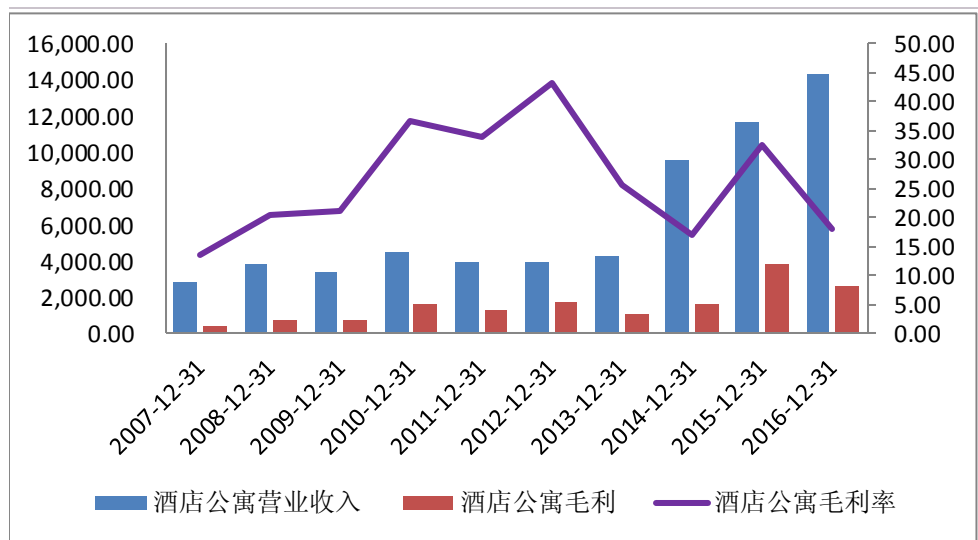
序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积(平方米)	规划计容建筑面积(平方米)	合作开发项目的权益占比(%)
1	北至鲁桥路、南至金闵路、西至金闵路、东至金苏路	50,608.00	126,520.00	100%
2	北至杨高中路高压走廊、南至民航大厦、西至 G1-9 地块、东至 G1 地块内部便道	11,010.00	44,040.00	100%
3	北至杨高中路高压走廊、南至民航大厦、西至薛家浜、东至 G1-8 地块	4,828.00	7,242.00	100%
4	北至 Office Park II 项目、南至新金桥路、西至金皖路、东至东陆路	69,298.36	221,754.75	100%
5	北至金港路绿带、南至规划商办地块、西至规划金海路金科路立交桥、东至规划高压线防护绿带	68,928.50	103,392.75	100%

资料来源: 2016 年公司年报、联讯证券

(三)、酒店公寓收入成为新亮点, 但基数较小

公司 2017 年三季报披露, 酒店公寓收入 3975.93 万元, 同比增加 7.29%, 酒店业务发展前景稳定, 近年年化毛利率保持在 16.9%以上。

图表17: 酒店公寓收入、利润及利润率



资料来源: Wind、联讯证券

四、看好上海自贸港升级提速, 促使租赁业务稳定增长

我们认为自由贸易港从国家战略层面较自贸区大幅提升, 上海自由贸易港又是首批报送方案的地区其政治、建设、发展层面的意义重大, 可为其他港口起到复制效仿的作用, 并且在地理位置上具有独特的优势, 起到贯通长江经济带和承接一带一路中转站的作用, 公司深耕金桥地区, 现有租赁业务收入稳定, 在金桥地区拥有已经建好用于租赁业务的商用、办公、工业物业等共计 209 万平方米, 在建用于租赁业务的商用、办公、工业共计 123 万平方米, 在建房地产商品房销售面积 25 万平方米, 房地产土地储备 20

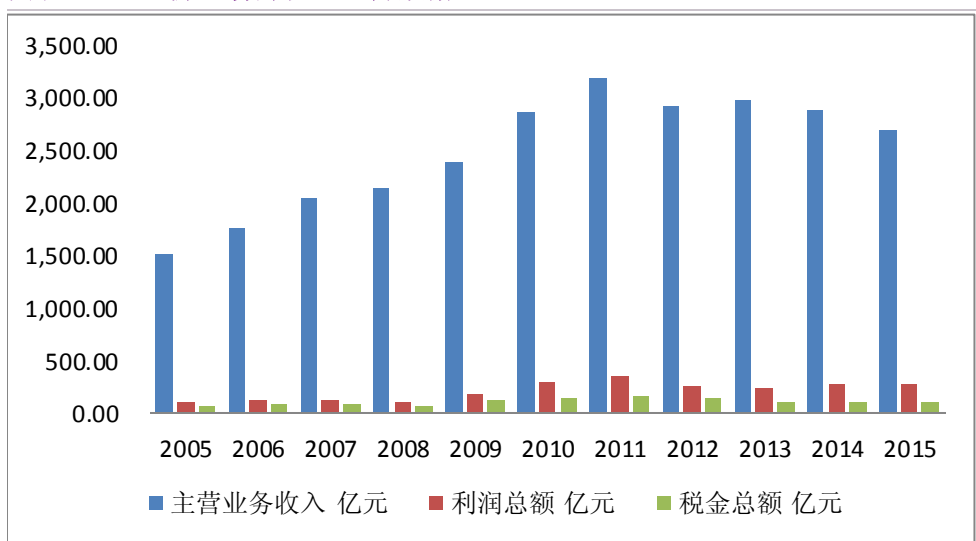


万平方米。将会直接受益自由贸易港的发展，享受政策红利，并且随着国内、外经济的逐步恢复，市场业务也将有所提升，使用率和租金将有所增长，持续看好公司租赁业务的稳定性。

今年 10 月 18 日召开的中国共产党第十九次全国代表大会，明确提出推动形成全面开放新格局，开放势在必行，幅度只会放大。以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重，遵循共商共建共享原则，加强创新能力开放合作，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港，创新对外投资方式，促进国际产能合作，形成面向全球的贸易、投融资、生产、服务网络，加快培育国际经济合作和竞争新优势。11 月初，上海市已将建设自由贸易港的方案报送至国家有关部委征求意见，自由贸易港有望在放开程度方面取得新的突破，将取消或最大程度简化入区货物的贸易管制措施，有望实现不报关、不完税、转口贸易也不受限制，此外，国际融资租赁等离岸产业也将成为上海自贸港的一大亮点。

上海自贸区成立于 2013 年、扩展于 2014 年年底，经历了一轮快速发展后，随着中国整体经济的回落，其经济数据也由高峰缓慢下降，2015 年走势趋于平稳。上海金桥开发区是 1990 年 9 月经国务院批准设立的国家级经济技术开发区，2001 年 9 月经国家海关总署批准设立金桥出口加工区，2013 年上海金桥经济技术开发区进入“二次开发、转型发展”的新阶段，将先进制造业、高端生产性服务业和城市化功能进一步融合发展。金桥开发区位于上海浦东新区中部，西连陆家嘴金融贸易区，北接外高桥保税区，南接张江高科技园区，规划面积 27.38 平方公里，其中北区 19.94 平方公里，南区 4.61 平方公里，出口加工区 2.83 平方公里。开发区聚集了汽车、新能源、新一代信息技术等领域的一批重量级企业，先进制造业和生产性服务业相互融合促进，目标是建设全国制造业升级示范引领区、生产性服务业新兴业态培育区以及生态文明持续创新示范区。金桥经济开发区工业总产值 1606.86 亿元，占上海自贸区工业总产值的 17.88%，是上海自贸区中占比最高的开发区，金桥经济开发区经济 2015 年营业总收入、利润总额、税金总额分别为 2682.61 亿元、257.43 亿元、98.57 亿元，虽小幅下降，但随着自由贸易港的战略升级，以及二次开发的深入执行，将迎来新的发展机遇。

图表 18：金桥经济开发区经营数据



资料来源:Wind、联讯证券



五、估值评级

(一) 盈利预测

我们假设：

(1) 房地产租赁业务和酒店公寓服务业务保持稳定增长；

(2) 房地产销售项目，我们预计碧云壹零项目（一期、二期）将在 2018 年年底结转，碧云壹零（其它期）将在 2019 年结转。我们预测公司 17/18/19 年房地产业务收入分别为 1.16 亿元、16.1 亿元、21 亿元。

我们预计，17/18/19 年，公司营业收入 15.65、31.48、37.17 亿元；归母净利润 6.22、8.33、9.59 亿元；EPS 为 0.55、0.74、0.85 元。

图表19： 浦东金桥盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,469	1,565	3,148	3,717
(+/-)	-2%	7%	101%	18%
净利润	617	622	833	959
(+/-)	31%	1%	34%	15%
EPS(元)	0.55	0.55	0.74	0.85
P/E	34	32	23	20

资料来源：联讯证券

(二) 估值及投资建议

相对估值法：公司属于申万行业分类下园区开发公司，我们选取业务相近的房地产企业作为可比公司。对比可比公司平均数，公司 2017E/2018E/2019E 分别折价 16.77%、23.89%、20.38%。

我们综合考虑，给予公司目标价 19.1-19.5 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表20： 可比公司对比

证券代码	证券简称	收盘价 2017/11/22[元]	总市值 2017/11/22[亿元]	EPS2017	EPS2018	EPS2019	PE2017	PE2018	PE2019
600604.SH	市北高新	7.65	125.86	0.15	0.19	0.24	51.00	40.31	31.42
600648.SH	外高桥	18.27	191.55	0.81	1.09	1.24	22.48	16.73	14.74
600848.SH	上海临港	25.27	268.59	0.48	0.63	0.73	52.32	40.08	34.53
600895.SH	张江高科	16.16	250.27	0.58	0.68	0.82	27.99	23.76	19.77
平均值				0.51	0.65	0.76	38.45	30.22	25.12
600639.SH	浦东金桥	17.74	176.63	0.55	0.74	0.85	32	23	20

资料来源：Wind、联讯证券

六、风险提示

1、房地产开发不及预期；



- 2、国内、外经济复苏不及预期；
- 3、房地产调控政策风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,636	5,563	6,675	8,010	经营活动现金流	1,105	331	199	119
货币资金	1,243	1,188	1,365	1,662	净利润	616	620	833	959
应收账款	150	150	180	216	折旧摊销	335	352	369	388
其它应收款	21	25	30	37	财务费用	109	113	220	253
预付账款	2	100	105	110	投资损失	-75	-90	-103	-113
存货	2,854	3,140	3,454	3,799	营运资金变动	-389	-116	-14	228
其他	365	959	1,541	2,187	其它	508	-548	-1,107	-1,594
非流动资产	13,506	15,532	17,862	20,541	投资活动现金流	-317	285	314	345
长期股权投资	4	5	5	5	资本支出	46	12	13	14
固定资产	1,008	1,159	1,322	1,493	长期投资	4	5	5	5
无形资产	268	309	352	398	其他	-266	302	331	364
在建工程	3,416	3,996	4,676	5,471	筹资活动现金流	-584	-672	-336	-168
其他	8,809	10,063	11,508	13,174	短期借款	1,620	1,701	1,769	1,857
资产总计	18,142	21,095	24,537	28,551	长期借款	1,719	1,891	2,080	2,288
流动负债	5,213	6,256	7,382	8,489	其他	-3,923	-4,264	-4,185	-4,313
短期借款	1,620	1,701	1,769	1,857	现金净增加额	203	-55	177	297
应付账款	629	597	597	627					
其他	2,964	3,957	5,015	6,004					
非流动负债	4,163	4,788	5,506	6,332	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	1,719	1,891	2,080	2,288	成长能力				
应付债券	1,193	1,205	1,217	1,230	营业收入	-2.02%	6.54%	101.09%	18.06%
其他	1,251	1,691	2,208	2,814	营业利润	17.88%	8.76%	34.36%	15.10%
负债合计	9,376	11,044	12,888	14,821	归属母公司净利润	30.80%	0.78%	33.97%	15.11%
少数股东权益	119	137	156	176	获利能力				
归属母公司股东权益	8,646	9,914	11,493	13,554	毛利率	64.78%	67.63%	51.45%	50.45%
负债和股东权益	18,142	21,095	24,537	28,551	净利率	41.98%	39.71%	26.45%	25.79%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	6.89%	6.59%	7.67%	7.55%
营业收入	1,469	1,565	3,148	3,717	偿债能力				
营业成本	518	507	1,528	1,841	资产负债率	51.68%	52.35%	52.52%	51.91%
营业税金及附加	101	191	300	347	流动比率	88.92%	88.92%	90.43%	94.36%
销售费用	35	34	63	67	速动比率	34.17%	38.73%	43.64%	49.61%
管理费用	69	55	126	167	营运能力				
财务费用	109	113	220	253	总资产周转率	0.08	0.08	0.14	0.14
资产减值损失	-2	2	2	2	应收帐款周转率	12.62	10.45	19.08	18.77
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	1.07	0.83	2.56	3.01
投资净收益	75	112	134	161	每股指标(元)				
营业利润	714	776	1,043	1,200	每股收益	0.55	0.55	0.74	0.85
营业外收入	21	1	1	1	每股经营现金	0.98	0.30	0.18	0.11
营业外支出	0	3	3	3	每股净资产	7.81	8.95	10.38	12.23
利润总额	735	774	1,041	1,198	估值比率				
所得税	119	155	208	240	P/E	33.83	31.56	23.48	20.40
净利润	616	620	833	959	P/B	2.38	1.95	1.68	1.42
少数股东损益	-1	-2	0	0	EV/EBITDA	26.74	26.07	22.00	20.59
归属母公司净利润	617	622	833	959					
EBITDA	1,083	1,128	1,413	1,588					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

许晓雷，法国鲁昂大学学士、硕士，2015 年 7 月加入联讯证券，现任策略分析师；曾在投资公司从事二级市场证券投资工作，对证券投资具有深刻的理解；擅长量化选股把握中长线趋势。证书编号：S0300517100002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com