

## 陆家嘴 (600663.SH)

2023 年 07 月 04 日

## 租售并举协同发展，优质资产注入助力业绩释放

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

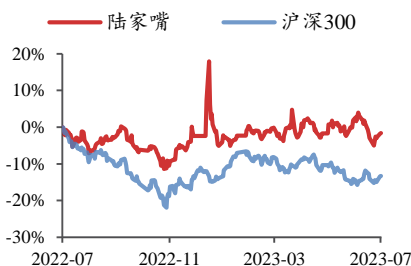
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/7/4
当前股价(元)	9.96
一年最高最低(元)	12.10/8.99
总市值(亿元)	401.81
流通市值(亿元)	292.17
总股本(亿股)	40.34
流通股本(亿股)	29.33
近 3 个月换手率(%)	11.74

### 股价走势图



数据来源：聚源

#### ● 租售并举协同发展，优质资产注入助力业绩释放，给予“买入”评级

陆家嘴以商业地产为核心业务，以商业零售和金融服务为延伸，深度参与浦东新兴区域的发展。公司持有资产大部分位于陆家嘴和前滩核心区位，租金和出租率稳步提升；住宅开发项目可售资源充足，并有较大规模的资产收购及项目投建计划，未来业绩释放可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 19.22、21.41 和 24.98 亿元，对应 EPS 为 0.48、0.53、0.62 元，当前股价对应 PE 为 20.9、18.8、16.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 核心区域资产优质，经营性物业收入受疫情影响下滑

(1) 公司办公物业主要包括甲级写字楼与高品质研发楼，持有长期在营甲级写字楼总建面 191 万方，高品质研发楼总建面 32.7 万平方米。2022 年公司办公租赁收入 30.4 亿元，同比下降 5.9%，其中疫情影响租金减免 4.61 亿元，截至 2022 年末上海成熟甲级写字楼平均出租率约为 85%。(2) 截止 2022 年末，公司商业物业要分布在上海和天津两个城市，总建筑面积达 45.7 万方，2022 年商业租赁收入为 2.44 亿元，同比下降 46.3%，上海三个大型商业项目出租率均超过 85%。

(3) 公司旗下四家酒店全年营收 2.51 亿元，同比增长 128.2%，由于前滩香格里拉酒店的开业，业绩有较大增长。

#### ● 开发业务深耕浦东新区，拟并购重组注入优质资产

公司开发业务以陆家嘴区域为核心，向前滩、张江科学城、川沙新市镇核心区域布局。2022 年，公司实现合同销售金额 68.79 亿元，同比增加 40%，在售项目的整体去化率为 100%。截至 2022 年末，公司目前在建住宅项目 4 个，总建面 41.6 万方，均位于上海；公司未开发土地面积 58.8 万方。公司公告拟发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金，以 133.19 亿元收购陆家嘴金融贸易区和前滩国际商务区的 4 处优质资产，四家标的公司所持有土地计容建筑面积 98.35 万方，据我们测算，四个项目公司总可售货值约 600 亿元，可售权益货值约 430 亿元，自持资产预计每年对应含税租金收入 7.3 亿元。公司发行股份购买资产事项已于 6 月底获证监会通过，若成功落地将显著提升公司的资产规模和质量。

#### ● 风险提示：写字楼租赁市场竞争加剧、上海住宅房价波动风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,872	11,762	12,002	14,944	17,059
YOY(%)	-4.2	-15.2	2.0	24.5	14.2
归母净利润(百万元)	4,311	1,085	1,922	2,141	2,498
YOY(%)	7.5	-74.8	77.2	11.4	16.6
毛利率(%)	70.2	41.2	50.0	48.9	49.0
净利率(%)	31.1	9.2	16.0	14.3	14.6
ROE(%)	13.1	3.9	6.5	7.0	7.9
EPS(摊薄/元)	1.07	0.27	0.48	0.53	0.62
P/E(倍)	9.3	37.0	20.9	18.8	16.1
P/B(倍)	1.8	1.9	1.8	1.7	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、陆家嘴金融贸易区的开发建设平台 .....	4
1.1、起步三十余年，陆家嘴金融贸易区打造者 .....	4
1.2、浦东国资委下属，陆家嘴集团具有绝对控制权 .....	4
1.3、地产开发租赁为主业，金融服务业务不断壮大 .....	5
2、核心区域资产优质，经营性物业收入有所下降 .....	6
2.1、办公物业收入相对稳定，写字楼出租率维持高位 .....	6
2.2、商业物业受疫情影响收入下滑 .....	7
2.3、酒店物业 GOP 率下滑，营业收入稳步提升 .....	9
3、开发业务：深耕浦东新区，土地储备丰厚 .....	11
3.1、前滩项目入市，销售金额同比增长 .....	11
3.2、在建项目优质，土地储备丰厚 .....	11
4、启动重大资产重组，拟注入核心优质资产 .....	12
5、毛利率维持高位，融资成本创造新低 .....	15
5.1、上半年盈利能力下滑，毛利率仍维持高位 .....	15
5.2、融资方式多元化，融资成本维持低位 .....	16
6、盈利预测与投资建议 .....	18
7、风险提示 .....	19
附：财务预测摘要 .....	20

## 图表目录

图 1：陆家嘴集团发展 30 余年形成开发、商业和金融的发展格局 .....	4
图 2：公司实控人为浦东新区国资委 .....	5
图 3：公司 2022 年营收同比下滑 15.2% .....	5
图 4：公司 2022 年房地产销售和租赁业务占比 63.0% .....	5
图 5：公司 2022 年办公收入同比下降 5.9% .....	6
图 6：公司办公物业平均出租率保持高位 .....	6
图 7：公司在上海在营写字楼和高级研发楼主要分布在陆家嘴和前滩核心区位 .....	6
图 8：公司在上海在建写字楼位于世纪大道、前滩、张江和川沙区域 .....	7
图 9：公司 2022 年商业物业收入同比下滑 46% .....	8
图 10：公司 2022 年商业物业平均出租率有所下滑 .....	8
图 11：公司在上海主要商业物业分布在所属商圈核心地段 .....	8
图 12：公司 2022 年酒店物业收入同比增长 128.2% .....	9
图 13：公司 2022 年酒店平均出租率受疫情影响下滑 .....	9
图 14：公司在上海三家酒店均分布在浦东新区较核心位置 .....	10
图 15：2022 年上海新国际博览中心由于疫情影响活动基本停滞 .....	10
图 16：公司 2022 年住宅销售金额同比增长 .....	11
图 17：公司 2020 年之前存在部分办公销售金额 .....	11
图 18：公司在建住宅项目集中在浦东新区 .....	12
图 19：公司土地储备集中在上海核心区域和苏州地区 .....	12
图 20：公司收购四家项目公司位于陆家嘴金融贸易区和前滩国际商务区 .....	13
图 21：昌邑公司项目紧邻小陆家嘴和外滩金融城 .....	14

图 22: 东表公司项目位于陆家嘴北滨江 .....	14
图 23: 耀龙和企荣公司项目相邻, 均位于前滩国际商务区核心区域 .....	14
图 24: 公司 2022 年归母净利润下滑 74.8% .....	16
图 25: 公司 2022 年毛利率和净利率均大幅下滑 .....	16
图 26: 公司房地产销售业务毛利率下滑程度较大 .....	16
图 27: 公司近三年有息负债逐年增长 .....	17
图 28: 公司有息负债结构相对多元化 .....	17
图 29: 公司近两年平均融资成本保持低位 .....	17
表 1: 截至 2022 年末公司在上海办公物业出租率和租金保持高位 .....	7
表 2: 2022 年公司在上海三个大型商业项目出租率均超过 85% .....	9
表 3: 公司 2022 年旗下四家酒店 GOP 率均有所下滑 .....	9
表 4: 公司 2022 年在售项目主要集中在上海和天津 .....	11
表 5: 公司在建住宅项目主要有 4 个 .....	12
表 6: 公司资产并购交易总价格约为 133 亿元 .....	13
表 7: 除企荣公司外, 剩余三家公司项目集中在 2025 年及之后竣工 .....	15
表 8: 我们预计四家标的公司项目可售货值约 600 亿元 .....	15
表 9: 公司发行债券票面利率维持较低水平 .....	17
表 10: 我们预计 2023-2025 年公司营业收入将保持增长 .....	18
表 11: 公司 2023 年估值水平高于可比公司均值 .....	19

## 1、陆家嘴金融贸易区的开发建设平台

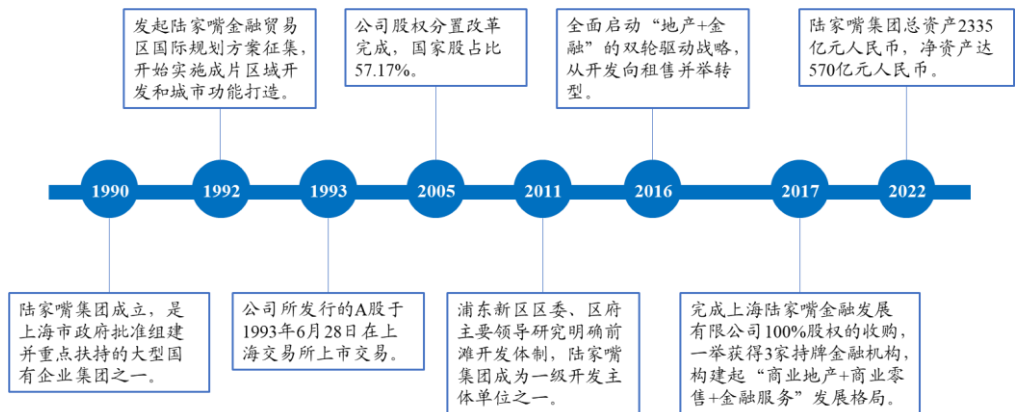
### 1.1、起步三十余年，陆家嘴金融贸易区打造者

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（以下简称“公司”）自成立于 1992 年以来，一直致力于“陆家嘴金融贸易区”内重点功能区域土地成片开发和城市功能开发。公司所发行的 A 股和 B 股分别于 1993 年 6 月 28 日和 1994 年 11 月 22 日在上海交易所上市交易。

经过 30 年发展，公司不仅完成了从单一土地开发向土地开发与租售并举的转型，在 2016 年初全面启动“地产+金融”的双轮驱动战略，于 2017 年底完成上海陆家嘴金融发展有限公司 100% 股权的收购，一举获得 3 家持牌金融机构，构建起“商业地产+商业零售+金融服务”发展格局。

伴随浦东成长的 32 年，陆家嘴集团始终牢记自己作为国有区域开发公司的使命和职责，坚定遵循功能和市场两手抓，不断探索持续发展、做强做大。公司聚焦浦东“五大倍增行动”，深度参与浦东引领区建设，在深耕细作陆家嘴金融城的同时，围绕“金色中环”发展规划，推进前滩国际商务区、张江科学城、川沙新市镇项目的开发建设。公司致力于服务国家战略、引领城市生长、缔造美好生活，努力成为具有卓越竞争力的大型现代服务业综合运营商。

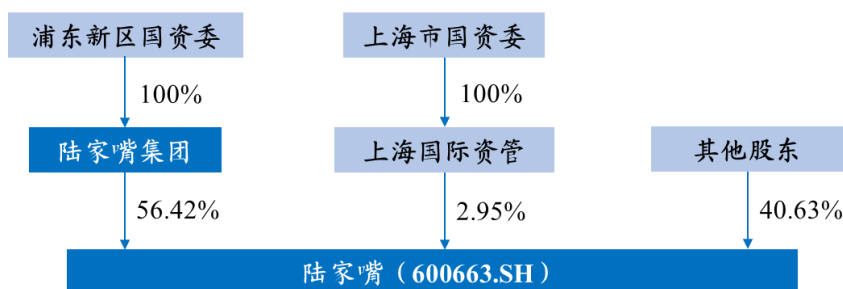
**图1：陆家嘴集团发展 30 余年形成开发、商业和金融的发展格局**



资料来源：公司官网、浦东发布公众号、公司中期票据募集说明书、开源证券研究所

### 1.2、浦东国资委下属，陆家嘴集团具有绝对控制权

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司于 1992 年经上海市人民政府批准设立，实控人为上海市浦东新区国有资产管理委员会。截止到 2023 年一季度末，公司总股本数量为 40.34 亿股，其中 A 股 29.33 亿股，B 股 11.01 亿股，均为流通股份。公司控股股东为上海陆家嘴（集团）有限公司，持股 A 股比例 56.42%，股权较为集中，具有绝对控制权，对公司的经营和发展有较强的支配和协调能力。

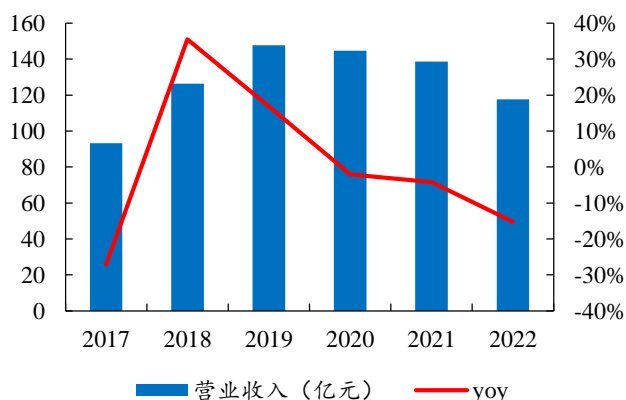
**图2：公司实控人为浦东新区国资委**


资料来源：公司公告、开源证券研究所（数据截至 2023 年一季度末）

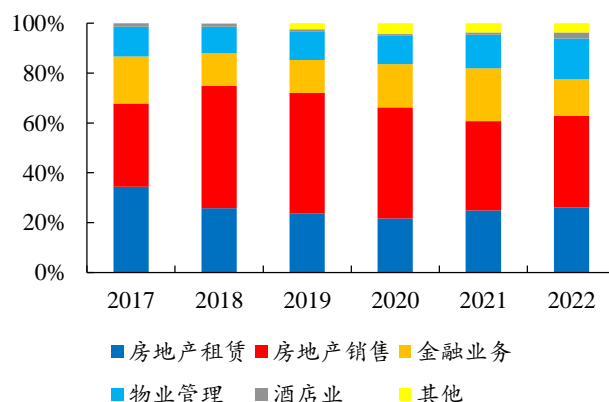
### 1.3、地产开发租赁为主业，金融服务业务不断壮大

公司于 2016 年全面启动“地产+金融”的双轮驱动战略，经过六年的发展，形成以商业地产为核心，以商业零售为延伸，以金融服务为纽带的发展格局。一方面，公司坚持发展地产主业，整合优势资源，提升核心资产价值，在持续优化商业地产租赁业务，做精做强长期持有的核心资产运营的同时，推进住宅产品的销售及部分办公楼宇的转让，实现资产的有序流动。另一方面，公司金融服务业务不断壮大，推进实施持牌机构差异化管理，努力将金融服务深度嵌入区域产业链，推动地产与金融业务协同。公司旗下拥有三家金融持牌机构，爱建证券、陆家嘴国际信托和陆家嘴国泰人寿保险。

公司近七年来营业收入保持相对稳定，2022 年受疫情影响，项目竣工受阻，租金减免影响收入，全年营业收入 117.6 亿元，同比下滑 15.2%，其中疫情影响租金减免 4.61 亿元。从行业细分来看，公司房地产租赁、房地产销售、金融服务、物业管理、酒店业和其他业务营收分别为 30.6、43.4、17.2、19.1、2.9 和 4.4 亿元，营收占比分别为 26.0%、36.9%、14.6%、16.2%、2.4%和 3.7%，地产业务仍为公司主要收入来源，金融服务业务占比稳步提升。

**图3：公司 2022 年营收同比下滑 15.2%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司 2022 年房地产销售和租赁业务占比 63.0%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

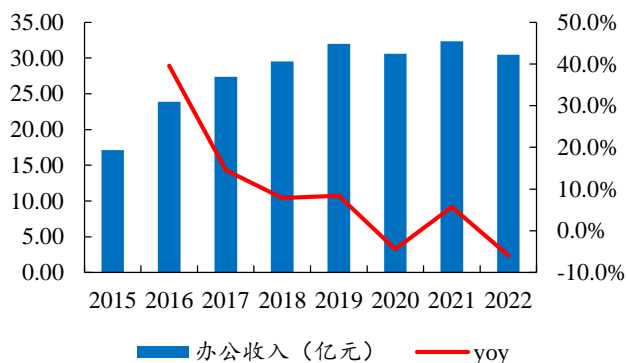


## 2、核心区域资产优质，经营性物业收入有所下降

### 2.1、办公物业收入相对稳定，写字楼出租率维持高位

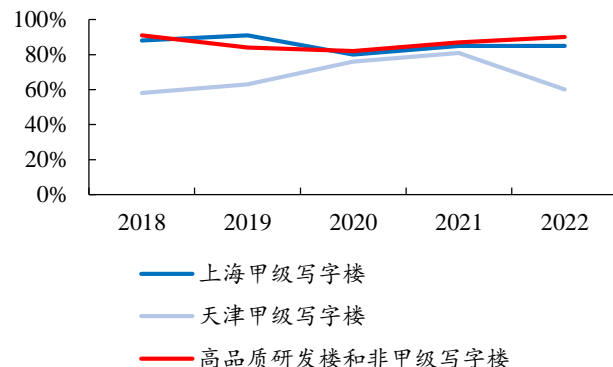
公司办公物业主要包括甲级写字楼与高品质研发楼。公司持有长期在营甲级写字楼共 23 幢，总建筑面积 191 万平方米，主要位于上海陆家嘴核心地段、前滩国际商务区以及天津红桥区。高品质研发楼包括园区型的上海市级软件产业基地上海陆家嘴软件园区以及陆家嘴金融航运大楼，总建筑面积 32.7 万平方米。2022 年受疫情影响，公司办公租赁收入 30.4 亿元，同比下降 5.9%，其中疫情影响租金减免 4.61 亿元。

图5：公司 2022 年办公收入同比下降 5.9%



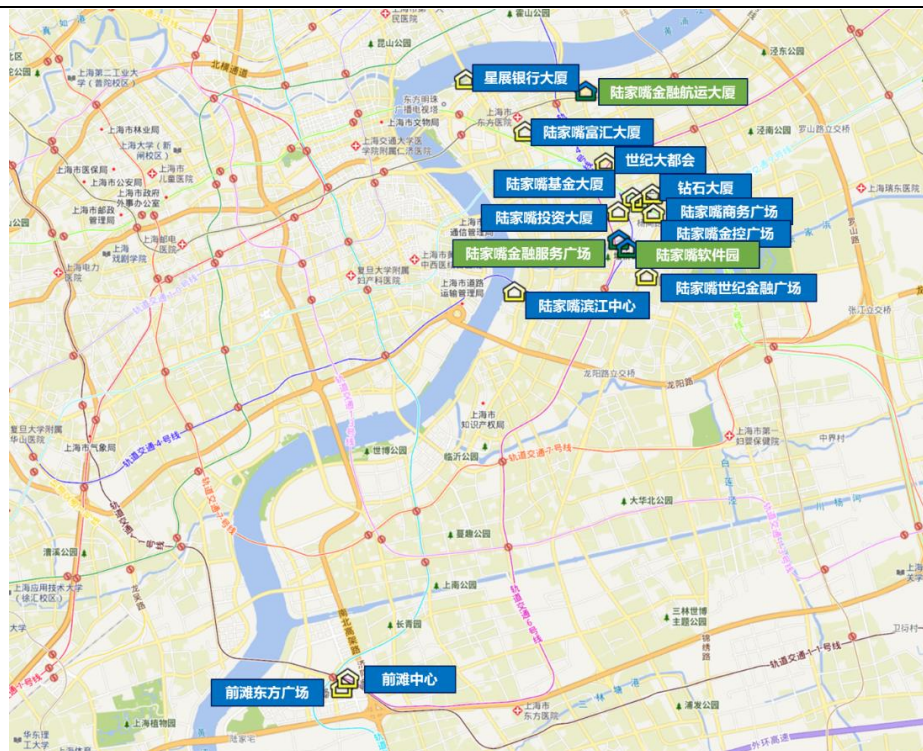
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司办公物业平均出租率保持高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司在上海在营写字楼和高级研发楼主要分布在陆家嘴和前滩核心区位



资料来源：公司公告、奥维地图、开源证券研究所

截至 2022 年末,上海成熟甲级写字楼(运营一年及以上)的平均出租率约为 85%,平均租金 8.15 元/平方米/天;天津成熟甲级写字楼(运营一年及以上)的平均出租率约为 60%,平均租金 3.45 元/平方米/天,出租率有一定下滑。根据高力国际数据,2022 年四季度上海写字楼空置率环比下降 0.5 个百分点至 17.9%,全年平均租金同比下降 0.6%至 7.63 元/平方米/天,公司出租率及平均租金均高于地区平均水平,具有一定的溢价能力。

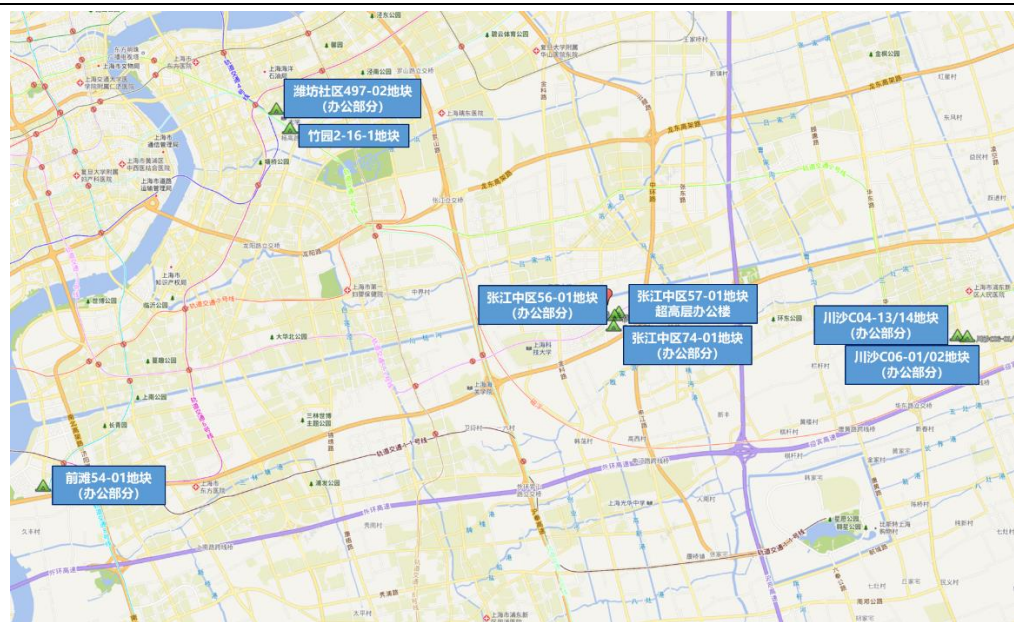
表1: 截至 2022 年末公司在上海办公物业出租率和租金保持高位

办公业态	总建筑面积 (万平方米)	平均出租率	平均租金 (元/平方米/天)
上海甲级写字楼	164.26	85%	8.15
天津甲级写字楼	26.86	60%	3.45
高品质研发楼	32.70	90%	6.05

数据来源:公司公告、开源证券研究所

公司在集团支持下,不断参与浦东开发任务,近几年成功进军前滩国际商务区和张江科学城核心区。截止 2022 年末,公司在建办公项目主要分布在世纪大道、前滩、张江和川沙区域,累计总建面 67.32 万方,权益建面 45.96 万方,拟竣工年份在 2023-2024 年,建成后公司办公租赁收入有望持续提升。

图8: 公司在上海在建写字楼位于世纪大道、前滩、张江和川沙区域



资料来源:公司公告、奥维地图、开源证券研究所

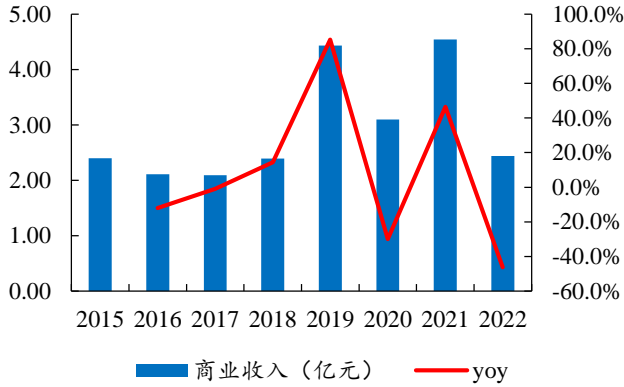
## 2.2、商业物业受疫情影响收入下滑

公司商业物业主要分布在上海和天津两个城市,包括陆家嘴 96 广场、陆家嘴 1885、陆悦坊、陆家嘴金融城配套商业设施和两个城市的 L+Mall,均位于所属商圈的核心地段。截止 2022 年末,公司商业物业总建筑面积达 45.7 万平方米。受上海疫



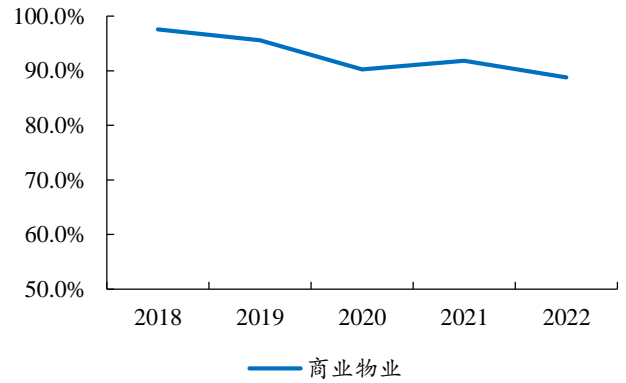
疫情影响，2022 年公司商业租赁收入为 2.44 亿元，同比下降 46.3%。从出租率来看，2022 年公司商业物业平均出租率达 88.8%，疫情影响下仍保持高位。

图9：公司 2022 年商业物业收入同比下滑 46%



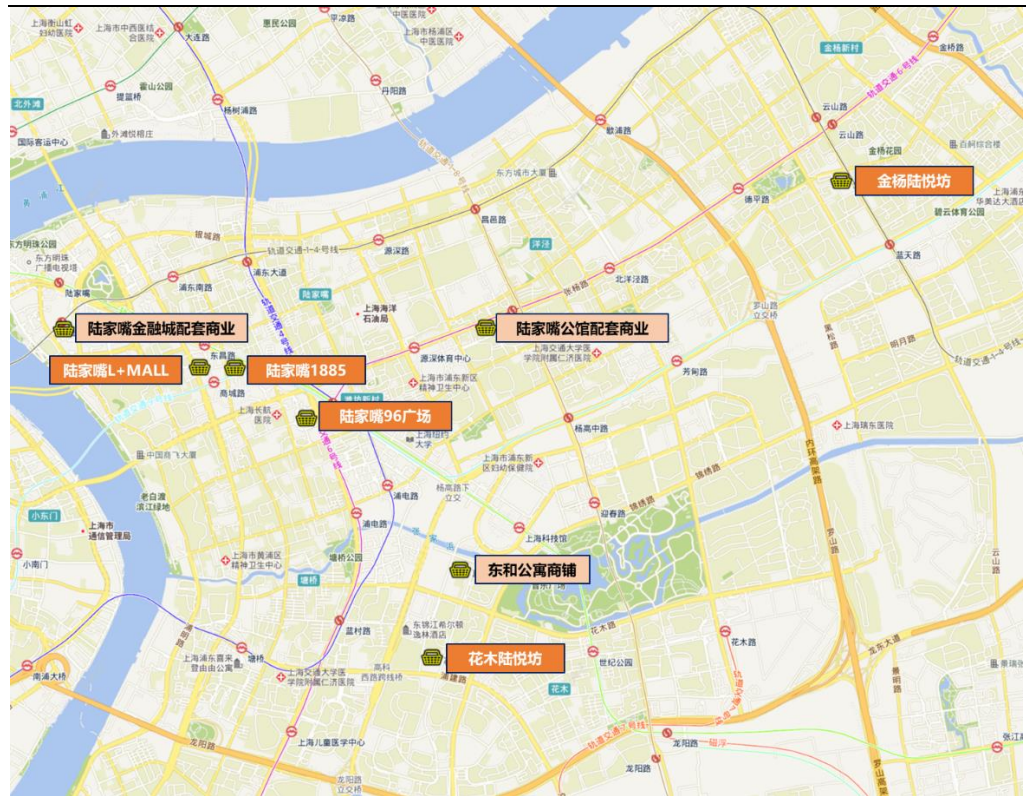
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司 2022 年商业物业平均出租率有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司在上海主要商业物业分布在所属商圈核心地段



资料来源：公司公告、奥维地图、开源证券研究所

公司在上海三个大型商业项目出租率均超过 85%，上海陆家嘴 L+MALL、陆家嘴 96 广场、陆家嘴 1885 三个购物广场租金均超过 9 元/平方米/天，天津陆家嘴 L+MALL 平均租金 2.79 元/平方米/天。公司在建商业项目以配套商业为主，位于世纪大道、张江中区及川沙区域，累计总建面 26.76 万方，权益建面 26.76 万方，集中在 2023-2024 年竣工，业绩仍有较大增长潜力。



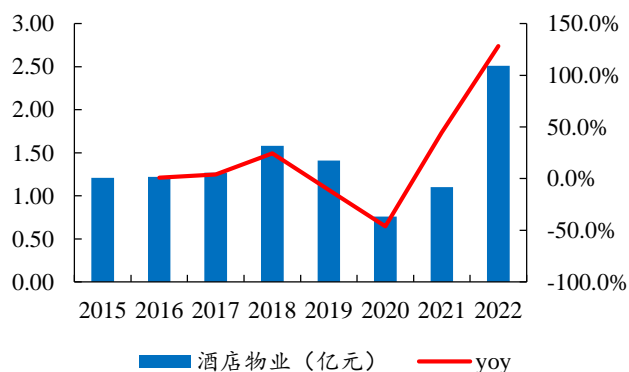
**表2：2022 年公司在上海三个大型商业项目出租率均超过 85%**

主要在营商业物业	地上建筑面积 (万方)	总建筑面积 (万方)	权益比例	租金 (元/平米/天)	出租率
陆家嘴 96 广场	2.90	6.62	55%	9.53	86%
陆家嘴 1885	0.72	1.43	100%	9.21	99%
陆家嘴金融城配套商业设施	1.01	1.01	100%	-	-
上海陆家嘴 L+MALL	12.02	18.75	100%	10.68	92%
天津陆家嘴 L+MALL	10.04	15.17	100%	2.79	73%
花木陆悦坊	1.03	1.50	100%	7.53	52%
金杨陆悦坊	1.18	1.18	100%	3.65	

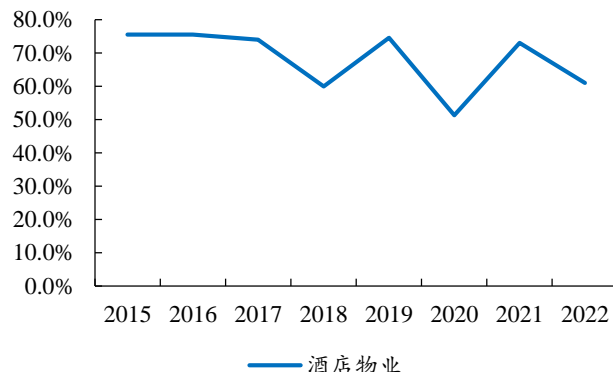
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、酒店物业 GOP 率下滑，营业收入稳步提升

公司旗下共有四家酒店，包括位于上海的前滩香格里拉酒店、东怡大酒店、陆家嘴明城酒店及位于天津的陆家嘴万怡酒店。2022 年受上海疫情影响，各大酒店 GOP 率和出租率均有不同程度下滑，但由于前滩香格里拉酒店的开业，业绩有较大增长，2022 年公司全年营业收入为 2.51 亿元，同比增长 128.2%。

**图12：公司 2022 年酒店物业收入同比增长 128.2%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图13：公司 2022 年酒店平均出租率受疫情影响下滑**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：公司 2022 年旗下四家酒店 GOP 率均有所下滑**

在营酒店	总建筑面积 (万方)	权益比例	客房间数 (间)	GOP 率	出租率
东怡大酒店	2.92	100%	209	6.39%	70.85%
天津陆家嘴万怡酒店	7.15	100%	258	-13.29%	38.87%
陆家嘴明城酒店	1.96	100%	221	28.56%	98.17%
前滩香格里拉酒店	7.46	60%	585	5.20%	27.40%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：公司在上海三家酒店均分布在浦东新区较核心位置



资料来源：公司公告、奥维地图、开源证券研究所

公司其他物业业务还包括住宅物业和会展物业。(1) 由于公司原用于租赁的东和公寓项目基本完成销售，住宅物业 2022 年收入 0.15 亿元。(2) 受上海疫情影响，公司持股 50% 股权的上海新国际博览中心会展活动基本停滞。

图15：2022 年上海新国际博览中心由于疫情影响活动基本停滞



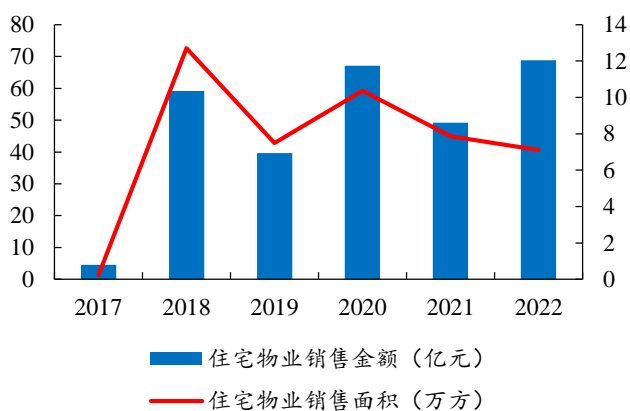
资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3、开发业务：深耕浦东新区，土地储备丰厚

#### 3.1、前滩项目入市，销售金额同比增长

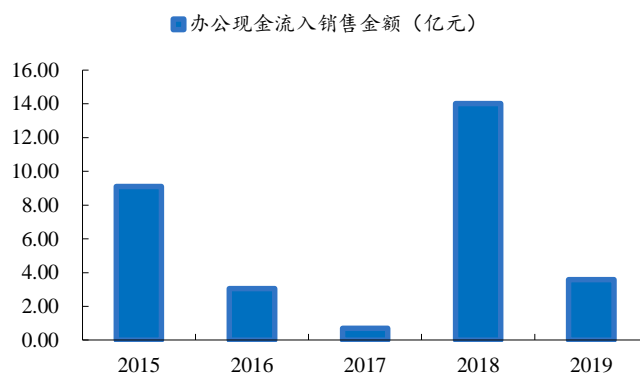
公司开发业务以陆家嘴区域为核心，向前滩、张江科学城、川沙新市镇核心区域布局，上海以外的区域布局以天津红桥区 and 苏州高新区为主，其中天津项目已接近尾声，苏州项目处于未决状态。2020 年之前，公司房地产销售收入分为住宅销售金额和办公销售金额，其中办公销售收入主要来源于东方汇和陆家嘴金融广场的办公楼销售，2020 年后房地产销售收入全部为住宅销售收入。2022 年，公司实现合同销售金额 68.79 亿元，同比增加 40%，合同销售面积 7.10 万平方米，同比减少 10%，在售项目的整体去化率为 100%。

图16：公司 2022 年住宅销售金额同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司 2020 年之前存在部分办公销售金额



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司近两年在售项目主要集中在上海、天津和苏州三个城市。2022 年公司住宅销售收入来自于前滩东方悦澜和天津海上花苑二期，项目的整体去化率为 100%。由于控股子公司名下部分土地存在污染事宜，苏州锦绣澜山锦园于 4 月起暂停销售。

表4：公司 2022 年在售项目主要集中在上海和天津

主要销售项目	总建筑面积 (万方)	权益比例	备案价格区间 (元/平米)	竣工年代
前滩东方悦澜（前滩 54-01 地块住宅，不包括租赁住宅部分）	8.11	70%	102632-128736	2024
天津海上花苑二期	14.19	100%	41808- 48370	2020
合计	22.30	-	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 3.2、在建项目优质，土地储备丰厚

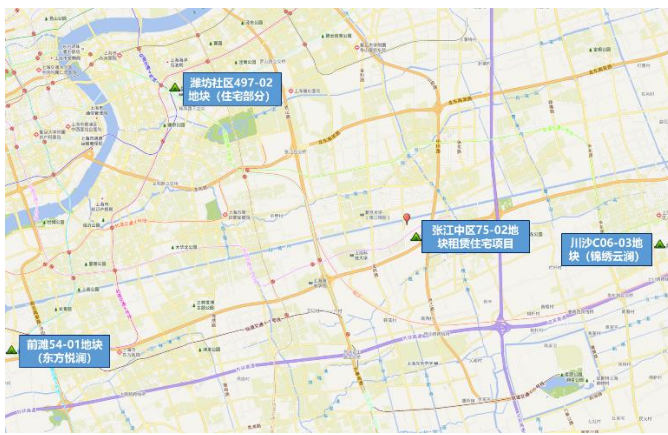
截至 2022 年末，公司目前在建项目 4 个，总建面 41.6 万方，均位于上海；公司未开发土地面积 58.8 万平方米，其中上海地区 22.6 万平方米，苏州地区 36.2 万平方米，均位于高能级城市核心区域，去化压力较小。

表5：公司在建住宅项目主要有 4 个

在建项目	地上建筑面 积（万方）	总建筑面积 （万方）	权益比例	拟竣工年 代
张江中区 75-02 地块租赁住宅项目	6.70	11.95	60%	2024
前滩 54-01 地块（住宅及租赁部分）	6.44	9.43	70%	2024
潍坊社区 497-02 地块（住宅部分）	0.43	0.64	55%	2024
川沙 C06-03 地块（锦绣云澜）	13.54	19.61	100%	2026
合计	27.10	41.63		-

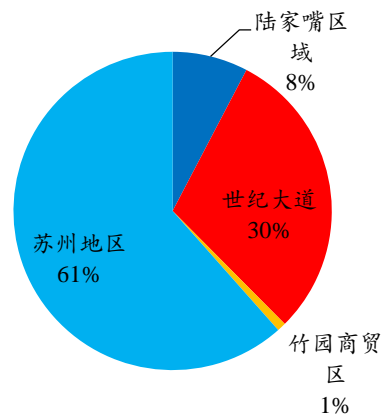
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司在建住宅项目集中在浦东新区



资料来源：公司公告、奥维地图、开源证券研究所

图19：公司土地储备集中在上海核心区域和苏州地区



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司 C06-03 号项目（推广名锦绣云澜）已于 2023 年 6 月底开盘，项目总建面 19.61 万平方米，暂估可销售建筑面积 11.99 万平方米，房地联动价 6.4 万方/平米，预计总货值超 76 亿元。项目首开当日共推出 330 套房源，当日去化约 85%，总体销售情况良好。

#### 4、启动重大资产重组，拟注入核心优质资产

2022 年 12 月 15 日，陆家嘴发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，正式启动重大资产重组。2023 年 3 月 23 日，公司公告拟以 133.19 亿元收购陆家嘴 4 处优质资产，交易方案包括发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金两部分，拟以发行股份方式购买控股股东陆家嘴集团持有的上海陆家嘴昌邑房地产开发有限公司（以下简称“昌邑公司”）100%股权、上海东袁置业有限公司（以下简称“东袁公司”）30%股权，拟以支付现金方式购买前滩投资持有的上海耀龙投资有限公司（以下简称“耀龙公司”）60%股权、上海企荣投资有限公司（以下简称“企荣公司”）100%股权。根据评估，昌邑公司交易价格为 18.68 亿元、东袁公司交易价格约为 48.76 亿元、耀龙公司交易价格约为 45.9 亿元、企荣公司交易价格约为 19.85 亿元，交易总价格约为 133.19 亿元。



**表6：公司资产并购交易总价格约为 133 亿元**

交易对方	交易标的名称及权益比例	支付方式		向该交易对方支付的总对价（亿元）
		现金对价（亿元）	股份对价（亿元）	
陆家嘴集团	昌邑公司 100% 股权	-	18.68	18.68
	东袁公司 30% 股权	-	48.76	48.76
前滩投资	耀龙公司 60% 股权	45.9	-	45.9
	企荣公司 100% 股权	19.85	-	19.85
合计	-	65.75	67.44	133.19

资料来源：公司公告、开源证券研究所

昌邑公司、东袁公司项目位于陆家嘴金融贸易区，耀龙公司、企荣公司项目位于前滩国际商务区。昌邑公司、东袁公司、耀龙公司项目土地主要用途为商业、办公和住宅等综合用途，企荣公司土地主要用途为商业和办公。四家标的公司所持有土地用地面积合计 27.14 万平方米，建筑面积 125.7 万平方米。

**图20：公司收购四家项目公司位于陆家嘴金融贸易区和前滩国际商务区**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

昌邑公司持有浦东 2E8-19 地块、2E8-17 地块的土地使用权，2E8-19 地块的土地权属证明已取得（2022 年底开工建设），2E8-17 地块待政府收储，预计住宅计容建面 6.35 万方，处于开发建设前期。

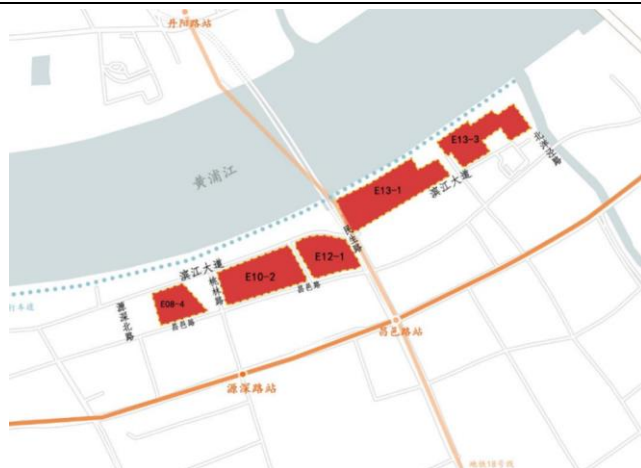
东袁公司共计拥有洋泾街道六宗地块的土地使用权，预计住宅计容建面 13.36 万方，其中西区洋泾 E08-4、E10-2、E12-1 地块已于 2022 年 11 月开工建设，处于开发建设前期，东区处于方案设计、论证阶段。

图21: 昌邑公司项目紧邻小陆家嘴和外滩金融城



资料来源: 公司公告

图22: 东表公司项目位于陆家嘴北滨江



资料来源: 公司公告

耀龙公司拥有三林镇二宗地块的土地使用权, 预计住宅计容建面 11.34 万方, 于 2019 年 12 月开工建设, 预计成为前滩国际商务区核心区域重要的城市综合体和地标建筑, 处于建设阶段。

企荣公司拥有三林镇一宗地块的土地使用权, 推广名为前滩国际广场, 是位于前滩国际商务区建筑面积为 13.29 万平方米的项目, 已经于 2022 年 7 月竣工, 项目主要用途为商业和办公 (办公可租赁面积 6.57 万方, 商业可租赁面积 1.37 万方)。项目于 2022 年度启动出租, 在非稳定租赁的状态下, 2022 年 1-11 月实现租赁收入约 0.28 亿元, 后续运营稳定后租金收入有望大幅提升。

图23: 耀龙和企荣公司项目相邻, 均位于前滩国际商务区核心区域



资料来源: 公司公告

四家标的公司项目除企荣公司项目已竣工外, 其余均在已开工处在建设期, 拟竣工时间集中在 2025-2027 年, 预计将在 2024 年后集中出售, 2025 年及以后转化为收入。

**表7：除企荣公司外，剩余三家公司项目集中在 2025 年及之后竣工**

标的公司	项目名称	开工时间	已/拟封顶时间	已/拟竣工时间
昌邑公司	浦东新区梅园社区 2E8-19 地块项目	2022 年 12 月	2026 年 6 月	2027 年下半年
东袁公司	洋泾西区 E08-4、E10-2、E12-1 地块项目	2022 年 11 月	2026 年 2 月	2027 年 10 月
	洋泾东区 E13-1、E13-3 地块	待定	待定	待定
耀龙公司	前滩 21-02 地块项目	2019 年 12 月	2023 年 12 月	2025 年 6 月
	前滩 21-03 地块项目	2019 年 12 月	2023 年 12 月	2025 年 6 月
企荣公司	前滩 16-02 地块项目	2018 年 12 月	2020 年 12 月	2022 年 7 月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2023 年 6 月 29 日，公司公告称发行股份购买资产并募集配套资金获得证监会同意注册批复，标志着沪市首单支持上市房企并购重组案例落地。重组完成后，上市公司将取得陆家嘴金融贸易区和前滩国际商务区优质的地产项目储备，资产规模、资产质量将得到显著提高。根据公司公告，随着各项目建设、预售及运营的逐步推进，未来三年（2023 年-2025 年）预计将合计产生预收款项（含租金收入）近 400 亿元。项目可售部分按照公司公告披露的售价测算，假设车位按照 50% 去化，自持商办出租参考周边平均租金，出租率为 90%。据我们测算，四个项目公司总可售货值超 600 亿元，可售权益货值约 430 亿元，东袁公司自持资产预计每年对应含税租金收入 7.3 亿元。

**表8：我们预计四家标的公司项目可售货值约 600 亿元**

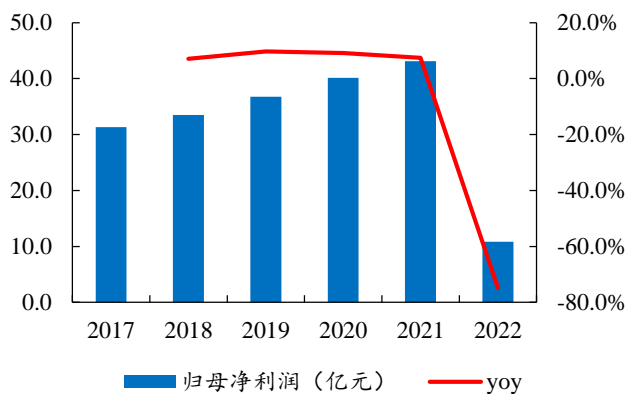
标的公司	建筑类型	建筑总面积 (万方)	自持面积 (万方)	可供出售面积 (万方)	预计出售起始时间	预估售价 (元/平米)	总货值 (亿元)	年租金收入 (亿元)
昌邑公司	住宅	6.35	/	6.35	2025 年	131000	86.7	/
	办公	3.88	/	3.88	2027 年	71600	27.7	/
	商业	1.70	/	1.70	2027 年	53400	9.1	/
东袁公司	住宅	13.36	1.34	11.36	2025 年	131000	153.5	0.26
	办公	9.29	9.29	/	/	/	/	3.05
	商业	13.45	13.45	/	/	/	/	3.98
耀龙公司	住宅	11.34	/	10.58	2023 年	129800	143.7	/
	办公	13.49	/	12.56	2025 年	60000	75.4	/
	商业	15.76	/	15.41	2026 年	34500	53.2	/
企荣公司	办公	6.57	/	6.57	/	60000	40.3	/
	商业	3.16	/	3.16	/	35000	11.1	/
合计		98.35	/	71.58	/	/	600.6	7.29

资料来源：公司公告、开源证券研究所

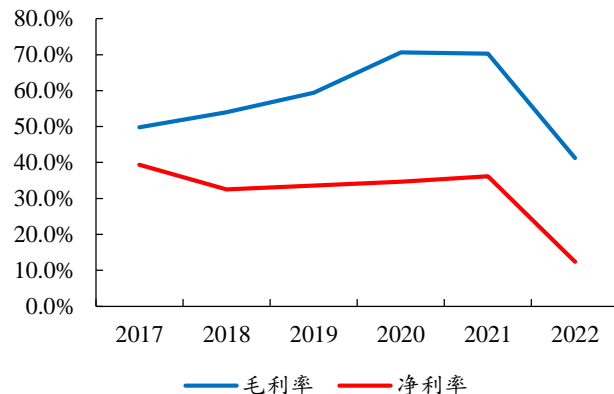
## 5、毛利率维持高位，融资成本创造新低

### 5.1、上半年盈利能力下滑，毛利率仍维持高位

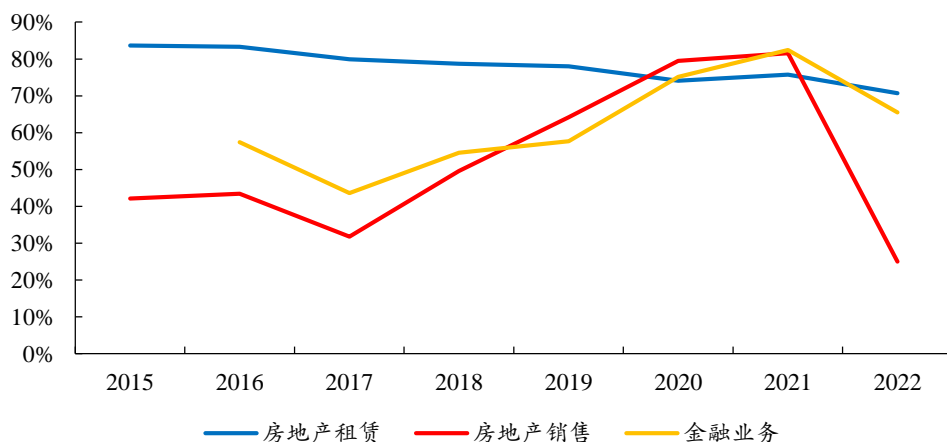
公司 2017-2021 年经营情况稳健，归母净利润水平逐年攀升，2022 年公司实现归母净利润 10.8 亿元，同比下降 74.8%。公司 2022 年利润来源主要由房产销售、租赁及金融业务组成。其中房地产销售毛利率为 25.04%，长期持有物业出租毛利率为 70.72%，金融业务毛利率为 65.54%，均产生不同程度下滑。

**图24：公司 2022 年归母净利润下滑 74.8%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：公司 2022 年毛利率和净利率均大幅下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图26：公司房地产销售业务毛利率下滑程度较大**


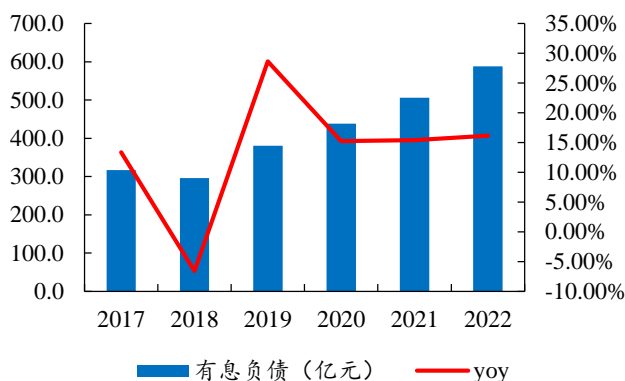
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.2、融资方式多元化，融资成本维持低位

公司合并报表范围内有息负债（陆金发仅包含其母公司有息负债）主要由五部分组成：短期贷款、长期贷款、中期票据、应付债券及资产支持证券（CMBS）。截至 2022 年末公司有息负债 587.97 亿元，同比增加 16.16%。其中短期贷款（含一年内到期的长期贷款）为 186.08 亿元，长期贷款为 94.80 亿元，中期票据为 123 亿元，应付债券（公司债）为 55 亿元，资产支持证券（CMBS）为 129.09 亿元。

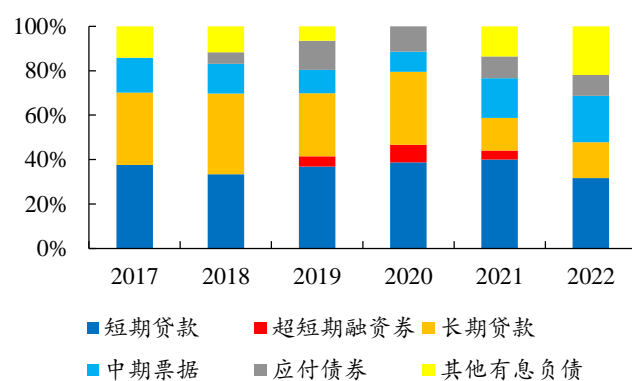


图27：公司近三年有息负债逐年增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

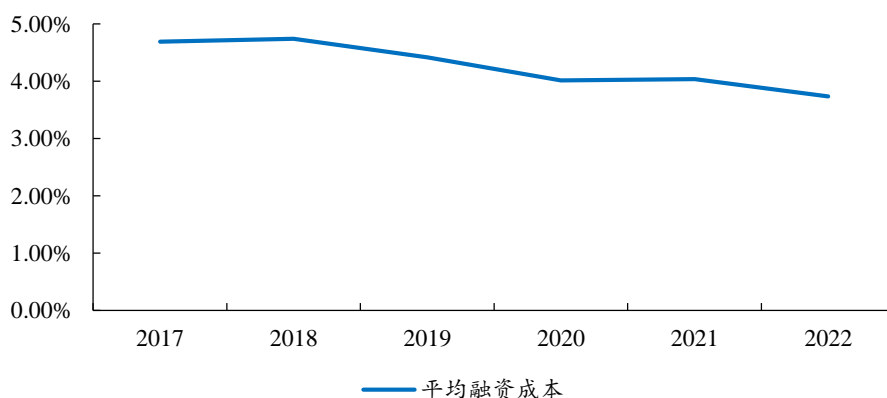
图28：公司有息负债结构相对多元化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极拓展融资渠道，为公司筹措未来经营发展所需资金，同时探求更优的融资方案，降低融资成本。2022年公司平均融资成本同比下降0.3个百分点至3.73%，融资成本保持行业最低水位线。公司2022年公开市场发行债券38亿元，票面利率不超过3.27%。2023年上半年，公司发行两笔共40亿元公司债券，票面利率不超过3.24%，融资成本保持低位。

图29：公司近两年平均融资成本保持低位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：公司发行债券票面利率维持较低水平

证券简称	证券类别	发行日期	发行期限 (年)	票面利率 %	发行规模 (亿元)
23LJZ 优	证监会主管 ABS	2023-06-06	18	3.00	15.80
23 陆债 02	一般公司债	2023-06-02	5	3.10	25.00
23 陆债 01	一般公司债	2023-03-14	5	3.24	15.00
22 陆债 01	一般公司债	2022-09-13	7	3.17	5.00
22 陆金开 MTN002	一般中期票据	2022-03-30	5	3.27	23.00
22 陆金开 MTN001	一般中期票据	2022-02-23	5	3.05	10.00

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

我们将陆家嘴业务拆分成房地产租赁、房地产销售、金融业务、物业管理、酒店业五个板块进行营业收入和毛利润预测。

**房地产租赁：**公司租赁收入主要来自与办公研发和购物中心两个板块，公司资产地理位置优越，我们预计出租率和租金收入都将稳步提升，同时在建商办项目大部分将在 2023-2024 年竣工，未来可租面积也将稳步提升。我们预计 2023-2025 年房地产租赁收入增速分别为 25%、10%、10%，没有租金减免影响，租赁毛利率也有望保持稳定，预计 2023-2025 年房地产租赁毛利率均稳定在 75%。

**房地产销售：**公司截至 2022 年末待结转面积 5.49 万方，2023 年预计结转项目面积较少，2024 年有望结转总货值较大的前滩东方悦澜项目。我们预计 2023-2025 年房地产销售收入增速分别为-30%、60%、20%，结转毛利率保持稳中有升态势，预计 2023-2025 年房地产销售毛利率分别为 28%、30%、30%。

**金融业务：**公司持续加强对金融服务板块的管控，立足“一优一特一重整”，推进实施持牌机构差异化管理，积极防范与化解风险，推动地产与金融业务协同。我们认为公司在商业地产、商业零售、金融服务发展格局下，金融业务将保持稳健发展，预计 2023-2025 年金融业务收入增速分别为 30%、20%、20%，对应毛利率将稳定保持在 70%。

**物业管理：**公司物业管理主要由全资子公司上海陆家嘴物业管理有限公司和联营企业上海富都物业管理有限公司负责，我们认为公司物业管理面积将伴随竣工交付面积增长而增加，看好公司物业管理规模持续扩张，预计 2023-2025 年物业管理收入增速分别为 5%、10%、5%，对应毛利率分别为 11.5%、12%、12%。

**酒店业：**公司 2021 年底开业前滩香格里拉酒店，2022 年酒店业收入同比增长 128%。我们认为在疫情放开、出行旅游恢复后，酒店入住率和房间单价均会有所提升，预计 2023-2025 年酒店业收入增速分别为 50%、15%、10%，对应毛利率稳中有升，恢复至疫情前水平，分别为 30%、35%、40%。

**表10：我们预计 2023-2025 年公司营业收入将保持增长**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	138.7	117.6	120.0	149.4	170.6
yoy	-4.2%	-15.2%	2.0%	24.5%	14.2%
房地产租赁	34.53	30.63	38.29	42.12	46.33
yoy		-11.3%	25%	10%	10%
房地产销售	49.70	43.44	30.41	48.65	58.38
yoy		-12.6%	-30%	60%	20%
金融业务	29.40	17.20	22.37	26.84	32.21
yoy		-41.5%	30%	20%	20%
物业管理	18.66	19.09	20.04	22.05	23.15
yoy		2.3%	5%	10%	5%
酒店业	1.26	2.86	4.30	4.94	5.44
yoy		127.7%	50%	15%	10%

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>毛利率</b>	<b>70.2%</b>	<b>41.2%</b>	<b>50.0%</b>	<b>48.9%</b>	<b>49.0%</b>
房地产租赁	75.8%	70.7%	75%	75%	75%
房地产销售	81.5%	25.0%	28%	30%	30%
金融业务	82.5%	65.5%	70%	70%	70%
物业管理	11.8%	11.1%	11.5%	12%	12%
酒店业	9.8%	-29.6%	30%	35%	40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取同样为上海浦东新区国资旗下以房地产开发运营为主业的上海临港、张江高科和浦东金桥进行对比，公司估值略高于可比公司平均估值。我们预计公司2023-2025年归母净利润为19.22、21.41和24.98亿元，对应EPS为0.48、0.53、0.62元，当前股价对应PE为20.9、18.8、16.1倍。陆家嘴以商业地产为核心业务，以商业零售和金融服务为延伸，深度参与浦东新兴区域的发展。公司持有资产大部分位于陆家嘴和前滩核心区位，租金和出租率稳步提升；住宅开发项目可售资源充足，并有较大规模的资产收购及项目投建计划，未来业绩释放可期，首次覆盖给予“买入”评级。

**表11：公司2023年估值水平高于可比公司均值**

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600848.SH	上海临港	买入	301.4	10.1	11.9	15.8	18.0	29.9	25.4	19.1	16.7
600895.SH	张江高科	买入	220.8	8.2	8.6	9.5	11.0	26.9	25.7	23.3	20.1
600639.SH	浦东金桥	买入	139.6	15.8	17.84	15.06	19.37	8.8	7.8	9.3	7.2
								21.9	19.6	17.2	14.7
600663.SH	陆家嘴	买入	401.8	10.8	19.22	21.41	24.98	37.0	20.9	18.8	16.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、各公司盈利预测均来自开源证券研究所；2、股价数据截至2023年7月4日。

## 7、风险提示

写字楼租赁市场竞争加剧、上海住宅房价波动风险。

### 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	56417	56673	48980	86522	62796
现金	13353	3725	6954	7464	9498
应收票据及应收账款	951	890	265	1320	642
其他应收款	386	215	408	362	521
预付账款	0	0	0	0	0
存货	31195	35728	27675	61708	37576
其他流动资产	10533	16114	13678	15668	14558
<b>非流动资产</b>	64479	69024	67773	70400	72662
长期投资	13296	12834	14031	15198	16701
固定资产	3902	3781	3852	4551	5154
无形资产	45	48	33	17	17
其他非流动资产	47235	52361	49858	50633	50790
<b>资产总计</b>	120896	125697	116753	156921	135458
<b>流动负债</b>	55968	51422	49970	90119	72192
短期借款	11711	13502	12606	44033	27680
应付票据及应付账款	4282	3996	3297	7119	4715
其他流动负债	39975	33924	34067	38966	39797
<b>非流动负债</b>	26506	36616	27081	25854	20541
长期借款	24840	34675	25261	23973	18691
其他非流动负债	1666	1941	1820	1881	1850
<b>负债合计</b>	82473	88038	77051	115973	92733
少数股东权益	15849	16132	16798	17541	18407
股本	4034	4034	4034	4034	4034
资本公积	46	46	46	46	46
留存收益	18099	16955	18247	19686	21364
<b>归属母公司股东权益</b>	22573	21527	22904	23408	24318
<b>负债和股东权益</b>	120896	125697	116753	156921	135458

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3715	-539	18064	-24026	27916
净利润	5016	1461	2588	2884	3364
折旧摊销	117	206	162	180	190
财务费用	1093	1412	1021	1416	1519
投资损失	72	-112	-176	-70	-72
营运资金变动	-3299	-4268	14348	-28365	22985
其他经营现金流	717	761	122	-71	-70
<b>投资活动现金流</b>	-5578	-8847	3431	-4021	-1876
资本支出	2804	2192	798	1209	996
长期投资	-3926	-7610	-1197	-1167	-1503
其他投资现金流	1152	954	5426	-1645	622
<b>筹资活动现金流</b>	11139	-211	-18266	-2422	-7876
短期借款	-1605	1791	-895	31427	-16353
长期借款	2930	9835	-9414	-1288	-5282
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	-0	0	0	0
其他筹资现金流	9808	-11837	-7957	-32561	13759
<b>现金净增加额</b>	9275	-9595	3229	-30469	18164

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	13872	11762	12002	14944	17059
营业成本	4130	6913	6001	7639	8694
营业税金及附加	1969	661	1438	1771	1861
营业费用	173	171	162	210	235
管理费用	390	416	381	501	557
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1093	1412	1021	1416	1519
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	125	103	113	120	115
公允价值变动收益	-0	-237	-53	-87	-94
投资净收益	-72	112	176	70	72
资产处置收益	0	0	4	1	1
<b>营业利润</b>	6180	1987	3326	3679	4445
营业外收入	612	55	248	305	203
营业外支出	12	31	11	14	17
<b>利润总额</b>	6780	2011	3563	3971	4631
所得税	1764	550	975	1086	1267
<b>净利润</b>	5016	1461	2588	2884	3364
少数股东损益	705	376	666	743	866
<b>归属母公司净利润</b>	4311	1085	1922	2141	2498
EBITDA	8265	4447	5226	6191	7070
EPS(元)	1.07	0.27	0.48	0.53	0.62

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.2	-15.2	2.0	24.5	14.2
营业利润(%)	-6.5	-67.8	67.4	10.6	20.8
归属于母公司净利润(%)	7.5	-74.8	77.2	11.4	16.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	70.2	41.2	50.0	48.9	49.0
净利率(%)	31.1	9.2	16.0	14.3	14.6
ROE(%)	13.1	3.9	6.5	7.0	7.9
ROIC(%)	8.2	3.6	5.3	4.3	6.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	68.2	70.0	66.0	73.9	68.5
净负债比率(%)	97.2	158.0	99.7	172.6	111.8
流动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	17.1	12.8	20.8	18.9	17.4
应付账款周转率	1.1	1.7	1.6	1.5	1.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.07	0.27	0.48	0.53	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	-0.13	4.48	-5.96	6.92
每股净资产(最新摊薄)	5.60	5.34	5.68	5.80	6.03
<b>估值比率</b>					
P/E	9.3	37.0	20.9	18.8	16.1
P/B	1.8	1.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	10.9	24.2	17.4	19.6	14.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn