



沈莉
021-53519888-1922
shenli@sigchina.com

收益将增加，上调评级

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	16.47
12mth A 股价格区间 (元)	20.08/5.28
总股本 (百万股)	1010.78
无限售 A 股/总股本	12.59%
流通市值 (百万元)	2091.69
每股净资产 (元)	3.94
PBR (X)	4.18

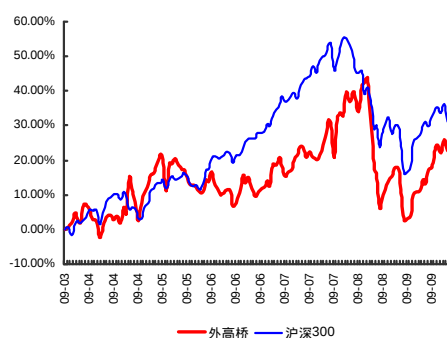
基本数据 (09H1)

上海外高桥 (集团) 有限公司	62.54%
-----------------	--------

基本数据 (09H1)

进出口及国内贸易	58.63%
房地产销售	14.67%
房地产租赁	10.65%
其他业务	16.05%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



■ 公司动态：

公司出售森兰地块，于 9 月 11 日正式挂牌交易；公司向控股股东借款 8.5 亿；随着长江隧道和崇启大桥的建设车，公司启东地块将受益。

■ 公司影响：

卖地缓解资金压力，有利于打造森兰地块

上海市规划和国土资源管理局网站 2009 年第 2 号转让公告，外高桥森兰地块在 9 月 11 日挂牌，此地块的起拍总价为 12.19 亿，起始楼板价为 7521 元/平米，交易结果将在 9 月 21 日揭晓。卖地将缓解资金压力，引进开发商，有利于共同打造森兰地块。

公司向控股股东借款 8.5 亿，优化公司借款结构

公司申请向外高桥集团借款 8.5 亿，可降低公司财务费用支出，提高公司利润水平；有助于优化公司借款结构，锁定利率。09 年中报显示流动负债占负债总额的比例为 87.82%，借款结构不合理，每年的租金收益被短期借款利息不断侵蚀。

投资建议：

未来六个月内，上调“超强大市”

我们保守估计公司卖地楼板价为 1.1 万元/平米，上调外高桥 10 年 EPS 至 0.67 元，对应市盈率为 25 倍，RNAV 为 18 元/股，目前估值较为低估，上调至“超强大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	985.35	8553.38	7229.12	10629.13
年增长率 (%)	—	—	-15.48%	47.03%
归属于母公司的净利润	10.56	242.05	218.00	668.40
年增长率 (%)	—	—	-9.94%	206.60%
每股收益 (元)	0.01	0.24	0.21	0.67
PER (X)	/	68.63	78.43	24.58

注：有关指标按最新总股本为 1011 百万股计算（—代表不可比）

一、 公司努力解决资金问题

外高桥负债率一向高居不下，中报显示公司净负债率为 89%，虽低于去年年报的 116%，但依然远高于行业平均水平，财务压力较大。虽然公司有稳定的租金收入，但过高的负债限制了公司的房地产开发业务的发展。年报显示公司 09 年公司预计资本性投入 36 亿元，其中，预计森兰项目 20 亿元。

公司与浦东金桥、陆家嘴的区别在于由于在保税区内只有建设，基本没有土地批租和房地产的出售，因此公司的负债率比较高，公司的进一步发展，必须要依靠多渠道融资，解决资金问题。

如果公司的负债率能够下降，那么租金收益不会再为短期借款利息侵蚀。每年稳定的收租收入约为 7 亿元，将贡献更多的利润。

1.1 出售森兰地块

上海市规划和国土资源管理局网站 2009 年第 2 号转让公告显示，外高桥森兰地块在 9 月 11 日挂牌，此地块的起拍总价为 12.19 亿，起始楼板价为 7521 元/平米，交易结果将在 9 月 21 日揭晓。该四幅地块的建设用地面积分别为 47870 平方米、26110 平方米、20140 平方米、8690 平方米，总计出让土地超过 10 万平方米；规划容积率分别不大于 1.8、1.3、1.4、1.6；除 A2-1、A9-1 含 20% 配套商业外，其余地块全部为纯住宅用地。以容积率计算，4 幅地块的全部建筑面积达到 16.2 万多平方米。

“森兰·外高桥”项目，整个项目东至杨高北路，南至赵家沟，西至张杨北路，北至航津路，属于建设中的“外高桥新市镇”的核心区域，整个项目的占地高达 5.74 平方公里，且整体而言的绿化用地比例高达 70%（将建设浦东地区最大的绿地和最大的湖泊）。

去年 7 月，土地市场较为低迷，新加坡的仁恒地产曾经以底价 11.9 亿元摘得“森兰·外高桥”首批向外转让的 A1-1、A1-2 地块，当时的成交楼板价仅为 7500 元/平方米。

而在最近成交的赵巷 10 号地块的一侧，在售的龙湖滟澜山楼盘的房价早已远超 18000 元，所以，金地获该地块的成交价 14500 被认为是一个还算适宜的地价；而以之相较，外高桥即将推出的 4 幅地块，附近在售楼盘金地未来的一手房价亦已高达 18000 元，且房源已经基本售罄。

我们经过实地调研，保守估计每平方米能够出售 1.1 万元/平方米。我们作的收入预测的假设也是如此。

表 1 森兰地块附近商品房住宅二手房售价

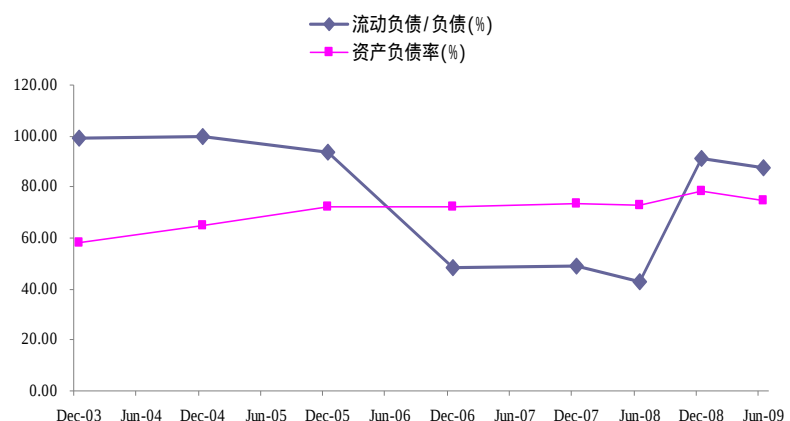
名称	单价（元/平方米）
金地未未来	20000
仁恒家园	19000
绿地威廉	17000

数据来源：搜房网、上海证券研究所整理

1.2 公司向控股股东借款 8.5 亿

公司申请向外高桥集团借款 8.5 亿，可降低公司财务费用支出，提高公司利润水平；有助于优化公司借款结构，锁定利率。09 年中报显示流动负债占负债总额的比例为 87.82%，借款结构不合理，每年的租金收益被短期借款利息不断侵蚀。

图 1 流动负债比例和资产负债率



数据来源：上海证券研究所

二、 未来受益于南隧北桥的开通

据外高桥发行股份购买资产的报告书显示，外高桥集团（启东）产业园有限公司（以下简称“启东公司”）成立于 2008 年 4 月 22 日，外联发持有 60% 股权，启东滨海工业园开发有限公司持有 40% 股权。主要负责江苏省启东市人民政府与外高桥集团合作的外高桥集团（启

东)产业园(以下简称“产业园”)的开发。已经取得产业园一期 13.2 万平方米土地使用权。

2008 年报告期内, 启东产业园项目正式启动并取得重大突破。外联发公司成功投标拍得江苏启东滨海工业园核心景观区域 4.12 万平方米 801#商业住宅用地, 并于当年完成一期工程土建施工。

图 2 启东工业园区



数据来源：启东新闻网，上海证券研究所

2008 年 1 月 28 日, 上海外高桥集团(启东)产业园在启东滨海工业园奠基, 这是上海外高桥(集团)有限公司成立 30 年来第一次走出上海建园区。2008 年 9 月 10 日, 占地约 5 平方公里的上海外高桥集团(启东)产业园正式开工建设, 注册资本 3.2 亿元。上海、启东各占股本 60%和 40%, 产业园以高端机械、电子产业为目标定位, 重点引进世界 500 强企业及国内知名大企业, 采取“统一规划、成片开发、分期建设”的模式开发建设。产业园不仅增加了外高桥的土地、厂房等资源, 为公司破解能源资源瓶颈制约、应对商务成本升高等奠定了基础; 同时大幅度拓展了企业运作空间, 为迫切需要建设生产、物流等配套基地的龙头企业提供了新的集成服务。日本丸仓公司、上海药明康德等纷纷入驻产业园。

因此, 未来外高桥不仅能享受到上海这座一线城市经济发展的各

种有利条件，同时还能从产业向二、三线城市转移中取得收益。

图 3 高档商务中心“外高桥·海韵广场”效果图



数据来源：启东新闻网、上海证券研究所

启东的魅力在于随着南隧北桥和崇启大桥的开启，她将进入上海“一小时都市圈”。上海长江隧桥工程是国家重点公路建设规划中上海至西安公路的重要组成部分。工程采用“南隧北桥”方案，是目前世界最大的桥隧工程。通道南起浦东五号沟，接上海郊区环线，过长江南港水域，经长兴岛再过长江北港水域，止于崇明岛陈家镇。其中，以隧道方式穿越长江南港水域，长约 8.9 公里；以桥梁方式跨越长江北港水域，长约 10.3 公里；长兴岛和崇明岛接线道路长约 6.3 公里，全长 25.5 公里，项目总投资约 126 亿元。

崇启大桥，起自上海崇明岛陈家镇，南面与在建的上海崇明越江通道相连，向北跨越长江口北支江，止于启东市汇龙镇，与宁启高速公路相接。因为地处长江入海口，被称为“江苏长江第一桥”。这座由江苏与上海两省市直接对接的首座特大型跨长江大桥，工程全长 51.7 公里，其中江苏段长 21.0 公里，上海段 30.7 公里；6.8 公里跨江大桥江苏段长 4.5 公里，上海段长 2.3 公里。

图 4 沪崇桥工程和崇启大桥将连通上海和启东



数据来源：上海证券研究所

长江隧道和崇启大桥的开工建设把启东推向了长三角经济圈的前沿阵地，国内外客商纷纷抢占商机，争取在崇启大桥通车之前将项目建到启东来。随着大桥效应的日益凸显，启东市的招商引资全面转型。“拼资源、卖土地的粗放式招商引资，不是可持续发展之路。现在，我们更看重产业链招商，聚集上下游产品，降低综合配套成本。启东经济开发区现有规模工业企业 120 多家，其中林洋电子、海四达、盖天力药业、东泰电工等一大批规模型、外向型、效益型、高技术型企业迅速崛起，占据了全市 50 强的“半壁江山”。

长江隧道原定于 2009 年 9 月 28 日通车，最晚 10 月底通车，随着交通的便利，公司启东项目将日益增值。

三、 公司业绩、估值及策略

我们认为房地产行业最差的时期已经过去，工业地产也会随着经济的复苏而逐步走出低谷。园区物业的租赁和销售也会有更好的表现。公司租金收益较为稳定，出租收入为 7 亿左右，贡献净利润约为 2 亿。

公司森兰土地收益将增加 2010 年的收入，我们提高 10 年 EPS 至 0.67 元。市盈率为 25 倍。NAV 重估 18.00 元左右。目前估值较为低估。我们上调“超强大市”的投资评级。

公司的主要资产包括 200 万平米的外高桥园区内出租物业；园区内 200 万平米的低成本土地储备，主要位于物流园区和微电子园区；我们估计森兰项目 134.20 万平米建筑面积的土地储备，原有的建筑面积约有 200 万平米，除去 68 万平米的配套住房，已经向仁恒出售了建面 15.8 万平米的土地。此次将出售 16.2 万平米的地块，我们所做的 NAV 重估和收入预测假定未来再出售 16 万平米的地块，剩下 84 万平米的土地自己开发。

表 2 公司房地产项目 NAV 重估表 单位：万平米、万元

项目	未 结 算 面积	物业性质	权益	重估增值	重估方法
森兰	134.20	住宅商业写字楼	100	960265.84	权益法
常熟项目	11.00	住宅商业	100	30290.96	权益法
启东商务项目	4.12	商业住宅	100	30771.76	权益法
保税区现有出租物业	200.00	办公楼/厂房	100	266404.67	DCF
保税区内土地储备	200.00	土地储备	100	88914.31	市价法
皇冠假日酒店	不祥	5 星酒店	100	0.00	DCF
保税区宾馆	不祥	3 星酒店	100	0.00	DCF
千岛湖大酒店	不祥	3 星酒店	100	0.00	DCF
合计				1376647.54	

数据来源：上海证券研究所

表 3 NAV 重估值

NAV 重估	
物业增值	13766.47
净资产	4433.67
合计	18200.15
总股本数	1010.78
每股重估净资产（元）	18.02

数据来源：上海证券研究所

表 4 公司 2010 年房地产开发业务收入

项目名称	权益结算面积 (万)	收入(万)	成本(万)	主营税金及附加 (万)
森兰	16.20	178200.00	56700.00	10103.94
常熟项目	11.00	71500.00	29700.00	4054.05

数据来源：上海证券研究所

表 5 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	8553.38	7229.12	10629.13
营业总成本	8194.62	6193.30	7194.56
营业税金及附加	175.27	148.13	189.11
销售费用	177.89	150.35	191.94
管理费用	305.24	257.98	329.35
财务费用	223.01	188.48	240.62
利润总额	392.20	353.22	1083.01
减：所得税	88.45	79.66	244.24
净利润	303.75	273.56	838.75
母公司所有者净利润	242.05	218.00	668.40
少数股东损益	61.69	55.56	170.35
每股收益（元）	0.24	0.21	0.67

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 1011 万股计

分析师承诺

分析师郭昌盛 沈莉 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。