

陆家嘴 (600663. sh)

即将迎来物业竣工高峰期，招商压力较大

花长劲 房地产行业 研究员 沈爱卿 房地产行业 研究助理
电话: 020-87555888-697 020-87555888-637
eMail: hcj@gf.com.cn saq@gf.com.cn

营业收入减少 17.1%，净利润增加 16.7%

2008 年公司实现营业收入 17.0 亿元,同比减少 17.1%; 实现归属于母公司所有者的净利润 8.8 亿元,同比增加 16.7%; 实现基本每股收益为 0.471 元。公司主要利润来源依旧是土地批租, 土地批租业务毛利率的大幅提升是业绩增长的主要原因。

09 年业绩看中石化项目

公司早在 07 年就已和中石化签订 15 亿元的土地转让合同, 但是由于中石化方面的原因, 9.5 亿元的剩余土地款至今仍未支付给公司。我们预计该地块在 2009 年结算; 总价为 26 亿元的世纪大都会项目, 预计在 2010 年结算的可能性较大。

“物业竣工高峰期” VS “租金下降”: 招商压力较大

09 年将迎来的投资物业竣工高峰期, 估计将有 24.9 亿平方米投资物业竣工。但是自 08 年四季度开始上海商业地产租金已开始下降, 预计这种趋势在 09 年仍会持续。因此, 公司招商压力比较大。

估值与评级

我们维持对公司的“持有评级”, 公司未来一年目标价区间为 17.5 元 - 18.9 元。

风险提示: 公司面临的主要风险是招商风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2,051.1	1,699.89	2,107.24	4,663.47	4,031.11
EBITDA(百万元)	978.21	1,229.92	1,015.12	1,082.34	1,356.46
净利润(百万元)	754.25	880.46	975.34	919.23	1,165.42
净利润增长率	28.17%	16.73%	10.71%	-5.74%	26.74%
每股收益(元)	0.404	0.471	0.522	0.492	0.624
市盈率	60.72	28.17	37.13	39.39	31.08
市净率	5.57	2.95	4.31	4.10	3.91
EV/EBITDA	29.81	15.95	27.30	25.61	20.43
每股红利(元)	0.08	0.11	0.10	0.10	0.10
股息率(%)	0.33	0.59	0.52	0.52	0.52

来源: 上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司, 广发证券发展研究中心

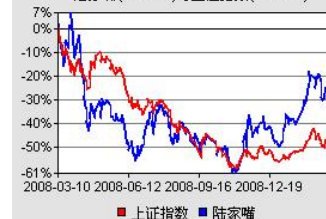
公司评级

持有

当前价格(元)	19.38
目标价格(元)	18.90
前次评级	持有

股价走势

陆家嘴(600663)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.95%	15.77%	-27.50%
上证综指	-6.46%	1.91%	-48.90%

股票数据

总股本(万股)	186,768.40
流通 A 股(万股)	186,768.40

主要股东:

上海陆家嘴(集团)有限公司

主要股东持股比例	57.64%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	10.47%
ROA	4.95%
资产负债率	47.28%
每股净资产(元)	4.50

2008 年报数据

2008年业绩回顾

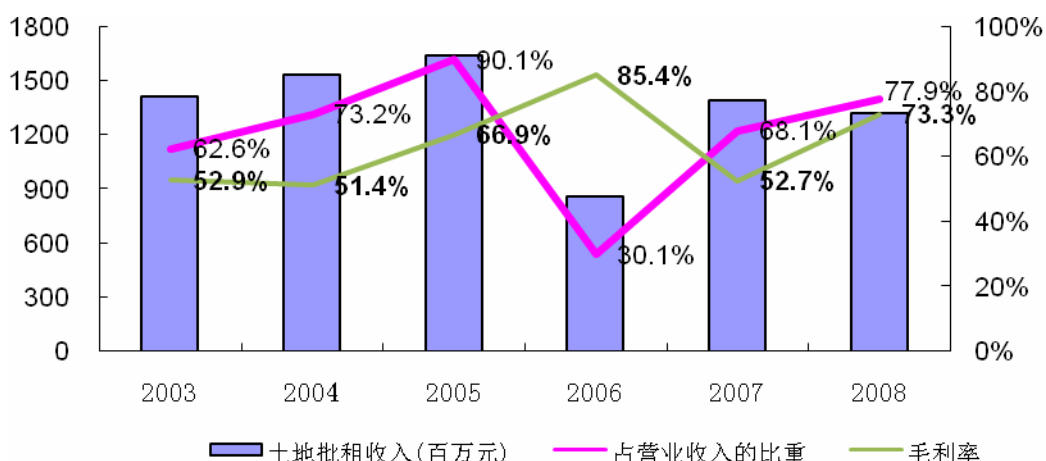
营业收入减少17.1%，净利润增加16.7%

2008年，公司实现营业收入17.0亿元，同比减少17.1%；实现利润总额11.2亿元，同比增加27.1%；实现归属于母公司所有者的净利润8.8亿元，同比增加16.7%；实现基本每股收益为0.471元，同比增加16.7%。

收入下滑的主要原因有两个：一是土地批租收入轻微下滑。今年土地批租结算收入为13.2亿元（主要是公司以Z3-2地块作价入股上海中心大厦公司获得45%股权，因此获得13.2亿元的会计收入，并无现金流入），较去年的14.0亿元下滑了5.4%；二是房地产销售收入仅为0.1亿元，较去年的4.8亿元下降99.0%。今年仅陆家嘴中央公寓极少量尾盘结算。

利润增加的主要原因也有两个：一是占收入绝大比重的土地批租收入的毛利率大幅提升。今年土地批租毛利率为73.3%，较去年提高了20.6个百分点，而且Z3-2地块收入因作价投资而免征营业税；第二个原因是租赁收入和酒店业务收入的增加。其中公司在2008年收购的明城酒店管理公司也贡献了1.1亿元的营业收入和0.4亿元的毛利。

图1：08年土地批租业务毛利率提升20个百分点



数据来源：广发证券发展研究中心

2009年展望

09年业绩看中石化项目

公司早在07年4月就已和中石化签订15亿元的土地转让合同，但是由于中石化方面的原因，9.5亿元的剩余土地款至今仍未支付给公司。我们

预计该地块在2009年结算；总价为26亿元的世纪大都会项目（公司权益为55%），和黄仍拖欠7.8亿元的地价款，预计该地块2010年结算的可能性较大。2010年后公司土地批租收入将大幅下降，持有物业租金收入比重将大幅提高。

表 1: 未来几年公司主要土地批租收入: 已签署土地转让合同

地块名称	总价款(亿元)	已付土地款(亿元)	未付土地款(亿元)	欠款单位
塘东北块 TD-1	15	5.5	9.5	中石化
世纪大都会地块	26	18.2	7.8	和记黄埔

数据来源：广发证券发展研究中心

“物业竣工高峰期” VS “租金下降”：招商压力较大

09年公司将迎来投资物业竣工高峰期

公司战略转型后，大量的投资物业开始建设。大量的投资物业陆续竣工。继07年10.4万平米和08年16.8万平米的投资物业相继竣工后，09年将迎来的投资物业竣工高峰期，估计将有24.9万平米投资物业将在09年竣工。

表 2: 09 年将迎来投资物业竣工高峰期

项目	性质	总建筑面积(万平米)	权益
2007 年竣工物业			
软件园 7 号楼	研发办公楼	1.8	55%
软件园 8 号楼	研发办公楼	3.2	100%
渣打银行大厦	甲级办公楼	5.4	90%
小计		10.4	
2008 年计划竣工物业			
金桥创科技园	研发办公楼	4.1	100%
软件园 9 号楼	研发办公楼	4.3	100%
陆家嘴 96 广场	商业	6.6	55%
陆家嘴 1885 文化中心	商业	1.5	100%
小计		16.4	
2009 年计划竣工物业			
陆家嘴金融投资大厦	甲级办公楼	6.9	100%
中国钻石交易中心	甲级办公楼	4.9	55%
东和公寓	公寓	9.9	100%
软件园 10 号楼	研发办公楼	2.9	100%
小计		24.9	
三年竣工面积合计		51.7	

数据来源：公司年报

上海商业地产租金于08年四季度开始下滑

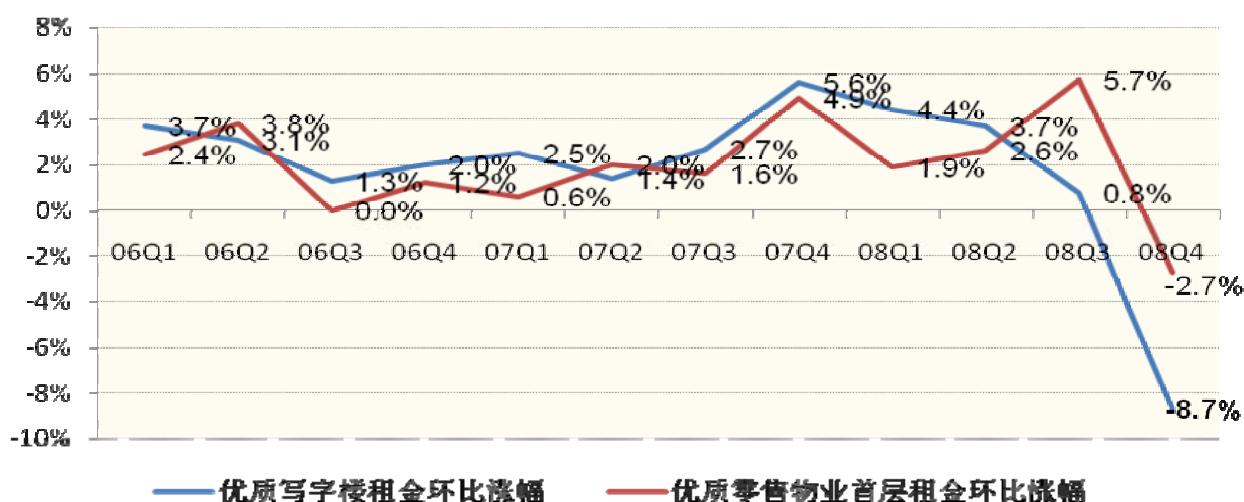
在全球金融危机的冲击下，我国经济进入下行周期，上海商业地产租金在去年第四季度开始下降。

对于写字楼市场，除了受到内忧外患的经济环境的冲击之外，供应量在去年下半年开始放量，包括我国第一高楼“环球金融中心”在内的超过37万平米的写字楼上市，而上海一年的吸纳量也就40万平方米左右。这样的双重打击使得上海的写字楼市场遭受严重打击。根据CBRE的统计，第四季度上海优质写字楼的租金下降8.7%，这是近5年来租金首次下降（浦东写字楼租金已是连续两个季度下降），这次大幅下跌也完全抵消了前三季度的租金累计涨幅，使得全年租金下降0.4%，同时，上海优质写字楼平均空置率也上升到10.2%。

全球经济危机和我国经济下行导致需求放缓，供需的继续失衡将导致2009年上海写字楼市场延续08年4季度的下滑态势。市场复苏时间视整体经济表现而定。

上海零售物业市场的状况稍微好于写字楼市场。根据CBRE的统计，第四季度上海优质零售物业租金下降2.7%，是近10年来零售物业租金的首次下降，不过由于前三季度租金涨幅可观，尽管第四季度有小幅下跌，全年来上海优质零售物业租金仍录得7.52%的涨幅。目前整体零售物业市场的空置率为8.8%（高力国际）。

图2：08年四季度商业地产租金下滑明显



数据来源：CBRE、广发证券发展研究中心

目前公司存量投资物业较少，最近一两年竣工的投资物业租金普遍偏低，而且由于合同对租金的基本锁定，目前租金并未下调。但是面对市场整体租金下滑，空置率上升的不利局面，即将在09年竣工的24.9万平米的投资业务将面临较大的招商压力。

有利因素：“金融城”渐行渐近

早在2006年，上海国际金融中心建设的目标已经明确，即“到2010年形成国际金融中心基本框架，到2020年基本建成国际金融中心”，上海将“进一步聚焦陆家嘴金融城，使之成为上海国际金融中心建设的核心功能区和核心品牌”。

今年年初上海的两会上，上海市市长韩正提出“加强陆家嘴金融城建设”；2月23日，市人大常委会会议审议了《上海市推进国际金融中心建设条例（草案）》，据新闻媒体援引浦东新区副区长万大宁讲话，陆家嘴金融城的东扩将沿着世纪大道、浦东大道逐步推进。除了竹园地区外，陆家嘴金融区域范围还将继续往东延伸，最终陆家嘴金融城的范围将从目前小陆家嘴的1.7平方公里扩充到28平方公里。这些信息都意味着，备受关注的上海“金融城”已经渐行渐近。

在“金融城建设”和“小陆家嘴的东扩”的重大机遇下，陆家嘴金融贸易区将迎来更大的发展。

目前公司的存量及在建拟建物业的权益建筑面积约为230万平米，纯土地储备约40万平米。而且这些资源大都集中在陆家嘴核心区域（小陆家嘴及世纪大道两侧）和陆家嘴东扩区域（塘东）。随着陆家嘴金融城规划的逐步落实，公司的这些投资物业将迎来极大的发展空间。

赢利预测、估值与评级

我们预计公司2009 - 2011年的营业收入分别为：21.1亿元、46.6亿元和40.3亿元，增长率分别为24.0%、121.3%、-13.6%；归属于母公司所有者的利润分别为9.8亿元、9.2亿元、11.7亿元，增长率分别为10.7%、-5.7%、26.7%；每股收益分别为0.522元、0.492元、0.624元。（见表5）造成收入和利润增长不同的主要原因是“预计在2010年结算的26亿元土地批租收入中，公司仅占55%权益”。

经济环境的恶化使得将在2009年竣工的24.9万平米投资物业面临巨大的招商压力，我们维持对公司的“持有”评级，2009年目标价区间为17.5元 - 18.9元。具体估值表见表3、表4。

表 3：重估净资产一览

项目	权益	建筑面 积（万平 米）	权益建筑 面积（万 平米）	权益 RNAV （百万元）	占比
投资物业 - 完工和在建					
07 年前存量物业	100%	18	18	1,488	5.5%
软件园 7 号	55%	2	1	120	0.4%
软件园 8 号	100%	3	3	394	1.5%
渣打银行大厦	90%	5	5	853	3.2%
金桥创科技园	100%	4	4	303	1.1%
软件园 9 号楼	100%	4	4	540	2.0%
陆家嘴 96 广场	55%	7	4	648	2.4%
陆家嘴 1885 文化中心	100%	1	1	169	0.6%
东和公寓	100%	10	10	1,034	3.8%
东银公寓	100%	5	5	362	1.3%
中国钻石交易中心	55%	5	3	526	1.9%
陆家嘴金融投资大厦	100%	7	7	1,119	4.1%

软件园 10 号楼	100%	3	3	279	1.0%
陆家嘴信息服务中心	100%	1	1	51	0.2%
陆家嘴基金大厦	55%	3	2	308	1.1%
小计		79	71	8,195	30.3%
投资物业 - 策划中					
世纪大都会	55%	16	9	807	3.0%
金桥商业中心	100%	4	4	337	1.2%
小陆家嘴商业街 A 块等	100%	1	1	92	0.3%
软件园 11 号	100%	8	8	620	2.3%
浦东嘉里城	20%	23	5	474	1.8%
软件园 12 号	100%	1	1	62	0.2%
博览中心	50%	13	7	199	0.7%
2-13-4	55%	5	3	232	0.9%
2-9-1	55%	3	2	228	0.8%
SN1	100%	19	19	1,248	4.6%
Z3-2	45%	20	9	996	3.7%
小计		114	67	5,296	19.6%
土地储备	100%	40	40	11,285	41.8%
发展物业					
天津小伙巷	100%	87	87	2,150	8.0%
德勤公司项目	55%	5	3	56	0.2%
陆景置业公司项目	78%	4	3	28	0.1%
小计		96	93	2,234	8.3%
总计		329	271	27,010	100.0%

核心假设: 1、贴现率为 8%; 2、贴现年限为 40 年。3、2009-2010 租金下调 5%, 2011 年后维持 2% 增长率。

上述物业重估净资产	27,010
净负债	-2,426
长期股权投资 (含 “可供出售金融资产”)	3,252
2008 年每股重估净资产 (元)	17.50
2009 年每股重估净资产 (元)	18.90

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 4: RNAVPS 敏感性分析					单位: 元
租金增长率	贴现率				
	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
-1.0%	19.89	18.27	16.90	15.72	14.69
0.0%	20.76	18.96	17.45	16.17	15.06
1.0%	21.81	19.79	18.11	16.70	15.49
2.0%	23.08	20.79	18.90	17.32	15.99
3.0%	24.63	22.00	19.85	18.08	16.59
4.0%	26.52	23.47	21.00	18.98	17.31

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 5：未来三年盈利预测

单位：百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,700	2,107	4,663	4,031
二、营业总成本	687	855	2,906	2,493
营业成本	521	610	2,243	1,893
营业税金及附加	70	125	304	257
销售费用	53	63	140	121
管理费用	118	137	280	282
财务费用	(112)	(80)	(60)	(60)
资产减值损失	36	0	0	0
三、其他经营收益				
投资净收益	69	70	75	80
四、营业利润	1,082	1,322	1,832	1,618
加：营业外收入	35	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
五、利润总额	1,117	1,322	1,832	1,618
减：所得税	201	331	458	405
六、净利润	917	992	1,374	1,214
减：少数股东损益	36	17	455	49
归属于母公司所有者的净利润	880	975	919	1,165
股本	1,868	1,868	1,868	1,868
七、每股收益(元)	0.471	0.522	0.492	0.624

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

公司面临的风险主要来自拆迁风险、招商风险、以及土地批租收入结算时点的不确定性所引发的公司业绩的不确定性。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

陆家嘴(600663.sh)	沈爱卿	2008-03-24
----------------	-----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。