



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月14日

房地产

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

中性

陆家嘴(600663.CH)

结算和黄地块，业绩超出预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,868	2,051	1,700	3,141	2,556
(+/-)	57%	-28%	-17%	85%	-19%
主营业务利润	1,423	886	1,109	2,415	1,861
(+/-)	34%	-38%	25%	118%	-23%
净利润	605	754	880	1,060	1,075
(+/-)	6%	25%	17%	20%	1%
摊薄每股收益	0.32	0.40	0.47	0.57	0.58
市盈率	87.7	70.3	60.2	50.0	49.3
市净率	7.4	6.5	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA	38.1	64.0	51.3	23.8	32.1
净资产收益率	8.5%	9.2%	10.5%	11.2%	10.2%
现金分红收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%

股票信息

	B股	A股
当前股价	美元1.85	人民币28.40
股票代码	900932.CH	600663.CH
日成交量(百万股)	2	14
52周最高价/最低价	美元1.94/0.65	人民币31.39/10.15
发行股数(百万股)	510	1,358
其中：流通股(百万股)	510	1,358
市值(百万)	940	38,570
主要股东(持股比例)	上海陆家嘴(集团)有限公司(57.64%)	

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600663.CH]	-1.70	+5.34	+12.25	+113.86
[market index]	-3.54	-0.77	+19.89	+89.71
[sector index]	-4.58	-7.76	+23.98	+135.96

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究

上半年业绩每股 0.52 元，业绩高于预期：

由于原以 26 亿元出让的和记黄埔大都会地块期内结转，陆家嘴上半年录得净利润 9.64 亿元，同比上涨 29.4%，超出我们的预期。公司收入同比上涨 92.3%至 28.47 亿元，其中，土地批租收入为 25.99 亿元，物业出租收入贡献 2.0 亿元。

正面：

- 出租收入同比增长 105%至 2.0 亿元，略高于预期，主要源于公司旗下的渣打银行大厦、陆家嘴 96 广场等投资物业出租率有所提升。
- 毛利率好于预期：受期内结转和黄地块土地批租成本较低及 Z3-2 土地作价投资部分的营业收入免征营业税影响，毛利率提升了 12 个百分点至 79.3%。

负面：

- 管理费用大幅上涨 53.1%至 9,364 万元，主要受公司 5 月底迁至新办公楼产生的装修改造费用影响。

发展趋势：

公司收购浦项大厦已于 7 月 1 日完成，我们预计下半年将贡献收入约 0.7 亿元，推动全年租赁收入至约 4.3 亿元。期末，公司预收的土地批租款项仅余 18.6 亿元，主要为中石化塘东地块未结款项，而天津红桥项目预计于 11 年左右才能贡献盈利，未来一段时间公司收入增长将难有更多亮点。

上调 09、10 年盈利预测 16% 及 2%：

公司期内结转和黄地块超出我们预期，因此我们相应上调了对于 09、10 年盈利预测至每股 0.57 及每股 0.58 元。

估值与建议：

盈利预测上调后，公司 A 股股价对应 09、10 年市盈率分别为 50.0、49.3 倍，对 10 年底净资产有 56% 的溢价，估值并不便宜，因此我们维持“中性”的投资评级。而目前 B 股股价对 10 年底净资产值仍折让 28%，维持“推荐”评级及 2.06 美元目标价。

风险提示：

公司的土地批租业务结算受拆迁等因素影响较大。

图表 1: 09 年上半年业绩分析

(百万元)	Quarterly data			Yearly data			1H09 中金简评
	1H08	1H09	YoY%	2007	2008	YoY%	
主营业务收入	1,481	2,847	92.3%	2,051	1,700	-17.1%	主要为和黄地块土地批租收入26亿元
主营业务成本	443	410		952	521		
主营业务税金及附加	41	178	331.0%	213	70	-67.3%	
主营业务利润	996	2,259	126.8%	886	1,109	25.2%	
毛利率	67.3%	79.3%		43.2%	65.2%		受和黄地块结算毛利率较高影响
其他业务利润	0	0		2	(36)		
营业费用	27	33	21.4%	18	53	190.9%	
管理费用	61	94	53.1%	107	118	11.1%	公司迁址产生装修改造费
财务费用	(69)	(15)	-78.0%	(99)	(112)	13.0%	
三项费用率	1.3%	3.9%		1.2%	3.5%		
营业利润	976	2,148	119.9%	863	1,013	17.4%	
营业利润率	66.0%	75.4%		42.1%	59.6%		
投资收益	23	39	-74.7%	1	69	5739.8%	
补贴收入	0	0		0	0		
营业外收入	1	0		15	35		
营业外支出	0	21		0	0		
税前利润	1,000	2,166	116.6%	879	1,117	27.1%	
税前利润率	67.5%	76.1%		42.8%	65.7%		
所得税	243	395	62.4%	17	201	1111.4%	
有效税率	24.3%	18.3%		1.9%	18.0%		主要为陆家嘴金融贸易区联合发展有限公司土地批租产生的少数股东权益
少数股东权益	12	807	6642.3%	108	36	-66.6%	
净利润	744	964	29.4%	754	880	16.7%	
净利润率	50.3%	33.8%		36.8%	51.8%		
总股本(百万)	1,868	1,868		1,868	1,868		
摊薄每股盈利(元)	0.399	0.516	29.4%	0.40	0.47	16.7%	

财务指标						
(%)	2008	1H09	Ppt	2007	2008	Ppt
资产负债率	47.3%	40.3%	(6.9)	35.3%	47.3%	11.9
净负债率	Net cash	Net cash	n.a.	Net cash	Net cash	n.a.
银行贷款占总负债比	0.0%	19.3%	19.3	0.0%	0.0%	0.0
(%)	1H08	1H09	Ppt	2007	2008	Ppt
主营业务利润率	67.3%	79.3%	12.1	43.2%	65.2%	22.0
净利润率	50.3%	33.8%	(16.4)	36.8%	51.8%	15.0
(百万元)	2008	1H09	YoY%	2007	2008	YoY%
现金	2,426	2,223	-8.4%	4,190	2,426	-42.1%
预售房款和土地款	4,465	1,855	-58.4%	2,492	4,465	79.1%
经营活动现金流	(1,083)	(1,550)	43.1%	339	(1,083)	-420.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

		2009E	2010E
主营业务收入	调整前	1,997	2,317
(百万元)	调整后	3,141	2,556
	(+-%)	57.3%	10.3%
净利润	调整前	913	1,051
(百万元)	调整后	1,060	1,075
	(+-%)	16.2%	2.3%
摊薄每股盈利 (元)	调整前	0.49	0.56
(人民币元)	调整后	0.57	0.58
	(+-%)	16.2%	2.3%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表 (人民币百万元)								
主营业务收入	2,266	2,104	1,828	2,868	2,051	1,700	3,141	2,556
主营业务利润	853	843	1,059	1,423	886	1,109	2,415	1,861
营业利润	760	667	849	1,174	863	1,013	2,162	1,719
税前利润	798	753	859	1,352	879	1,117	2,289	1,805
减: 所得税	117	138	148	218	17	201	410	325
净利润	664	536	570	605	754	880	1,060	1,075
资产负债表 (人民币百万元)								
应收款项	260	752	1,064	963	781	441	530	635
存货	4,167	3,768	4,389	5,258	6,076	9,542	10,496	11,546
货币资金	3,173	3,641	4,239	4,588	4,190	2,426	2,689	2,743
固定资产	139	132	62	938	1,059	243	267	294
应付款项	2,551	2,811	3,932	4,572	4,761	8,294	7,478	6,447
短期借款	175	90	0	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,730	3,041	3,972	4,581	4,775	8,307	7,480	6,448
长期借款	120	0	0	0	0	0	2,015	4,015
负债合计	2,850	3,058	4,020	4,678	5,055	8,410	9,607	10,585
股东权益	5,594	6,024	6,344	7,122	8,210	8,411	9,471	10,546
总资产	8,889	9,608	11,011	12,783	14,304	17,787	20,237	22,521
现金流量表 (人民币百万元)								
经营活动现金流	1,475	631	909	940	339	(1,083)	(427)	(677)
投资活动现金流	31	25	1	(273)	(552)	(430)	(1,057)	(1,010)
筹资活动现金流	(122)	(187)	(312)	(346)	(181)	(250)	1,747	1,740
现金及现金等价物净增加额	1,383	469	598	318	(398)	(1,764)	263	54
期初现金及现金等价物余额	1,790	3,173	3,642	4,270	4,588	4,190	2,426	2,689
期末现金及现金等价物余额	3,173	3,642	4,239	4,588	4,190	2,426	2,689	2,743
财务指标								
毛利率	38%	40%	58%	50%	43%	65%	77%	73%
经营利润率	34%	32%	46%	41%	42%	60%	69%	67%
净利率	29%	25%	31%	21%	37%	52%	34%	42%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
资产收益率	7.5%	5.6%	5.2%	4.7%	5.3%	5.0%	5.2%	4.8%
净资产收益率	11.9%	8.9%	9.0%	8.5%	9.2%	10.5%	11.2%	10.2%
资产负债率	32%	32%	37%	37%	35%	47%	47%	47%
净现金/股东权益	-48%	-52%	-60%	-57%	-45%	-26%	-6%	11%
每股盈利	0.36	0.29	0.31	0.32	0.40	0.47	0.57	0.58
每股分红	0.06	0.05	0.06	0.07	0.08	0.11	0.14	0.14
每股净资产	3.0	3.2	3.4	3.8	4.4	4.5	5.07	5.65

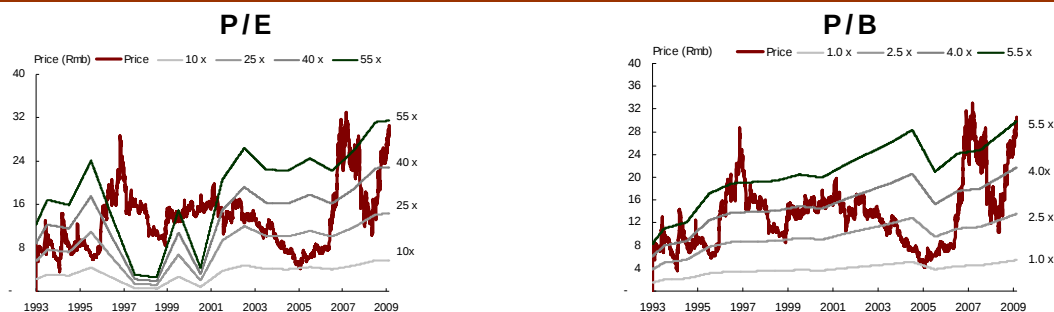
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表4：可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)				CAGR	市盈率				市净率				每股NAV (元)			溢价/折价	资产负债率 (%)	净负债率 (%)	总储备 (百万美元)	权益储备 (百万美元)			
							08A	09E	10E	08-10E		07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	09A	10E	09A	10E	08A	08A	2008-12	2008-12			
A股																														
侧重开发:																														
万科A	000002	推荐	12.8	n.a.	n.a.	135.5	0.37	0.45	0.59	27%		29.0	34.9	28.4	21.6	4.8	4.4	3.9	3.3	9.3	10.1	37%	26%	67%	33%	33.1	26.3			
金地集团	600383	推荐	17.4	n.a.	n.a.	38.0	0.39	0.58	0.74	39%		39.3	45.1	30.0	23.5	4.5	4.1	3.7	3.2	15.3	17.1	13%	2%	70%	81%	11.4	10.1			
招商地产	000024	推荐	32.8	n.a.	n.a.	53.9	0.71	0.92	1.20	30%		48.7	45.9	35.5	27.3	7.1	3.8	3.4	3.1	27.3	30.7	20%	7%	57%	30%	10.9	8.5			
金融街	000402	推荐	14.0	n.a.	n.a.	34.7	0.42	0.51	0.62	22%		17.3	33.4	27.2	22.4	5.8	2.4	2.2	2.0	14.7	15.4	-5%	-9%	46%	10%	6.3	5.3			
保利地产	600048	审慎推荐	27.6	n.a.	n.a.	97.1	0.64	1.00	1.15	34%		65.2	43.4	27.7	24.0	8.1	6.9	5.2	4.3	19.5	22.0	42%	26%	71%	109%	21.4	16.0			
华发股份	600325	审慎推荐	20.9	n.a.	n.a.	17.1	0.80	0.96	0.99	12%		47.7	26.2	21.8	21.1	8.6	3.8	3.3	2.9	19.0	21.0	10%	0%	64%	56%	5.3	4.5			
栖霞建设	600533	中性	7.6	n.a.	n.a.	8.0	0.18	0.19	0.25	18%		23.3	42.6	39.8	30.6	4.9	3.1	2.9	2.6	6.2	6.8	22%	12%	58%	78%	3.4	2.9			
中华企业	600675	中性	18.8	n.a.	n.a.	20.5	0.43	0.59	0.63	22%		35.6	44.1	32.1	29.9	7.1	6.3	5.3	4.5	11.1	12.1	69%	56%	64%	79%	2.3	2.0			
阳光股份	000608	中性	12.0	n.a.	n.a.	6.4	0.05	0.56	0.33	150%		35.0	227.1	21.4	36.3	3.7	3.6	3.1	2.9	8.9	9.3	34%	29%	63%	47%	2.4	2.0			
亿城股份	000616	中性	6.7	n.a.	n.a.	6.0	0.30	0.32	0.35	8%		20.2	22.2	20.5	19.0	2.6	2.4	2.2	1.9	5.3	5.6	26%	18%	50%	24%	1.1	0.9			
平均值											36%	36.1				56.5	28.4	25.6	5.7	4.1	3.5	3.1	27%	17%	61%	55%				
中间值											25%	35.3				43.0	28.1	23.7	5.3	3.8	3.3	3.0	24%	15%	64%	51%				
开发和持有:																														
浦东金桥	600639	审慎推荐	15.5	n.a.	n.a.	10.8	0.33	0.29	0.44	16%		63.0	47.1	52.9	35.1	4.4	4.2	3.9	3.5	14.4	16.0	8%	-3%	43%	43%	2.2	2.1			
陆家嘴	600663	中性	28.4	n.a.	n.a.	44.9	0.47	0.57	0.58	10%		70.3	60.2	50.1	49.3	6.5	6.3	5.6	5.0	17.8	18.3	59%	56%	47%	-26%	3.6	3.1			
中国国贸	600007	中性	10.7	n.a.	n.a.	10.8	0.35	0.21	0.35	0%		37.3	30.4	51.0	30.7	2.7	2.6	2.4	2.3	10.7	10.8	0%	-1%	48%	74%	0.5	0.5			
平均值											9%	56.9				45.9	51.3	38.4	4.5	4.4	4.0	3.6	22%	17%	46%	30%				
中间值											10%	63.0				47.1	51.0	35.1	4.4	4.2	3.9	3.5		8%	-1%	47%	43%			
B股																														
万科B	200002	推荐	10.4	13.3	29%	157.6	0.43	0.51	0.65	4%		22.1	24.3	20.2	15.9	3.7	3.1	2.8	2.5	10.6	11.1	-3%	-7%	67%	33%	33.1	26.3			
招商局B	200024	推荐	18.0	23.6	31%	62.7	0.83	1.05	1.32	21%		25.1	21.7	17.1	13.6	3.7	1.8	1.6	1.5	31.0	33.7	-42%	-47%	57%	30%	10.9	8.5			
金桥B	900911	推荐	7.3	12.3	70%	12.5	0.38	0.33	0.48	13%		27.7	19.0	21.8	15.0	2.0	1.7	1.6	1.5	16.3	17.6	-56%	-59%	43%	43%	2.2	2.1			
陆家B	900932	推荐	14.4	16.1	12%	52.2	0.55	0.64	0.63	23%		33.4	26.2	22.3	22.7	3.1	2.7	2.5	2.3	20.3	20.1	-29%	-28%	47%	-26%	3.6	3.1			
平均值											15%	27.1				22.8	20.4	16.8	3.1	2.3	2.1	1.9	-32%	-35%	53%	20%				
中间值											17%	26.4				23.0	21.0	15.4	3.4	2.3	2.1	1.9	-36%	-38%	52%	31%				
H股																														
中国海外	688	推荐	17.7	22.9	29%	144.5	0.49	0.75	0.95	39%		37.4	36.3	23.5	18.7	5.5	4.4	3.5	3.2	13.0	16.3	36%	8%	62%	47%	24.2	21.6			
华润置地	1109	推荐	17.2	20.0	16%	86.6	0.35	0.57	0.72	43%		103.6	49.2	30.2	24.0	3.9	2.6	2.4	2.1	17.0	18.2	1%	-5%	49%	43%	24.1	22.8			
首创置业	2868	推荐	3.3	4.6	39%	6.7	0.22	0.24	0.28	12%		12.0	15.0	14.0	12.0	1.4	1.4	1.3	1.3	5.9	6.1	-44%	-46%	68%	71%	8.7	4.9			
绿城中国	3900	推荐	12.0	14.0	17%	18.4	0.55	0.66	0.85	24%		18.7	21.8	18.1	14.1	2.1	1.9	1.8	1.7	16.8	17.5	-29%	-32%	76%	140%	25.0	15.4			
远洋地产	3377	推荐	7.6	10.4	36%	35.9	0.32	0.38	0.51	26%		40.6	23.9	20.3	15.1	2.1	1.9	1.7	1.7	10.5	11.6	-27%	-34%	59%	33%	12.6	12.0			
雅居乐	3383	审慎推荐	9.9	11.6	17%	35.6	0.41	0.69	0.82	41%		15.9	23.8	14.3	12.0	3.7	2.4	2.2	2.0	13.1	13.6	-25%	-28%	61%	35%	28.7	26.8			
富力地产	2777	中性	15.8	18.4	16%	51.0	0.73	0.86	0.96	15%		16.0	21.6	18.4	16.4	3.8	3.0	2.7	2.5	17.2	18.4	-8%	-14%	73%	123%	26.2	25.8			
世茂地产	813	中性	14.3	14.0	-2%	50.4	0.36	0.84	0.90	58%		16.4	39.4	17.0	15.9	2.6	2.3	2.0	1.8	15.1	15.6	-5%	-9%	59%	66%	25.8	24.2			
碧桂园	2007	中性	3.4	4.1	22%	55.5	0.10	0.18	0.20	43%		12.6	34.6	18.6	17.0	2.7	2.5	2.4	2.2	4.3	4.9	-21%	-30%	61%	32%	46.1	45.9			
瑞安地产	272	中性	4.9	4.8	-2%	24.8	0.51	0.27	0.33	-19%		11.2	9.7	18.3	14.9	1.5	1.2	1.1	1.1	5.8	6.0	-15%	-18%	45%	36%	13.8	10.6			
方兴地产	817	推荐	2.6	3.6	37%	23.0	0.09	0.14	0.16	31%		34.1	27.8	18.2	16.2	1.9	2.1	1.6	1.5	4.4	4.5	-40%	-42%	60%	40%	1.6	1.2			
深控股	604	推荐	3.5	4.5	31%	12.2	0.20	0.25	0.31	25%		12.2	17.4	13.9	11.1	1.2	1.0	1.0	0.9	6.0	6.4	-43%	-46%	58%	66%	22.5	13.6			
平均值											28%	27.6				26.7	18.7	15.6	2.7	2.2	2.0	1.8	-18%	-25%	61%	61%				
中间值											28%	16.2				23.9	18.3	15.5	2.4	2.2	1.9	1.8	-23%	-29%	60%	45%				

资料来源：彭博、中金公司研究部

图表5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。