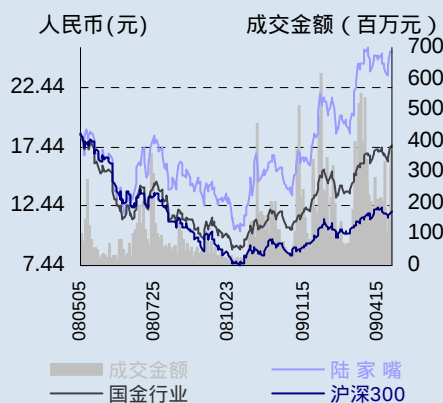


2009 年 05 月 01 日

市场数据(人民币)

市价(元)	25.58
已上市流通A股(百万股)	1,358.08
总市值(百万元)	47,775.36
年内股价最高最低(元)	25.89/10.35
沪深 300 指数	2622.93
上证指数	2477.57
2007 年股息率	0.59%



陆家嘴 (600663.SH)

——投资机会在于盈利模式的复制

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)	0.315	0.404	0.471	0.501	0.536	0.584
净利润增长率	3.25%	28.17%	16.73%	6.24%	6.94%	8.97%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.544	N/A	N/A
市盈率(倍)	44.05	60.72	28.17	51.09	47.78	43.84
行业优化市盈率(倍)	41.67	59.45	33.06	33.06	33.06	33.06
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	13.56	2.16	1.68	8.18	6.88	4.89
已上市流通A股(百万股)	216.71	290.35	290.35	1,358.08	1,358.08	1,358.08
总股本(百万股)	1,867.68	1,867.68	1,867.68	1,867.68	1,867.68	1,867.68

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

- **转型取得初步成效。**陆家嘴的业务转型始于 04 年，即由单纯的土地批租的盈利模式转为保有物业获取租金收益。08 年底公司自有物业面积达到 43 万平方米，实现租金收入 7.9 亿元。出租业务对主营利润的贡献在 08 年达到 14%，业务转型取得了初步成效。
- **未来转型能否实现平稳过渡？**目前公司在陆家嘴区域内的土地批租收入还可以维持三年，而预计三年后公司租金收入将达到 11.8 亿元，而目前租金和土地批租收入合计约为 17 亿元，所以三年后单纯依赖租金收入仍无法避免业绩下滑。但公司目前在上海在建项目的权益建筑面积达到 98 万平方米，天津项目在 2011 年也将进入收获期，所以三年后公司可以通过成熟项目的转让帮助业绩实现平稳过渡。相比直接出让土地，转让成熟物业能够帮助公司最大化实现利润，**未来公司的业务模式将转化为出租经营和成熟物业转让并存**，转型能够实现平稳过渡。
- 迪斯尼主题公园、国际金融中心、南汇与浦东新区的合并究竟能给公司带来什么？**我们认为公司最大的机会在于盈利模式的复制。**相比浦东目前面临的土地资源瓶颈，南汇存在大量待开发用地，而公司在上海积累的金融中心开发经验和良好的政府资源有望帮助公司实现陆家嘴金融中心盈利模式的复制，公司发展的资源瓶颈有望被突破，在上海本地发展也可以避免进军外地存在的诸多不确定性。
- 预计公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.5、0.54、0.58 元，动态市盈率 51、48、44 倍。公司重估净资产 10.03 元，目前股价溢价 155%。从估值角度吸引力不强，但近期上海区域主题投资机会丰富，而每一项主题投资都与公司有关，建议买入。

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

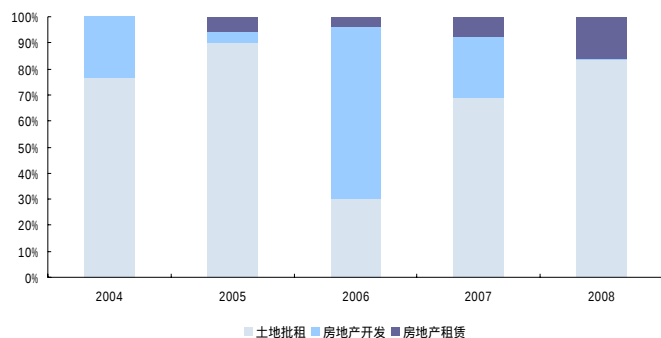
联系人：朱莉

 (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)

转型取得初步成效

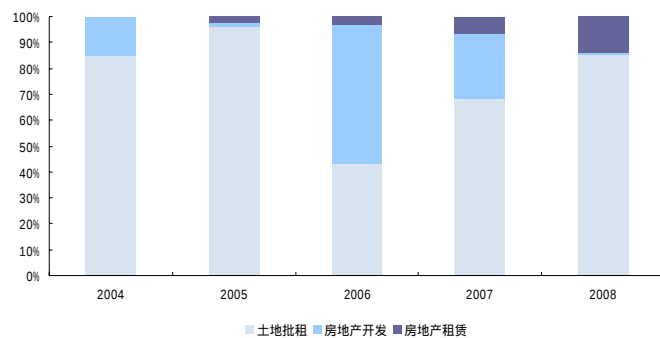
- 陆家嘴的业务转型始于 04 年，即由单纯的土地批租的盈利模式转为保有物业获取租金收益。08 年底公司自有物业面积达到 43 万平方米，实现租金收入 7.9 亿元。出租业务对主营利润的贡献在 08 年达到 14%，业务转型取得了初步成效。

图表1：各业务主营收入贡献比例

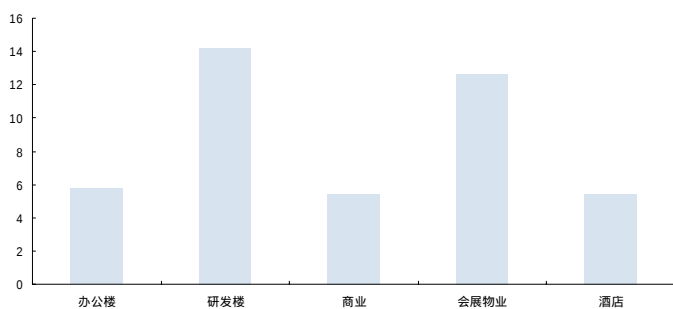


来源：国金证券研究所

图表2：各业务主营利润贡献比例

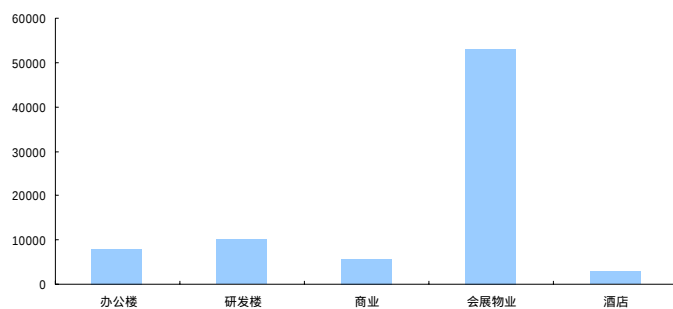


图表3：各类物业面积 单位：万平方米



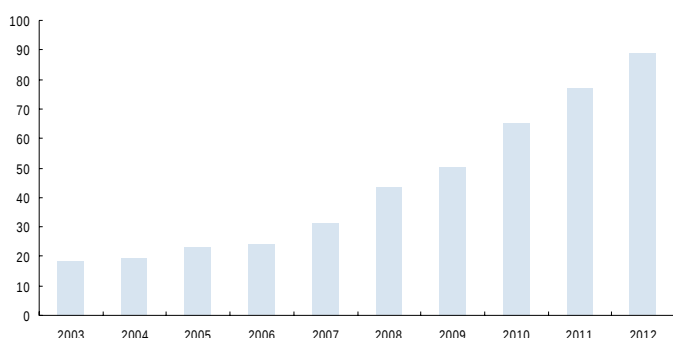
来源：国金证券研究所

图表4：各类物业出租收入 单位：万元



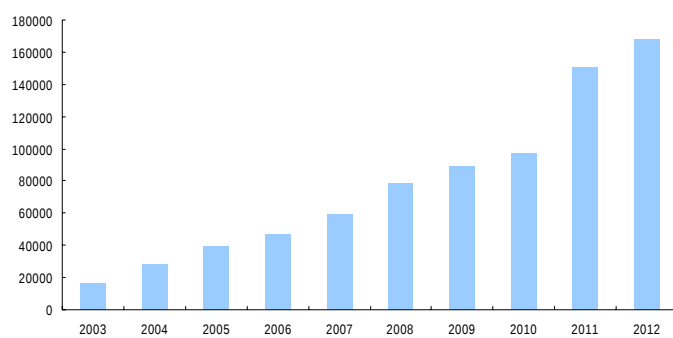
- 目前公司在上海商业项目的权益建筑面积 121 万平方米，将于 2014 年全部建成。09 - 11 年公司的出租面积将分别增长至 50、57、70 万平方米，实现租金收入 8.8、9.4、11.8 亿元。

图表5：各年出租面积合计 单位：万平方米



来源：国金证券研究所

图表6：各年出租收入 单位：万元



转型能否平稳过渡？

- 目前租金收入对主营利润的贡献占比仅为 14%，而区域可供批租的土地越来越少，公司的转型能否顺利实现过渡？目前公司在陆家嘴区域内的土地批租收入还可以维持三年，因为公司 08 年底预收帐款达到 44.5 亿元，基本都为土地批租收入，而目前公司每年结算的土地批租收入约 15 亿元，所以已经实现转让的地价款能够保证公司未来三年结算需求。
- 预计三年后公司租金收入将达到 11.8 亿元，而目前租金和土地批租收入合计约为 17 亿元，所以三年后单纯依赖租金收入仍无法避免业绩下滑。但公司目前在上海在建项目的权益建筑面积达到 98 万平米，天津项目在 2011 年也将进入收获期，所以三年后公司可以通过成熟项目的转让帮助业绩实现平稳过渡。相比直接出让土地，转让成熟物业能够帮助公司最大化实现利润，未来公司的业务模式将转化为出租经营和成熟物业转让并存，转型能够实现平稳过渡。

图表7：主要物业单位：万平方米

项目	地上面积	总建筑面积	竣工期	性质	权益
陆家嘴金融投资大厦	4.6	7.16	2009	甲级写字楼	100%
东银公寓	3.94	4.5	2009	公寓	100%
东和公寓	8.4	9.9	2009	公寓	100%
软件园 10 号楼	2.45	2.9	2009	研发楼	55%
陆家嘴中心区 B2-1 信息中心	0.5	1	2010	研发楼	100%
竹园 2 - 11 陆家嘴基金大厦	3.25	4.53	2011	写字楼	55%
竹园 2 - 9 陆家嘴投资大厦	3.33	4.4	2011	写字楼	55%
软件园 11 号楼	7.15	9.06	2011	研发楼	100%
塘东总部基地	30	45	2014	混合	100%
竹园 2 - 3 世纪大都会	16.4	27.75	2014	混合	55%
天津红桥国际社区一期	80	80	2014	混合	100%
合计	160.02	196.2			

来源：国金证券研究所

迪斯尼、国金金融中心建设和南汇并入浦东新区能给公司带来什么？

- 上海经过多年的发展，面临资源环境承载能力的制约，国家出台和酝酿出台多项政策以保证上海的国际竞争力，而由于陆家嘴金融贸易区主导开发商的地位，每一项出台政策似乎与公司有很强相关性。
- 迪斯尼主题公园、国际金融中心、南汇与浦东新区的合并究竟能给公司带来什么？我们认为公司最大的机会在于盈利模式的复制。
- 北京的金融街和上海的陆家嘴是商业地产运营最为成功的两个区域，但上述区域运营的成功与当地政府的支持密不可分，将盈利模式复制到外地城市有较大困难，因为适合成片发展商业地产的区域并不容易寻找，而且在外地城市整合资源也会存在较大难度，所以金融街和陆家嘴都面临原有区域内资源的发展瓶颈问题。
- 迪斯尼、金融中心建设、南汇并入浦东新区的建设都离不开商业配套服务，尤其是南汇如果合并入浦东新区将会帮助公司拓展业务空间。相比浦东目前面临的土地资源瓶颈，南汇存在大量待开发用地，而公司在上海积累的金融中心开发经验和良好的政府资源有望帮助公司实现陆家嘴金融中心盈利模式的复制，公司发展的资源瓶颈有望被突破，在上海本地发展也可以避免进军外地存在的诸多不确定性。

盈利预测及投资建议

- 预计公司 09 - 11 年每股收益分别为 0.5、0.54、0.58 元，动态市盈率 51、48、44 倍。
- 公司重估净资产 10.03 元，目前股价溢价 155%。从估值角度吸引力不强，但近期上海区域主题投资机会丰富，而每一项主题投资都离不开公司，建议买入。

图表8：出租物业收入预测

	出租面积（万平方米）			收入（万元）			成本（万元）			毛利率		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
办公楼	12.62	12.62	14.62	17235	17752	21594	6377	6568	7990	63%	63%	63%
研发楼	14.19	16.64	16.64	9932	11996	12596	3675	4439	4661	63%	63%	63%
商业	5.4	5.4	5.4	5551	5718	6003	2054	2115	2221	63%	63%	63%
会展物业	12.65	12.65	22.65	53000	54590	70913	19610	20198	26238	63%	63%	63%
酒店	5.4	5.4	5.4	2745	2827	2969	1016	1046	1098	63%	63%	63%
公寓		12.4	12.4	0	4470	4023	0	1654	1489	63%	63%	63%
合计	50.26	65.11	77.11	88463	97353	118098	32731	36021	43696			

来源：国金证券研究所

图表9：住宅和土地转让收入 单位：百万元

	收入			成本			毛利率		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
面积									
天津项目			935			595			36%
土地转让	1500	1650	1300	420	462	364	72%	72%	72%
合计	2385	2624	3740	747	822	1516			

来源：国金证券研究所

图表10：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
软件园 10 号楼	2.45	18000	55%	0.444	1.235	1.581	55%	0.625
软件园 11 号楼	7.15	18000	55%	1.296	3.605	4.461	100%	3.165
软件园 7 - 9 号楼	9.97	18000	55%	7.410	4.173	13.127	100%	5.717
陆家嘴金融投资大厦	7.16	30000	75%	4.810	6.954	13.478	100%	8.668
陆家嘴基金大厦	4.50	30000	75%	4.810	4.370	10.141	100%	5.331
1885 广场	1.39	28000	55%	1.920	0.905	3.005	100%	1.085
96 广场	2.90	28000	65%	2.840	2.258	5.614	55%	1.526
钻石大厦	4.96	30000	78%	3.110	5.021	9.368	55%	3.442
竹园 2 - 3 大都会	27.00	25000	65%	4.120	21.986	23.313	55%	10.556
金桥科创园	4.36	25000	40%	2.740	1.789	5.073	100%	2.333
东银公寓	4.50	33000	65%	2.920	4.837	7.229	100%	4.309
东和公寓	9.00	33000	65%	2.740	9.674	10.950	100%	8.210
塘东总部基地 1	10.00	25000	55%	0.529	7.003	6.205	100%	5.676
塘东总部基地 2	15.00	26000	58%	0.793	11.458	9.852	100%	9.059
塘东总部基地 3	20.00	28000	60%	1.058	16.964	11.847	100%	10.789
天津小伙巷住宅 1	10.00	11000	30%	2.565	1.757	3.711	100%	1.146
天津小伙巷住宅 2	10.00	11000	30%	2.565	1.757	3.443	100%	0.878
天津小伙巷住宅 3	15.00	11000	30%	3.848	2.636	4.751	100%	0.904
天津小伙巷住宅 4	25.00	11000	30%	6.413	4.393	7.717	100%	1.305
天津小伙巷商业 1	10.00	22000	55%	2.565	6.163	6.338	100%	3.773
天津小伙巷商业 2	10.00	22000	55%	2.565	6.163	6.251	100%	3.686
渣打银行大厦	4.40	30000	65%	3.810	3.671	13.200	100%	9.390
合计								101.57

来源：国金证券研究所

图表11：重估每股净资产

总股本（亿股）	账面每股净资产（元）	每股增值额（元）	重估每股净资产（元）
18.68	4.59	5.44	10.03

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	2,858	2,051	1,700	2,385	2,593	3,416
增长率		-28.2%	-17.1%	40.3%	8.7%	31.8%
主营业务成本	-1,157	-952	-521	-747	-811	-1,396
% 销售收入	40.5%	46.4%	30.6%	31.3%	31.3%	40.9%
毛利	1,701	1,099	1,179	1,637	1,782	2,020
% 销售收入	59.5%	53.6%	69.4%	68.7%	68.7%	59.1%
营业税金及附加	-286	-213	-70	-203	-220	-290
% 销售收入	10.0%	10.4%	4.1%	8.5%	8.5%	8.5%
营业费用	-27	-18	-53	-72	-78	-102
% 销售收入	0.9%	0.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-278	-107	-118	-128	-138	-149
% 销售收入	9.7%	5.2%	7.0%	5.4%	5.3%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	1,111	761	937	1,235	1,346	1,478
% 销售收入	38.9%	37.1%	55.1%	51.8%	51.9%	43.3%
财务费用	56	99	112	0	0	0
% 销售收入	-1.9%	-4.8%	-6.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	2	-36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	176	1	69	0	0	0
% 税前利润	13.0%	0.1%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,342	864	1,082	1,235	1,346	1,478
营业利润率	47.0%	42.1%	63.7%	51.8%	51.9%	43.3%
营业外收支	9	15	35	0	3	3
税前利润	1,351	879	1,117	1,235	1,349	1,481
利润率	47.3%	42.8%	65.7%	51.8%	52.0%	43.4%
所得税	-235	-17	-201	-235	-283	-326
所得税率	17.4%	1.9%	18.0%	19.0%	21.0%	22.0%
净利润	1,115	862	917	1,000	1,065	1,155
少数股东损益	527	108	36	65	65	65
归属于母公司的净利	588	754	880	935	1,000	1,090
净利率	20.6%	36.8%	51.8%	39.2%	38.6%	31.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	588	862	917	1,000	1,065	1,155
少数股东损益	527	0	0	0	0	0
非现金支出	154	11	73	18	20	20
非经营收益	-173	-123	-279	335	-3	-3
营运资金变动	-156	-411	-1,792	-2,097	-1,336	2,049
经营活动现金净流	940	339	-1,083	-743	-254	3,221
资本开支	-58	-123	-68	-59	-31	-32
投资	-229	-432	-377	-1	0	0
其他	10	3	15	0	0	0
投资活动现金净流	-277	-552	-430	-60	-31	-32
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	-40	0	0	85	100	100
其他	-309	-184	-251	-13	-93	-93
筹资活动现金净流	-349	-184	-251	72	7	7
现金净流量	315	-398	-1,764	-731	-278	3,196

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	4,554	4,190	2,426	1,694	1,416	4,612
应收款项	101	80	124	133	146	191
存货	5,242	6,076	9,542	10,067	10,620	11,204
其他流动资产	862	704	318	226	245	421
流动资产	10,759	11,050	12,409	12,120	12,428	16,429
% 总资产	87.2%	77.3%	69.8%	70.8%	71.3%	76.6%
长期投资	638	2,999	4,700	4,701	4,700	4,700
固定资产	46	37	243	281	286	291
% 总资产	0.4%	0.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%
无形资产	1	0	9	10	20	30
非流动资产	1,577	3,254	5,377	4,994	5,009	5,024
% 总资产	12.8%	22.7%	30.2%	29.2%	28.7%	23.4%
资产总计	12,336	14,304	17,787	17,114	17,436	21,452
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,735	4,509	7,890	6,576	5,845	8,680
其他流动负债	1,848	266	417	155	136	155
流动负债	4,582	4,775	8,307	6,731	5,981	8,835
长期贷款	0	0	0	100	200	300
其他长期负债	42	279	104	0	0	0
负债	4,625	5,055	8,410	6,831	6,181	9,135
普通股股东权益	6,738	8,210	8,411	9,253	10,160	11,157
少数股东权益	973	1,039	965	1,030	1,095	1,160
负债股东权益合计	12,336	14,304	17,787	17,114	17,436	21,452

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.315	0.404	0.471	0.501	0.536	0.584
每股净资产	3.608	4.396	4.503	4.954	5.440	5.974
每股经营现金净流	0.503	0.181	-0.580	-0.398	-0.136	1.725
每股股利	0.065	0.081	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	8.73%	9.19%	10.47%	10.11%	9.85%	9.77%
总资产收益率	4.77%	5.27%	4.95%	5.47%	5.74%	5.08%
投入资本收益率	11.98%	7.84%	8.12%	9.64%	9.28%	9.14%
增长率						
主营业务收入增长率	56.32%	-28.23%	-17.12%	40.28%	8.73%	31.75%
EBIT增长率	39.64%	-32.00%	23.16%	31.80%	8.94%	9.84%
净利润增长率	3.25%	28.17%	16.73%	6.24%	6.94%	8.97%
总资产增长率	12.03%	15.96%	24.35%	-3.78%	1.88%	23.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	1,519.7	2,170.6	5,471.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	89.7	111.8	180.4	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	5.9	6.5	52.2	39.7	34.5	24.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.06%	-45.30%	-25.87%	-15.50%	-10.81%	-35.01%
EBIT利息保障倍数	-20.1	-7.7	-8.3	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债率	37.49%	35.34%	47.28%	39.91%	35.45%	42.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0
买入	1	1	5	5	7
持有	0	2	4	4	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.50	2.46	2.45	2.44

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。