

# 陆家嘴 (600663.SH) 园区开发行业

评级：持有 下调评级

公司研究

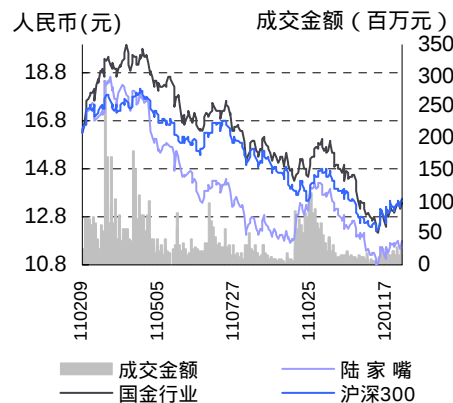
市价 (人民币) : 11.79 元

## 业务转型能否平稳过渡

长期竞争力评级：等于行业均值

### 市场数据 (人民币)

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 1,358.08    |
| 总市值 (百万元)       | 22,019.99   |
| 年内股价最高最低 (元)    | 18.61/10.80 |
| 沪深 300 指数       | 2901.22     |
| 上证指数            | 2612.19     |



### 公司基本情况 (人民币)

| 项 目          | 2009     | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益 (元)   | 0.606    | 0.638    | 0.558    | 0.584    | 0.825    |
| 每股净资产 (元)    | 5.09     | 5.51     | 5.93     | 6.39     | 7.09     |
| 每股经营性现金流 (元) | -0.58    | -1.02    | -1.69    | 5.49     | 0.41     |
| 市盈率 (倍)      | 41.70    | 26.33    | 20.99    | 20.02    | 14.18    |
| 行业优化市盈率 (倍)  | 53.03    | 34.48    | 32.21    | 32.21    | 32.21    |
| 净利润增长率 (%)   | 28.59%   | 5.26%    | -12.62%  | 4.80%    | 41.18%   |
| 净资产收益率 (%)   | 11.92%   | 11.59%   | 9.40%    | 9.14%    | 11.64%   |
| 总股本 (百万股)    | 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

### 投资逻辑

- 12 年将是陆家嘴业务结构彻底改变的年份，因为今年起公司将不再有土地批租收入，这部分高毛利率业务的缺失只能依靠房地产开发销售来弥补。我们认为公司有能力实现业绩的过渡，但其增速也将随土地批租的不复存在而受到影响。
- 公司的住宅业务可以用一个基础加一个弹性来形容，即天津地区项目销售是公司房地产开发的基础，上海地区的高端产品东银公寓将为公司业绩提供弹性。
- 与在住宅开发方面的初试牛刀不同，公司的业务长项，也即商业地产进入收获季节。作为陆家嘴金融城的整体规划和开发商，公司对商业物业一直采取只租不售的策略，经过多年的积累，已经沉淀了大量优质资产，目前公司拥有各类物业资产地上建筑面积合计 122 万平方米，其中已投入使用部分达到 74 万平方米，公司持有物业进入快速外延增长期。
- 公司租金水平也存在较大提升空间，一方面来自租金的自然增长，另一方面是长期租赁合同限制了公司物业租金的提升，由于公司和客户的签约期一般都在六年以上，所以即使在出租期内租金水平发生了明显上涨，但公司租金水平却只能表现为刚性。公司目前物业的平均租金水平，与市场实际租金存在 50% 的差距。由于公司物业的大规模增长出现在 08 年后，按此推算，2014 年后，即使市场租金水平不变，公司由于原有合约自然调整带来的租金增长也会大幅提升。

### 投资建议

- 由于 11 年公司土地转让业务的土地增值税会严格清算，对业绩会产生一定负面影响。预计 11 至 13 年公司每股收益分别为 0.56、0.58、0.83 元，动态市盈率 21、20.2、14.2 倍；重估每股净资产 19.2 元，折价率为 38%，折价水平与区域地产公司平均水平基本相当。
- 由于转型过程中，公司的业绩增速将受到影响，给予公司 20-22 倍市盈率，目标价格 11.15-12.26 元，建议持有。

### 风险

- 住宅销售不达预期会影响公司短期业绩的过渡。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号：S1130511030006  
(8610)66211658  
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人  
(8610)66216760  
zhang\_hui@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 业务转型能否平稳过渡？ .....         | 3 |
| 房地产开发：由配角到主角 .....        | 3 |
| 住宅业务的基石在天津 .....          | 3 |
| 业绩弹性在上海本地高端产品 .....       | 4 |
| 持有物业进入丰收季 .....           | 4 |
| 只租不售战略进入收获期 .....         | 4 |
| 租约导致目前租金与市场租金存在巨大差异 ..... | 6 |
| 盈利预测及投资建议 .....           | 7 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....         | 9 |

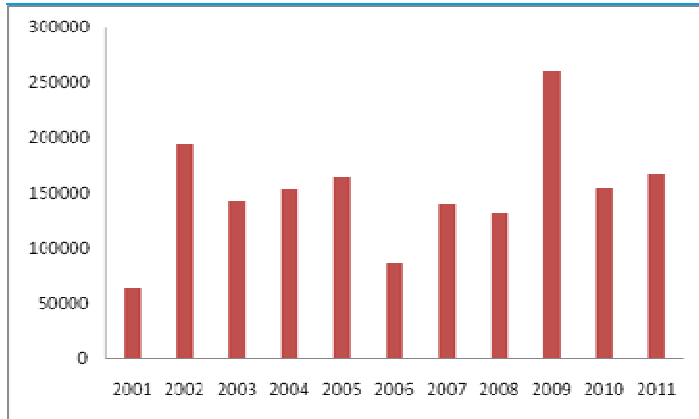
## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图表 1：历年土地批租收入 单位：万元 .....       | 3 |
| 图表 2：历年土地批租毛利率 .....            | 3 |
| 图表 3：公司各业务收入贡献比例 .....          | 3 |
| 图表 4：各类物业面积增长情况 单位：万平方米 .....   | 4 |
| 图表 5：各类物业地上部分建筑面积 单位：万平方米 ..... | 4 |
| 图表 6：公司租金收入单位：万元 .....          | 6 |
| 图表 7：公司物业出租率 .....              | 6 |
| 图表 8：写字楼历史平均租金与目前实际租金 .....     | 6 |
| 图表 9：研发楼历史平均租金与目前实际租金 .....     | 6 |
| 图表 10：公司各类物业租金 .....            | 6 |
| 图表 11：公司净资产重估 .....             | 7 |
| 图表 12：重估每股净资产 .....             | 7 |
| 图表 13：公司盈利预测 .....              | 8 |

## 业务转型能否平稳过渡？

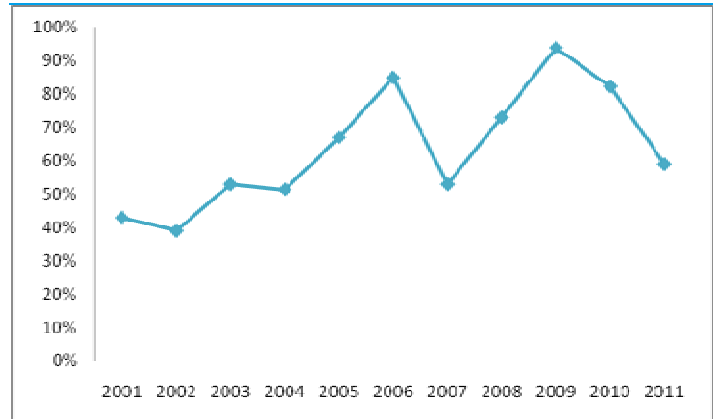
- 对于陆家嘴而言，12 年将是业务结构彻底改变的年份，因为今年起公司将不再有土地批租收入，这部分高毛利率业务的缺失只能依靠房地产开发销售来弥补。
- 我们认为公司有能力实现业绩的过渡，但其增速也将随土地批租的不复存在而受到影响。

图表1：历年土地批租收入 单位：万元



来源：公司数据，国金证券研究所

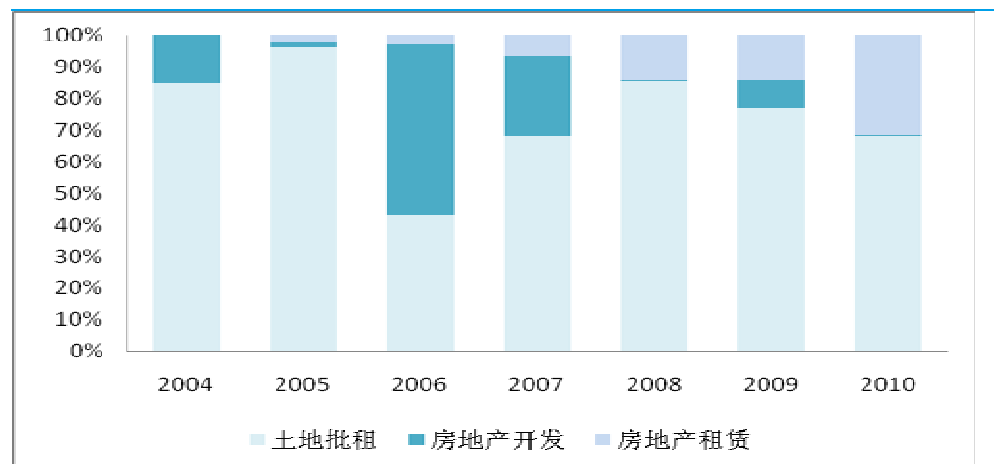
图表2：历年土地批租毛利率



## 房地产开发：由配角到主角

- 房地产开发销售在公司业务中一直充当补充的角色，过去三年中这部分收入占公司整体收入的比例平均不到 4%。但 12 年开始，住宅开发销售将填补土地批租留下的空白。
- 而公司的住宅业务可以用一个基础加一个弹性来形容，即天津地区住宅销售是公司房地产开发的基础，上海地区的高端产品东银公寓将为公司业绩提供弹性。

图表3：公司各业务收入贡献比例



来源：公司数据，国金证券研究所

## 住宅业务的基石在天津

- 虽然陆家嘴是上海本地企业的重要代表，但公司目前住宅开发的战略重点在天津，这是公司在 04 年实施异地扩张战略的结果。
- 公司在天津的陆家嘴国际广场总建面 86 万平米，公司希望能凭借多年商业开发经验，将其优势复制到天津，所以该项目整体定位大型商业综合体，由于商业综合体比较考验现金流，所以公司将资金回流较快的住宅先

期开工，目前该项目共有 8 万平方米达到预售条件，是公司 12 年主要利润来源。由于土地是 04 年获得，楼面地价仅为 2578 元，但预计售价可达每平方米 2 万元，项目利润率较为可观。

- 该项目定位普通住宅，面向首次和改善置业者，在目前市场环境下销售风险相对可控，所以将是公司住宅开发业务的基石。另外，由于土地成本较低，在去化速度不达预期情况下，公司降价促销的空间也更为自由。

#### 业绩弹性在上海本地高端产品

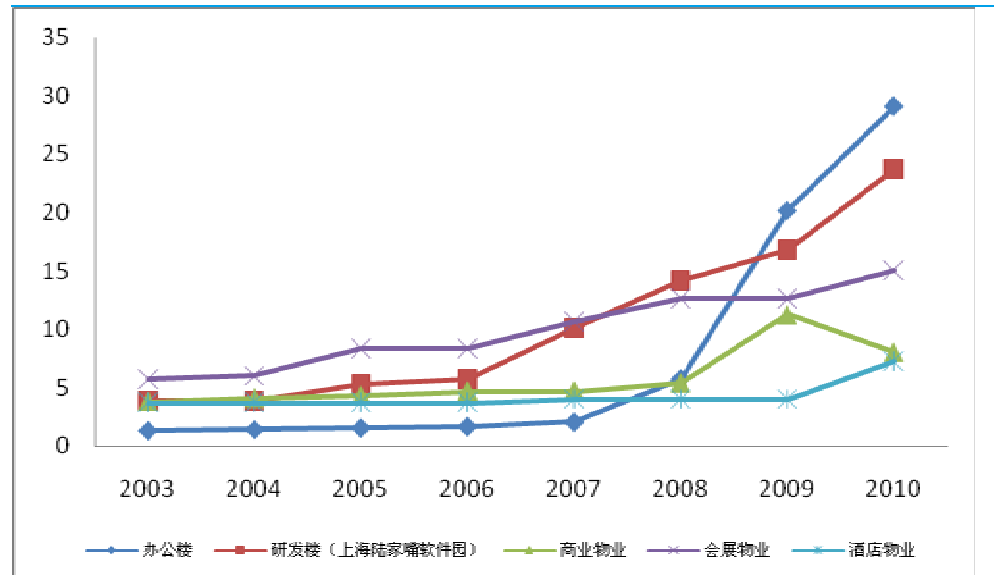
- 公司在上海的东银公寓尚有约 4 万平方米现房，项目整体定位高端，预计售价不低于每平方米 8 万元，但该项目产品都为大户型，总价较高，其原计划定位的目标客户多受限购影响，所以目前去化水平较差。
- 但如果下半年市场销售有所改善，高盈利的东银公寓将为公司业绩提供充足弹性，成为超预期因素。
- 另外公司公告将陆家嘴金融广场中一栋写字楼转让给泰康人寿，转让面积约为 8.5 万平方米，将会为公司带来 50 亿元的收入，预计贡献每股收益 0.8 元。但该项目的竣工结算将在 15 年发生，短期仅会改善公司现金流状况，但对业绩不会产生影响。

#### 持有物业进入丰收季

##### 只租不售战略进入收获期

- 与在住宅开发方面的初试牛刀不同，公司的业务长项，也即商业地产进入收获季节。
- 作为陆家嘴金融城的整体规划和开发商，公司对商业物业一直采取只租不售的策略，经过多年的积累，已经沉淀了大量优质资产。目前公司拥有各类物业资产地上建筑面积合计 122 万平方米，其中已投入使用部分 74 万平方米。

图表4：各类物业面积增长情况 单位：万平方米



来源：公司数据，国金证券研究所

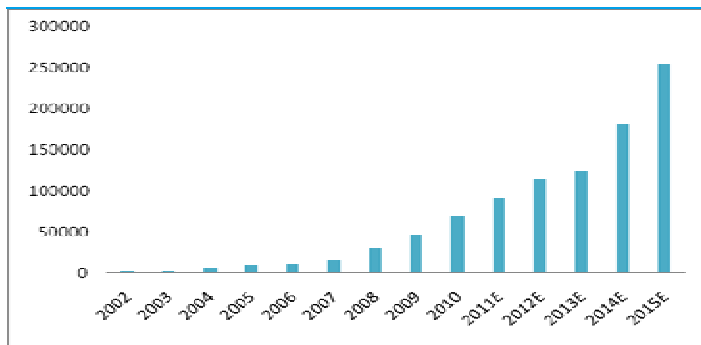
图表5：各类物业地上部分建筑面积 单位：万平方米

|       |               |       |
|-------|---------------|-------|
| 甲级写字楼 | 渣打银行大厦        | 4.53  |
|       | 星展银行大厦        | 4.38  |
|       | 钻石大厦          | 3.92  |
|       | 陆家嘴商务广场       | 6.75  |
|       | 大华银行大厦        | 0.51  |
|       | 上海航运中心大厦      | 1.12  |
|       | 陆家嘴投资大厦       | 3.25  |
|       | 陆家嘴基金大厦       | 3.33  |
|       | 塘东总部基地        | 0.51  |
|       | 世纪大都会         | 16.40 |
|       | 上海中心大厦        | 38.00 |
|       | 合计            | 82.70 |
| 研发楼   | 软件园 1 号楼      | 1.43  |
|       | 软件园 2 号楼      | 2.38  |
|       | 软件园 4 号楼      | 0.81  |
|       | 软件园 5 号楼      | 0.14  |
|       | 软件园 7 号楼      | 1.20  |
|       | 软件园 8 号楼      | 2.95  |
|       | 软件园 9 号楼      | 3.64  |
|       | 软件园 10 号楼     | 2.45  |
|       | 软件园 11 号群楼    | 0.70  |
|       | 软件园 11 号主楼    | 6.60  |
|       | 软件园 13 号楼     | 0.96  |
|       | 软件园 C 区       | 1.10  |
|       | 软件园 E 区       | 0.34  |
|       | 金桥创科技园        | 3.24  |
|       | 合计            | 27.94 |
| 商场    | 陆家嘴 96 广场     | 2.60  |
|       | 陆家嘴 1885 文化中心 | 0.73  |
|       | 合计            | 3.33  |
| 公寓    | 东和花苑          | 8.46  |
|       | 合计            | 8.46  |
|       | 总计            | 122.4 |

来源：公司数据，国金证券研究所

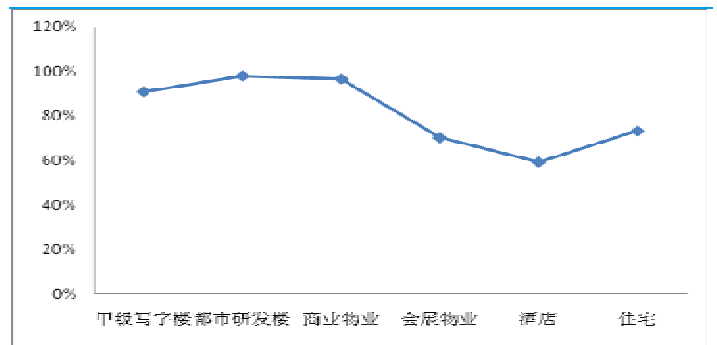
- 08 年后由于持有物业规模扩张较快，租金收入也进入快速增长期，08 至 10 年租金收入分别增长了 106%、52%和 48%。
- 而陆家嘴商圈集聚效应的凸显，也使得区域内写字楼需求提升较快，如公司的陆家嘴投资大厦和基金大厦在 7 月份刚投入使用时的出租率分别为 39%和 19%，但到年底出租率基本接近 80%。

图表6：公司租金收入单位：万元



来源：公司数据，国金证券研究所

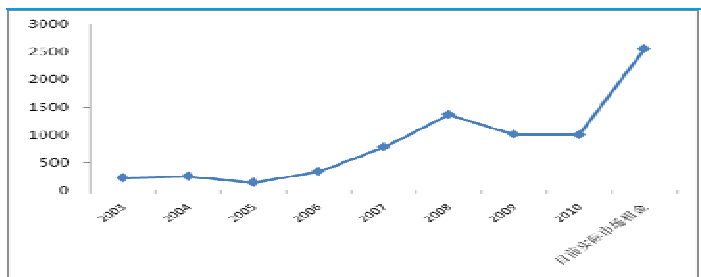
图表7：公司物业出租率



### 租约导致目前租金与市场租金存在巨大差异

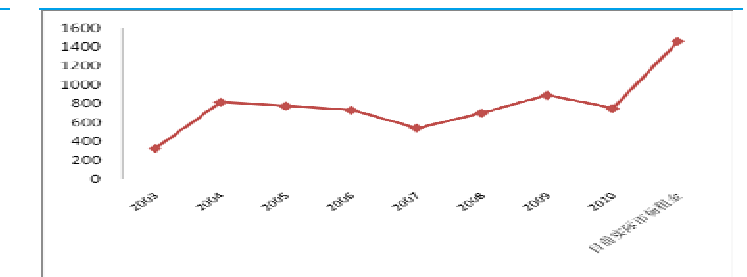
- 公司和客户的签约期一般都在六年以上，所以即使在出租期内租金水平发生了明显上涨，但公司租金水平却只能表现为刚性。
- 公司目前物业的平均租金水平，与市场实际租金存在 50%的差距，但这也说明公司未来租金水平提升的空间较大，由于公司物业的大规模增长出现在 08 年后，按此推算，2014 年后，即使市场租金水平不变，公司由于原有合约自然调整带来的租金增长也会大幅提升。
- 我们预计到 2015 年公司租金可达 27.5 亿元，约可实现每股收益 0.44 元每股收益，届时公司业务结构将更为稳定。

图表8：写字楼历史平均租金与目前实际租金



来源：公司数据，国金证券研究所

图表9：研发楼历史平均租金与目前实际租金



图表10：公司各类物业租金

|      |               | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010   |
|------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 办公楼  | 地上建筑面积 (万平方米) | 1.37  | 1.46  | 1.6   | 1.72  | 2.1   | 5.8   | 20.21 | 29.14  |
|      | 租金收入 (万元)     | 308   | 368   | 228   | 584   | 1640  | 7921  | 20474 | 29264  |
|      | 租金            | 225   | 252   | 143   | 340   | 781   | 1366  | 1013  | 1004   |
| 研发楼  | 地上建筑面积 (万平方米) | 3.81  | 3.81  | 5.26  | 5.69  | 10.09 | 14.19 | 16.82 | 23.752 |
|      | 租金收入 (万元)     | 1236  | 3103  | 4062  | 4151  | 5467  | 9932  | 14921 | 17754  |
|      | 租金            | 324   | 814   | 772   | 730   | 542   | 700   | 887   | 747    |
| 商业物业 | 地上建筑面积 (万平方米) | 3.8   | 4.1   | 4.3   | 4.7   | 4.7   | 5.4   | 11.29 | 8.0463 |
|      | 租金收入 (万元)     | 1248  | 1503  | 2233  | 3441  | 3856  | 5551  | 9649  | 6754   |
|      | 租金            | 328   | 367   | 519   | 732   | 820   | 1028  | 855   | 839    |
| 会展物业 | 地上建筑面积 (万平方米) | 5.75  | 6.05  | 8.35  | 8.35  | 10.65 | 12.65 | 12.65 | 15.04  |
|      | 收入 (万元)       | 12716 | 22991 | 30078 | 36880 | 45289 | 53000 | 56678 | 59775  |
|      | 租金            | 2211  | 3800  | 3602  | 4417  | 4252  | 4190  | 4480  | 3974   |
| 酒店物业 | 地上建筑面积 (万平方米) | 3.68  | 3.68  | 3.68  | 3.68  | 4     | 4     | 4     | 7.25   |
|      | 收入 (万元)       | 550   | 600   | 2500  | 2081  | 3061  | 2745  | 1542  | 14074  |
|      | 租金            | 149   | 163   | 679   | 565   | 765   | 686   | 386   | 1941   |

来源：公司数据，国金证券研究所

## 盈利预测及投资建议

- 由于 11 年公司土地转让业务的土地增值税会严格清算, 对业绩会产生一定负面影响。预计 11 至 13 年公司每股收益分别为 0.56、0.58、0.83 元, 动态市盈率 21、20.2、14.2 倍; 重估每股净资产 19.2 元, 折价率为 38%, 折价水平与区域地产公司平均水平基本相当。
- 由于转型过程中, 公司的业绩增速将受到影响, 给予公司 20-22 倍市盈率, 目标价格 11.15-12.26 元, 建议持有。

图表11：公司净资产重估

|                          | 未结算面积  | 均价          | 总价值            | 毛利率 | 总投资        | 账面值     | 尚需投资   | 净现值     | 增值额    | 公司权益 | 权益增值额  |  |
|--------------------------|--------|-------------|----------------|-----|------------|---------|--------|---------|--------|------|--------|--|
| <b>天津陆家嘴河滨花园(一期)</b>     | 8.46   |             | 18.412         |     |            | 2.7836  |        |         |        | 100% |        |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(一期) 1          | 1.00   | 20000       | 2.000          | 50% | 1.008      | 0.329   | 0.68   | 0.720   | 0.39   | 100% | 0.39   |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(一期) 2          | 7.46   | 22000       | 16.412         | 54% | 7.518      | 2.455   | 5.06   | 6.018   | 3.56   | 100% | 3.56   |  |
| <b>天津陆家嘴河滨花园(二期)</b>     | 9.40   |             | 20.680         |     |            | 3.0928  |        |         |        | 100% |        |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(二期) 1          | 4.00   | 22000       | 8.800          | 54% | 4.031      | 1.316   | 2.72   | 3.227   | 1.91   | 100% | 1.91   |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(二期) 2          | 5.40   | 22000       | 11.880         | 54% | 5.442      | 1.777   | 3.67   | 4.071   | 2.29   | 100% | 2.29   |  |
| <b>天津陆家嘴河滨花园(后期)</b>     | 37.24  |             | 82.625         |     |            | 12.2524 |        |         |        | 100% |        |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(后期) 1          | 8.00   | 22000       | 17.600         | 54% | 8.062      | 2.632   | 5.43   | 6.031   | 3.40   | 100% | 3.40   |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(后期) 2          | 8.00   | 22000       | 17.600         | 54% | 8.062      | 2.632   | 5.43   | 5.636   | 3.00   | 100% | 3.00   |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(后期) 3          | 10.62  | 22000       | 23.362         | 54% | 10.702     | 3.494   | 7.21   | 6.992   | 3.50   | 100% | 3.50   |  |
| 天津陆家嘴河滨花园(后期) 4          | 10.62  | 22660       | 24.063         | 56% | 10.702     | 3.494   | 7.21   | 6.733   | 3.24   | 100% | 3.24   |  |
| <b>东银公寓(陆家嘴花园三期)</b>     | 3.94   |             | 0.000          |     |            | 2.0305  |        |         |        | 100% |        |  |
| 东银公寓(陆家嘴花园三期) 1          | 0.00   | 80000       |                |     |            | 0.000   |        |         |        | 100% |        |  |
| 东银公寓(陆家嘴花园三期) 2          | 3.94   | 80000       |                |     |            | 2.031   |        |         |        | 100% |        |  |
| <b>浦江镇中心河以南 A1、A2 地块</b> | 9.20   |             | 24.840         |     |            | 15.2800 |        |         |        | 48%  |        |  |
| 浦江镇中心河以南 A1、A2 地块 1      | 0.00   | 27000       |                |     |            | 0.000   |        |         |        | 48%  |        |  |
| 浦江镇中心河以南 A1、A2 地块 2      | 2.00   | 27000       | 5.400          | 34% | 3.579      | 3.322   | 0.26   | 3.453   | 0.13   | 48%  | 0.06   |  |
| 浦江镇中心河以南 A1、A2 地块 3      | 7.20   | 27000       | 19.440         | 34% | 12.885     | 11.958  | 0.93   | 11.616  | (0.34) | 48%  | (0.16) |  |
| <b>酒店业务</b>              |        |             | 0.900          |     |            |         |        | 9.8258  | 9.83   | 100% | 9.83   |  |
| <b>会展业务</b>              |        |             | 5.980          |     |            |         |        | 65.2873 | 65.29  | 100% | 65.29  |  |
| <b>土地批租</b>              |        |             | 15.000         |     | 2.180      | 0.0000  | 2.1799 | 6.6787  | 6.68   | 100% | 6.68   |  |
| <b>出租业务重估</b>            |        | <b>租金均价</b> | <b>113.748</b> |     | <b>折旧额</b> |         |        |         |        |      |        |  |
| 出租业务重估 1                 | 51.81  | 1091        | 5.652          | 66% | 1.925      |         | 1.92   | 1.707   | 1.71   | 94%  | 1.61   |  |
| 出租业务重估 2                 | 61.53  | 1488        | 9.155          | 68% | 2.888      |         | 2.89   | 3.027   | 3.03   | 90%  | 2.74   |  |
| 出租业务重估 3                 | 78.80  | 1468        | 11.570         | 68% | 3.758      |         | 3.76   | 3.854   | 3.85   | 88%  | 3.39   |  |
| 出租业务重估 4                 | 81.10  | 1530        | 12.408         | 68% | 3.951      |         | 3.95   | 3.910   | 3.91   | 88%  | 3.44   |  |
| 出租业务重估 5                 | 98.56  | 1947        | 19.189         | 69% | 5.891      |         | 5.89   | 5.774   | 5.77   | 80%  | 4.60   |  |
| 出租业务重估 6                 | 125.76 | 2185        | 27.474         | 69% | 8.604      |         | 8.60   | 7.637   | 7.64   | 72%  | 5.47   |  |
| 出租业务重估 7                 | 125.76 | 2250        | 28.299         | 70% | 8.604      |         | 8.60   | 182.864 | 182.86 | 72%  | 130.99 |  |
|                          | 379.90 |             | 271.24         |     |            |         |        | 345.06  | 311.65 |      | 255.22 |  |

来源：公司数据，国金证券研究所

图表12：重估每股净资产

| 每股增值 | 总股本  | 帐面净资产 | 重估净资产 | 股价 | 折价率  |
|------|------|-------|-------|----|------|
| 13.7 | 18.7 | 5.5   | 19.2  | 11 | -38% |

来源：公司数据，国金证券研究所

图表13：公司盈利预测

| 开发类              | 结算面积  |       |       | 结算均价         |       |       | 毛利率  |      |      | 权益   | 收入      |         |         |
|------------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|------|------|------|------|---------|---------|---------|
| 项目               | 2011  | 2012  | 2013  | 2011         | 2012  | 2013  | 2011 | 2012 | 2013 |      | 2011    | 2012    | 2013    |
| 天津陆家嘴河滨花苑（一期）    | 1.00  | 0.00  |       | 20000        | 22000 | 22000 | 50%  | 54%  |      | 100% | 200     | 0       |         |
| 天津陆家嘴河滨花苑（二期）    |       | 4.00  | 0.00  | 20000        | 22000 | 22000 |      | 54%  | 54%  | 100% |         | 880     | 0       |
| 天津陆家嘴河滨花苑（后期）    |       |       | 8.00  | 22000        | 22000 | 22000 |      |      | 54%  | 100% |         |         | 1760    |
| 爱法公寓             |       | 1.00  | 1.00  | 20000        | 20000 | 20000 |      | 55%  | 55%  | 100% |         | 200     | 200     |
| 东银公寓（陆家嘴花园三期）    |       |       |       | 80000        | 80000 | 80000 |      |      |      | 100% |         |         |         |
| 浦江镇中心河以南 A1、A2 地 |       |       | 2.00  | 25000        | 27000 | 27000 |      |      | 34%  | 48%  |         |         | 540     |
| 开发合计             | 1.00  | 5.00  | 11.00 | 20000        | 21600 | 22727 | 50%  | 54%  | 50%  |      | 200     | 1080    | 2500    |
| 出租类              | 出租面积  |       |       | 出租均价（元/平米/年） |       |       | 毛利   |      |      | 权益   | 收入      |         |         |
| 项目               | 2011  | 2012  | 2013  | 2011         | 2012  | 2013  | 2011 | 2012 | 2013 |      | 2011    | 2012    | 2013    |
| 渣打银行大厦           | 4.07  | 4.07  | 4.07  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 86%  | 82      | 86      | 90      |
| 星展银行大厦           | 4.16  | 4.16  | 4.16  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 100% | 84      | 88      | 92      |
| 钻石大厦             | 3.92  | 3.92  | 3.92  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 55%  | 79      | 83      | 87      |
| 陆家嘴商务广场          | 6.75  | 6.75  | 6.75  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 100% | 136     | 142     | 149     |
| 大华银行大厦           | 0.41  | 0.48  | 0.48  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 100% | 8       | 10      | 11      |
| 上海航运中心大厦         | 0.90  | 0.90  | 0.90  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 100% | 18      | 19      | 20      |
| 陆家嘴投资大厦          | 0.62  | 2.93  | 3.09  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 55%  | 12      | 62      | 68      |
| 陆家嘴基金大厦          | 0.30  | 2.66  | 3.16  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 55%  | 6       | 56      | 70      |
| 塘东总部基地           | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 100% |         |         |         |
| 世纪大都会            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 55%  |         |         |         |
| 上海中心大厦           | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 2009         | 2109  | 2215  | 66%  | 66%  | 66%  | 45%  |         |         |         |
| 软件园 1 号楼         | 1.43  | 1.43  | 1.43  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 16      | 16      | 17      |
| 软件园 2 号楼         | 2.38  | 2.38  | 2.38  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 26      | 27      | 28      |
| 软件园 4 号楼         | 0.81  | 0.81  | 0.81  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 9       | 9       | 10      |
| 软件园 5 号楼         | 0.14  | 0.14  | 0.14  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 2       | 2       | 2       |
| 软件园 7 号楼         | 1.20  | 1.20  | 1.20  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 55%  | 13      | 14      | 14      |
| 软件园 8 号楼         | 2.95  | 2.95  | 2.95  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 32      | 34      | 35      |
| 软件园 9 号楼         | 3.64  | 3.64  | 3.64  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 40      | 41      | 43      |
| 软件园 10 号楼        | 2.45  | 2.45  | 2.45  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 27      | 28      | 29      |
| 软件园 11 号群楼       | 0.35  | 0.56  | 0.63  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 4       | 6       | 7       |
| 软件园 11 号主楼       | 2.64  | 3.96  | 5.28  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 29      | 45      | 63      |
| 软件园 13 号楼        | 0.96  | 0.96  | 0.96  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 10      | 11      | 11      |
| 软件园 C 区          | 1.10  | 1.10  | 1.10  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 100% | 12      | 13      | 13      |
| 软件园 E 区          | 0.17  | 0.24  | 0.31  | 1096         | 1139  | 1185  | 73%  | 74%  | 75%  | 55%  | 2       | 3       | 4       |
| 金桥创科技园           | 3.24  | 3.24  | 3.24  | 1096         | 1139  | 1185  | 83%  | 84%  | 85%  | 100% | 36      | 37      | 38      |
| 竹园绿地配套用房         | 0.35  | 0.35  | 0.35  | 959          | 998   | 1038  | 66%  | 66%  | 66%  | 55%  | 3       | 3       | 4       |
| 陆家嘴 96 广场        | 2.60  | 2.60  | 2.60  | 2600         | 2704  | 2812  | 63%  | 65%  | 66%  | 55%  | 68      | 70      | 73      |
| 陆家嘴 1885 文化中心    | 0.73  | 0.73  | 0.73  | 2600         | 2704  | 2812  | 74%  | 75%  | 76%  | 100% | 19      | 20      | 21      |
| 天津红桥新天地          | 0.00  | 0.30  | 0.48  | 805          | 838   | 871   |      | 60%  | 62%  | 100% |         | 3       | 4       |
| 东和花苑             | 8.46  | 8.46  | 8.46  | 849          | 866   | 883   | 88%  | 88%  | 88%  | 100% | 72      | 73      | 75      |
| 竹园 2-13-4/5 地块项目 | 4.80  | 4.80  | 4.80  | 1507         | 1567  | 1629  | 47%  | 49%  | 51%  | 100% | 72      | 75      | 78      |
| 天津陆家嘴金融广场        |       | 8.00  | 8.00  | 662          | 688   | 716   |      | 42%  | 44%  | 100% |         | 55      | 57      |
| 康杉路厂房改造          |       |       |       | 959          | 998   | 1038  |      |      |      |      |         |         |         |
| 金桥德勤园区           |       | 2.62  | 2.62  | 959          | 998   | 1038  |      | 70%  | 71%  | 100% |         | 26      | 27      |
| 金桥商业中心           |       |       |       | 1507         | 1567  | 1629  |      |      |      |      |         |         |         |
| 出租合计             | 61.53 | 78.80 | 81.10 | 1488         | 1468  | 1530  | 68%  | 68%  | 68%  | 72%  | 916     | 1157    | 1241    |
| 会展业务             |       |       |       |              |       |       | 50%  | 50%  | 50%  |      | 555     | 600     | 600     |
| 酒店业务             |       |       |       |              |       |       | 21%  | 21%  | 21%  |      | 100     | 105     | 110     |
| 土地批租合计           |       |       |       |              |       |       | 60%  |      |      | 100% | 1668    |         |         |
| 收入合计             | 62.53 | 83.80 | 92.10 |              |       |       |      |      |      |      | 3438.53 | 2942.06 | 4451.09 |

来源：公司数据，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）   |        |        |        |        |        |        | 资产负债表（人民币百万元） |         |         |         |         |         |         |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |               | 2008    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 主营业务收入        | 1,700  | 3,488  | 2,754  | 3,439  | 2,942  | 4,451  | 货币资金          | 2,426   | 680     | 1,143   | 900     | 2,901   | 3,234   |
| 增长率           |        | 105.2% | -21.1% | 24.9%  | -14.4% | 51.3%  | 应收款项          | 124     | 112     | 43      | 191     | 83      | 126     |
| 主营业务成本        | -521   | -662   | -994   | -1,334 | -1,169 | -1,949 | 存货            | 9,542   | 9,386   | 9,802   | 18,278  | 5,124   | 8,011   |
| % 销售收入        | 30.6%  | 19.0%  | 36.1%  | 38.8%  | 39.7%  | 43.8%  | 其他流动资产        | 318     | 264     | 1,455   | 402     | 189     | 294     |
| 毛利            | 1,179  | 2,826  | 1,759  | 2,104  | 1,773  | 2,502  | 流动资产          | 12,409  | 10,443  | 12,443  | 19,772  | 8,297   | 11,664  |
| % 销售收入        | 69.4%  | 81.0%  | 63.9%  | 61.2%  | 60.3%  | 56.2%  | % 总资产         | 69.8%   | 53.7%   | 52.9%   | 65.9%   | 44.3%   | 52.4%   |
| 营业税金及附加       | -70    | -305   | -209   | -571   | -269   | -353   | 长期投资          | 4,700   | 8,171   | 9,968   | 9,700   | 9,699   | 9,699   |
| % 销售收入        | 4.1%   | 8.7%   | 7.6%   | 16.6%  | 9.1%   | 7.9%   | 固定资产          | 243     | 254     | 477     | 545     | 711     | 878     |
| 营业费用          | -53    | -70    | -74    | -69    | -59    | -89    | % 总资产         | 1.4%    | 1.3%    | 2.0%    | 1.8%    | 3.8%    | 3.9%    |
| % 销售收入        | 3.1%   | 2.0%   | 2.7%   | 2.0%   | 2.0%   | 2.0%   | 无形资产          | 9       | 59      | 87      | 0       | 0       | 0       |
| 管理费用          | -118   | -159   | -156   | -155   | -132   | -200   | 非流动资产         | 5,377   | 9,015   | 11,089  | 10,247  | 10,413  | 10,579  |
| % 销售收入        | 7.0%   | 4.6%   | 5.6%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   | % 总资产         | 30.2%   | 46.3%   | 47.1%   | 34.1%   | 55.7%   | 47.6%   |
| 息税前利润（EBIT）   | 937    | 2,292  | 1,321  | 1,310  | 1,313  | 1,860  | 资产总计          | 17,787  | 19,457  | 23,532  | 30,019  | 18,709  | 22,243  |
| % 销售收入        | 55.1%  | 65.7%  | 48.0%  | 38.1%  | 44.6%  | 41.8%  | 短期借款          | 0       | 1,625   | 4,878   | 7,818   | 0       | 0       |
| 财务费用          | 112    | -4     | -147   | 0      | 0      | 0      | 应付款项          | 7,890   | 5,676   | 4,402   | 7,489   | 3,358   | 5,396   |
| % 销售收入        | -6.6%  | 0.1%   | 5.3%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 其他流动负债        | 417     | 275     | 472     | 750     | 507     | 660     |
| 资产减值损失        | -36    | -22    | 7      | 0      | 0      | 0      | 流动负债          | 8,307   | 7,575   | 9,752   | 16,058  | 3,865   | 6,057   |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 长期贷款          | 0       | 253     | 1,205   | 1,205   | 1,205   | 1,206   |
| 投资收益          | 69     | 70     | 290    | 1      | 1      | 1      | 其他长期负债        | 104     | 422     | 628     | 0       | 0       | 0       |
| % 税前利润        | 6.2%   | 3.0%   | 19.4%  | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 负债            | 8,410   | 8,250   | 11,585  | 17,263  | 5,070   | 7,263   |
| 营业利润          | 1,082  | 2,335  | 1,470  | 1,311  | 1,314  | 1,861  | 普通股股东权益       | 8,411   | 9,498   | 10,282  | 11,081  | 11,936  | 13,234  |
| 营业利润率         | 63.7%  | 66.9%  | 53.4%  | 38.1%  | 44.7%  | 41.8%  | 少数股东权益        | 965     | 1,710   | 1,665   | 1,675   | 1,703   | 1,747   |
| 营业外收支         | 35     | 1      | 21     | 3      | 3      | 3      | 负债股东权益合计      | 17,787  | 19,457  | 23,532  | 30,019  | 18,709  | 22,243  |
| 税前利润          | 1,117  | 2,337  | 1,491  | 1,314  | 1,317  | 1,864  | 比率分析          |         |         |         |         |         |         |
| 利润率           | 65.7%  | 67.0%  | 54.1%  | 38.2%  | 44.8%  | 41.9%  |               | 2008    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 所得税           | -201   | -359   | -273   | -263   | -198   | -280   | 每股指标          |         |         |         |         |         |         |
| 所得税率          | 18.0%  | 15.4%  | 18.3%  | 20.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 每股收益          | 0.471   | 0.606   | 0.638   | 0.558   | 0.584   | 0.825   |
| 净利润           | 917    | 1,977  | 1,218  | 1,051  | 1,120  | 1,584  | 每股净资产         | 4.503   | 5.085   | 5.505   | 5.933   | 6.391   | 7.086   |
| 少数股东损益        | 36     | 845    | 26     | 10     | 28     | 44     | 每股经营现金净流      | -0.580  | -0.583  | -1.021  | -1.691  | 5.488   | 0.413   |
| 归属于母公司的净利润    | 880    | 1,132  | 1,192  | 1,041  | 1,091  | 1,541  | 每股股利          | 0.081   | 0.114   | 0.145   | 0.130   | 0.130   | 0.130   |
| 净利率           | 51.8%  | 32.5%  | 43.3%  | 30.3%  | 37.1%  | 34.6%  | 回报率           |         |         |         |         |         |         |
| 现金流量表（人民币百万元） |        |        |        |        |        |        | 净资产收益率        | 10.47%  | 11.92%  | 11.59%  | 9.40%   | 9.14%   | 11.64%  |
|               | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 总资产收益率        | 4.95%   | 5.82%   | 5.06%   | 3.47%   | 5.83%   | 6.93%   |
| 净利润           | 917    | 1,977  | 1,218  | 1,051  | 1,120  | 1,584  | 投入资本收益率       | 8.12%   | 14.37%  | 5.87%   | 4.81%   | 7.52%   | 9.77%   |
| 少数股东损益        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 增长率           |         |         |         |         |         |         |
| 非现金支出         | 73     | 94     | 43     | 33     | 33     | 33     | 主营业务收入增长率     | -17.12% | 105.19% | -21.06% | 24.88%  | -14.44% | 51.29%  |
| 非经营收益         | -279   | -100   | -129   | 189    | -4     | -4     | EBIT增长率       | 23.16%  | 144.55% | -42.36% | -0.81%  | 0.22%   | 41.64%  |
| 营运资金变动        | -1,792 | -3,054 | -3,292 | -4,433 | 9,101  | -843   | 净利润增长率        | 16.73%  | 28.59%  | 5.26%   | -12.62% | 4.80%   | 41.18%  |
| 经营活动现金净流      | -1,083 | -1,083 | -2,161 | -3,159 | 10,250 | 771    | 总资产增长率        | 24.35%  | 9.39%   | 20.94%  | 27.56%  | -37.67% | 18.89%  |
| 资本开支          | -68    | -514   | -318   | -13    | -196   | -197   | 资产管理能力        |         |         |         |         |         |         |
| 投资            | -377   | -1,322 | -1,189 | 268    | 0      | 0      | 应收账款周转天数      | 0.3     | 0.1     | 0.5     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| 其他            | 15     | 24     | 16     | 1      | 1      | 1      | 存货周转天数        | 5,471.0 | 5,217.1 | 3,521.4 | 5,000.0 | 1,600.0 | 1,500.0 |
| 投资活动现金净流      | -430   | -1,813 | -1,490 | 256    | -195   | -196   | 应付账款周转天数      | 180.4   | 228.8   | 149.6   | 300.0   | 90.0    | 90.0    |
| 股权募资          | 1      | 0      | 1      | 0      | 7      | 0      | 固定资产周转天数      | 52.2    | 26.6    | 63.3    | 47.1    | 50.9    | 30.9    |
| 债权募资          | 0      | 1,625  | 4,213  | 2,675  | -7,818 | 1      | 偿债能力          |         |         |         |         |         |         |
| 其他            | -251   | -469   | -496   | -15    | -243   | -243   | 净负债/股东权益      | -25.87% | 10.69%  | 41.34%  | 63.69%  | -12.43% | -13.54% |
| 筹资活动现金净流      | -251   | 1,156  | 3,718  | 2,660  | -8,054 | -242   | EBIT利息保障倍数    | -8.3    | 540.5   | 9.0     | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 现金净流量         | -1,764 | -1,740 | 66     | -243   | 2,001  | 333    | 资产负债率         | 47.28%  | 42.40%  | 49.23%  | 57.51%  | 27.10%  | 32.65%  |

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  | 二个月内 | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 买入 | 0   | 1    | 1    | 2    | 3    |
| 持有 | 0   | 0    | 1    | 1    | 3    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 2.00 | 2.33 | 2.33 | 2.42 |

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

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 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。

### 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。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

#### 上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

#### 北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

#### 深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B