2019 年 8 月 26 日

陆家嘴（600663.SH）

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

前滩高毛利项目结转，写字楼出租率略回升

——陆家嘴（600663.SH）动态跟踪报告

公司动态

◆营收同比+23.86%，毛利率同比提升 9.36pc

2019 年上半年，公司营收 81.89 亿元同比+23.86%，归母净利润 20.47 亿元同比+11.34%。分项来看，销售、租赁、金融、物管板块增速分别为 27.48%、8.9%、47%、7.62%。整体毛利率 58.62%，较 2018 年同期提升 9.36pc，主要系住宅板块高毛利项目结转拉动。

◆房产销售：天津项目仍有支撑，苏州项目梯度合理

2019 年上半年签约面积 1.17 万平米，签约金额 6.16 亿元，分别同比-22%和-12%。上半年主要销售项目为天津海上花苑（东标段）及上海存量房，下半年主要在售项目仍为天津海上花苑（东标段），同时苏州项目梯度布局合理，下半年有望择机入市。

◆租赁：写字楼出租率带动租赁业务毛利率回升，新项目持续入市

上半年实现租赁收入 15.05 亿，同比增加 8.9%，较一季度增速下降，主要系 2019 年二季度写字楼租金增速下滑。商业物业收入同比+66%，主要受上海、天津的两个 L+Mall 影响（2018 年下半年开业）。2019 年上半年甲级写字楼出租率较 2018 年回升 1pc，带动租赁业务毛利率较 2018 年提升 0.91pc。下半年东方广场一期和陆家嘴滨江中心有望入市，随着租赁面积扩大，租赁板块收入有望持续提升。

◆净负债率小幅上行，融资成本优势凸显

2019 年上半年净负债率提升 12.58pc 至 118.29%，主要系发行债券增加，现金短债比上升 0.07 至 0.39。公司的主体长期信用等级为 AAA，最新一期公司债票面利率进一步下降至 3.88%，融资优势持续凸显。出于谨慎性考虑，我们在业绩预测中将涉债券“16 富贵 01”和“15 新光 01”、“15 新光 02”、“11 新光债”违约纳入考量。

◆目标价 17.12 元，上调至“买入”评级

考虑到上半年 SN1 办公楼项目交付，2019 年高毛利项目步入结转，我们上调公司 2019-2021 年预测 EPS 至 0.95、1.04、1.19 元（原为 0.91、1.02、1.16 元），当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 14.9、13.6、11.9 倍。鉴于申万房地产行业估值中枢下移，我们下调 2019 年 PE 至 18 倍（原为 19 倍），下调目标价至 17.12 元。高毛利项目入账，出租率企稳回升，上调至“买入”评级。

◆风险提示：公司推盘有不及预期的可能；结算进度有不及预期的可能。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,325	12,639	15,333	16,955	20,177
营业收入增长率	-27.19%	35.54%	21.31%	10.58%	19.00%
净利润（百万元）	3,130	3,350	3,837	4,183	4,797
净利润增长率	18.17%	7.04%	14.52%	9.02%	14.67%
EPS（元）	0.78	0.83	0.95	1.04	1.19
ROE（归属母公司)（摊薄）	21.86%	20.82%	20.27%	19.74%	20.05%
P/E	18	17	15	14	12
P/B	4.0	3.5	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 08 月 23 日

买入（调升）

当前价/目标价：14.13/17.12 元

分析师

何缅南 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebscn.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebscn.com

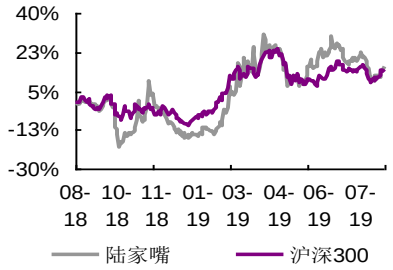
联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 40.34
总市值(亿元)：570.03
一年最低/最高(元)：9.74/16.91
近 3 月换手率：6.21%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.51	-2.91	-0.28
绝对	-6.30	3.40	14.62

资料来源：Wind

相关研报

管理层增持机制成熟，或有因素纳入审慎考量——陆家嘴（600663.SH）动态跟踪报告 ……2019-06-28

短期销售低位大幅放量，长期受益核心存量资产——陆家嘴（600663.SH）动态跟踪报告 ……2019-04-12

1、营收同比+23.86%，毛利率同比提升 9.36pc

2019 年上半年，公司实现营业收入 81.89 亿元，同比增加 23.86%，归母净利润 20.47 亿元，同比增加 11.34%。

分项来看：

房产销售实现营收 48.75 亿，同比增加 27.48%，主要系浦东金融广场 2 号办公楼项目和前滩东方逸品结转；

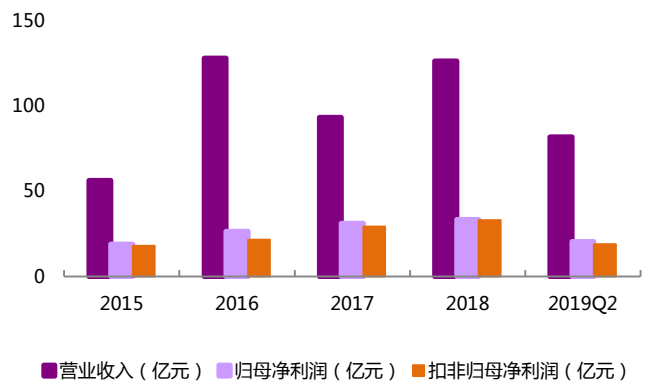
房地产租赁实现营收 15.05 亿，同比增加 8.9%，主要系商铺租赁面积提升（收入+65.8%）叠加办公楼租金小幅提升（收入+5.1%）。

金融业务实现营收 10.19 亿，同比增加 47%；

物管业务实现营收 6.64 亿，同比增加 7.62%。

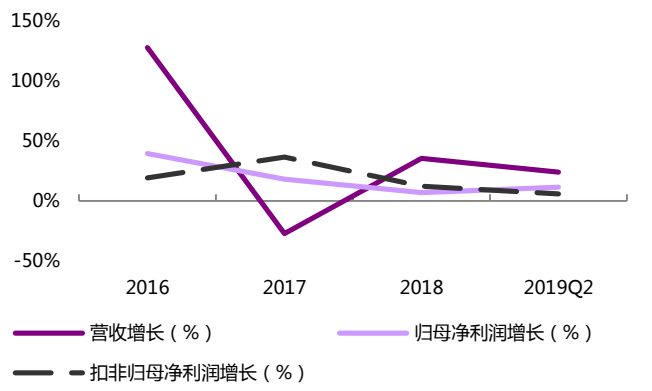
上半年整体毛利率 58.62%，较 2018 年同期提升 9.36pc，主要系住宅板块高毛利项目结转拉动。

图 1：营收和归母净利润



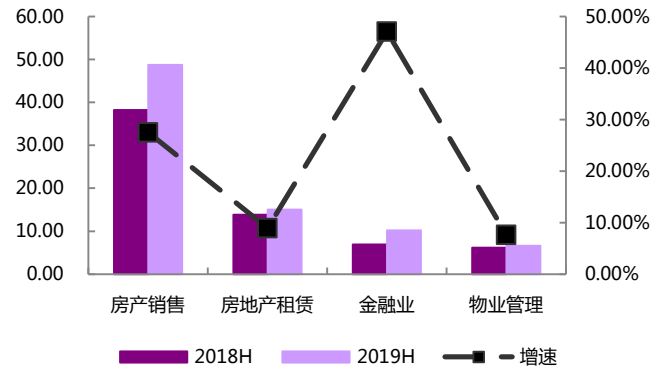
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 2：营收和归母净利润增速



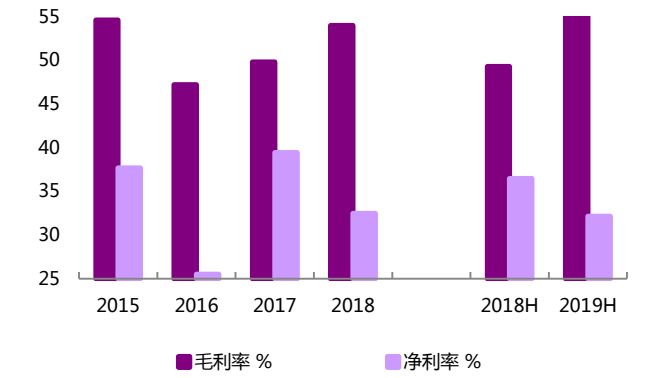
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 3：分项业务营收与增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：毛利率和净利率变动



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

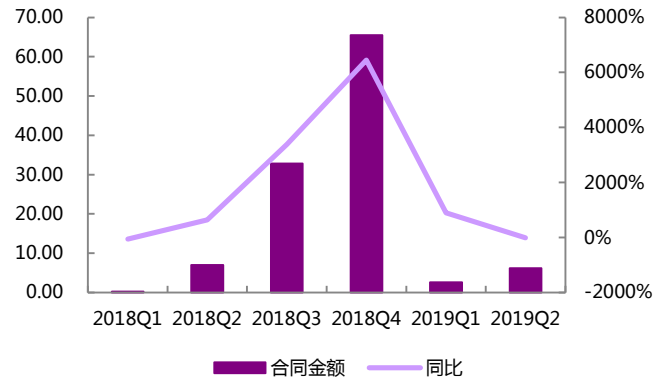
万得资讯

2、天津项目仍有支撑，苏州项目梯度合理

2.1、房产销售：天津和苏州项目有望持续去化

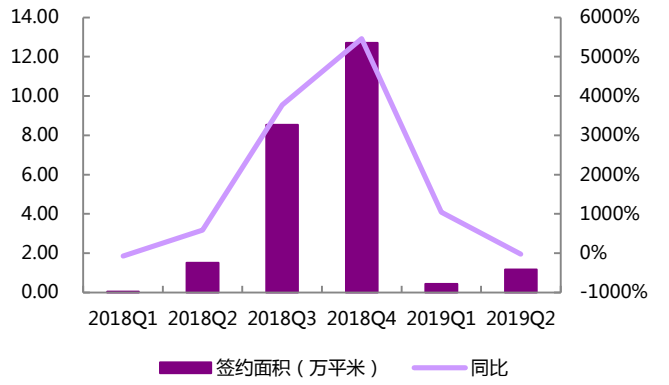
销售方面，2019 年上半年签约面积 1.17 万平米，签约金额 6.16 亿元，分别同比-22%和-12%。上半年主要销售项目为天津海上花苑（东标段）及上海存量房，下半年天津海上花苑（东标段）持续去化，目前整体去化率在 38%左右。

图 5：签约金额及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 6：签约面积及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司苏州项目共计 17 个地块，住宅方面主要涉及 3、10-12、14-15 地块，目前 15 号地块一期已竣工（全部去化），14、15 号地块二期处于在建状态（未售），12 号地块处于前期准备，梯度布局合理。下半年苏州项目有望择机入市。

表 1：苏州项目整体进度梳理

序号	面积 （平方米）	用途	施工进度
1	24350	工业（研发）	
2	35095	工业（研发）	前期准备
3	10239	住宅	
4	66951	商办	前期准备
5	50616	商办	
6	30755	办公	
7	54878	商办	
8	46671	商办	开工
9	16142	商业（社区中心）	在建
10	49260	住宅	
11	71894	住宅	
12	107213	住宅	前期准备
13	6167	幼儿园	前期准备
14	49141	住宅	在建
15	30899	住宅	一期竣工，二期在建
16	6018	幼儿园	前期准备
17	3225	加油站	

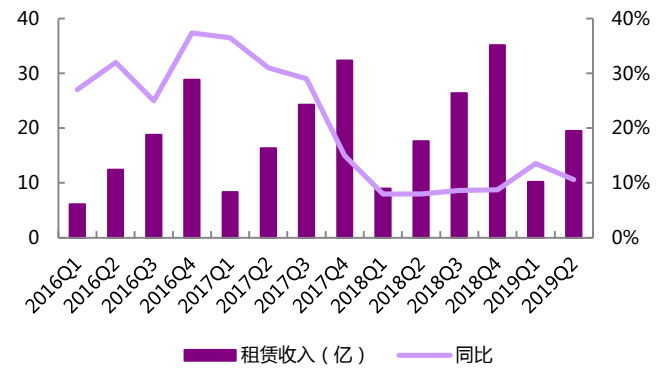
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.2、租赁：写字楼出租率带动租赁业务毛利率回升，新项目持续入市

租赁方面，上半年实现租赁营收 15.05 亿，同比增加 8.9%，较一季度增速下降，主要系 2019 年二季度写字楼租金增速下滑。

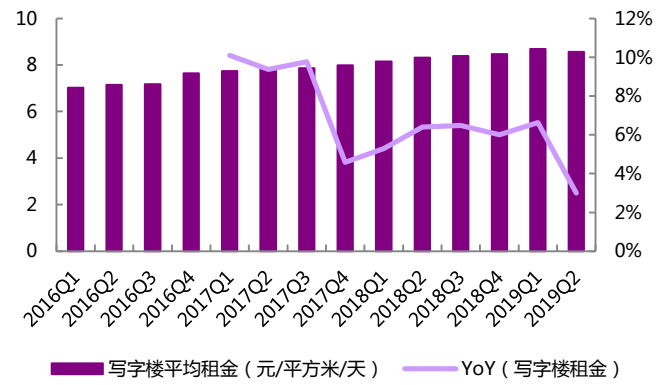
商业物业表现亮眼，收入同比增加 66%，主要系上海、天津的两个 L+Mall 于 2018 年下半年开业，2019 年上半年出租率分别达到 95%和 90%。

图 7：分季度租赁收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 8：上海成熟甲级写字楼平均租金

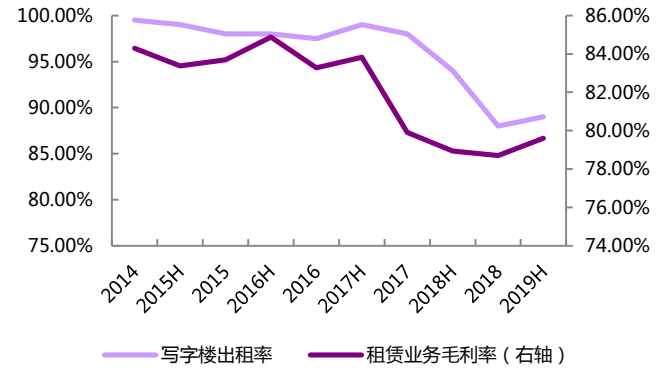


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

截止 2019 年 6 月末，办公物业租赁面积 163 万方，占比 62%，租赁收入 15.98 亿元，占比 82%。

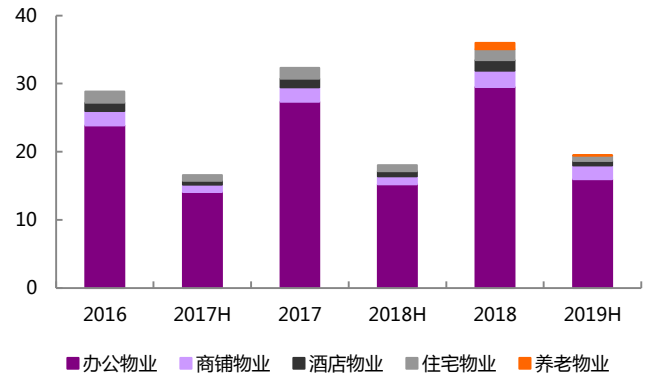
2019 年上半年甲级写字楼出租率较 2018 年回升 1pc，带动租赁业务毛利率较 2018 年提升 0.91pc。

图 9：上海甲级写字楼出租率与租赁业务毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 10：租赁业务分项收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

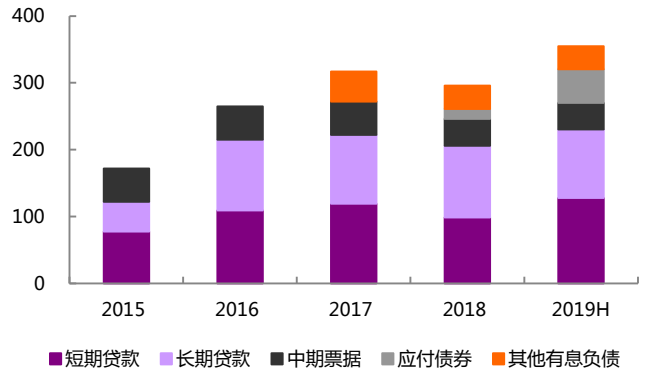
公司 2018 年新入市两栋写字楼，2019 年下半年前滩 34-01 地块（东方广场一期）和黄浦江 E16-2 地块（陆家嘴滨江中心）有望入市，随着租赁面积扩大，租赁板块收入有望持续提升。

3、净负债率小幅上行，融资成本优势凸显

2019 年上半年净负债率提升 12.58pc 至 118.29%，主要系发行债券增加。在手现金增加，现金短债比上升 0.07 至 0.39。

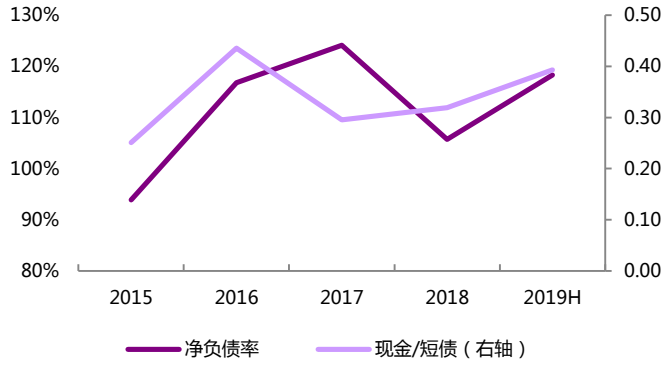
公司的主体长期信用等级为 AAA，发债利率维持低位，最新一期公司债票面利率进一步下降至 3.88%，融资优势持续凸显。

图 11：合并报表内有息负债组成



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 12：净负债率小幅上行



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 2：2019 年以来发行债券情况

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模（亿）	票面利率(当期)
155201.SH	19 陆债 01	一般公司债	2019-03-04	2024-03-04	28	3.95
155395.SH	19 陆债 03	一般公司债	2019-05-13	2024-05-13	7	3.88
011901604.IB	19 陆金开 SCP001	超短期融资债券	2019-07-19	2020-04-14	10	3.20

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2018 年，公司涉债券“16 富贵 01”和“15 新光 01”、“15 新光 02”、“11 新光债”违约，涉及金额分别为 47676 万和 22034 万元。出于谨慎性考虑，我们在业绩预测中将以上两起诉讼影响纳入考量。

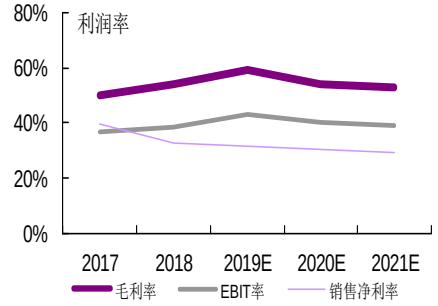
4、目标价 17.12 元，上调至“买入”评级

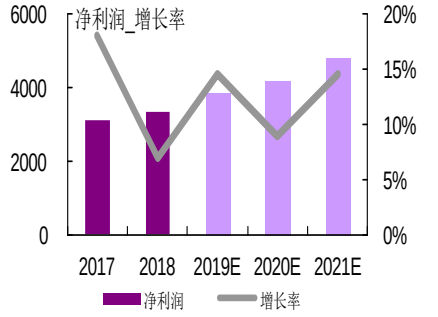
考虑到上半年 SN1 办公楼项目交付，2019 年前滩高毛利项目步入结转，我们上调公司 2019-2021 年预测 EPS 至 0.95、1.04、1.19 元（原为 0.91、1.02、1.16 元），当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 14.9、13.6、11.9 倍。

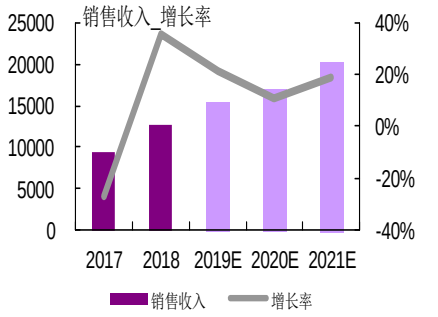
鉴于申万房地产行业估值中枢下移，我们下调 2019 年 PE 至 18 倍（原为 19 倍），对应目标价 17.12 元。高毛利项目入账，出租率企稳回升，上调至“买入”评级。

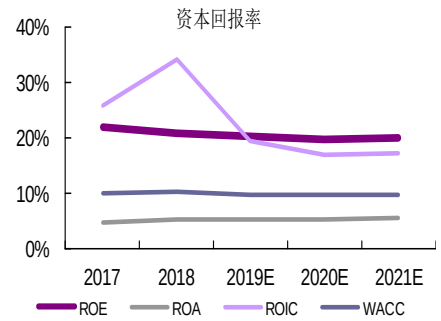
5、风险分析

公司推盘进度有不及预期的可能；土地成本提升有导致利润率不及预期的可能；项目结算进度有不及预期的可能。









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**9,325**	**12,639**	**15,333**	**16,955**	**20,177**
营业成本	4,681	5,817	6,255	7,777	9,498
折旧和摊销	116	473	112	172	254
营业税费	602	1,227	1,488	1,646	1,959
销售费用	131	181	220	243	289
管理费用	360	363	440	487	579
财务费用	1,281	988	1,066	1,291	1,355
公允价值变动损益	0	0	100	0	0
投资收益	2,633	1,556	800	1,400	1,300
营业利润	**4,860**	**5,435**	**6,469**	**6,911**	**7,795**
利润总额	4,921	5,459	6,469	6,911	7,795
少数股东损益	546	755	950	1,000	1,050
归属母公司净利润	**3,130**	**3,350**	**3,837**	**4,183**	**4,797**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**81,180**	**78,113**	**92,495**	**100,250**	**108,042**
流动资产	36,432	35,862	47,097	51,474	55,770
货币资金	3,525	3,675	4,600	5,086	6,053
交易型金融资产	3,010	3,256	3,300	3,300	3,300
应收帐款	285	538	607	671	799
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	606	746	975	1,078	1,283
存货	21,491	21,108	31,268	34,991	37,987
可供出售投资	3,807	4,810	5,000	5,000	5,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6,602	7,764	7,914	8,164	8,414
固定资产	1,314	1,837	3,727	5,633	7,528
无形资产(诉讼减值准备)	34	34	-318	-302	-287
总负债	**60,976**	**55,322**	**65,923**	**70,410**	**74,429**
无息负债	32,373	27,556	26,079	27,814	30,566
有息负债	28,603	27,767	39,845	42,597	43,862
股东权益	**20,204**	**22,790**	**26,572**	**29,840**	**33,614**
股本	3,362	3,362	4,034	4,034	4,034
公积金	1,448	1,793	2,057	2,057	2,057
未分配利润	8,633	9,967	11,863	14,131	16,855
少数股东权益	5,885	6,695	7,645	8,645	9,695

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**-5,358**	**4,317**	**-6,498**	**3,090**	**5,579**
净利润	3,130	3,350	3,837	4,183	4,797
折旧摊销	116	473	112	172	254
净营运资金增加	10,922	2,586	12,539	2,642	1,543
其他	-19,526	-2,092	-22,986	-3,907	-1,014
投资活动产生现金流	**5,425**	**985**	**-2,583**	**-2,150**	**-2,450**
净资本支出	-1,448	-2,440	-2,499	-2,500	-2,500
长期投资变化	6,602	7,764	-150	-250	-250
其他资产变化	272	-4,338	65	600	300
融资活动现金流	**-1,701**	**-5,325**	**10,007**	**-454**	**-2,163**
股本变化	0	0	672	0	0
债务净变化	-240	-836	12,078	2,752	1,265
无息负债变化	1,677	-4,817	-1,477	1,735	2,753
净现金流	**-1,642**	**-16**	**925**	**487**	**967**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-27.19%	35.54%	21.31%	10.58%	19.00%
净利润增长率	18.17%	7.04%	14.52%	9.02%	14.67%
EBITDA 增长率	-18.78%	40.79%	27.09%	3.36%	16.21%
EBIT 增长率	-20.29%	41.94%	37.20%	2.51%	15.42%
估值指标					
PE	18	17	15	14	12
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	14	9	11	11	9
EV/EBIT	14	10	11	11	10
EV/NOPLAT	19	13	14	15	13
EV/Sales	5	4	5	4	4
EV/IC	5	5	3	2	2
盈利能力（%）					
毛利率	49.80%	53.97%	59.21%	54.13%	52.92%
EBITDA 率	37.79%	39.25%	44.00%	41.13%	40.16%
EBIT 率	36.54%	38.26%	43.27%	40.12%	38.91%
税前净利润率	52.78%	43.20%	42.19%	40.76%	38.64%
税后净利润率（归属母公司）	33.57%	26.51%	25.02%	24.67%	23.77%
ROA	4.53%	5.26%	5.18%	5.17%	5.41%
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.86%	20.82%	20.27%	19.74%	20.05%
经营性 ROIC	25.72%	34.15%	19.33%	16.79%	17.23%
偿债能力					
流动比率	0.98	1.05	1.30	1.34	1.40
速动比率	0.40	0.43	0.44	0.43	0.45
归属母公司权益/有息债务	0.50	0.58	0.48	0.50	0.55
有形资产/有息债务	2.75	2.72	2.26	2.29	2.41
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.78	0.83	0.95	1.04	1.19
每股红利	0.39	0.42	0.47	0.51	0.58
每股经营现金流	-1.33	1.07	-1.61	0.77	1.38
每股自由现金流(FCFF)	-2.37	-0.26	-2.41	0.03	0.52
每股净资产	3.55	3.99	4.69	5.25	5.93
每股销售收入	2.31	3.13	3.80	4.20	5.00

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼