

2009 年 05 月 02 日

市场数据(人民币)

市价(元)	15.06
已上市流通A股(百万股)	870.94
总市值(百万元)	16,315.57
年内股价最高最低(元)	18.78/5.50
沪深 300 指数	2622.93
上证指数	2477.57
2007 年股息率	0.04%



上实发展 (600748.SH)

——仍有外延增长空间

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.227	0.253	0.335	0.396	0.437	0.584
净利润增长率	2.14%	11.46%	144.36%	18.19%	10.13%	33.82%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.384	0.469	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	0.371	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	51.57	183.35	18.22	33.43	30.35	22.68
市场优化市盈率(倍)	40.46	72.52	22.42	22.42	22.42	22.42
PE/G(倍)	24.11	16.00	0.13	1.84	3.00	0.67
已上市流通A股(百万股)	236.58	236.58	870.94	870.94	870.94	870.94
总股本(百万股)	587.54	587.54	1,083.37	1,083.37	1,083.37	1,083.37

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **产品定位中高端。**上实发展在 08 年通过定向增发收购了股东资产，目前储备项目权益建筑面积达到 608 万平方米，分布在全国九个城市。公司产品定位中高端，多为临海或临近水系项目。由于获取方式多为通过土地一、二级市场联动，降低了拿地成本，项目利润率普遍高于行业平均水平。
- **仍有外延式增长空间。**集团目前在上海朱家角尚有 81 万平方米建筑面积的别墅项目和徐汇区约 5 万平方米的普通住宅项目，已经承诺在上述工程投资量在达到 25%后注入上市公司，所以公司仍有明确的外延式增长空间。
- **存在一定资金压力。**公司 08 年末现金余额 15.2 亿元，但短期借款达到 23 亿，其他应付款 42.1 亿元，资金压力较大。资产负债率为 63.7%，与行业平均水平相比虽然不高，但负债中的预收款仅为 2.51 亿元，而其他地产公司的负债中一般都会有较高比重的预收帐款，也即公司负债中有息负债相对较多。公司净负债率达到 79%，在同行业公司中处于较高水平，短期内公司存在一定偿债压力，需要优化融资结构。
- **预计公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.4、0.44 和 0.58 元，动态市盈率 33、30、23 倍。**不考虑崇明岛东滩的上实生态城项目，公司重估每股净资产 8.47 元，相比目前股价溢价 56%，估值水平不具吸引力。但由于公司存在明确的资产注入预期，能够实现外延式增长，届时会化解公司估值压力，建议买入。

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

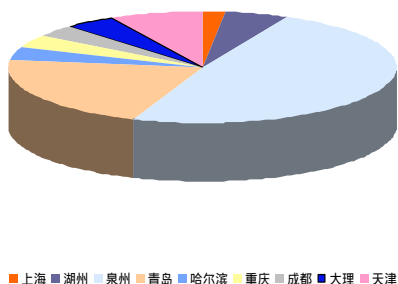
 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

产品定位中高端

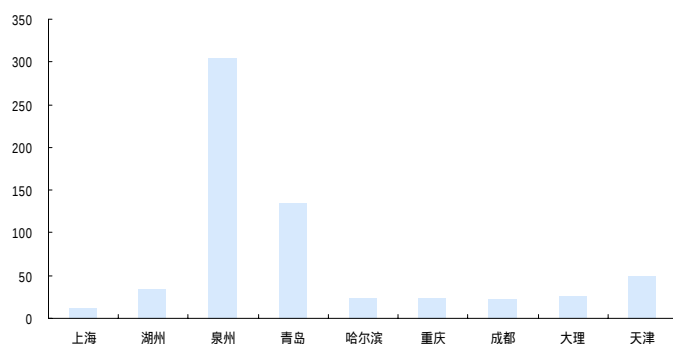
- 上实发展在 08 年通过定向增发收购了股东的房地产资产，目前储备项目权益建筑面积达到 608 万平米，分布在全国九个城市。
- 公司产品定位中高端，多为临海或临近水系项目。由于获取方式多为通过土地一、二级市场联动，降低了拿地成本，项目利润率普遍高于行业平均水平。
- 公司在崇明岛东滩尚有 32 平方公里代开发用地，目前土地性质为农业用地，虽然短期无法形成利润贡献，但其中的非基本农田部份有望在崇明岛配套成熟后改变用地性质进行房地产开发，对公司业绩增长构成增量贡献。

图表1：各地区储备分布比例



来源：国金证券研究所

图表2：各城市土地储备数量 单位：万平方米



仍有外延式增长空间

- 集团目前在上海朱家角尚有 81 万平米建筑面积的别墅项目和徐汇区约 5 万平米的普通住宅项目，已经承诺在上述工程投资量在达到 25%后注入上市公司，所以公司仍有明确的外延式增长空间。
- 位于朱家角的别墅用地容积率仅为 0.14，如此低容积率项目以后再获批准可能性已不大，属稀缺产品。而位于徐汇区的汇贤雅园虽属普通住宅，但地段稀缺，预计售价可达到每平米 3 万元，上述项目注入上市公司无疑会进一步提升公司资产质量。

财务压力较大

- 公司 08 年末现金余额 15.2 亿元，但短期借款达到 23 亿，其他应付款 42.1 亿元，资金压力较大。资产负债率为 63.7%，与行业平均水平相比虽然不高，但负债中的预收款仅为 2.51 亿元，而其他地产公司的负债中一般都会有较高比重的预收帐款，也即公司负债中有息负债相对较多。
- 公司净负债率达到 79%，在同行业公司中处于较高水平，短期内公司存在一定偿债压力，需要优化融资结构。

盈利预测及投资建议

- 预计公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.4、0.44 和 0.58 元，动态市盈率 33、30、23 倍。
- 不考虑崇明岛东滩的上实生态城项目，公司重估每股净资产 8.47 元，相比目前股价溢价 56%，估值水平不具吸引力。但由于公司存在明确的资产注入预期，能够实现外延式增长，届时会化解公司估值压力，建议买入。

图表3：项目盈利预测 单位：百万元

开发类	结算面积		结算均价		毛利率		公司权益	收入		土地增值税	
项目	2009	2010	2009	2010	2009	2010		2009	2010	2009	2010
上海海源别墅	0.6	1.5	35000	35000	54%	54%	100%	210	525	20	49
上海长海大厦				30000		70%	51%	0	0	0	0
上海黄浦新苑	2.0		30000		55%		100%	597	0	58	0
上海海上海	1.4		30000	30000	60%	60%	90%	420	0	44	0
上海海东海				31000		51%	100%	0	0	0	0
哈尔滨盛世江南		6.0		8200		43%	100%	0	492	0	27
天津莱茵小镇	6.0	7.0	5000	5000	34%	34%	100%	300	350	0	0
青岛啤酒城				15000		46%	100%	0	0	0	0
青岛达利广场	6.0	6.8	9000	9000	65%	65%	76%	540	612	54	61
青岛瑞士公寓		3.0		15000		38%	55%	0	450	0	9
湖州上实湖峰花园				6000		42%	100%	0	0	0	0
湖州上实假日酒店							100%	0	0	0	0
湖州湖东分区 3/4				10000		66%	100%	0	0	0	0
湖州湖东分区 36-28				10000		59%	100%	0	0	0	0
湖州湖东分区 HD48				10000		68%	100%	0	0	0	0
成都锦绣森林	2.0	4.0	5000	5000	47%	47%	100%	100	200	7	14
重庆水天花园	2.0	4.0	4500	4500	47%	47%	50%	90	180	3	6
大理洱海庄园			5000	5000	51%	51%	75%	0	0	0	0
泉州东海滩涂							100%	0	0	0	0
总计	20	32	11291	8697	50%	45%	100%	2257	2809	186	166
建筑施工					5%	5%		349	384		

来源：国金证券研究所

图表4：重估净资产

项目名称	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	公司权益	权益增值	竣工期
上海海源别墅	2.20	35000	54%	4.400	1.915	5.437	100%	1.04	2009
上海长海大厦	3.50	30000	70%	1.610	4.082	4.049	51%	1.24	2011
上海黄浦新苑	2.00	30000	55%	2.190	1.871	4.175	100%	1.99	2008
上海海东海	1.40	30000	60%	0.830	1.419	2.817	90%	1.79	2008
上海海东海	4.40	31000	51%	3.110	3.945	4.929	100%	1.82	2011
哈尔滨盛世江南 1	7.80	8200	43%	3.283	1.595	4.042	100%	0.76	2010
哈尔滨盛世江南 2	7.80	8200	43%	3.283	1.595	3.938	100%	0.65	2011
哈尔滨盛世江南 3	7.80	8200	43%	3.283	1.595	3.630	100%	0.35	2012
天津莱茵小镇 1	9.80	5000	34%	0.650	0.913	1.217	100%	0.57	2009
天津莱茵小镇 2	9.80	5000	34%	0.650	0.913	1.285	100%	0.64	2010
天津莱茵小镇 3	9.80	5000	34%	0.650	0.913	1.257	100%	0.61	2011
天津莱茵小镇 4	9.80	5000	34%	0.650	0.913	1.005	100%	0.35	2012
天津莱茵小镇 5	9.80	5000	34%	0.650	0.913	0.856	100%	0.21	2013
青岛啤酒城 1	15.00	15000	46%	1.207	5.968	5.126	100%	3.92	2011
青岛啤酒城 2	15.00	15000	46%	1.207	5.968	4.063	100%	2.86	2012
青岛啤酒城 3	15.00	15000	46%	1.207	5.968	3.440	100%	2.23	2013
青岛啤酒城 4	15.00	15000	46%	1.207	5.968	3.872	100%	2.66	2014
青岛啤酒城 5	15.00	15000	46%	1.207	5.968	3.619	100%	2.41	2015
青岛啤酒城 6	15.00	15000	46%	1.207	5.968	3.100	100%	1.89	2016
青岛啤酒城 7	15.00	15000	46%	1.207	5.968	2.897	100%	1.69	2017

来源：国金证券研究所

图表5：重估净资产

项目名称	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	公司权益	权益增值	竣工期
青岛达利广场 1	6.40	9000	65%	0.670	2.083	2.361	76%	1.28	2009
青岛达利广场 2	6.40	9000	65%	0.670	2.083	2.097	76%	1.08	2010
青岛瑞士公寓	8.50	15000	38%	2.440	2.849	4.063	100%	1.62	2010
湖州湖峰花园	6.30	6000	42%	1.110	0.932	1.630	100%	0.52	2010
湖州上实酒店	9.00	15000	42%	1.020	3.298	3.132	100%	2.11	2010
湖州湖东分区 1	6.00	10000	59%	0.812	1.990	2.139	100%	1.33	2011
湖州湖东分区 2	6.00	10000	59%	0.812	1.990	1.877	100%	1.07	2012
湖州湖东分区 3	7.00	10000	59%	0.947	2.322	1.976	100%	1.03	2013
成都锦绣森林 1	7.33	5000	47%	0.992	1.000	1.579	100%	0.59	2009
成都锦绣森林 2	7.33	5000	47%	0.992	1.000	1.586	100%	0.59	2010
成都锦绣森林 3	7.33	5000	47%	0.992	1.000	1.553	100%	0.56	2011
重庆水天花园 1	8.00	4500	47%	1.082	0.970	1.645	100%	0.56	2009
重庆水天花园 2	8.00	4500	47%	1.082	0.970	1.646	100%	0.56	2010
重庆水天花园 3	8.00	4500	47%	1.082	0.970	1.610	100%	0.53	2011
大理洱海庄园 1	11.33	5000	51%	1.533	1.635	2.479	75%	0.71	2011
大理洱海庄园 2	11.33	5000	51%	1.533	1.635	2.218	75%	0.51	2012
大理洱海庄园 3	11.33	5000	51%	1.533	1.635	2.024	75%	0.37	2013
泉州东海滩涂 1	30.50	7500	45%	1.280	5.914	5.125	100%	3.85	2011
泉州东海滩涂 2	30.50	7500	45%	1.280	5.914	4.036	100%	2.76	2012
泉州东海滩涂 3	30.50	7500	45%	1.280	5.914	3.402	100%	2.12	2013
泉州东海滩涂 4	30.50	7500	45%	1.280	5.914	3.860	100%	2.58	2014
泉州东海滩涂 5	30.50	7500	45%	1.280	5.914	3.608	100%	2.33	2015
泉州东海滩涂 6	30.50	7500	45%	1.280	5.914	3.079	100%	1.80	2016
泉州东海滩涂 7	30.50	7500	45%	1.280	5.914	2.878	100%	1.60	2017
泉州东海滩涂 8	30.50	7500	45%	1.280	5.914	2.690	100%	1.41	2018
泉州东海滩涂 9	30.50	7500	45%	1.280	5.914	2.514	100%	1.23	2019
泉州东海滩涂 10	30.50	7500	45%	1.280	5.914	2.349	100%	1.07	2020
合计						133.91		65.45	

来源：国金证券研究所

图表6：重估每股净资产

每股增值	总股本	帐面净资产	重估净资产
6.04	10.83	2.43	8.47

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,182	1,620	2,011	2,606	3,193	4,193
增长率		37.0%	24.1%	29.6%	22.5%	31.3%
主营业务成本	-973	-1,021	-1,138	-1,470	-1,916	-2,584
% 销售收入	82.3%	63.0%	56.6%	56.4%	60.0%	61.6%
毛利	210	600	873	1,136	1,276	1,609
% 销售收入	17.7%	37.0%	43.4%	43.6%	40.0%	38.4%
营业税金及附加	-184	-215	-241	-310	-321	-400
% 销售收入	15.6%	13.3%	12.0%	11.9%	10.0%	9.5%
营业费用	-41	-55	-46	-65	-80	-105
% 销售收入	3.5%	3.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-67	-75	-95	-117	-144	-189
% 销售收入	5.6%	4.6%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	-82	255	491	643	732	915
% 销售收入	n.a	15.7%	24.4%	24.7%	22.9%	21.8%
财务费用	-2	-21	-77	-7	-7	-4
% 销售收入	0.2%	1.3%	3.8%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	0	-3	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	218	81	148	0	0	0
% 税前利润	151.3%	26.0%	26.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	133	312	550	636	725	911
营业利润率	11.3%	19.3%	27.3%	24.4%	22.7%	21.7%
营业外收支	11	0	11	0	3	3
税前利润	144	312	561	636	728	914
利润率	12.2%	19.2%	27.9%	24.4%	22.8%	21.8%
所得税	-53	-98	-185	-159	-182	-228
所得税率	36.8%	31.4%	32.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	91	214	376	477	546	685
少数股东损益	-43	65	13	48	73	52
归属于母公司的净利	133	149	363	429	473	633
净利率	11.3%	9.2%	18.1%	16.5%	14.8%	15.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	133	214	376	477	546	685
少数股东损益	-43	0	0	0	0	0
非现金支出	3	42	20	4	8	10
非经营收益	-204	-50	117	30	15	13
营运资金变动	562	170	-2,878	-1,239	457	883
经营活动现金净流	452	376	-2,366	-727	1,026	1,592
资本开支	-3	-4	-13	-119	-66	-67
投资	166	95	-28	-1	0	0
其他	268	67	58	0	0	0
投资活动现金净流	431	158	17	-120	-66	-67
股权募资	3	69	0	0	-166	0
债权募资	-702	372	2,093	350	-722	-1,221
其他	-225	-112	-138	-21	-72	-70
筹资活动现金净流	-925	328	1,955	329	-960	-1,291
现金净流量	-41	863	-394	-518	0	233

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	776	1,680	1,518	1,000	1,000	1,233
应收款项	115	332	806	750	905	1,189
存货	1,897	1,183	6,686	7,020	7,371	7,739
其他流动资产	9	138	399	90	117	157
流动资产	2,796	3,333	9,409	8,860	9,393	10,319
% 总资产	83.5%	76.3%	81.8%	80.1%	80.6%	81.6%
长期投资	504	1,018	2,043	2,044	2,043	2,043
固定资产	24	17	33	150	202	252
% 总资产	0.7%	0.4%	0.3%	1.4%	1.7%	2.0%
无形资产	24	0	14	10	20	29
非流动资产	552	1,036	2,100	2,206	2,267	2,327
% 总资产	16.5%	23.7%	18.2%	19.9%	19.4%	18.4%
资产总计	3,349	4,369	11,509	11,065	11,660	12,645
短期借款	650	1,249	2,301	2,343	1,421	0
应付款项	634	844	4,738	3,679	4,648	6,186
其他流动负债	177	289	305	147	169	206
流动负债	1,461	2,382	7,343	6,169	6,237	6,392
长期贷款	71	64	1,321	1,721	1,921	2,121
其他长期负债	100	0	92	0	0	0
负债	1,633	2,446	8,757	7,890	8,159	8,513
普通股股东权益	1,350	1,436	2,598	2,973	3,226	3,805
少数股东权益	366	490	199	247	320	372
负债股东权益合计	3,349	4,372	11,554	11,110	11,705	12,690

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.227	0.253	0.335	0.396	0.437	0.584
每股净资产	2.298	2.445	2.398	2.744	2.978	3.512
每股经营现金净流	0.770	0.640	-2.148	-0.671	0.947	1.469
每股股利	0.100	0.010	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	9.88%	10.35%	13.99%	14.44%	14.66%	16.63%
总资产收益率	3.98%	3.40%	3.14%	3.87%	4.04%	4.99%
投入资本收益率	-1.86%	5.39%	5.13%	6.62%	7.97%	10.89%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.47%	37.04%	24.10%	29.60%	22.51%	31.33%
EBIT增长率	N/A	-454.14%	92.72%	31.15%	13.81%	24.96%
净利润增长率	2.14%	11.46%	144.36%	18.19%	10.13%	33.82%
总资产增长率	-12.24%	30.57%	164.24%	-3.85%	5.37%	8.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.3	4.6	12.7	5.0	3.5	3.5
存货周转天数	696.6	550.8	1,261.6	1,700.0	1,650.0	1,500.0
应付账款周转天数	12.9	83.0	113.4	62.0	62.0	62.0
固定资产周转天数	7.4	3.8	5.8	17.9	18.3	16.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.58%	-19.06%	75.24%	95.18%	66.06%	21.26%
EBIT利息保障倍数	-33.5	12.1	6.3	92.2	103.7	213.2
资产负债率	48.75%	55.93%	75.79%	71.02%	69.71%	67.09%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	2	2	2
持有	0	0	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.50	2.50	2.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。