

光明地产 (600708)

公司研究/深度报告

崇明岛规划与上海国改潜在受益标的，双轮驱动业绩可期

—光明地产 (600708) 深度报告

深度研究报告/房地产

2018年04月24日

报告摘要：

● 精准布局养老地产，崇明岛项目资源价值凸显

公司位于崇明岛陈家镇的光明崇明养生庄园项目，规划用地 2000 亩，将建设成为具有典型示范意义的健康养老住宅及文化创意产业项目。截至 2015 年底，上海 60 岁及以上老年人口 435.95 万人，占总人口比重达 30.2%，养老地产潜在市场需求巨大，光明地产提前布局定位精准，且有光明集团整个产业链内部协同优势，叠加政策规划支持下崇明岛土地的潜在升值空间，公司未来业绩有望持续实现高增速。

● 布局冷链物流占据先发优势

目前，我国易腐食品已经超过了 10 亿吨，其中，过半以上需要冷链运输。截止到 2016 年我国果蔬、肉类和水产品的冷链流通率分别达到 22%、34% 和 41%，冷藏运输率分别为 35%、57%、69%。国内当前还没有形成完整独立的冷链物流体系，冷链物流发展还停留在冷藏和运输环节，潜在市场空间极大。光明食品集团作为全国食品航母拥有丰富的物流资源，公司未来对光明食品集团内部的物流资源优化整合的空间与潜力巨大，面对未来冷链物流市场需求日益增长，公司提前卡位布局，有望带来新的业绩增长点，未来潜力巨大。

● 乘国改之东风，机制创新增速提效

上海是我国的国资重镇，公司大股东光明集团作为上海市老牌国企，有望在下一轮上海国改中走在前列。我们认为，光明地产未来有望在外部合作和内部激励上达成机制创新，激发员工积极性，增速提效，实现公司运营效率的进一步提高。

● 盈利预测与投资建议

光明地产作为上海国资背景房企，依托上海国资平台，综合运用多种方式获取项目积极拿地扩张，新增土地储备的成本优势明显，可售货值充裕。公司积极拓展融资渠道，财务结构健康，近年来实现了业绩的快速增长。公司资源禀赋优质，是崇明岛的世界级生态岛规划与上海国企改革的潜在受益标的，业绩有望持续高速增长。我们预测光明地产 2018/2019/2020 年的 EPS 为 1.32 元、1.67 元和 2.07 元，相对应的 P/E 为 4.8 倍，3.8 倍，3.1 倍，公司最近三年市盈率的最大值、中位值、最小值分别为 115.8、21.9 和 5.0x，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

房地产销售不及预期，崇明岛项目进展不及预期，国企改革进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	20,811	27,450	34,505	41,785
增长率（%）	0.1%	31.9%	25.7%	21.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,947	2,257	2,856	3,541
增长率（%）	92.5%	16.0%	26.5%	24.0%
每股收益（元）	1.14	1.32	1.67	2.07
PE（现价）	5.6	4.8	3.8	3.1
PB	1.0	0.9	0.7	0.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐 维持评级

当前股价： 6.35 元

交易数据	2018-4-23
近 12 个月最高/最低	8.91/6.34
总股本（百万股）	1,714
流通股本（百万股）	989
流通股比例（%）	57.68
总市值（亿元）	109
流通市值（亿元）	63

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号： S0100517050002
电话： 010-85127730
邮箱： yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：王嵩

执业证号： S0100117080065
电话： 021-60876717
邮箱： wangsong@mszq.com

研究助理：由子沛

执业证号： S0100118010012
电话： 021-60878329
邮箱： youzipei@mszq.com

相关研究

- 光明地产 (600708) 年报点评：承诺顺利兑现，未来发展可期

目录

一、背靠光明集团，发展势头良好	3
1. 国资背景，双轮驱动	3
2. 财务结构健康，发展势头良好	4
二、积极布局城市运营，崇明岛资源价值凸显	5
1. 潜在市场需求巨大+完整产业链+政策支持，崇明岛产业资源价值显现	5
2. 积极布局城市运营，业绩增长潜力巨大	11
三、冷链物流业务：一片广阔的蓝海	11
1. 我国冷链物流行业现状：发展水平低，未来市场空间大	11
2. 光明地产在冷链业务的布局：加快整合，实现协同	13
四、乘国企改革东风，机制创新增速提效	15
1. 上海：国资重镇，改革起航	15
2. 光明地产：机制创新，提速增效	16
五、盈利预测与投资建议	17
六、风险提示	18

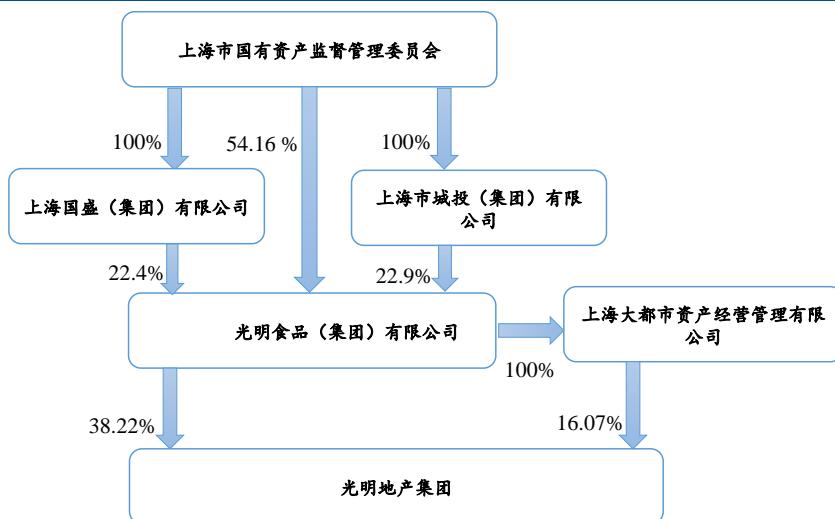
一、背靠光明集团，发展势头良好

1. 国资背景，双轮驱动

光明地产是光明集团下属的房地产综合集团型公司，也是集团旗下地产业务的上市公司平台，前身是成立于 1988 年的上海农口房地产联合开发经营总公司，后于 2001 年增资扩股后成为上海农房集团。公司在 2015 年 6 月与海博集团完成重组上市，达到了资产规模上的又一次飞跃。

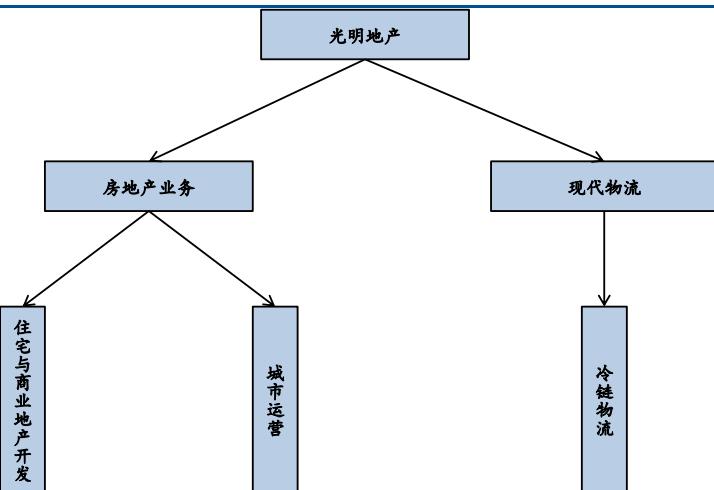
公司目前是以房地产综合开发经营、物流产业链两大板块为主，集房产开发、施工、物业、冷链物流及产业链等为一体的国内大型国有综合房地产集团型公司。公司自成立以来，累计开发各类住宅面积近 3000 万平方米，目前亦有向养老产业等发展的多元化发展趋势。冷链物流板块作为当今朝阳产业，受益于光明食品集团食品上下游完整产业链的基础，更是有得天独厚的优势，目前虹桥物流园 1 期已经建成，2018 年 1 季度即可投产。两大板块协调发展，成为集团稳步增长的双翼，同时也为集团其他业务提供了平台。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：公司业务构成

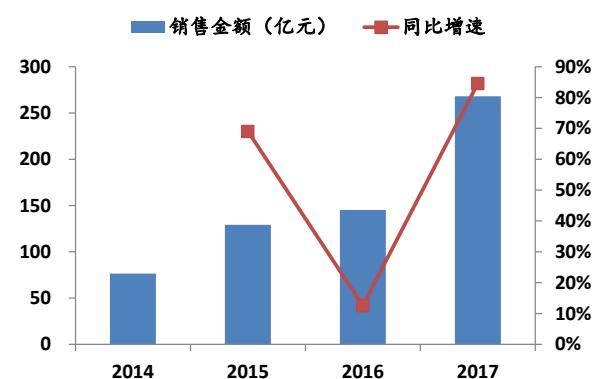


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2. 财务结构健康，发展势头良好

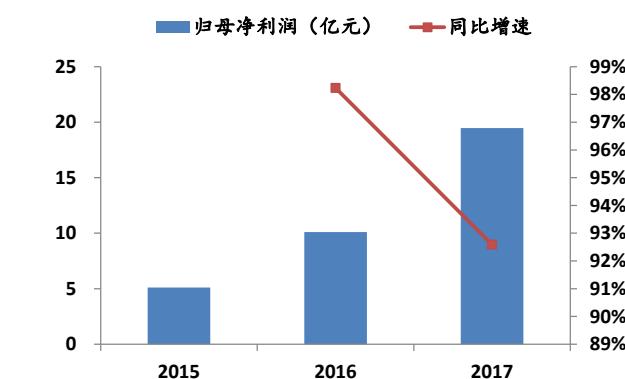
光明地产自重组上市以来，净利率逐年提升，负债率控制良好，货币资金充足，财务结构健康。良好的财务结构，也助力公司销售与业绩稳步提升。公司4月23日晚发布2018年一季报，1-3月，公司新增房地产储备面积为48.39万平方米，同比增1768.34%；签约金额为43.27亿元，同比增长0.72%；营业收入为29.88亿元，较上年同期增28.80%；归母净利润5.14亿元，较上年同期增1076.47%。公司发展势头良好。

图3：公司近年销售金额



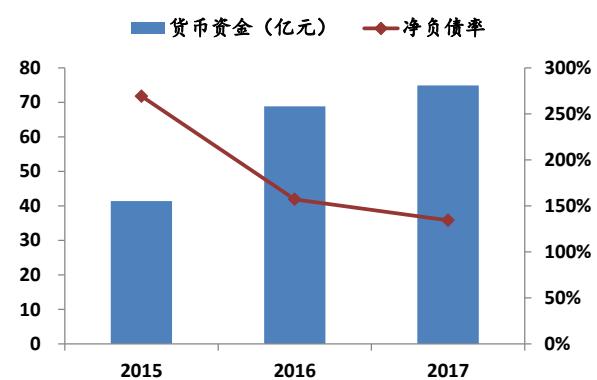
资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图4：公司近年归母净利润



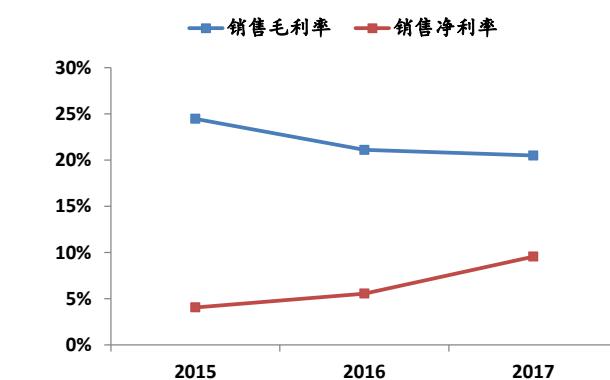
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司近年货币资金与净负债率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：公司近年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：公司近年费用率

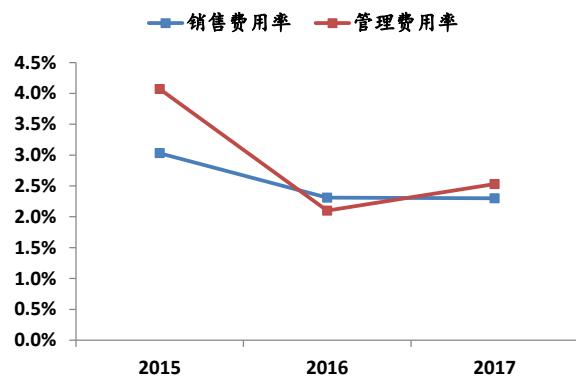
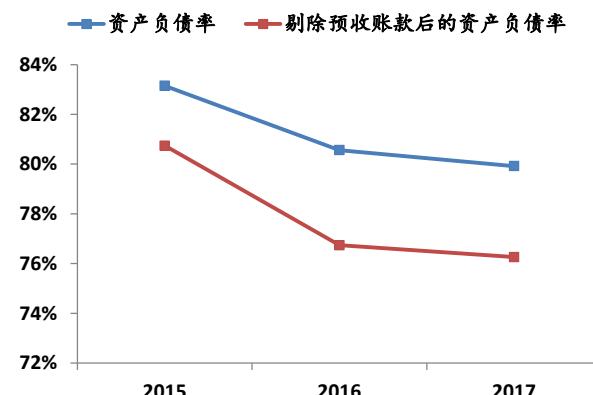


图 8：公司近年资产负债率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、积极布局城市运营，崇明岛资源价值凸显

1. 潜在市场需求巨大+完整产业链+政策支持，崇明岛产业资源价值显现

2014 年 7 月 21 日，光明食品集团子公司农工商房地产（集团）股份有限公司（2015 年与海博股份重组上市后，现为光明地产全资子公司）与光明集团上海长江总公司正式签署《光明养生庄园项目合作开发框架协议》。根据协议，农房集团与长江总公司将联手出资设立项目公司，由农房集团控股（现由光明地产控股），长江总公司提供土地资源，合作开发建设位于上海崇明岛陈家镇的光明崇明养生庄园项目。

公开资料显示，长江总公司在崇明岛拥有土地约 230 平方公里，需要进一步加大对土地资源的开发利用。围绕“依托光明，借势崇明”的发展理念，长江总公司旨在发挥生态资源优势，不断强化养生休闲、文化创意、健康养老的系统规划和整体性开发。此次长江总公司联手农房集团合作开发光明崇明养生庄园项目，规划用地 2000 亩，将建设成为具有典型示范意义的健康养老住宅及文化创意产业项目。光明地产董事长沈宏泽在接受媒体采访时表示，规划的 2000 亩土地中将有超过 1300 亩土地定位于休闲娱乐，其余 700 亩则将用于养老地产的地产建设开发，力图打造精品工程，形成巨大的竞争优势，建设一个集养老、休闲、生态、农业资源为一体的现代化休闲养老产业基地。

我们认为，光明地产在崇明岛的这一布局意义重大，价值也会在今后不断凸显：

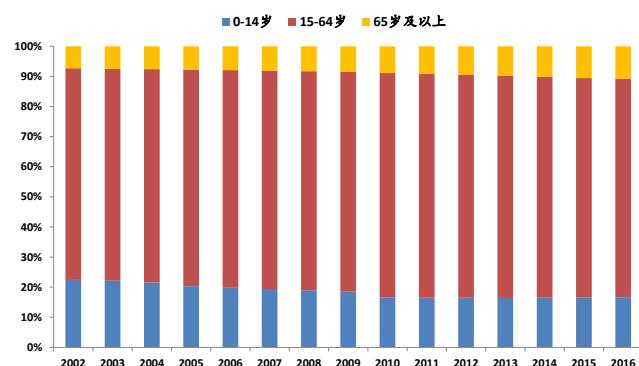
- (1) 上海养老地产潜在市场需求巨大，公司定位精准占据先机：近年来，我国人口中老年人口比重不断提升，而上海则呈现出更为严重的老龄化趋势。根据上海市民政局、上海市老龄工作委员会办公室和上海市统计局联合统计，截至 2015 年 12 月 31 日，上海全市户籍人口为 1442.97 万人，其中 60 岁及以上老年人口 435.95 万人，占总人口的 30.2%；老年人口比上年增加了 21.97 万人，增长 5.3%，占总人口比重增加了 1.4 个百分点，上海的老龄化程度之高，远超全国平均水平(2015 年底 65 岁及以上人口比例接近全国平均水平的两倍)。同时，上海老年人口抚养比也逐年提升，年轻一代由于自身面临的工作和生

活力也将越来越难以亲自照料老人。在这样的趋势下，未来几年内，预计上海市养老地产的需求将出现较大的增长，与之相应的是，上海目前的机构养老已经呈现“一床难求”的局面，供应缺口较大。

此外，根据媒体公开信息，光明食品集团要打造的并非是“贵族式”养老项目，而是本土化、大众化、平民化的大型养老项目，主要面向本市的老年人，力求让大部分老人都消费得起。也因此，养生庄园里建起的房子，将可能主要采取租赁的形式，在价格上更具亲和力。农场系统的知青群体，将成为崇明养生庄园锁定的第一批重点客户群。据介绍，上海农垦有40多万知青，其中许多人还在崇明岛劳作、生活过，目前他们基本已处于退休年龄段，对养老的需求比较迫切。而项目的前期调研也反映出，对于到“第二故乡”生态岛崇明去养老，不少知青已表现出了浓厚的兴趣。

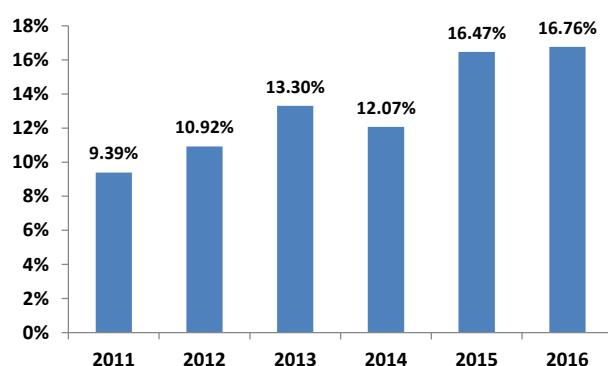
最后，崇明岛地处郊区，环境优美景色宜人，对于养老人群有较大的吸引力；沪崇启高铁、轨交崇明线也都在规划当中，将有效改善崇明的交通便利程度。公司提前卡位布局，顺应市场形势，在养老地产方面占据了先机，有望创造新的业绩增长点。

图 9：我国人口老年人口比例逐年提升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 10：上海老年人口抚养比抽样数据



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表 1：上海户籍人口老龄化程度高于全国

年龄段	2015年			2014年			2013年		
	人数(万人)	占总人口比例	占60+人口比例	人数(万人)	占总人口比例	占60+人口比例	人数(万人)	占总人口比例	占60+人口比例
总人口	1442.97	100.0%	-	1438.69	100.0%	-	1432.34	100.0%	-
60+	435.95	30.2%	100.0%	413.98	28.8%	100.0%	387.62	27.1%	100.0%
65+	283.38	19.6%	65.0%	270.06	18.8%	65.2%	256.63	17.9%	66.2%
70+	181.09	12.5%	41.5%	177.03	12.3%	42.8%	171.93	12.0%	44.4%
75+	122.27	8.5%	28.0%	121.70	8.5%	29.4%	120.90	8.4%	31.2%
80+	78.05	5.4%	17.9%	75.32	5.2%	18.2%	71.55	5.0%	18.5%
85+	33.80	2.3%	7.8%	32.08	2.2%	7.7%	30.22	2.1%	7.8%

90+	10.43	0.7%	2.4%	9.68	0.7%	2.3%	8.83	0.6%	2.3%
95+	1.88	0.1%	0.4%	1.70	0.1%	0.4%	1.54	0.1%	0.4%

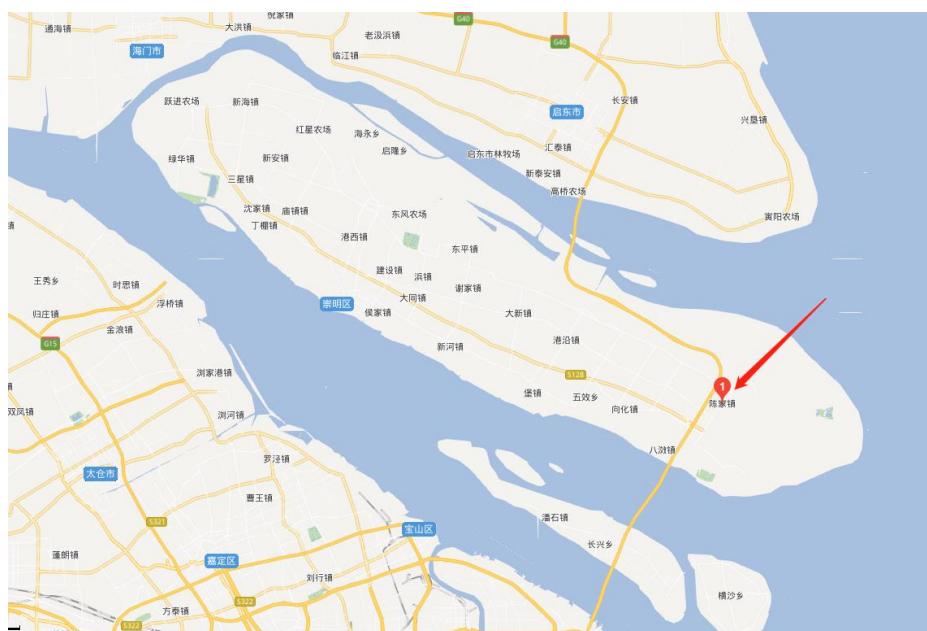
资料来源：上海市民政局，上海市老龄工作委员会办公室，上海市统计局，民生证券研究院

图 11：崇明岛环境优美景色宜人



资料来源：央广网，民生证券研究院

图 12：公司养生庄园项目位于崇明岛陈家镇



资料来源：百度图片，民生证券研究院

图 13：沪崇启铁路规划示意图



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图 14：轨交崇明线规划示意图



资料来源：上海政府网，民生证券研究院

(2)

光明集团完整产业链保障品牌质量：相比当下其他的养老概念地产，公司大股东光明集团已经建立起的体系性结构和强大的集团整体协同能力，将使公司有能力打造中国养老地产中的精品优质项目。**在饮食方面**，光明集团一直承担了上海市民菜蓝子的职能，上海大部分的食品供给由光明集团提供，这是光明集团为养老者提供优质和安全的食品的充分保障。**在医疗保健方面**，光明集团拥有上海最大的东海养老院，目前有着 1700 多张养老床位，和中山医院等多家医院有密切合作，有着非常完备的中老年人康复保健经验和能力，根据规划，东海老年护理医院也将在崇明养生庄园中开设分院。**在老年人的精神娱乐方面**，光明旗下的众多老年大学和党校，可全方位为养老地产项目服务。**在土地资源方面**，光明拥有上海最大的森林公司，鲜花港，黄山基地，练江牧场，均为空气清新风景怡人之地，后期都可以互相打通，服务于老年人的休闲娱乐。综上所述，我们认为，光明地产进军养老地产，有着非常得天独厚的优势。

(3)

政策支持力度有望加大，崇明岛资源价值显现：崇明岛位处上海北部，是中国第三大岛屿，面积 1200.68 平方公里，岛上地势平坦、土地肥沃、自然环境优美，适合修身养性。崇明岛西、南分别与江苏常熟、太仓、上海市嘉定、宝山、川沙、南汇等隔江相望，东、北分别与江苏启东、海门市一衣带水，是上海联通江苏的重要节点。相比上海主城区，崇明岛目前开发仍然相对落后，然而随着政府一系列支持政策的出台，崇明岛资源价值逐渐显现，未来升值潜力巨大。

1) **崇明撤县设区，规划基本形成：**2016 年 7 月，经国务院批复，崇明正式撤县设区，上海崇明区辖崇明、长兴、横沙三岛，总面积 1411 平方公里。在上海市政府出台的崇明岛整体规划中，崇明岛长期发展方向为综合生态岛，未来发展重点为生态农业和旅游业。2017 年 1 月，《崇明世界级生态岛发展“十三五”规划》正式公布，规划指明了崇明世界级生态岛发展的功能定位：**崇明作为最为珍贵、不可替代、面向未来的生态战略空**

间，是上海重要的生态屏障和 21 世纪实现更高水平、更高质量绿色发展的重要示范基地，是长三角城市群和长江经济带生态环境大保护的标杆和典范。规划同时指出，要严格控制建设用地规模，创新优化城乡建设用地增减挂钩制度。到 2020 年，全区规划建设用地总量实现负增长，建设用地总量控制在 265 平方公里以内。提高建设用地利用效率，创新出让方式，推进二次开发，完善全生命周期管理，探索实施复合利用。规划还强调，放大区企合作优势，打造产业先进、环境优美、生活优越的生态殷实农场和生态农业公园。运用国际先进理念，建设若干小尺度、紧凑型、功能复合、配套完善的新型生态社区。我们认为，市政府出台的崇明三岛总体规划中对崇明各个区域的房地产土地进行了分区和规划限制，为保证崇明岛生态环境，规划允许部分区域规模开发商办和住宅。公司项目所在区域位于崇明岛陈家镇，陈家镇地处崇明岛东部，是上海试点建设城镇之一。根据崇明区政府官网介绍，《陈家镇总体规划》已经市政府批准。规划区面积 220 平方公里，规划人口 10-12 万人，城镇建设用地 12 平方公里，规划将建成为海岛花园式的生态城镇。陈家镇地区资源丰富，生态环境优越，拥有国际重要的东滩湿地及国家级鸟类自然保护区、中华鲟等自然保护区。鉴于崇明岛土地供应有限，公司作为先行进入崇明岛房地产市场并拥有丰富土地储备的上海本土房企，具备生态、休闲、养老等完整的产业链条，与崇明岛“十三五”规划紧密契合，占据了极大的先发优势，未来发展可期。

图 15：崇明三岛总体规划产业布局图



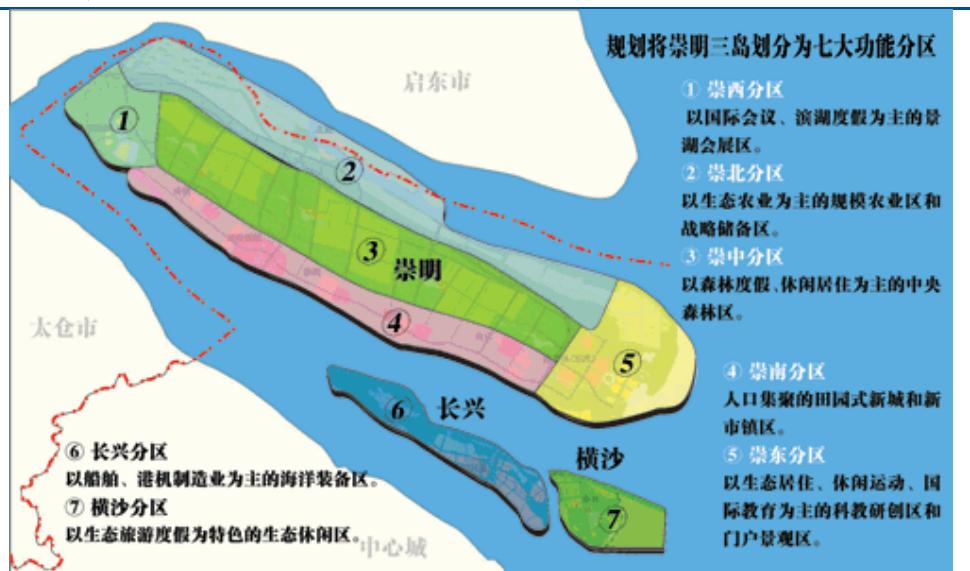
资料来源：崇明区政府官网，民生证券研究院

图 16：崇明三岛总体规划城镇体系规划图



资料来源：崇明区政府官网，民生证券研究院

图 17：崇明三岛总体规划七大功能分区



资料来源：上海政府网，民生证券研究院

2) 两任市委书记多次调研，政府重视程度高：2015年10月14日下午和15日全天，时任上海市委书记，现任中共中央政治局常委韩正赴崇明岛调研，强调崇明要始终把生态岛建设作为着力点，贯穿于各项工作之中，坚持不懈按照生态岛建设目标推进各方面工作；2016年9月21日，韩正和时任市委副书记、常务副市长，现任上海市长的应勇来到崇明岛，调研崇明生态岛建设进展，听取生态岛整体规划修编和陈家镇控详规划调整情况汇报。2017年3月20日至21日，时任江苏省委书记的李强赴南通调研，期间专程来到崇明岛，先后考察了崇启花卉城和绿宝石精致产业园，强调一定要保护好生态环境，从整体范围研究谋划交通、产业等发展规划，更好地对接上海国际生态岛建设目标。2018年2月22日（春节后首个工作日），成为上海市委书记的李强再次用整整一天时间在崇明调研世界级生态岛建设进展，深入生态保护基地，表示上海要举全市之力，建设“与上海卓越的全球城市和社会主义现代化国际大都市目标愿景相匹配的世界级生态岛”。新旧两任市委书记均在两年内两度调研，体现了政府对崇明岛发展的重视，也预示着未来政府对于崇明岛将有进一步的政策扶持和资源倾斜。在这种背景下，光明地产在崇明岛的土地资源价值更加凸显，未来发展潜力巨大。

表 2：近年来上海市领导赴崇明岛调研活动

调研时间	参加调研的主要领导	与公司可能相关的主要内容或指示
2015 年 10 月	韩正、姜平、尹弘、周波、蒋卓庆等	韩正强调，崇明要始终把生态岛建设作为着力点，贯穿于各项工作之中，坚持不懈按照生态岛建设目标推进各方面工作；在规划实施中，一定要坚持底线思维，凡是与生态岛建设不相符的任何项目与产业都要拒之门外。
2016 年 9 月	韩正、应勇、尹弘、薛潮、蒋卓庆等	调研崇明生态岛建设进展，听取生态岛整体规划修编和陈家镇控详规划调整情况汇报；韩正强调，陈家镇要作为崇明生态岛的标杆，扎实建设好；要抓紧进行崇明生态岛总规修编，调整完善陈家镇控详规划。
2017 年 3 月	李强、黄莉新等	李强强调，一定要保护好生态环境，从整体范围研究谋划交通、产业等发展规划，更好地对接上海国际生态岛建设目标。
2018 年 2 月	李强、诸葛宇杰、彭沉雷等	李强强调，要进一步增强责任感和使命感，结合崇明的定位和特色，持续努力推动高质量发展、创造高品质生活，举全市之力建设与上海卓越的全球城市和社会主义现代化国际大都市目标愿景相匹配的世界级生态岛。

资料来源：人民网，央广网，新华网，民生证券研究院

2、积极布局城市运营，业绩增长潜力巨大

除在崇明岛的养老地产布局外，光明地产也在结合自身优势，积极开拓“城中村”建设、历史名镇、特色小镇、产镇融合、城市更新、保障房建设等其他产业地产项目，持续探索投资模式从传统住宅开发商向城市运营商转变的发展之路。2017年1月，公司与金山区政府签订合作框架协议，参与金山区金山卫镇及山阳镇两个城中村改造项目；5月，公司与松江泗泾镇政府签订总投资约为60亿元的《松江区泗泾镇历史名村名镇保护、更新、利用项目合作协议》，促进和支持泗泾镇的产镇融合和产业提升；9月，公司58亿元成功竞得上海市金山区金山新城地块，“城中村”改造项目再下一城；10月，公司通过股权收购获得宜兴“竹海岭上小区”项目，也将通过探索产镇融合模式，培育新的业绩增长点和盈利模式。

表 3：公司 2017 年以来城市运营项目布局

时间	城市	主要内容
2017 年 1 月	上海市金山区	签订合作框架协议，参与金山区金山卫镇及山阳镇两个城中村改造项目。
2017 年 5 月	上海市松江区泗泾镇	与松江泗泾镇政府签订总投资约为60亿元的《松江区泗泾镇历史名村名镇保护、更新、利用项目合作协议》，促进和支持泗泾镇的产镇融合和产业提升。
2017 年 9 月	上海市金山区	58亿元成功竞得上海市金山区金山新城地块，“城中村”改造项目再下一城。
2017 年 10 月	江苏宜兴	过股权收购获得宜兴“竹海岭上小区”项目。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、冷链物流业务：一片广阔的蓝海

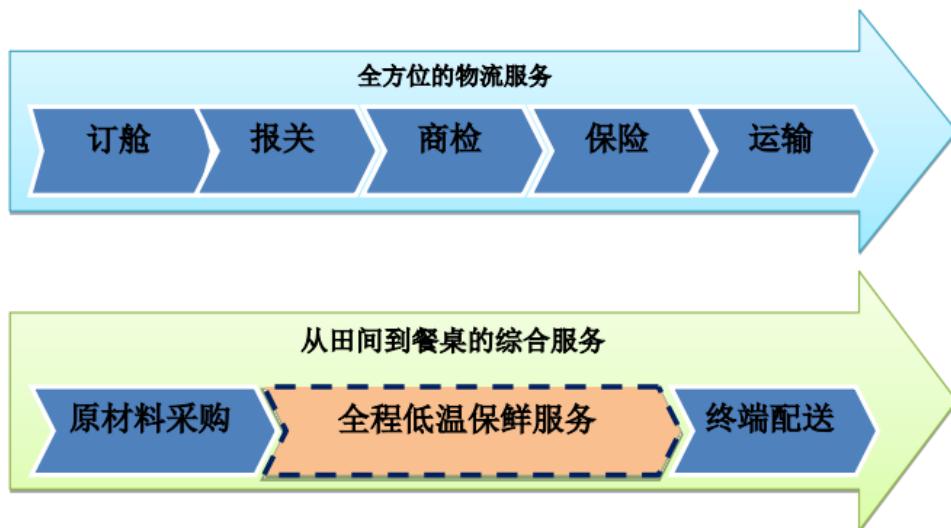
1. 我国冷链物流行业现状：发展水平低，未来市场空间大

冷链物流是指在易腐食品从产地收购之后，在其加工、贮藏、运输、分销、零售直到消费者手中的整个过程中，每个环节货物始终保持一定温度的一种运输方式。冷链物流可以保证果蔬、肉制品、花木、医药品、奶制品等易腐物品的质量，减少运输损耗。

当前国内冷链物流行业虽然已经具备一定规模，但与发达国家相比仍然存在较大差距。目前，我国易腐食品已经超过了10亿吨，其中，过半以上需要冷链运输。截止到2016年我国果蔬、肉类和水产品的冷链流通率分别达到22%、34%和41%，冷藏运输率分别为35%、

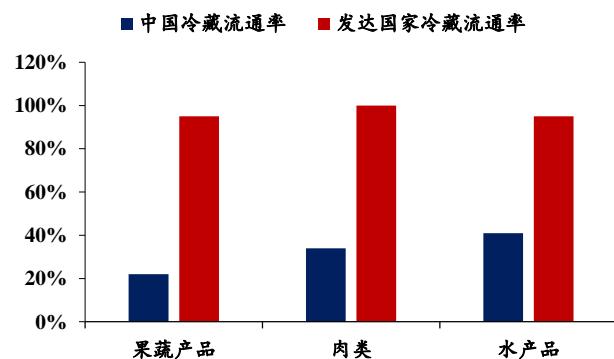
57%、69%。而发达国家肉禽冷链流通率已经达到 100%，蔬菜、水果冷链流通率达 95%以上。

图 18：公司冷链物流业务示意图



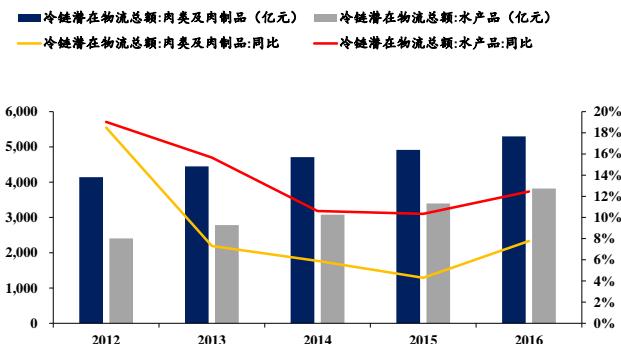
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：国内外冷藏流通率对比



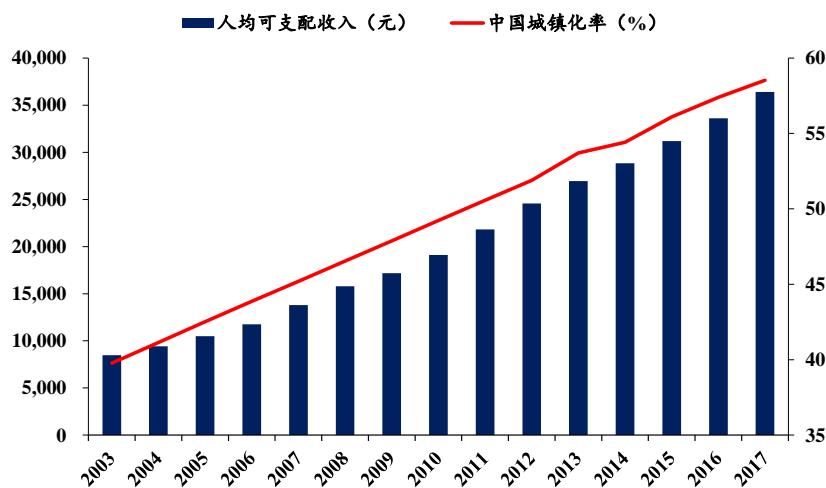
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 20：我国冷链潜在物流总额变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：中国城镇化率与人均可支配收入



资料来源：Wind，民生证券研究院

国内当前还没有形成完整独立的冷链物流体系，大约 80% 的水产品、90% 的肉类、大量的豆制品和牛奶基本上还是在没有冷链保证的情况下运销。同时，冷链物流发展还处于低水平层次上，只停留在冷藏和运输环节，利用先进的信息技术管理冷链物流体系还很欠缺，采用的技术装备比较落后。

根据行业经验，冷库的发展规模与居民可支配收入的增长呈正相关。随着生活水平的日益提高，冷链物流作为一种使货物始终处于规定低温环境下，保持货物品质、减少货物损耗的快速物流模式，在未来发展潜力较大。我国经济的快速发展将带动冷链物流的飞速发展，食品低温运输的需求量也会加大，相应地冷链物流业也必将进入快速增长期。

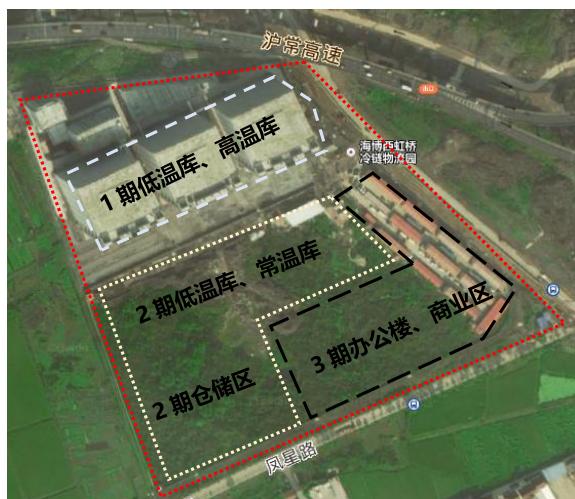
2. 光明地产在冷链业务的布局：加快整合，实现协同

公司在洋山自贸区、大虹桥等重点发展地区拥有较大规模的保税常温库和冷链物流园。在市内其他区域还拥有大型冷库、常温仓库、码头岸线、冷藏车辆等经营性资源，并具备国际货代、海关监管车辆运输、多种进口食品经销权、进口许可、部分商品品种市场准入质量证书发放代理权等资质。

值得一提的是，2016 年，公司积极推进军工路冷库的“停库转型”工作，取得了冷库如期停库，提前关停市场，如期处置液氨的三个节点的实现。与此同时，公司的重点冷链物流园项目——海博西虹桥冷链物流园即将竣工交付投入使用。该项目占地面积 125.88 亩，总建筑面积 141,639 平方米，其中物流仓储面积 83,689 平方米，形成 6 万吨以上的库容量（单层低温冷库约 1.5 万吨，多层低温冷库 5.8 万吨）；配套商办面积 42,200 平方米。项目分三期建设：第一期建设冷库 61,152 平方米；第二期建设配套商办 42,200 平方米；第三期建设冷库和普库 22,537 平方米。计划该项目建设工期为 38 个月。该项目计划总投资 10.56 亿元。

该项目准备建设期 3 年，经营期 9 年。其中九年累计营业收入 177,819 万元、利润总额 15,262 万元。按折现率 7% 测算的内部收益率为 6.01%，动态投资回收期为 10.15 年，投资利润率率为 8.79%。

图 22：海博西虹桥冷链物流园规划示意图



资料来源：Wind，民生证券研究院

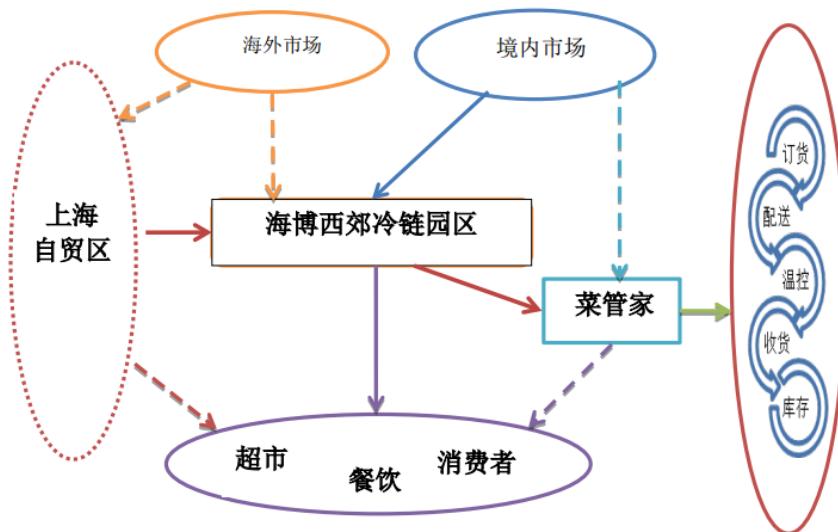
公司在生鲜电商方面的布局公司，在冷链产业下游有所承接。旗下“菜管家”电商网站创办于 2009 年，同时涉及农产品基地建设、市场开发、冷链配送及终端销售，并已建成了网上平台/企业 ERP/物流运输 TMS/客户管理 CRM/仓库管理 WMS 为一体的农产品电商平台。光明菜管家拥有自建及合作的有机和绿色认证种植养殖基地 100 余家，国家级畜禽资源保护基地 10 家，遍布海内外的优质农产品合作供应商 300 多家。为会员提供果蔬、禽肉、水产、粮油、干货、乳制品等近 2000 种全方位高品质食材。

图 23：公司旗下“菜管家”电商网站



资料来源：“菜管家”官网，民生证券研究院

图 24：公司冷链物流业务体系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

光明地产以冷链产业为核心，以电商平台为纽带，整合上游生鲜资源，连接下游客户资源，基于冷链物流网络体系，进一步和社区商业形成 O2O 协作，全面打通食品冷链的各个价值环节，充分利用自身冷链园区的资源，形成了自身生鲜电商与冷链物流业务的协同。我们认为，冷链物流业务在控股股东光明食品集团的“一体两翼”战略中具有重要的战略定位，光明食品集团作为全国食品航母拥有丰富的物流资源，未来对光明食品集团内部的物流资源整合的空间与潜力巨大，从光明食品集团董事长近期对光明地产的调研报道中，也透露本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

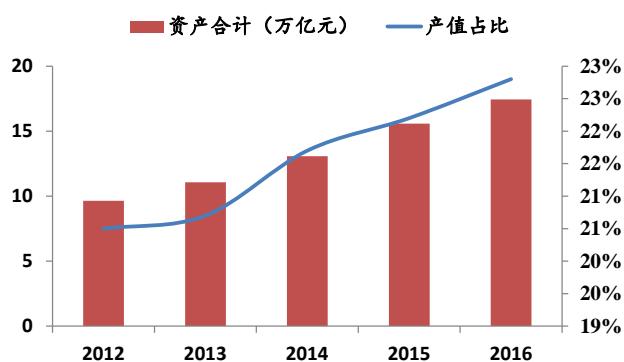
出光明食品集团未来对光明地产将给予更有力、更实质性的支持。目前光明地产冷链物流业务稳步推进、夯实基础，面对未来冷链物流市场需求日益增长，公司提前卡位布局，有望带来新的业绩增长点，未来潜力巨大。

四、乘国企改革东风，机制创新增速提效

1. 上海：国资重镇，改革起航

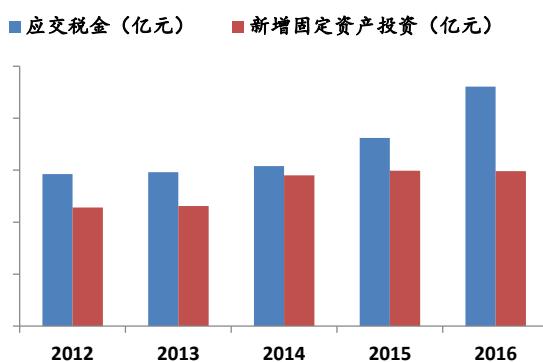
上海一直是我国的国资重镇，2016年，上海市国有企业总资产合计17.4万亿元，国企产值占比达22.8%，当年应交税金2302亿元，新增固定资产投资总额1490亿元；横向来看，上海地方国有企业在营收、利润、资产等方面均排名全国省市和计划单列市之首。由于上海市集中了大量优质的国有资产，也因此一直站在国企改革的前列，早在2013年11月党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，成立全面深化改革领导小组之后仅仅一个月，上海市政府便发布“上海国资改革20条”，这一进程遥遥领先其他省份。

图 25：上海市国企总资产与产值所占比重



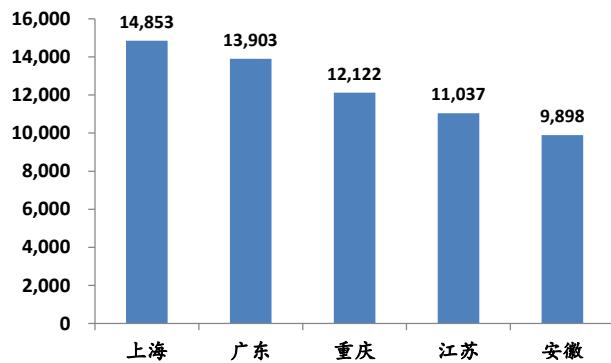
资料来源：上海市国资委，民生证券研究院

图 26：上海市国企应交税金与新增固定资产投资额



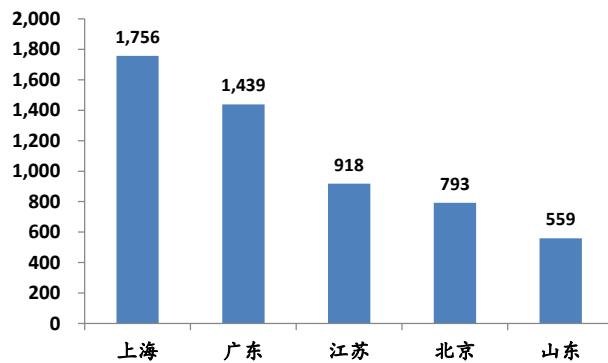
资料来源：上海市国资委，民生证券研究院

图 27：2015年年末全国各省国有资产前5名（亿元）



资料来源：国务院国资委，民生证券研究院

图 28：2015年全国各省地方国企利润总额前5名（亿元）



资料来源：财政部，民生证券研究院

“上海国改20条”提出了三大国改目标，包括：1) 经过3-5年的扎实推进，国资管理体制机制进一步完善，国资布局结构进一步优化，国有企业活力和竞争力进一步提高，国有

经济在全市经济社会中的带动作用进一步增强；2) 将国资委系统 80%以上的国资集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业。3) 形成 2-3 家符合国际规则、有效运营的资本管理公司；5-8 家全球布局、跨国经营，具有国际竞争力和品牌影响力的跨国集团；8-10 家全国布局、海外发展、整体实力领先的企业集团。

2016 年初，上海市进一步发布《本市国有企业混合所有制改制操作指引（试行）》，指出在具体改革手段层面，提高资产证券化率、联合重组和股权激励是上海国改的三大途径。《指引》提出三条混改途径：一是推进国有企业公司制股份制改革，推动具备条件的企业集团实现整体上市，成为公众公司；二是加快开放性市场化联合重组，支持国有企业通过合资合作、战略联盟等方式，聚焦产业链、价值链，与各类所有制企业实施双向联合重组；三是推动实施国企股权激励和员工持股。

2. 光明地产：机制创新，提速增效

光明地产的大股东光明集团是上海市的重要国资企业，上海市市委书记李强 2018 年 2 月 12 日下午，就深化上海国资国企改革、推动国企创新发展，前往光明集团、上汽集团调研。光明集团作为李强首个深化上海国资国企改革调研的目的公司之一，未来有望推进国改步伐。

结合上海的“国资改革 20 条”与《本市国有企业混合所有制改制操作指引（试行）》，我们认为，光明地产未来可能的改革方向有两个：

- (1) **加强外部合作：**2018 年以来，公司显著加强了与其它房地产企业，特别是优质民营企业的合作。2018 年 1 月 3 日，公司公告与上海新碧房地产开发有限公司签署苏州市吴江区两地块项目合作开发协议，参与共同合作投资开发建设苏州市吴江区两地块；1 月 24 日，公告与如皋金科房地产开发有限公司签署合作开发协议，参与投资设立参股子公司共同合作开发建设常州市新北区地块项目；1 月 30 日，公告与湖南省碧桂园地产有限公司等四家公司签署长沙碧明房地产开发有限公司增资协议，共同合作开发建设湖南省长沙市望城区月亮岛路 04 号地块；1 月 30 日，公告与苏州绿昌置业有限公司签署合作协议，参与投资设立参股子公司共同合作开发建设江苏省苏州市苏地 2017-WG-61 号地块项目。我们认为，公司积极与当地开发商合作开发，有利于公司向上海以外地区扩展，未来公司外部合作力度有望继续加强，助推公司业绩实现跨越式增长。
- (2) **开展内部激励：**2016-2017 年，以碧桂园为代表的众多民营企业，凭借项目跟投、事业合伙人等内部激励机制，极大的激发了员工的积极性，实现了业绩的高速增长。受此影响与启发，2017 年开始，众多国有企业，如招商蛇口、保利地产等，也开始了内部激励机制的创新尝试。光明地产作为光明集团旗下属的地产上市公司，有望引领上海市国有地产企业内部激励机制改革的步伐，激发企业活力与员工积极性，实现公司运营效率的进一步提高。

表 4：公司 2018 年以来签署的合作开发项目

时间	合作方	合作内容
1月3日	上海新碧房地产开发有限公司	共同合作投资开发建设苏州市吴江区两地块
1月24日	如皋金科房地产开发有限公司	参与投资设立参股子公司共同合作开发建设常州市新北区地块项目
1月30日	湖南碧桂园等四家公司	签署长沙碧明房地产开发有限公司增资协议，共同合作开发建设湖南省长沙市望城区月亮岛路04号地块
1月30日	苏州绿昌置业有限公司	参与投资设立参股子公司共同合作开发建设江苏省苏州市苏地2017-WG-61号地块项目

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 5：部分国资持股地产公司激励机制

公司名称	名称	跟投人员范围规定	跟投额度	跟投项目范围	收益机制	退出机制
万科	项目跟投制	项目所在区域和城市的公司管理层、项目的管理团队必须跟投；集团董事、监事和高级管理人员不能跟投，其他员工可以自愿参与跟投	10%	全国各地项目，旧改及部分特殊项目不作跟投	当项目累计经营净现金流量为正时，可以分红按跟投项目内部收益率与门槛收益率、超额收益率比较递进式分配收益	不能转售，项目清算时可以退出
金地集团	核心员工投资项目公司计划	集团主管投资高管、集团投资部门负责人以及区域公司负责人，区域公司主管投资负责人、区域公司主管营销负责人、城市公司负责人、项目负责人以及项目关键人员必须跟投；除公司董事、监事、高级管理人员和区域负责人之外的集团正式员工自愿跟投；董事长和总裁不参与跟投	10%	2015年6月30日之后首次开盘的项目，销售型项目由总裁会审批。其他类型项目需经过董事会审议	核心员工投资人的有限合伙企业收益(亏损)的计算与项目IRR挂钩	待项目已销售建筑面积达到拟销售建筑面积的90%时点，有限合伙企业方可退出
绿地控股	《房地产项目跟投试点管理办法》	事业部经营管理团队及相关条线负责人、项目经营管理团队等必须跟投；除公司董事、监事、高级管理人员之外的公司正式员工可自愿跟投	10%	2017年起，公司拟选取部分市场化竞拍的跟投人的损益与项目销售型房地产项目，IRR挂钩，不设本金保试点项目跟投管理方法	障和收益保证机制法	
招商蛇口	项目跟投管理制度	对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投；除强制跟投人员外，允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投	5%	自《项目跟投管理制度》通过之日起，由城市公司操盘开发的，通过市场化的方	式获取土地的销售型项目	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

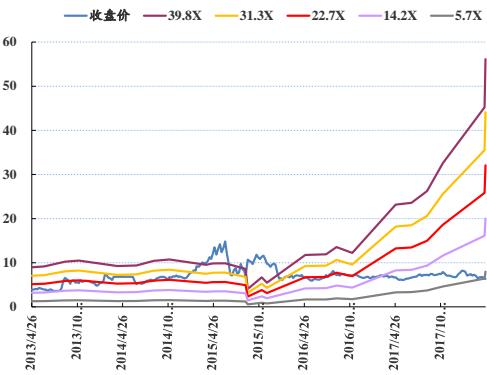
五、盈利预测与投资建议

我们根据公司市值选取可比公司进行相对估值，得出可比公司2017年、2018年的平均PE分别为11.4倍、9.5倍。按照光明地产4月23日6.35元的收盘价计算，对应2017年PE为5.6倍，低于同期可比公司估值，从公司历史估值图来看，公司现阶段也处于历史上估值的低点，未来增长潜力较大。

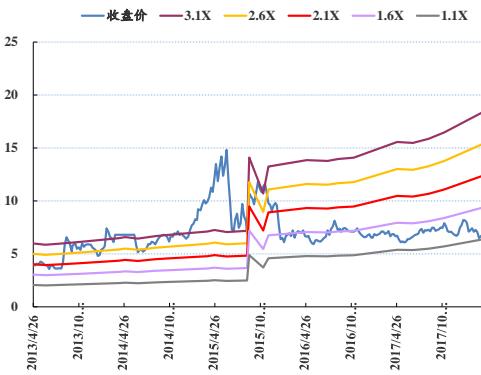
表 6：可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	最新价格 (元)	EPS (元)				PE				
				2018/4/23	2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
首开股份	600376.SH	225	8.71	0.58	0.73	0.98	1.11	1.11	15.0	11.9	8.9	7.8
滨江集团	002244.SZ	201	6.45	0.46	0.55	0.70	0.88	0.88	14.0	11.7	9.2	7.3
华发股份	600325.SH	160	7.54	0.87	0.77	0.98	1.27	1.27	8.7	9.8	7.7	5.9
上实发展	600748.SH	107	5.79	0.32	0.47	0.47	0.62	0.62	18.1	12.3	12.3	9.3
平均值									13.9	11.4	9.5	7.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：光明地产 PE Band


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：光明地产 PB Band


资料来源：Wind，民生证券研究院

光明地产作为上海国资背景房企，依托上海国资平台，综合运用多种方式获取项目积极拿地扩张，新增土地储备的成本优势明显，可售货值充裕。公司积极拓展融资渠道，财务结构健康，近年来实现了业绩的快速增长。公司资源禀赋优质，是崇明岛的世界级生态岛规划与上海国企改革的潜在受益标的，业绩有望持续高速增长。我们预测光明地产 2018/2019/2020 年的 EPS 为 1.32 元、1.67 元和 2.07 元，相对应的 P/E 为 4.8 倍，3.8 倍，3.1 倍，公司最近三年市盈率的最大值、中位值、最小值分别为 115.8、21.9 和 5.0x，给予“强烈推荐”评级。

六、风险提示

房地产销售不及预期，崇明岛项目进展不及预期，国企改革进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	20,811	27,450	34,505	41,785
营业成本	16,547	21,740	27,293	32,843
营业税金及附加	827	961	1,311	1,588
销售费用	479	549	690	836
管理费用	526	549	690	836
EBIT	2,433	3,651	4,520	5,683
财务费用	331	434	282	342
资产减值损失	482	0	0	0
投资收益	1,293	105	33	26
营业利润	2,917	3,324	4,275	5,371
营业外收支	(48)	0	0	0
利润总额	2,869	3,344	4,295	5,381
所得税	881	987	1,267	1,571
净利润	1,988	2,358	3,028	3,810
归属于母公司净利润	1,947	2,257	2,856	3,541
EBITDA	2,485	3,702	4,572	5,735

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7490	11269	8860	10811
应收账款及票据	1399	1229	1685	2133
预付款项	886	1304	1911	2627
存货	39561	34536	45489	52436
其他流动资产	851	851	851	851
流动资产合计	52689	51239	61556	72126
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	585	595	605	615
无形资产	240	237	233	230
非流动资产合计	1465	1443	1414	1386
资产合计	54154	52682	62970	73512
短期借款	8676	0	0	0
应付账款及票据	7198	9054	12039	14757
其他流动负债	86	86	86	86
流动负债合计	30964	25477	32079	38655
长期借款	8739	8739	8739	8739
其他长期负债	3574	5574	6574	7074
非流动负债合计	12314	14314	15314	15814
负债合计	43278	39790	47393	54469
股本	1714	1714	1714	1714
少数股东权益	486	587	759	1028
股东权益合计	10877	12892	15577	19043
负债和股东权益合计	54154	52682	62970	73512

资料来源：Wind、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	0.1%	31.9%	25.7%	21.1%
EBIT 增长率	11.7%	50.1%	23.8%	25.7%
净利润增长率	92.5%	16.0%	26.5%	24.0%
盈利能力				
毛利率	20.5%	20.8%	20.9%	21.4%
净利润率	9.4%	8.2%	8.3%	8.5%
总资产收益率 ROA	3.6%	4.3%	4.5%	4.8%
净资产收益率 ROE	18.7%	18.3%	19.3%	19.7%
偿债能力				
流动比率	1.7	2.0	1.9	1.9
速动比率	0.4	0.7	0.5	0.5
现金比率	0.2	0.4	0.3	0.3
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	19.8	16.3	17.8	18.6
存货周转天数	842.6	576.2	605.9	580.6
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.3	1.7	2.1
每股净资产	6.1	7.2	8.6	10.5
每股经营现金流	1.0	6.4	(1.5)	1.4
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	5.6	4.8	3.8	3.1
PB	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.2	4.0	4.0	2.9
股息收益率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,988	2,358	3,028	3,810
折旧和摊销	534	51	52	52
营运资金变动	18	8,097	(6,123)	(2,044)
经营活动现金流	1,679	11,024	(2,554)	2,355
资本开支	45	6	(2)	11
投资	229	(3)	(4)	(4)
投资活动现金流	228	99	34	15
股权募资	105	0	0	0
债务募资	143	2,000	1,000	500
筹资活动现金流	(1,562)	(7,344)	111	(420)
现金净流量	345	3,779	(2,409)	1,950

插图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 公司业务构成	3
图 3: 公司近年销售金额	4
图 4: 公司近年归母净利润	4
图 5: 公司近年货币资金与净负债率	4
图 6: 公司近年毛利率与净利率	4
图 7: 公司近年费用率	5
图 8: 公司近年资产负债率	5
图 9: 我国人口老年人口比例逐年提升	6
图 10: 上海老年人口抚养比抽样数据	6
图 11: 崇明岛环境优美景色宜人	7
图 12: 公司养生庄园项目位于崇明岛陈家镇	7
图 13: 沪崇启铁路规划示意图	8
图 14: 轨交崇明线规划示意图	8
图 15: 崇明三岛总体规划产业布局图	9
图 16: 崇明三岛总体规划城镇体系规划图	9
图 17: 崇明三岛总体规划七大功能分区	10
图 18: 公司冷链物流业务示意图	12
图 19: 国内外冷藏流通率对比	12
图 20: 我国冷链潜在物流总额变化情况	12
图 21: 中国城镇化率与人均可支配收入	12
图 22: 海博西虹桥冷链园规划示意图	13
图 23: 公司旗下“菜管家”电商网站	14
图 24: 公司冷链物流业务体系	14
图 25: 上海市国企总资产与产值所占比重	15
图 26: 上海市国企应交税金与新增固定资产投资数额	15
图 27: 2015 年年末全国各省国有资产前 5 名 (亿元)	15
图 28: 2015 年全国各省地方国企利润总额前 5 名 (亿元)	15
图 29: 光明地产 PE Band	18
图 30: 光明地产 PB Band	18

表格目录

表 1: 上海户籍人口老龄化程度高于全国	6
表 2: 近年来上海市领导赴崇明岛调研活动	11
表 3: 公司 2017 年以来城市运营项目布局	11
表 4: 公司 2018 年以来签署的合作开发项目	17
表 5: 部分国资持股地产公司激励机制	17
表 6: 可比公司估值	18

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

王嵩，浙江大学会计学硕士，曾经从事三年房地产信托业务。

由子沛，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，曾就职于中信证券，2017年加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。