

步步为营，深耕商业地产

报告要点

- **公司具备成功运作持有物业的前提条件。**如同我们 09 年所预料，中国商业地产已经全面觉醒，在诸多开发商或主动或被动纷纷参与的时代，关注点需落实在运营层面。我们以新鸿基地产作为范本挖掘运营初期的要点，并归纳为四个方面：经济形态支撑、前期运营资金储备、培育期资源配备以及财务风险控制，与陆家嘴做横向比较，我们认为公司已具备成功的前提条件。
- **资源禀赋优势显著。**陆家嘴转型前土地批租业务的积淀让公司以低成本秉承大量陆家嘴区域的优质地块，具升值潜力。公司在沪津住宅项目储备共计 72.8 万平，将支撑短期业绩，预计至 15 年公司持有物业布局完成，租金与销售收入之比约为 1:1.05，达到公司租售平衡的目标。此外，集团公司资产注入等形式下的支持推动战略转型。
- **运营前景广阔，存有三方面触发因素：综合体运营、集团项目以及资本市场机遇。**随着 96 广场等商业项目的经验累积，公司业态正由单一写字楼物业类型向综合体转变，并将在天津项目上一展身手；集团则有两个项目将利好于公司发展——迪斯尼项目与面积达 2.83 万平方公里的世博前滩地块，前者将打开公司在旅游地产的发展空间，后者或为公司提供陆家嘴高端综合体区域运作平台；此外，未来 REITs 的发行以及商业地产估值优势的体现都将带来资本市场机遇。
- 11 年公司土增税进入清算，业绩有所下滑，预计 11-13 年 EPS 为 0.55, 0.64 和 0.86，A 股与 B 股股价悬殊，关联公司增持行为也体现集团公司对 B 股的信心，予以 A 股“谨慎推荐”评级，B 股“推荐”评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2754	3731	3618	4331
增长率 (%)	-26%	35%	-3%	20%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1191.7	1025.6	1200.4	1604.6
增长率 (%)	1%	-14%	17%	34%
每股收益 (元)	0.638	0.549	0.643	0.859
净资产收益率 (%)	11.6%	9.2%	9.9%	11.9%
每股经营现金流 (元)	-1.02	-1.17	-0.07	0.21
现金分红收益率 (%)	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%

当前股价: 11.70
金融行业评级 看淡

公司基本数据 2012. 1. 20

总股本(万股)	186768
流通 A 股/B 股(万股)	135808/50960
资产负债率	49.23%
每股净资产 (元)	6.40
市盈率 (当前)	18.34
市净率 (当前)	1.83
12 个月内最高/最低价	19.25/10.66

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师:
苏雪晶
(8621)68751692
suxj@cjsc.com.cn
执业证书编号: S0490510120021
联系人:
刘璐
(8621)68751692
liulu1@cjsc.com.cn

正文目录

第二眼看陆家嘴.....	5
从土地批租到持有物业运营	5
转型的必然	6
业态模式协同金融区发展	7
持有物业运营前提	9
经济形态支撑	10
前期运营资金储备	12
培育期资源配置	14
财务风险控制	16
陆家嘴优势	19
坐拥丰富资源，具升值潜力	19
销售业务保证短期业绩	21
集团公司支持下的战略转型	22
运营前景	22
单一物业类型向综合体转变	22
借力集团项目拓展新空间	24
资本市场发展机遇	27

图表目录

图 1: 陆家嘴股权结构	5
图 2: 陆家嘴区域土地储备	5
图 3: 陆家嘴营业收入构成	5
图 4: 陆家嘴主要持有物业规模	5
图 5: 陆家嘴土地一级开发业务	6
图 6: 陆家嘴一级土地开发业务毛利率比较	6
图 7: 土地开发商经营现金流量净额 / 营业收入(TTM)	6
图 8: 土地开发商有息债务/股东权益	6
图 9: 陆家嘴租赁收入结构	8
图 10: 两桥一嘴租赁业务毛利率	8
图 11: 两桥一嘴租赁业务收入	8
图 12: 新鸿基地产业务收入构成	9
图 13: 新鸿基利润构成（2011 年 1-6 月）	9
图 14: 新鸿基地产转型路径	9
图 15: 香港就业人口人均 GDP（1900 年不变价）	10
图 16: 香港甲级写字楼月租金	10
图 17: 香港商业零售楼宇月租金	10
图 18: 上海就业人口人均 GDP（1995 不变价）	11
图 19: 上海写字楼开发销售情况	11
图 20: 上海写字楼租赁情况	11
图 21: 上海写字楼租金及空置率走势	12
图 22: 新鸿基转型前现金流状况	13
图 23: 陆家嘴转型前现金流状况	13
图 24: 新鸿基地产土地储备构成	14
图 25: 新鸿基地产收益构成	14
图 26: 陆家嘴持有物业面积结构	15
图 27: 陆家嘴租金收入结构	15
图 28: 陆家嘴持有物业与销售物业收入（预计未来 5 年内）	15
图 29: 陆家嘴经营性以及投资性现金流（2005-2011）	16
图 30: 新鸿基地产净负债率	16
图 31: 新鸿基地产转型后期现金流状况	17
图 32: 陆家嘴净负债率	17
图 33: 陆家嘴现金资产比	18
图 34: 陆家嘴借款利率	18
图 35: 陆家嘴土地储备（全国）	19
图 36: 陆家嘴土地储备（上海）	19
图 37: 陆家嘴核心区域项目分布一览	19
图 38: 投资性房地产（成本法计量）	21
图 39: 投资性房地产（公允价值计量）	21
图 40: 陆家嘴商业物业规模	23

图 41: 上海久光百货营业收入.....	24
图 42: 上海久光百货净利润.....	24
图 43: 上海迪斯尼规划.....	24
图 44: 上海周康板块住宅成交比较.....	26
图 45: REITs 组成结构.....	27
图 46: 各国 REITs 市值 (十亿美元)	27
图 47: 美国 REITs 投资领域.....	27
图 48: 香港 REITs 回报指数与恒生指数比较 (08 年 10 月 31 日为基期)	28
图 49: 新鸿基与地产板块市盈率	28
图 50: 新鸿基与地产板块指数 (基期 1993 年 1 月 1 日)	28
表 1: 目前主要土地开发项目情况.....	7
表 2: “两桥一嘴” 业务比较.....	7
表 3: 上海各板块写字楼租赁情况.....	12
表 4: 陆家嘴 05 年来所获储备项目	16
表 5: 陆家嘴持有物业.....	20
表 6: 陆家嘴销售业务.....	21
表 7: 陆家嘴集团公司转让项目	22
表 8: 陆家嘴商业项目运营情况	22
表 9: 96 广场业态结构	22
表 10: 上海久光百货运营概况.....	23
表 11: 其他区域迪斯尼产业拉动效应	25
表 12: 世博板块前滩项目概况.....	26
表 13: 陆家嘴销售物业估值	29
表 14: 陆家嘴持有物业估值	29
表 15: 陆家嘴 NAV 估值汇总.....	29
公司财务报表及指标预测	31

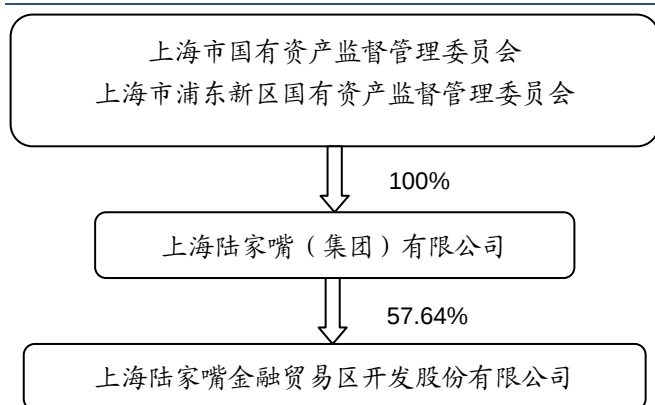
第二眼看陆家嘴

从土地批租到持有物业运营

陆家嘴股份公司成立于 1992 年，是以上海市政府为背景的上市公司，业务始于陆家嘴金融贸易区的开发建设，2004 年之前，公司的主营方向为土地批租。而 12 年开始，一直占公司业绩收入 50% 以上的土地批租收入将退出历史舞台，收益结构则转变为地产开发与持有并举的模式，项目区域也从上海延伸至天津，陆家嘴一级开发的历史使命终结，如今公司已经完成了战略跃迁。

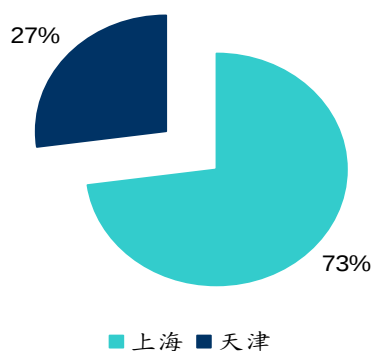
公司的模式转型始于 2005 年，是年在公司实施股改的同时，公司也开始进入战略转型之年，意欲将主业从土地批租转向持有经营。年内新开工 8 项持有型物业，面积达 28 万平米，而此前 12 年积淀下的存量物业仅 15 万平米，发展至今，公司主要并表项目在管物业面积达 64 万平米，主要在建物业 110 万平米，业态包括写字楼、研发楼、酒店、商业广场以及高端住宅等，另外还拥有 50% 的国际展览中心股权，为公司提供持续增长的投资收益。

图 1：陆家嘴股权结构



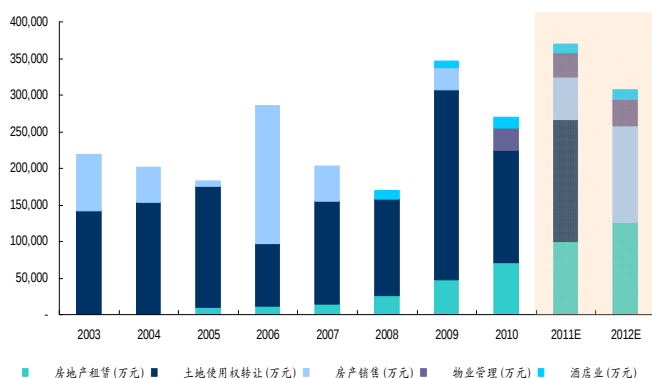
资料来源：wind，长江证券研究部

图 2：陆家嘴区域土地储备



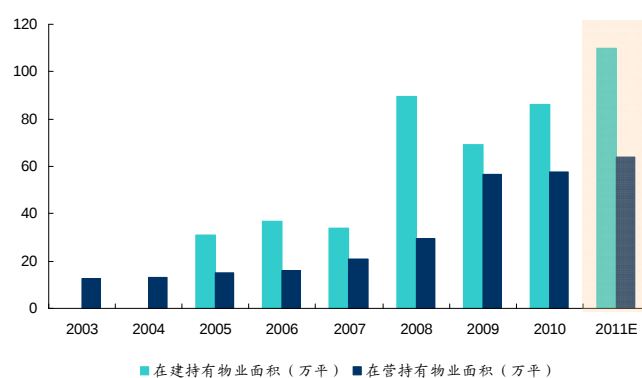
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：陆家嘴营业收入构成



资料来源：wind，长江证券研究部

图 4：陆家嘴主要持有物业规模



资料来源：公司公告，长江证券研究部

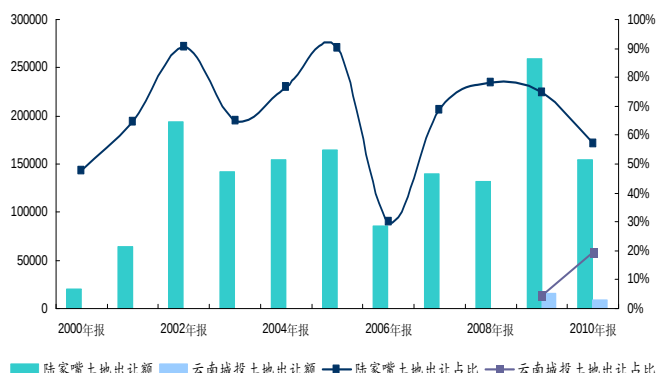
转型的必然

陆家嘴经营土地批租业务有十余年，最为显著的特点在于区位优势。由于开发地块即陆家嘴中心区随金融业的入驻发展，地块迅速升值，公司批租业务的毛利率一直处于 60%-85% 的高位，这是目前其他批租商难以企及的水平。土地批租的盈利模式主要有两种：其一是分成模式，即土地出让金剔除建设成本与政府提取基金等项目，剩余的净收益与政府分成，批租收益取决于土地使用权出让金；其二是固定收益率模式，即采用成本加成法，目前利润率多在 10% 左右。与陆家嘴的差距一方面来自资源禀赋的区别，另一方面，则来自宏观局势。地产格局的均衡首先需要土地价格的合理回归，11 年以来土地出让溢价率整体走低，这对于土地批租业务而言，必然面临盈利空间越来越小的挑战。

其次，**现金回流期不确定**给公司**资金面带来压力**，尤其是在分成模式下，需待土地验收之后才能获得收益，出让时间与金额都不可控，同时在进行一级整理的数年期间，都将承受较高的融资成本。另一方面，政府回款多采用分期模式，以近期拟重组 ST 创智的国地置业为例，地方政府约定结算当年支付率为 50%，支付期限可拉长至两年，这进一步强化不确定性，对公司现金流形成考验。目前城投类企业高负债运营造成对地方融资平台的担忧正源于此。

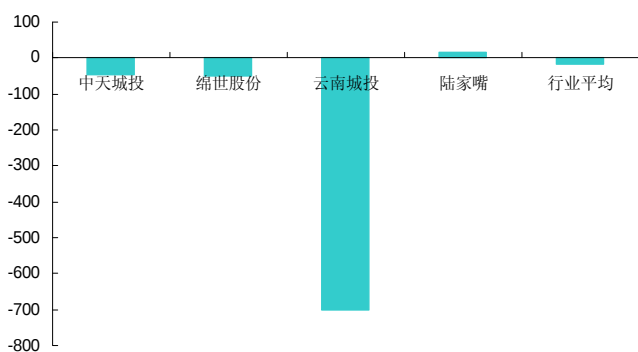
最后，也是最关键的因素在于**土地一级开发不具备可持续性**，即便受益于国资背景，但受制于区域以及体量，因此不能成为公司运营的核心要素，从这一角度出发，谋求新方向是必然选择。

图 5：陆家嘴土地一级开发业务



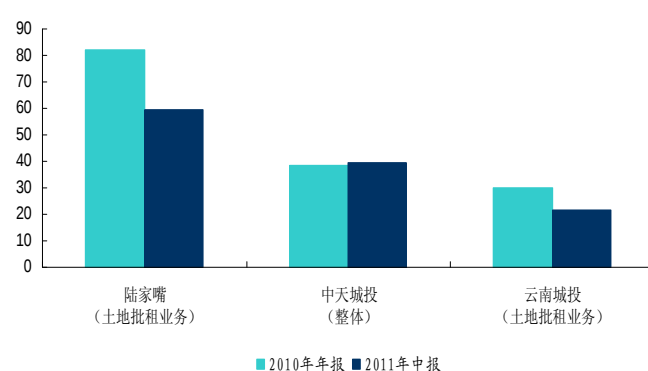
资料来源：wind，长江证券研究部

图 7：土地开发商经营现金流量净额 / 营业收入(TTM)



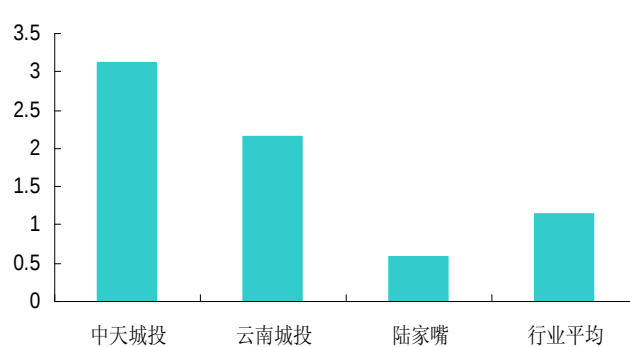
资料来源：wind，长江证券研究部

图 6：陆家嘴一级土地开发业务毛利率比较



资料来源：wind，长江证券研究部

图 8：土地开发商有息债务/股东权益



资料来源：wind，长江证券研究部

表 1：目前主要土地开发项目情况

公司名称	盈利模式分类	盈利模式	地理位置及开发规模
云南城投	分利模式	土地出让纯收益的50%，收益率不足5%时，政府另行支付差价	昆明市六甲乡，北靠主城建设区，约27.87平方公里
中天城投	分利模式	通过收购项目公司股权方式介入土地一级开发。获得土地出让纯收益的70%	贵阳市云岩区渔安安井片区，系贵阳市中心城区云岩区的组成部分，约9.53平方公里
绵世股份	分利模式	通过控股、参股子公司参与土地一级开发与旧城改造。投资人获得60%土地出让纯收益	成都市成华区保和乡、成都市郫县犀浦镇龙梓万片区，约2100亩，合约1.4平方公里
长春经开	分利模式	公司支付政府土地出让净收益（111,607.83万元），剩余出让收益归公司所有	长春市玉米工业园，合约2.23平方公里
铁岭新城	分利模式	政府分得土地出让金（5000元/亩）等，当土地使用权出让金累计超出45万元/亩，加收超出部分35%出让金，剩余收益归公司	铁岭市凡河新区，约22平方公里
冠城大通	固定收益率模式	协议约定土地一级开发 利润率8%	北京市朝阳区太阳宫新区D区，约1000亩，合约0.67平方公里
华夏幸福	固定收益率模式	园区开发 成本加成10% 作为委托结算费用；怀来生态城市建设 利润率15%	河北固安工业园区，60平方公里；大厂潮白河工业区70平方公里；怀来生态新城约121.72平方公里
ST创智	固定收益率模式	固定回报率39%（39%中包括融资成本以及管理费用）	成都龙泉驿区天鹅湖片区约2.83平方公里，十陵片区约4.17平方公里

资料来源：公司公告，长江证券研究部

业态模式协同金融区发展

陆家嘴与浦东金桥和外高桥并称为“两桥一嘴”，源于三者都是上海国资背景下，以区域开发为目的的公司，而目前三家公司都已经转向以物业租赁为核心的经营模式。其中陆家嘴与浦东金桥采用租售并举的方式，而外高桥在租赁之外，还提供工业增值服务。

表 2：“两桥一嘴”业务比较

公司名称	开发区域	区域业态	公司业态
陆家嘴	上海陆家嘴金融贸易区，其中陆家嘴中心区1.7平方公里	金融贸易	租赁物业： 以写字楼为主，商业物业为未来扩展方向，另有软件园、居住物业（东和公寓）等 销售物业： 住宅，商业等
浦东金桥	上海金桥出口加工区，总规划27.38平方公里，负责加工区土地开发、基础建设、招商引资、产业发展和功能配套	工业	租赁物业： 包括厂房仓储、居住物业和配套办公和商业物业，已形成西部碧云国际社区、东部工业园区和南部海关监管区三大租赁基地 销售物业： 住宅

外高桥 上海外高桥保税区，总规划面积10平方公里 工业

租赁物业：主要为厂房仓储等工业物业
工业增值业务：现代物流和国际贸易

资料来源：公司公告，长江证券研究部

以租赁业务的发展来看，陆家嘴的优势明显。首先从开发区域来看，陆家嘴最具区位优势，地处市中心的金融贸易区；其次业态定位受益于商业地产快速增长。陆家嘴地产租赁业务以写字楼以及商业为主，而两桥因开发区均为工业园区，因此地产租赁业务以工业地产为主，而写字楼与商铺租金增速优于工业地产，这也体现于陆家嘴毛利率的上升趋势；再次，陆家嘴更具物业发展规模空间。陆家嘴相对而言最晚发展持有型物业，因此仍在发展期，自 05 年一直到 15 年都将有新的持有物业入市，而两桥的物业规模已基本定型，这直接支撑了陆家嘴总体租赁收入规模增速优于两桥。

资源禀赋、定位优势以及择时发展共同引致目前的陆家嘴会优于两桥表现。

图 9：陆家嘴租赁收入结构

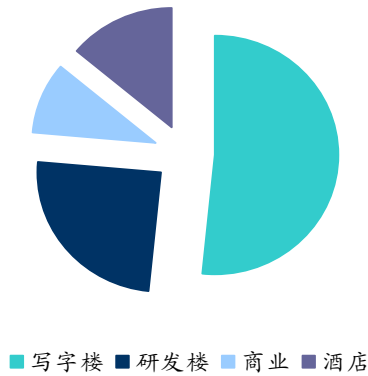
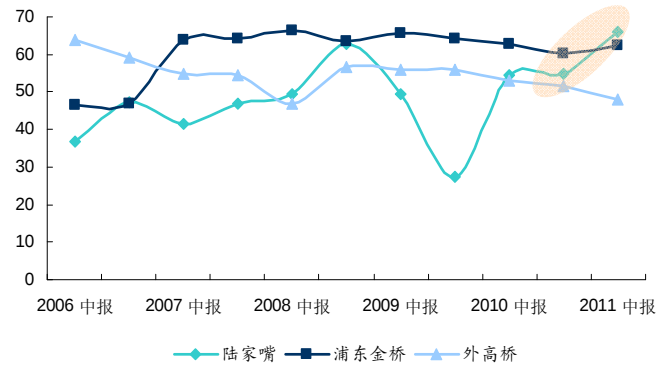


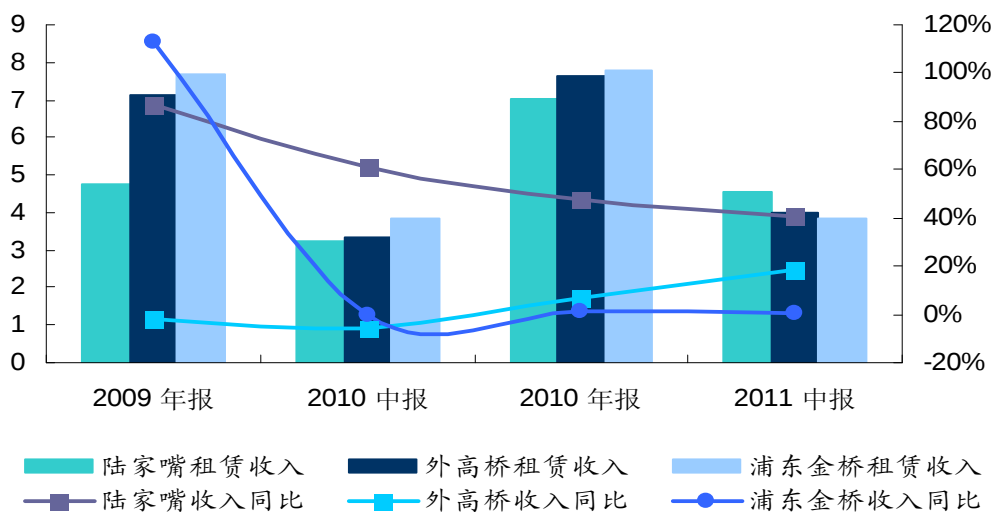
图 10：两桥一嘴租赁业务毛利率



资料来源：wind，长江证券研究部

资料来源：wind，长江证券研究部

图 11：两桥一嘴租赁业务收入



资料来源：wind，长江证券研究部

持有物业运营前提

随着商业经济的进一步繁荣以及政策调控的催化作用，11 年以来，国内商业地产的投资气氛炙手可热，而对于商业地产投资的内核应是持有物业运营，与强调周转的住宅开发模式不同，其未来价值体现在以下几方面：首先，收租方式下稳定且持续的现金流，这是持有物业的内核价值，能够降低公司业绩随行业周期性的波动幅度；其次，投融资平台多样化后能够带来优势，商业持有物业不仅能受益于 REITS 发行，运营成熟后通过抵押以及交易市场都能极大地扩充公司现金流；再次，更具差异化运作空间，利于品牌的建立以及进入壁垒的构筑。

为细化分析持有物业运营的前景尤其是运营初期的关键点，我们以新鸿基地产作为范本进行挖掘。

图 12：新鸿基地产业务收入构成

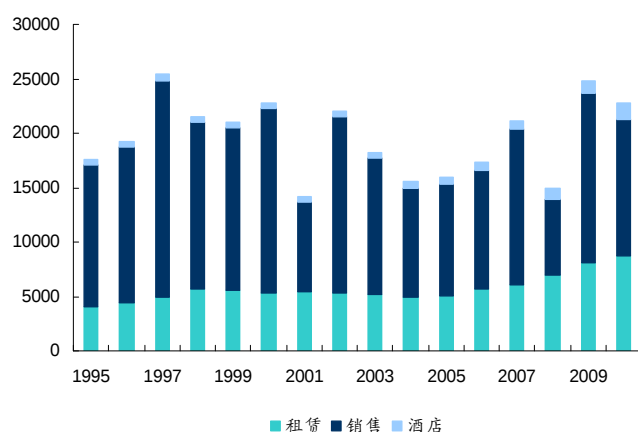
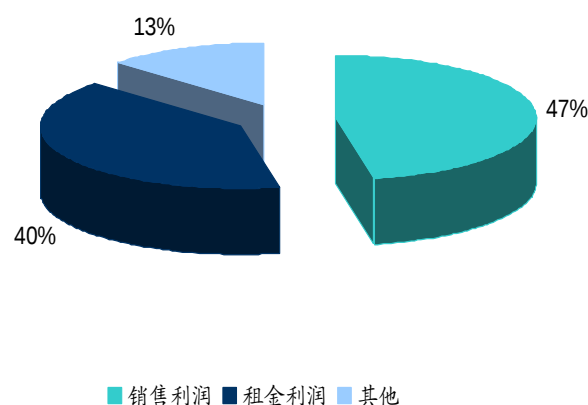


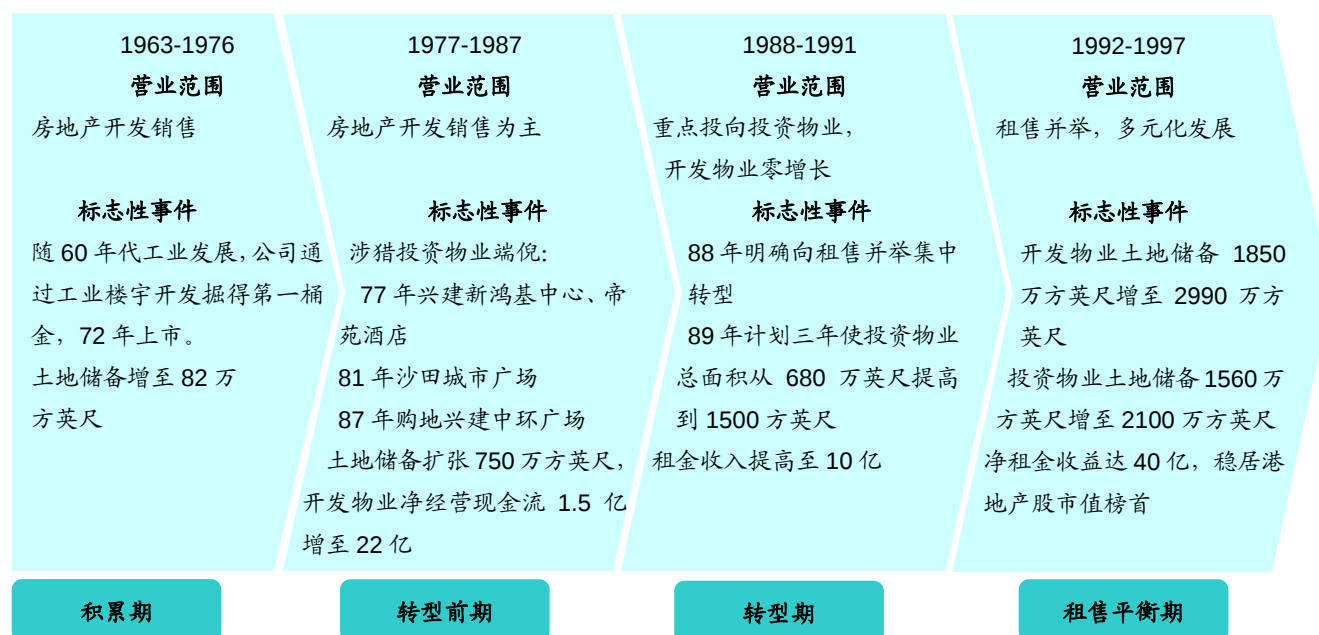
图 13：新鸿基利润构成（2011 年 1-6 月）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 14：新鸿基地产转型路径



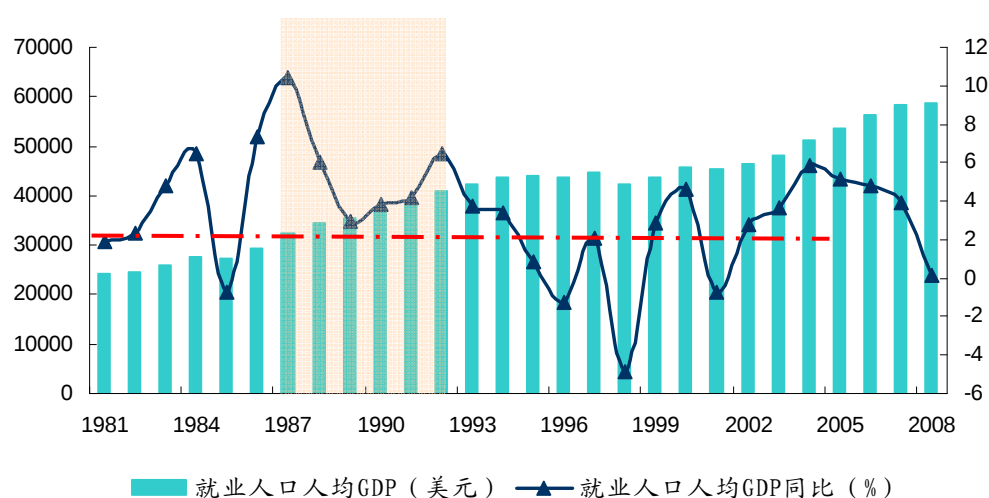
资料来源：公司公告，长江证券研究部

新鸿基地产创办于 1963 年，公司最初专注于房地产开发销售，至今已经成为香港规模最大的持有物业运营商之一，同样也是目前香港地产公司市值最大的企业。

在新鸿基的发展壮大过程中，历经从纯粹的地产开发销售商变为租售并举的重大转型。转型期中，对于持有即投资物业的培育存在长达 11 年的准备期与 4 年的集中转型期。对于这 11 年的要点，我们归纳为如下几方面，并由此与陆家嘴做横向比较，衡量在这个中国商业地产已经觉醒，诸多开发商或主动或被动纷纷参与的时代，陆家嘴能否真正成为这一领域的标杆。

经济形态支撑

图 15：香港就业人口人均 GDP（1900 年不变价）



资料来源：wind，长江证券研究部

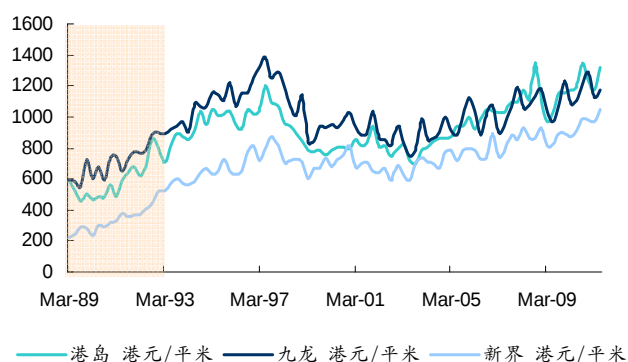
经营形态的转变首先需要外部条件的支持，在新鸿基转型的四年中，天时地利反映在香港市场 80 年代中后期的经济复苏，自工业经济向第三产业的重心转移，带来了人均 GDP 的一次高速增长，同时也带动写字楼以及商业楼宇租金的显著上涨。

图 16：香港甲级写字楼月租金



资料来源：wind，长江证券研究部

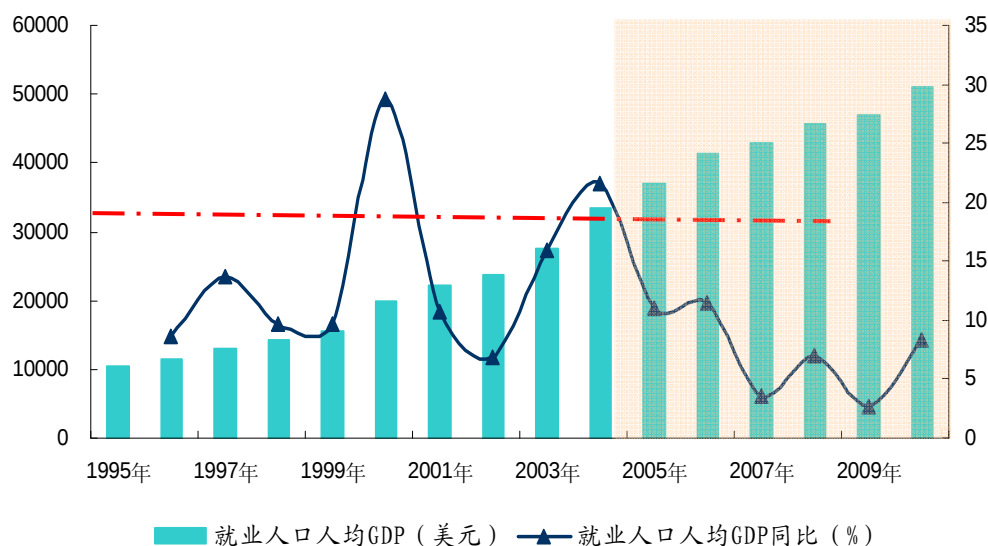
图 17：香港商业零售楼宇月租金



资料来源：wind，长江证券研究部

对比陆家嘴，可知目前上海尤其是陆家嘴金融贸易区的经济形态是公司发展持有物业的一个支撑点。2004 年上海就业人口人均 GDP 已经与香港 87 年的水平相当，即步入商业地产与写字楼市场的发展期。

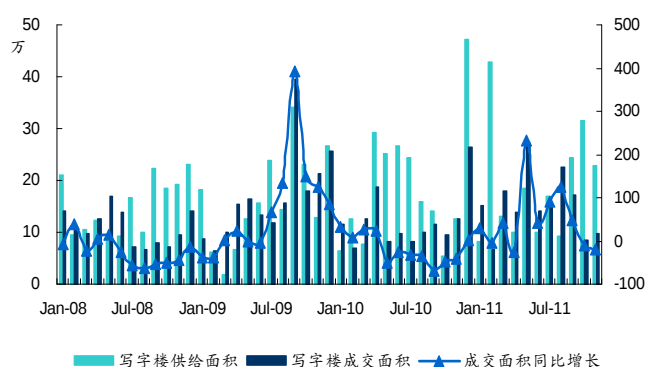
图 18：上海就业人口人均 GDP（1995 不变价）



资料来源：wind，长江证券研究部

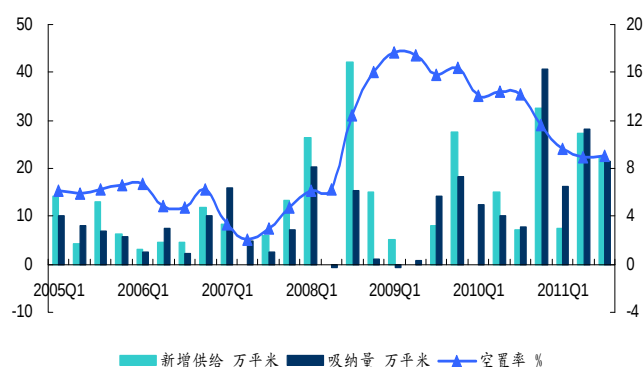
从上海整体行业走势来看，为公司资源升值营造了大环境。以陆家嘴主要持有物业写字楼市场为例，上海地区的整体投资额与销售的比例自 08 年以来逐步下滑，供需失衡越来越显著，反映到租赁市场，新增供应也逐渐跟不上吸纳量的脚步，空置率自 09 年下半年开始呈现下行趋势，最终体现到租金方面，11 年来也开始向上突破。

图 19：上海写字楼开发销售情况



资料来源：长江证券研究部

图 20：上海写字楼租赁情况

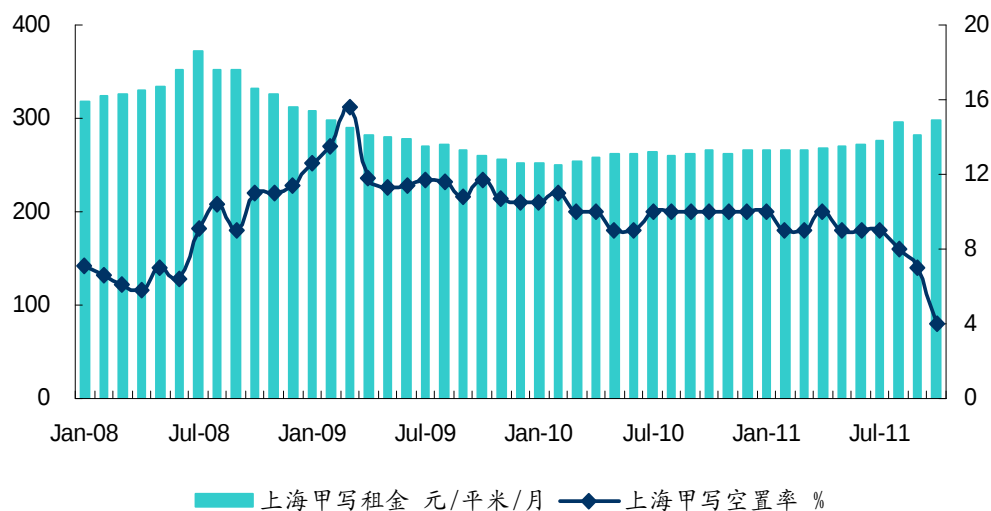


资料来源：Savills，长江证券研究部

从细分市场观察，陆家嘴因定位金融贸易区为上海最大的写字楼商圈，目前体量仍然在继续增长，但是空置率下行，11 年二季度租金环比上涨 8.33%，预计随着供给增速的下滑，而

上海作为国际金融中心的地位越来越重要，将进一步催生租金上涨。这将为拥有这一市场大量物业的陆家嘴公司带来稳定且持续增长的收益。

图 21: 上海写字楼租金及空置率走势



资料来源：中原地产，长江证券研究部

表 3: 上海各板块写字楼租赁情况

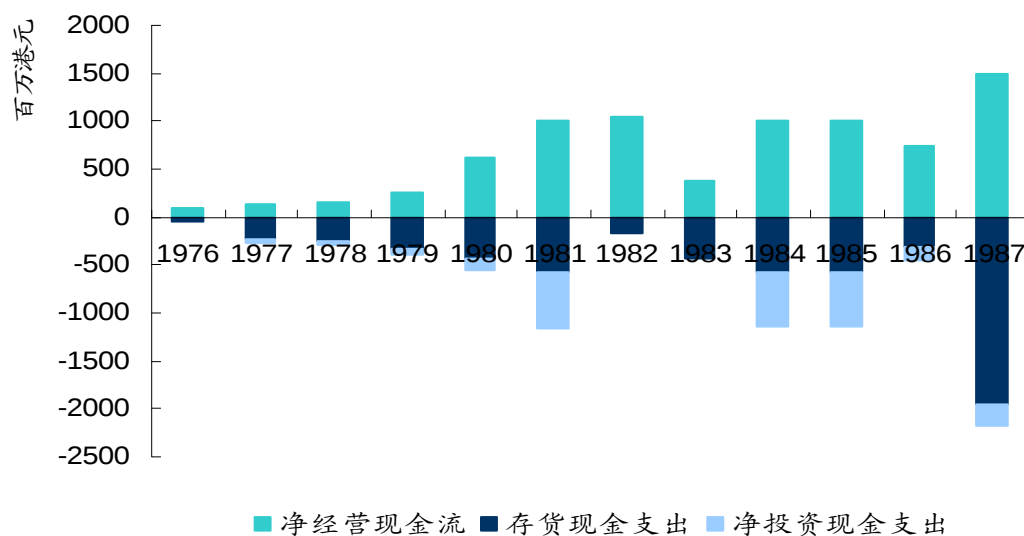
市场/细分市场	存量	在建项目 量	本年迄今项目 完成量	空置率			租金（元/平方米·月）		
				Q1 2011	Q2 2011	空置率降幅	Q1 2011	Q2 2011	租金涨幅
陆家嘴	1,276,605	448,400	78000	10.00%	9.80%	0.20%	360	390	8.33%
人民广场	342,389	0	0	5.00%	5.00%	0.00%	370	393	6.22%
南京东路	391,438	264,508	68000	4.20%	23.00%	-18.80%	381	395	3.67%
淮海路	347,426	245,000	0	3.30%	3.30%	0.00%	395	437	10.63%
徐家汇	124,103	0	0	3.00%	2.50%	0.50%	372	394	5.91%
虹桥	343,658	294,000	60000	7.30%	5.00%	2.30%	279	301	7.89%

资料来源：Cushman & Wakefield，长江证券研究部

前期运营资金储备

宏观经济为公司酿造外部契机，但持有型物业投资回报期长、初始投资高的特点对于公司资金储备的挑战较大，尤其是在 REITs 等融资体系尚且不够提供支持的环境之下。在新鸿基成功转型之前，公司已经累积了可观的现金流储备，净经营现金流由 1976 年的 1.5 亿增至 1987 年的 15 亿，高速增长的资本来自于公司开发物业的快周转经营，因此在这转型前期，公司在持有物业的投入比例较低：开发物业的投入为 58 亿，而持有物业为 23 亿，其中还包括来自拆分新世界股份的 11 亿。

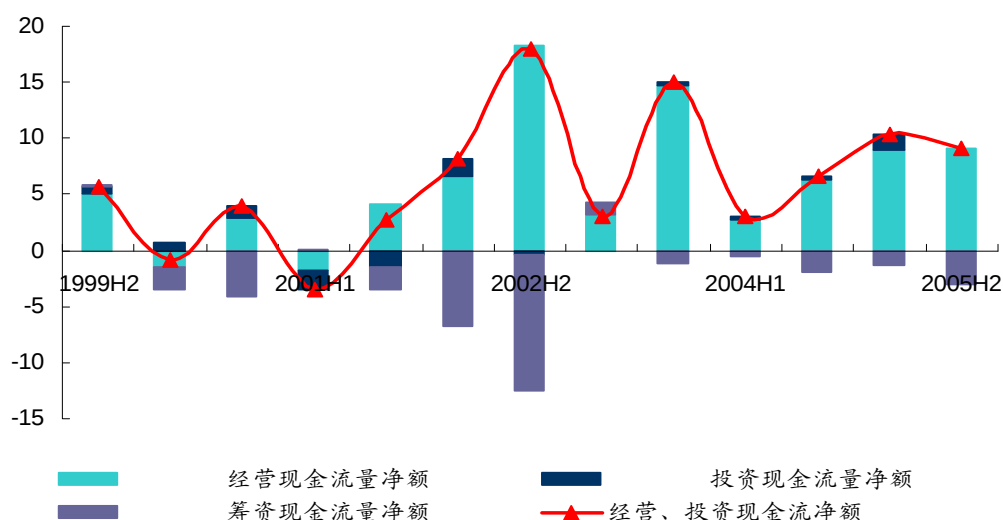
图 22：新鸿基转型前现金流状况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

再来考察陆家嘴在 05 年以前的现金流状况。如同新鸿基地产，陆家嘴在转型前期因受益于土地批租业务同样积淀了大量资本积累，1999 年至 2004 年之间，公司经营性以及投资性现金流净额累计 51.97 亿，其中 02、03 年经营、投资现金流净额分别达 17.93 亿和 15.05 亿，为此后的转型提供财务支撑。

图 23：陆家嘴转型前现金流状况

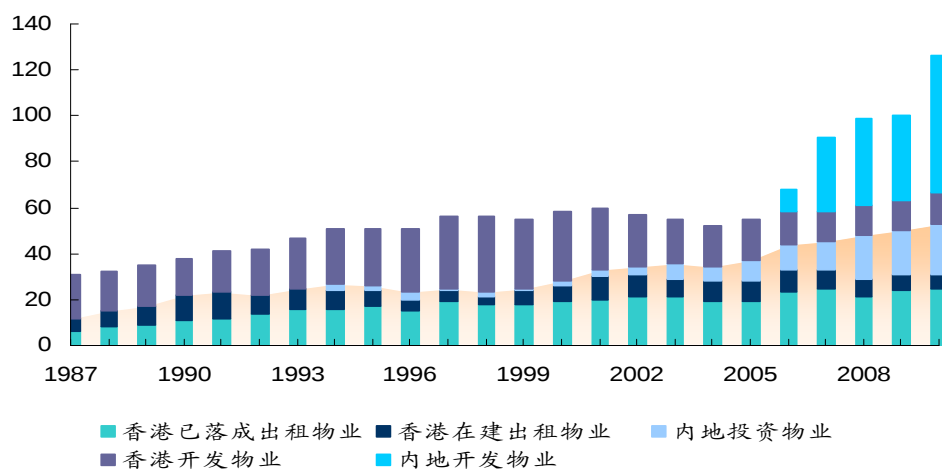


资料来源：公司公告，长江证券研究部

培育期资源配置

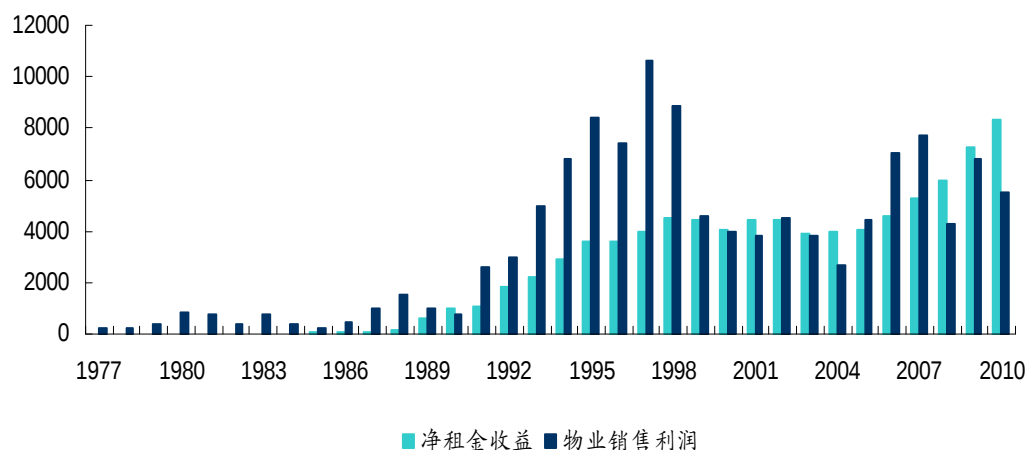
新鸿基在转型期的另一个特点，即在转型期对于投资物业与开发物业的资源配备十分明确，1988-1991 年期间，公司在开发物业方面的土地储备负增长，主力开拓投资物业，出租物业土地储备由 680 万平方英尺增至 1560 万平方英尺。资金投向投资物业总额达 95 亿，与开发物业投资额之比近 4:1。集中的扩张也让租金收入由 1988 年的 1.2 亿增至 1991 年的 10 亿，形成了一次跨越。

图 24：新鸿基地产土地储备构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 25：新鸿基地产收益构成

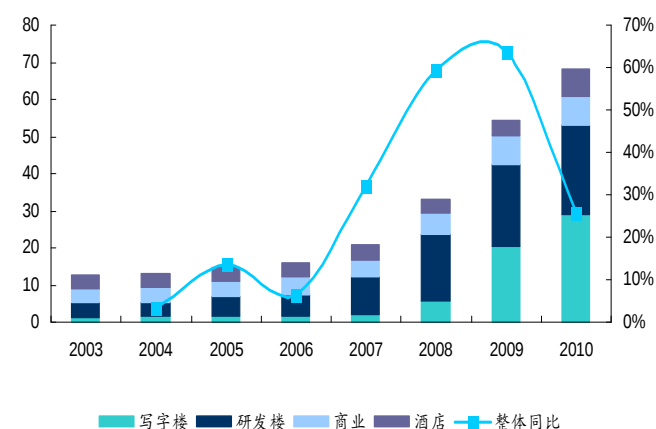


资料来源：公司公告，长江证券研究部

陆家嘴在始于 05 年的转型期间，持有物业的规模有了明显的扩张，至 10 年底主要持有物业规模增长 422.59%，主要是甲级写字楼规模的扩大：其在营规模由 04 年的 1.46 万平米升至

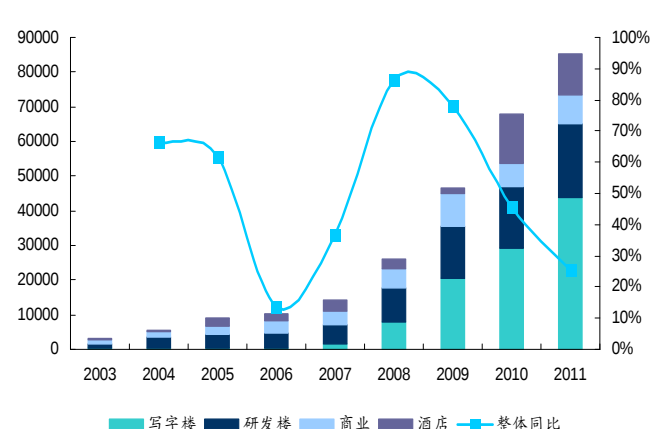
10 年的 29.14 万平米。

图 26：陆家嘴持有物业面积结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

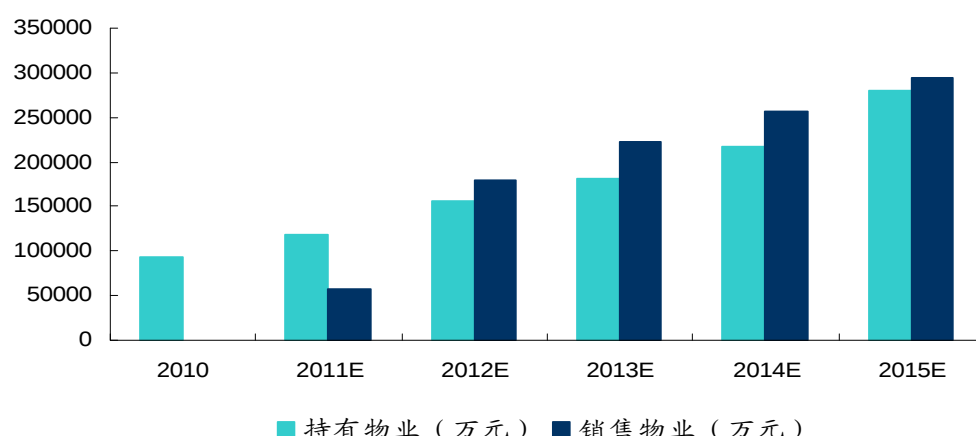
图 27：陆家嘴租金收入结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

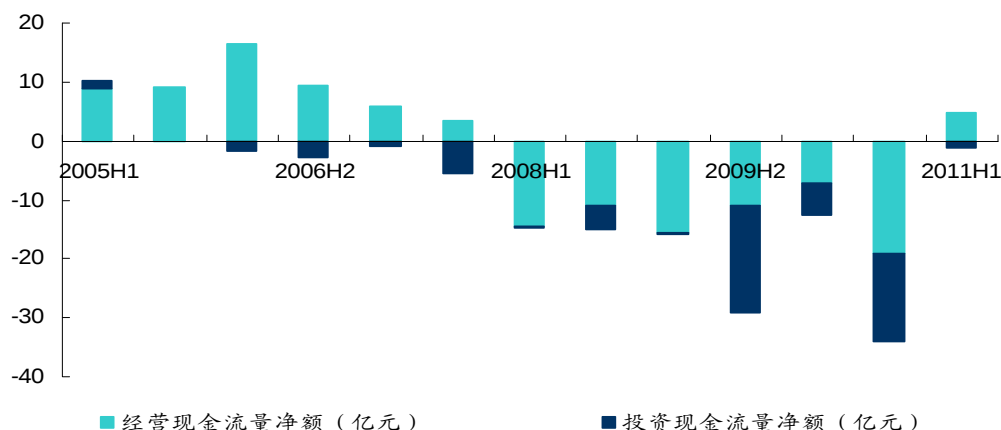
在此期间，公司的年租金收入也从 05 年的 1 亿升至 2010 年的 7 亿，预计 2011 年底，写字楼、研发楼、商业、酒店以及公寓等整体租金收入将突破 10 亿。随公司 14-15 年大量持有物业完工入市，估计至 15 年，公司来自持有物业收入（租赁物业、酒店以及来自展览收益）将达到 28.06 亿，销售物业方面，2012 年随着天津项目、爱尔法新城尾盘以及东银公寓适时入市都将进入结算，将会迎来爆发增长，假设 14 年以后销售物业收入增长率 15%，预计到 15 年公司持有物业布局完成，租金与销售收入之比约为 1: 1.05，达到公司租售平衡的目标。

图 28：陆家嘴持有物业与销售物业收入（预计未来 5 年内）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

正因为公司对于持有物业的集中布局，06 年开始公司的投资性现金流净流出额较为突出，尤其是收购项目较为集中的 09 年和 10 年。步入 2011 年，持有型物业逐步进入收获期，现金也逐渐回流。

图 29：陆家嘴经营性以及投资性现金流（2005-2011）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

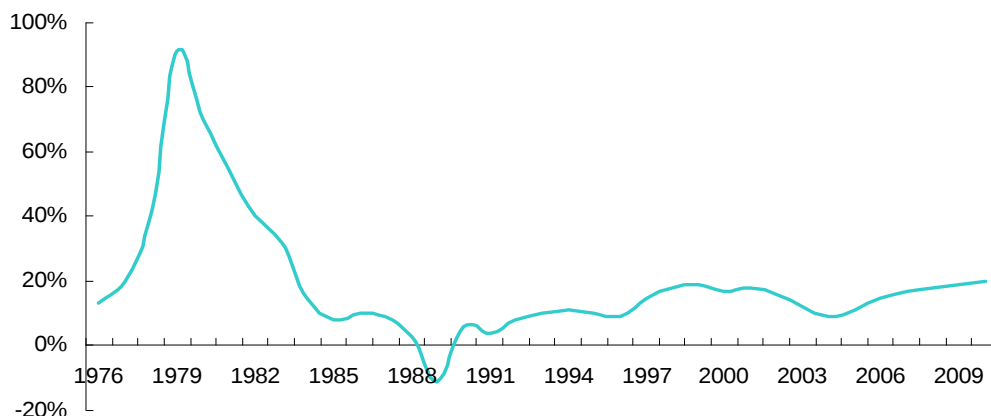
虽然公司持有型物业体量快速增长，但是在此期间并未大规模增加投资物业的土地储备，这也体现了公司的资源优势：新增物业的地块均是公司所有，相比其他企业能够省去土地成本，这在投入期能够为企业降低资金压力。

表 4：陆家嘴 05 年来所获储备项目

项目名称	属性	建筑面积（万平方米）	获取时间	获取价格（亿元）
浦项广场（陆家嘴广场）	甲级写字楼	9.85	2009 年 3 月	17.6
浦江镇中心河以南 A1、A2 地块	住宅地块	9.20	2010 年 5 月	15.28
塘桥社区 02-04 地块	写字楼地块	3.28	2011 年 9 月	5.68

资料来源：公司公告，长江证券研究部

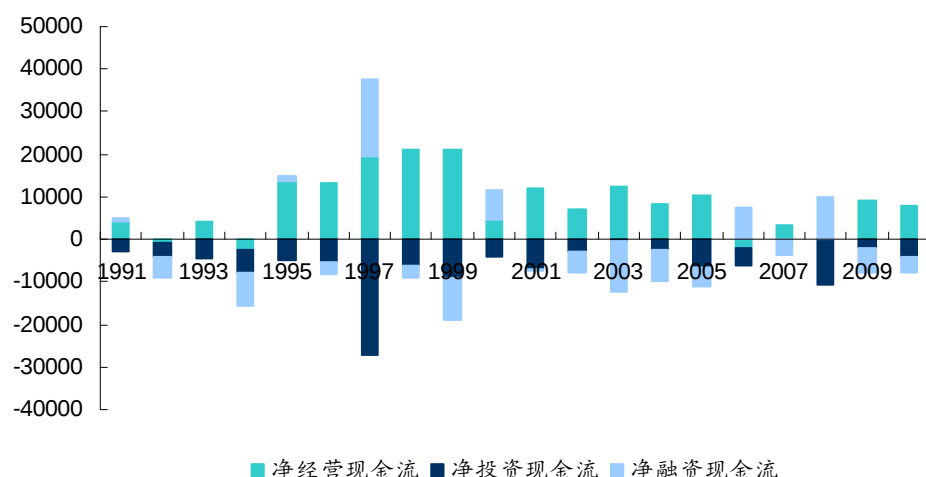
财务风险控制

图 30：新鸿基地产净负债率


资料来源：公司公告，长江证券研究部

新鸿基地产转型期另一项特征即公司在财务管理方面的严格控制。1988 年至今，公司的净负债率一直稳定在 20% 以内，不借由外部融资，主要以开发物业产生的经营性现金流补给投资物业发展需求。财务的稳健性是新鸿基在开发物业快周转、投资物业持续增长中一直保持的特色，直到目前也能看到，公司始终保持着租售均衡以及现金流均衡。

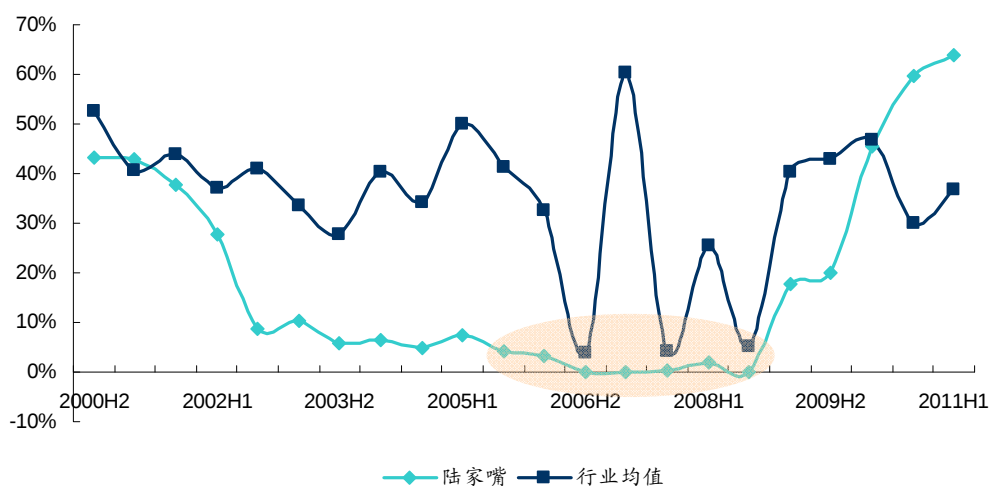
图 31：新鸿基地产转型后期现金流状况



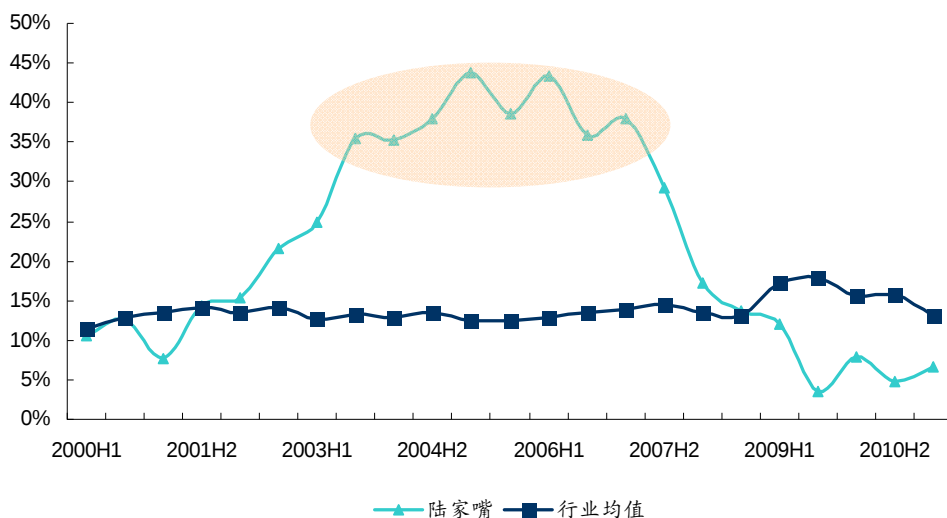
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从财务控制的角度，陆家嘴与新鸿基略有差异。陆家嘴自 2002 年开始，一直保持低负债率运作，2006 年至 2008 年期间，公司的净负债率接近为 0，公司没有长短期借款，而另一方面，同期公司持有现金与资产比例高达 30% 以上，远高于行业 10%-15% 的均值水平，足见其财务稳健度以及资金面的雄厚程度。

图 32：陆家嘴净负债率

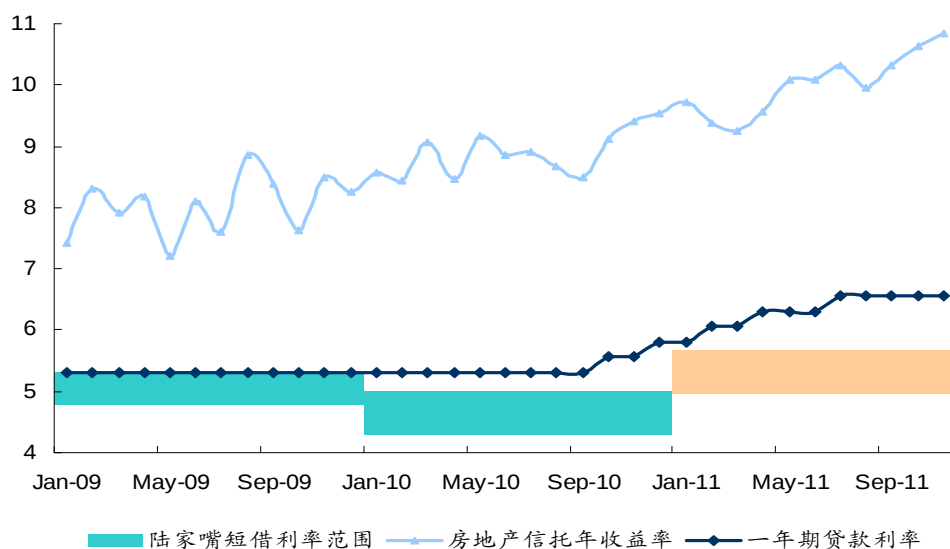


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 33: 陆家嘴现金资产比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

09 年以来公司杠杆有所加重，尽管从账面上看，公司近一年因为多项目集中入市，财务控制并不如新鸿基般谨慎，但是公司在长短期借款利率方面优势明显。09 年公司短期借款利率范围为 4.78%-5.31%，在银行一年期贷款利率之下，至 10 年，经济步入升息通道，但公司的借款利率反而有所下降，短借利率范围为 4.3%-5%。11 年上半年，公司借由集团公司又获得一笔 16 亿贷款，利率较银行基准利率下浮 10%，这对于目前行业整体资金链趋紧，而诸多开发商纷纷借道房地产信托融资的情形下，其资本成本优势可见一斑，利率近乎为信托融资的一半。

图 34: 陆家嘴借款利率


资料来源：公司公告，用益信托，wind，长江证券研究部

陆家嘴优势

坐拥丰富资源，具升值潜力

陆家嘴业务因最初以土地批租为主业，因此转型前的积淀让公司以低成本秉承大量陆家嘴区域的优质地块，公司在陆家嘴金融贸易中心区等区域拥有的主要持有物业总建筑面积达185.46万平方米。

图 35：陆家嘴土地储备（全国）

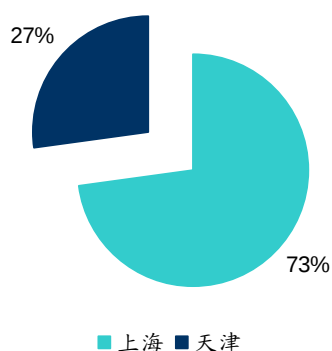
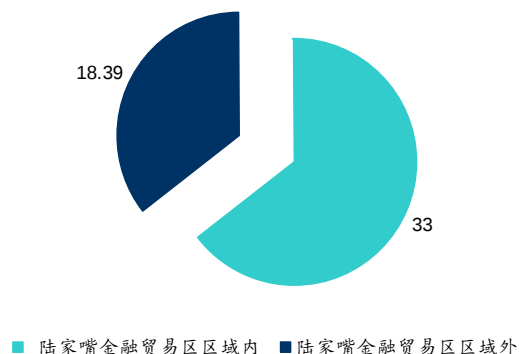


图 36：陆家嘴土地储备（上海）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 37：陆家嘴核心区域项目分布一览



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：陆家嘴持有物业

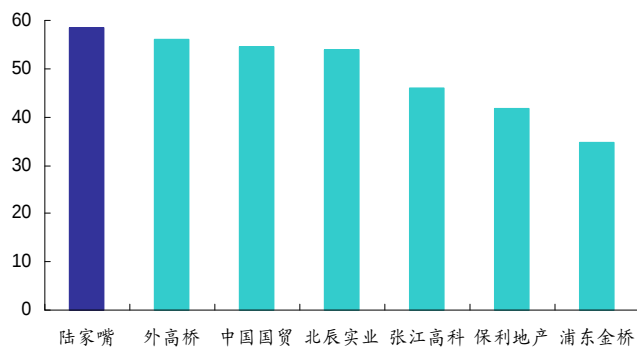
项目属性	项目名称	权益	竣工时间	城市	地上建筑面 积（万平方米）	RNAV
甲级写字楼	渣打银行大厦(陆家嘴开发大厦)	86%	2007 年	上海	4.53	135898
	星展银行大厦（陆家嘴金融中心大厦）	100%	2009 年	上海	4.39	92683
	钻石大厦	55%	2009 年	上海	3.92	85139
	陆家嘴商务广场	100%	2000 年	上海	6.75	96466
	大华银行大厦	100%	2010 年	上海	0.51	17965
	上海航运中心大楼	100%	2010 年	上海	1.12	40341
	陆家嘴基金大厦	55%	2011 年	上海	3.25	72644
	陆家嘴投资大厦	55%	2011 年	上海	3.33	82606
	塘东总部基地办公楼	100%	2014 年	上海	30.00	293094
	上海中心大厦	45%	2014 年	上海	38.00	923126
	世纪大都会（北侧 2-3 地块）办公楼部分	55%	2015 年	上海	16.40	157931
都市研发楼	软件园 1 号楼	100%	1994 年	上海	1.43	180649
	软件园 4 号楼	100%	1996 年	上海	0.81	22806
	软件园 5 号楼	100%	1996 年	上海	0.14	12995
	软件园 7 号楼	55%	2007 年	上海	1.20	2222
	软件园 8 号楼	100%	2007 年	上海	2.92	18711
	软件园 9 号楼	100%	2008 年	上海	4.08	45613
	软件园 10 号楼	100%	2009 年	上海	2.47	63637
	软件园 11 号楼裙楼	100%	2010 年	上海	7.00	38226
	软件园 C 号楼(上好佳厂房改造)	100%	2009 年	上海	1.10	19046
	软件园 E 号楼（竹园绿地配套用房）	55%	2010 年	上海	0.34	13888
	金桥创科技园	100%	2008 年	上海	3.24	4352
	软件园 2 号楼	100%	2011 年	上海	2.38	42266
	软件园 11 号楼主楼	100%	2011 年	上海	6.64	15647
商场	96 广场	55%	2008 年	上海	2.90	70041
	陆家嘴 1885 文化中心	100%	2008 年	上海	0.75	7462
	天津红桥新天地	100%	2011 年	天津	0.60	28764
住宅	东和公寓	100%	2009 年	上海	8.46	177861
酒店	明城大酒店	55%	1996 年	上海	3.89	37645
	东怡大酒店	100%	2009 年	上海	2.92	27950
展览	新国际博览中心（1-6 期）	50%	2003-2010	上海	15.04	748528
	新国际博览中心（7-8 期）	50%	2011 年	上海	4.96	239777
总计					185.46	3815981

资料来源：公司公告，长江证券研究部

陆家嘴的资源禀赋在 A 股上市公司中优势也十分明显。以投资性房地产科目反映持有物业规模，在以成本法计量的企业中，陆家嘴列首位，账面价值超过陆家嘴的仅世茂股份和金融街，

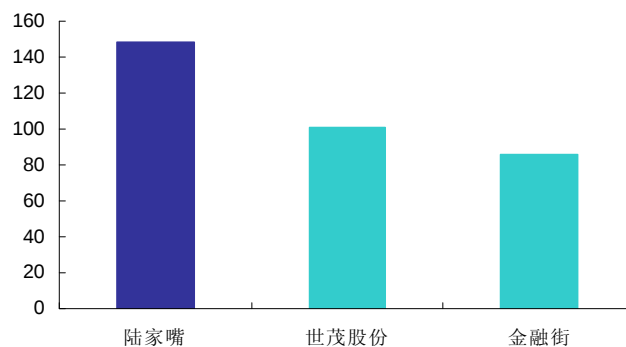
而这两家企业均采用公允价值计量。以陆家嘴在年中对于旗下 14 项物业的公允价值评估对其账面价值作调整，实际价值达 148 亿，仍处于首位。

图 38：投资性房地产（成本法计量）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 39：投资性房地产（公允价值计量）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

销售业务保证短期业绩

由于公司 11 年将逐步退出批租业务，对于这一块业绩消匿，公司通过积极开发住宅以弥补，目前主要项目分布在天津以及上海，12 年销售主力将为天津陆家嘴河滨花园一期，上海的精装项目东银公寓以及上海爱尔法新城。租售并举也将成为公司长期贯彻的方针：公司未来的租售结构将达到均衡：即租赁收入与销售收入持平。

表 6：陆家嘴销售业务

名称	权益	可结算面积	11 年结算面积	12 年结算面积	RNAV	净利润
天津小伙巷项目住宅	100%	55.10				
天津陆家嘴河滨花园（一期）	100%	8.00	0.00	4.00	29706	38490
天津陆家嘴河滨花园（二期）	100%	9.40	0.00	0.00	30889	45225
天津陆家嘴河滨花园（三期）	100%	37.70	0.00	0.00	123886	181382
东银公寓（陆家嘴花园三期）	100%	4.50	0.00	0.50	75282	106630
爱尔法新城	100%	4.00	1.50	2.00	12578	14877
21 世纪大厦	100%	-	-	-	3196	3516
塘桥社区 02-04 地块	100%	3.28	0.00	0.00	30377	44475
浦江镇中心河 A1、A2 地块	95%	9.20	0.00	0.00	39917	56109
SN1 地块（上海浦东金融广场）	100%	13.15	0.00	0.00	129905	190194
总计		89.23	1.50	6.50	475738	680897

资料来源：公司公告，长江证券研究部

除了住宅业务，公司的商业物业也蕴含着强大的爆发力。近期公司公告了一则写字楼出让的信息，公司将于 15 年竣工的浦东金融广场（即原 SN1 地块）其中一栋写字楼将转让给泰康人寿，能够为公司带来 50 亿的财政收入。该综合体项目总面积达 30 万平米，有三座写字楼以及一个商场，其中转让给泰康人寿的写字楼总建面 8.55 万平米，还有一栋写字楼体量为 4.6 万平米，如若同样转让，预计单这一项目的销售部分将带来业绩增厚 0.70。

集团公司支持下的战略转型

公司在逐步退出土地一级开发业务，从而转型为主营物业持有与开发的过程中，集团公司为公司顺利转型提供了支持。通过 6 个酒店以及物业管理等子公司的股权让渡丰富公司业态。目前集团公司主要运营重心为迪斯尼乐园以及金融板块，集团公司对于迪斯尼项目有 45% 的股权，此相关的旅游地产业务或能够为公司带来新的增长点。

表 7：陆家嘴集团公司转让项目

收购公司	收购股权	持有股权	收购价格
上海富都世界发展有限公司	50%	50%	2.35
上海浦东陆家嘴置业发展有限公司（上海张杨商业建设联合发展有限公司）	39%	51%	0.55
上海陆家嘴东怡酒店管理有限公司	100%	100%	3.22
上海陆家嘴展览发展有限公司	50%	100%	6.99
上海陆家嘴物业管理有限公司	90%	100%	0.29
上海陆家嘴贝思特物业管理有限公司	33%	33%	0.07
总计			13.47

资料来源：公司公告，长江证券研究部

运营前景

单一物业类型向综合体转变

从 08 年开始，96 广场和 1885 广场的开业，正式宣告公司单一物业开发类型又进行了丰富；除原有的写字楼、会展中心、酒店外，餐饮百货也成为重要组成部门。96 广场是公司运营的第一个较突出的综合体项目，以休闲广场为核心，业态涵盖餐饮、零售和休闲娱乐项目。通过低容量、分散布局、庭院和步行街相结合的设计理念予以广场别具一格的特色。

表 8：陆家嘴商业项目运营情况

项目属性	项目名称	竣工时间	城市	地上建面 (万平方米)	10 年出租率	11 年上半年出租率
商场	96 广场	2008 年	上海	2.90	97.70%	96.45%
	陆家嘴 1885 文化中心	2008 年	上海	0.75	81.13%	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 9：96 广场业态结构

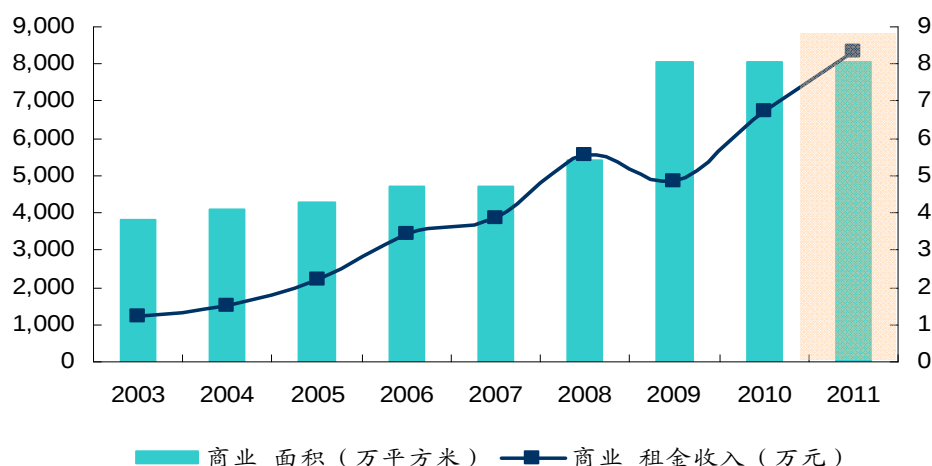
业态	比例	代表商户	收租模式	提成比例
餐饮业	40%	广州蕉叶，渝信川菜，楚炫堂，哈根达斯	营业额提成与保底租金 (15-20 元/日/平米) 两者取其高	8%-10%
零售业	40%	Lenscrafter, Ochirly, Belle, Lily, Tiffany, DHC		18%-24%
休闲娱乐	20%	上海歌城，威尔士健身房，汤姆熊		-

资料来源：长江证券研究部

另外，天津项目动工也意味着公司由单一物业开发向城市综合体重要转变；同时也是异地扩张第一步。公司已在多个 2 线城市留意土地市场机遇，天津项目一旦成功，将开始走向复制道路。

天津项目开发建设总规模为 116.5 万平方米，包括 45 万平方米的“天津陆家嘴广场”项目（地上 32 万平方米和地下 13 万平方米）和 71.5 万平方米的“天津虹桥国际社区”项目（地上 55 万平方米和地下 16.5 万平方米），总投资达到 120 亿元人民币。其中，“天津陆家嘴广场”项目将通过统一规划、设计、建设和经营，成为一个集商业、办公、文化、娱乐、餐饮、酒店、休闲等多功能于一体的综合性现代服务业集聚平台，打造天津重要的现代商务商业中心区；“天津虹桥国际社区”项目将建设成为具有运河特色文化韵味、适合国际家庭居住的国际社区，为在天津工作的外商提供良好的生活环境。

图 40：陆家嘴商业物业规模



资料来源：公司公告，长江证券研究部

在综合体开发方面的深入探索，11 年公司尝试通过引入合作方进一步巩固开发能力。3 月份公司与香港利福国际签订意向函，准备成立合资公司，分别在上海浦东陆家嘴金融城核心区域和天津鼓楼地区设立并经营大型高端百货购物中心。

尽管与利福国际的合作因成本问题未达成最终协议，但双方仍在寻求未来合作机会，而公司对于未来上海以及天津项目的规划可以通过利福国际旗下项目做一类比。

利福国际的运营项目主要为香港的崇光以及内地久光百货系列，其中上海久光百货于 2004 年 9 月正式营业，定位中高端，业态以百货与餐饮为主，自开业以来营业收入逐年增长，净利率同样逐年攀升，至 11 年中期已经稳定在 9%-10% 的水平，而业内百货零售净利率均值为 5% 左右，运营优势显著。如若公司的商业项目能够在成功运营 96 广场的经验之上，佐以久光百货在百货运营方面的优势借鉴，弥补公司商业运营中的短板，将极大推动综合体开发的能力。

表 10：上海久光百货运营概况

项目	内容
开业时间	2004 年 9 月
物业规模	总用地面积 1.7 万平米，总建面 91.613 平米，地下一层，地上九层，建筑高度 53 米

国内外品牌 500 余家，第一次进入国内市场近 10 家，第一次进入上海品牌 40 余家

代表商户：Burberry 亚洲最大旗舰店

入驻品牌

Bally、Thomas Pink 亚洲首家店

Agnes's b、Callaway 等

一楼至七楼为传统百货商铺，品牌定位中高端；二楼设有咖啡馆、酒吧等业态，八楼、

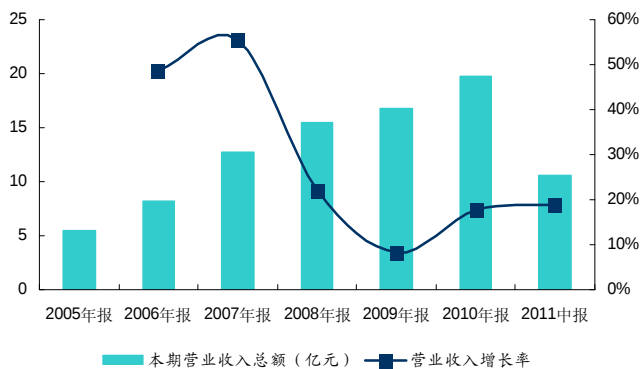
运营特点

九楼为餐饮以及美容沙龙等服务机构；

引入日本细致的商业服务模式，设有叫车、包装的等特色服务

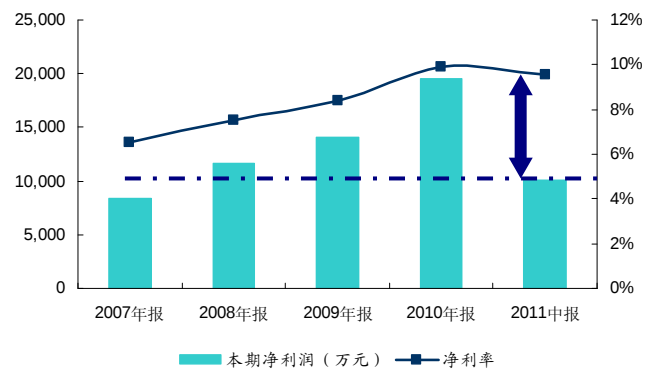
资料来源：长江证券研究部

图 41：上海久光百货营业收入



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 42：上海久光百货净利润

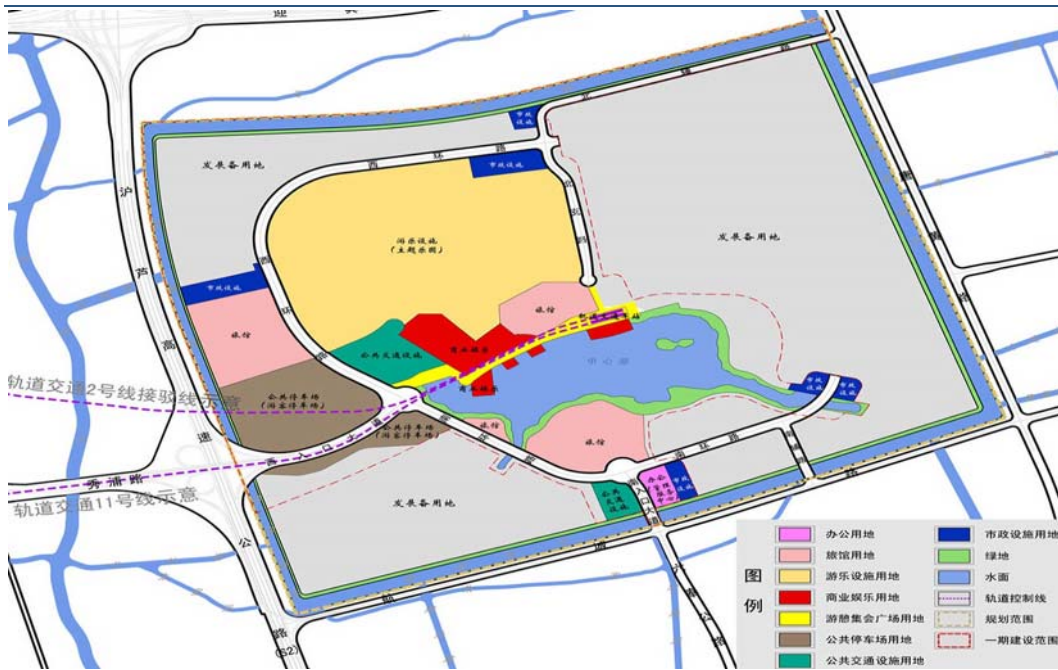


资料来源：公司公告，长江证券研究部

借力集团项目拓展新空间

迪斯尼板块

图 43：上海迪斯尼规划



资料来源：上海市政府公告，长江证券研究部

除了在综合体方面进一步融会贯通所能够带来的模式发展机遇，公司新的增长点还在于集团公司近期开发项目所蕴含的发展空间。首先是集团发展重心迪斯尼项目，这将为公司进驻旅游地产带来优势。

上海迪斯尼规划区域在南汇区，总占地面积为 7 平方公里。11 年 4 月项目正式动工，预计将于 16 年建成。项目投资达 245 亿元。首期建设的迪士尼乐园及配套区占地 3.9 平方公里，以 1.16 平方公里的主题乐园和约 0.39 平方公里的中心湖泊为核心。

迪斯尼项目的积极意义在于一方面**直接通过推动旅游业从而带动酒店、商业地产的景气度**，另一方面，通过**催熟板块配建加速地产升值**。从已落成的迪斯尼项目可以看到印证，迪斯尼对于周边产业的拉动效应，具地产发展战略意义。

表 11：其他区域迪斯尼产业拉动效应

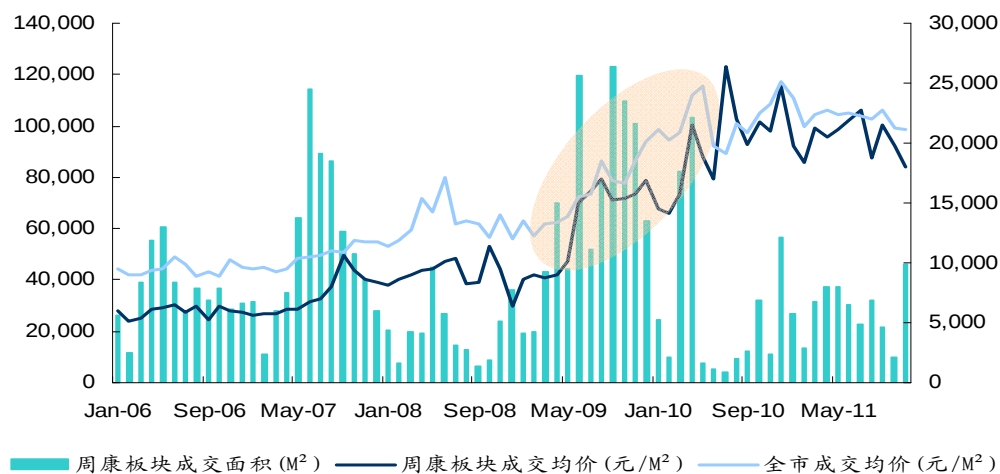
影响板块	东京迪斯尼 (1983 年)	洛杉矶迪斯尼 (1955 年)	香港迪斯尼 (2005 年)
商业地产	大规模商业设施投资兴建， 商铺满租，00 年来同比 90 年代租金同比提升 2-3 倍	66 年启动天使球场和会议 中心，93 年启动运动中心， 08 年启动大型商业中心 Anaheim Gardenwalk，安 纳罕市区租金较 10 年前增 长 200%	06 年底商业核心区租金上 涨 15%-20%，迪斯尼开幕 后 20%游客参观与之隔海 相望的碧堤 3 期
住宅地产	1991 年度假区周边区域土 地售价 400 万日元/平米， 同期东京都市圈均价 194 万日元/平米，高出 106.2%	安纳罕度假区成为洛杉矶 周边著名的旅游二居所地 区，周边地价较 10 年前增 长近 10 倍	能观看迪斯尼烟花区域一 二手楼盘价格和成交量上 涨 25%左右
旅游业	90 年代开始掀起旅游地产 热，1995 年拥有年游客接 待量达 100 万人次大型主 题公园 29 家，年营业额 15 亿美元	旅游业成为安纳罕最大产 业，迪斯尼周边 2.2 平方英 里诞生世界级旅游目的地 安纳罕度假区	05 年访港人数创新高，超过 2300 万人次，同比增 7.1%， 06 年同比增 15.62%
酒店业	周边大型旅馆住宿诞生，房 价提高，入住率达 90%以 上，随后东京湾沿岸大批高 星级酒店群落成	自 55 年落成以来安纳罕市 酒店入住率和房价为全美 增长最快城市，平均入住率 77.2%，迪斯尼周边酒店房 价为市区酒店房价 4-5 倍， 08 年继续筹建两座星级酒 店	四星级酒店 05 年房价涨幅 30%-100%，入住率 90%
零售业	掀起迪斯尼热，1983 年落 成之年迪斯尼商铺零售产 值增加 200%，如今每年创 造数亿产值	橘省访客大多停留在安纳 罕度假区，消费增加 40%	06 年四季度零售市场销售 额增长 10%

资料来源：世联地产，长江证券研究部

作为世界第六个、亚洲第三个迪斯尼主题乐园，上海迪斯尼规模为香港迪斯尼 3.7 倍，设计更为丰富，而香港迪斯尼的内地游客占比达 26%，可见客流有需求支撑。项目的成功运营将对于集团以致公司多方受益。迪斯尼从 07 年以来就有落沪传闻，直至 09 年迪斯尼与上

海市政府正式签订项目建议书，位于其周边的周康板块住宅均价就开始迅猛上涨，待真正进入运营，对于周边商业以及办公楼等其他物业的推动作用也将显现。

图 44：上海周康板块住宅成交比较



资料来源：网上房地产，长江证券研究部

前滩项目

此外，陆家嘴集团公司所获的新项目也将为公司带来发展契机。近期集团公司与土控公司达成协议，土控公司将旗下的 ES4 单元地块即前滩项目 70% 股权转让给集团公司。该项目位于世博板块，地块总面积 2.83 万平方公里，地块中心为东方体育中心，将会成为 8 号、11 号地铁线枢纽。

为借鉴国内外规划建设的先进理念，在前期的功能定位研究基础上，新区人民政府与上海市规划和国土资源管理局联合组织，邀请了具丰富经验的 4 家国内外知名设计机构，即美国 SOM、英国的宝迈蓝、英国的查普门泰勒、中规院参与国际方案征集，10 月 10 日，征集工作正式签约，计划年内完成方案征集工作。如若陆家嘴能够接手该项目的部分开发业务，此滨江地块的高端定位将成为公司新的增长点。

表 12：世博板块前滩项目概况

项目	具体内容	
位置概况	北至川杨河，南至中环线，西至黄浦江，东至济阳路，总面积 2.83 平方公里，沿黄浦江岸线长度约为 2.3 公里，上海中心城十字发展轴的南北轴的南端，是浦东新区沿黄浦江综合发展带的重要节点	
定位	ES4 单元将形成以运动休闲、文化传播、教育科研、金融商务、居住及生态环境等功能为一体的公共活动区	
规划	体育设施用地	2,570 万平米，即东方体育中心
	公共绿地	9,470 万平米
	道路广场用地	38,00 万平米
	其他（主要为城市发展用地）	124,60 万平米

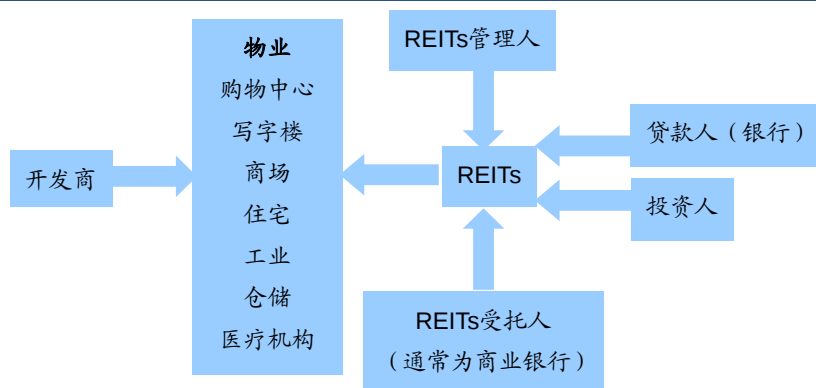
资料来源：公司公告，长江证券研究部

资本市场发展机遇

待 REITs 一解融资之困

商业地产在资本场所具备的远景机遇，重点还体现在受益于 REITs（房地产信托基金）发行。REITs 自 1960 年代源起美国，70、80 年代经历了一次快速发展，如今在多数发达国家已经相当成熟，亚洲国家包括日本、新加坡、香港等区域。

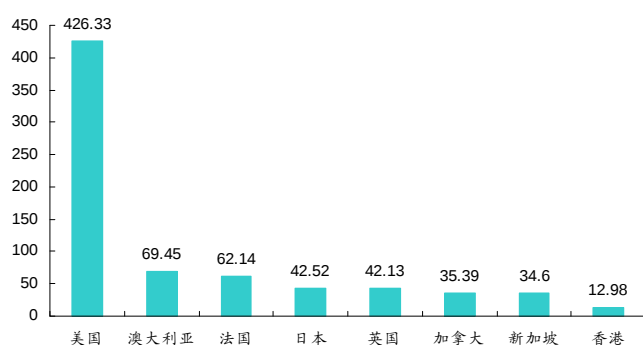
图 45：REITs 组成结构



资料来源：长江证券研究部

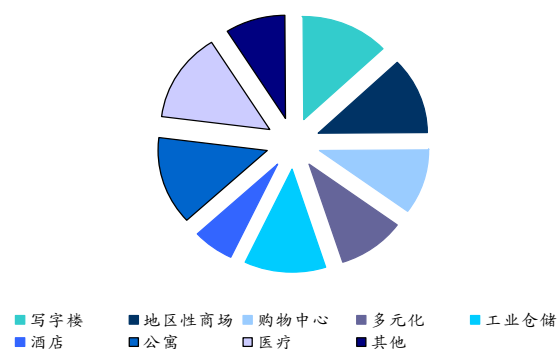
REITs 的类别主要有三类，权益型、抵押型以及混合型，但共有如下几个特点：首先，**回报稳定，以物业租金为主要收益来源**。因其需要有持续稳定的回报作保障，因此多数国家要求持有型物业的占比需在 70% 以上；其二，**对于开发商而言具融资优势**，因 REITs 主要以股权的形式，因此不会增加企业债务负担，REITs 的引入能够解决持有物业资本沉淀较大、回报期较长所带来的融资束缚，利好于企业发展；其三，**REITs 在资本市场的价值优势显著**。从香港 REITs 的表现来看，05 年开始兴起，至 10 年底整体市值已达 130 亿美元，其回报指数走势也持续领先于大盘。

图 46：各国 REITs 市值（十亿美元）



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

图 47：美国 REITs 投资领域



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

09 年国家将 REITs 的发行研究列入议程，陆家嘴自 08 年开始就有所准备，共计划了两个项目，一个是自己单独做的一个债务性质的 REITs，以渣打银行大厦以及软件园 9 号楼等几个持有型物业租金为担保，另外是与浦东金桥等三家开发企业联合设计的 REITs 项目，均于 09 年上报。从国际经验来看，这一渠道的逐渐成型也将是大势所趋，在此发展趋势下，陆家嘴必先受益。

图 48：香港 REITs 回报指数与恒生指数比较（08 年 10 月 31 日为基期）

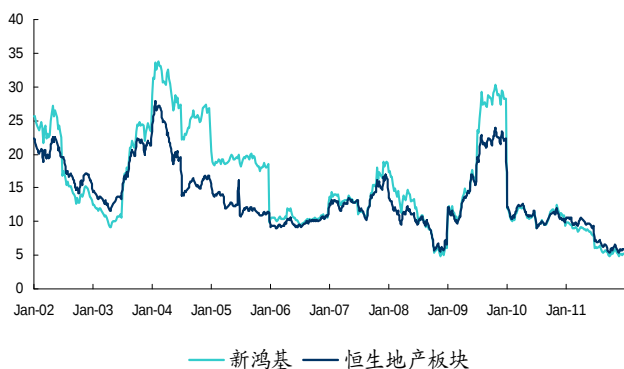


资料来源：公司公告，长江证券研究部

具未来估值优势

商业地产实体层面的兴起已经得到市场的验证，而在资本市场上也当具估值优势。我们仍然以香港新鸿基地产为例，作为香港市值最大的地产商，同时也是持有物业运营商，相对于地产板块在市盈率以及整体收益优势都有所体现，我们认为，这也将是国内地产板块估值的趋势，而目前 A 股以持有型物业为主业的公司较少，仍处于发展初期，是否能发挥优势关键因素在于企业的运营能力。

图 49：新鸿基与地产板块市盈率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 50：新鸿基与地产板块指数（基期 1993 年 1 月 1 日）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从目前的情况看来，陆家嘴绝对估值优势明显。分别对公司主要销售物业与持有物业进行估值，RNAV 合计 21.73 元，对应目前 A 股股价折价率达 46%。

相对估值方面，因为 11 年公司土地增值税进入清算，因此业绩有所下滑，预计公司 11-13 年 EPS 为 0.55, 0.64 和 0.86 元，对应 A 股 PE 为 21.31, 18.20 和 13.62 倍，对应 B 股 PE 为 10.05, 8.64 和 6.42 倍，B 股估值优势显著，而 1 月份关联公司增持也体现控股股东的信心：控股股东陆家嘴集团的全资子公司东达公司于 2012 年 1 月 16 日增持陆家 B 股 18.78 万股，平均增持股价 0.816 美元/股，占公司总股本的 0.01006%。因此，对于 A 股予以“谨慎推荐”评级，对于陆家 B 股予以“推荐”评级。

表 13: 陆家嘴销售物业估值

名称	权益	可结算面积	RNAV	净利润
天津小伙巷项目住宅	100.00%	55.10		
天津陆家嘴河滨花苑（一期）	100.00%	8.00	29706	38490
天津陆家嘴河滨花苑（二期）	100.00%	9.40	30889	45225
天津陆家嘴河滨花苑（三期）	100.00%	37.70	123886	181382
东银公寓（陆家嘴花园三期）	100.00%	4.50	75282	106630
爱尔法新城	100.00%	4.00	12578	14877
21 世纪大厦	100.00%	-	3196	3516
塘桥社区 02-04 地块	100.00%	3.28	30377	44475
浦江镇中心河以南 A1、A2 地块	95.00%	9.20	39917	56109
SN1 地块（上海浦东金融广场）	100.00%	13.15	129905	190194
总计		89.23	475738	680897

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 14: 陆家嘴持有物业估值

项目	建筑规模 (万平米/间)	营业收入		RNAV (DCF 法)
		2011	2012	
租赁业务	462.97	94960.58	123572.30	2010799.58
写字楼	27.80	43875.66	65737.99	1469160.20
软件园	19.75	20949.03	24599.02	289029.49
商业	2.42	8424.56	9352.82	74748.48
住宅	413.00	11775.46	12953.00	177861.42
酒店业务	604 (间)	12881.48	14915.39	48654.46
会展	20.00	11243.48	16887.91	494152.89
总计				2553606.92

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 15: 陆家嘴 NAV 估值汇总

NAV		
	销售物业	¥475,737.66
净权益增加值	租赁物业	¥2,553,606.92
	合计	¥3,029,344.58

股本	186768.40
每股 RNAV 增厚	¥16.22
每股净资产	¥5.51
NAV 合计	¥21.73

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2754	3731	3618	4331
营业成本	994	1698	1572	1798
毛利	1759	2033	2046	2532
% 营业收入	63.9%	54.5%	56.6%	58.5%
营业税金及附加	209	533	274	328
% 营业收入	7.6%	14.3%	7.6%	7.6%
销售费用	74	75	72	87
% 营业收入	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	156	142	137	165
% 营业收入	5.6%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用	147	139	217	97
% 营业收入	5.3%	3.7%	6.0%	2.2%
资产减值损失	-7	3	0	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	290	202	229	250
营业利润	1470	1345	1574	2104
% 营业收入	53.4%	36.0%	43.5%	48.6%
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	1491	1345	1574	2104
% 营业收入	54.1%	36.0%	43.5%	48.6%
所得税费用	273	296	346	463
净利润	1218	1049	1228	1641
归属于母公司所有者的净利润	1191.7	1025.6	1200.4	1604.6
少数股东损益	26	23	27	37
EPS（元/股）	0.64	0.55	0.64	0.86
现金流量表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	-1907	-2185	-126	394
取得投资收益	17	10	10	10
收回现金				
长期股权投资	-705	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-318	-437	-436	-343
其他	-468	0	0	0
投资活动现金流净额	-1490	-427	-426	-333
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1	0	0	0
银行贷款增加（减少）	4213	2508	926	420
筹资成本	496	-293	-397	-338
其他	-992	0	0	0
筹资活动现金流净额	3717	2215	529	82
现金净流量	320	-397	-23	143

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1143	746	724	866
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	43	58	57	68
存货	9802	14534	16187	18340
预付账款	1455	2157	2403	2722
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	12443	17496	19389	22015
可供出售金融资产	663	663	663	663
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	3778	3970	4170	4410
投资性房地产	5527	5527	5527	5527
固定资产合计	730	997	1211	1275
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	557	1	0	0
其他非流动资产	-166	-166	-166	-166
资产总计	23532	28489	30794	33725
短期贷款	4878	7385	8311	8731
应付款项	320	475	529	599
预收账款	750	1017	986	1180
应付职工薪酬	117	174	193	219
应交税费	303	521	390	498
其他流动负债	3384	4605	5024	5737
流动负债合计	9752	14176	15434	16964
长期借款	1205	1205	1205	1205
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	363	0	0	0
其他非流动负债	265	265	265	265
负债合计	11585	15647	16904	18435
归属于母公司	10282	11154	12174	13538
所有者权益				
少数股东权益	1665	1688	1716	1752
股东权益	11947	12842	13890	15291
负债及股东权益	23532	28489	30794	33725
基本指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.638	0.549	0.643	0.859
BVPS	5.51	5.97	6.52	7.25
PE	18.34	21.31	18.20	13.62
PEG	1.76	2.04	1.75	1.31
PB	2.13	1.96	1.79	1.61
EV/EBITDA	13.90	17.96	15.22	12.47
ROE	11.6%	9.2%	9.9%	11.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。