

行业简评

两个中心建设带动相关公司发展

事件：

国务院总理温家宝 25 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见。

会议提出，到 2020 年，将上海基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心、具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。主要任务是：（一）建设比较发达的多功能、多层次金融市场体系。加强金融机构和业务体系建设，稳步推进金融服务业对外开放。完善金融服务设施和布局规划，提升金融服务水平。健全金融法制，加强金融监管，维护金融稳定和安全。（二）优化现代航运集疏运体系，实现多种运输方式一体化发展。整合长三角港口资源，完善航运服务布局。探索建立国际航运发展综合试验区，积极稳妥发展航运金融服务和多种融资方式，促进和规范邮轮产业发展。（三）发挥先进制造业优势，为服务业发展提供有力支撑，以服务业发展带动先进制造业的更大发展。（四）坚持以改革促发展，以改革解难题，以改革创新，为经济和社会发展营造良好环境。（五）加强上海与长三角地区以及国内其他中心城市的相互协作和支持，加强与香港的优势互补和战略合作，形成分工合理、相互促进、共同发展的格局。

简评

这是自 1992 年上海金融中心建设被确立为国家战略和 2005 年浦东新区在全国率先进行综合配套改革试点以来，又一次在国家层面上推进上海国际金融建设的战略举措。我们认为两个中心的建设，势必要进一步加强浦东和陆家嘴区域在整个上海经济版图中本已非常重要的作用，从而更好的带动整个上海经济的发展。上述两个地区的基础设施投资必将迎来新一轮的高潮，更多的国际性和国内领先的大公司大金融机构将落户上述地区，金融中心的建设和推进会带来集聚效应，在某种程度上会推高上海的商务成本，从而带动地价的上涨，抵消由于房地产行业不景气带来的房价下滑的风险；同时，相关工业园区会抓住机遇，加大园区建设，加大招商力度，园区出租率和租金水平会有进一步提升。

我们预计随着建设两个中心的推进，上海下一步将会推出一系列重要举措，并将有突破性的政策。此前浦东新区已经公布了优惠政策吸引更多的 VC(风险投资)、PE(私募股权)落户浦东，以将浦东建成风险投资和私募股权的中心。

房地产

调升

增持

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

王康

wangkang@csc.com.cn

010-85130229

分析日期：2009 年 03 月 26 日

股价表现



相关研究报告

09.03.10	中华企业：经营业绩稳定，投资收益下降
09.03.10	张江高科年报简评：股权投资带来升值空间
09.03.23	上实发展：资产注入预期明确
09.03.26	浦东金桥：租售并举，以租为主

浦东新政

根据注册资本(5 亿元起)，一次性奖励 500 万元到 1500 万元不等；公司高管按照其当年薪水的 40%给予补贴，公司投资经理或项目经理等骨干人员，按照其当年薪水的 20%(即纳税总额的 20%)给予补贴；给予公司高管每人一次性住房或租房补贴 20 万元；公司若在陆家嘴和张江功能区租赁办公用房或购置自用办公用房，可获得 500 元 / 平方米 / 年的房租补贴或获得购房房价的 1.5%补贴；最后，公司如果是投资新区两年一度公布的鼓励投资产业目录上的企业，或者投资于新区鼓励发展的其他新兴产业项目的，所获投资收益的新区地方财力部分，将以 50%标准奖励给投资机构。

补贴住房和薪水实际上就是为了抵消上海日益上涨的土地成本和人力成本，补贴高管的部分，实际上就是变相的免除了个人所得税，加上 50%的收益返还，浦东新区所营造出来的投资环境是世界上任何一个地方都难以匹配的。

上调相关上市公司评级

中华企业 (600675): 08 年实现营业收入 36.12 亿元，同比增长 33.9 %；但受毛利率影响，主营业务利润 8.87 亿元，同比下降 20%。其中销售收入 34.15 亿元，同比增长 36.4%，租赁收入 1.15 亿元，同比增长 42.2%。实现利润总额 7.00 亿元，同比下降 42.4%，如果扣除掉 07 年 2.18 亿元非经常性投资收益的影响，利润总额实际同比上升。每股收益为 0.427 元，分配方案拟每 10 股分派 1.6 元现金（含税）。

08 年公司在建项目建筑面积 141 万平方米，其中新开工面积 55 万平方米，竣工面积 43 万平方米，销售面积 18 万平方米，回笼资金 27.66 亿元。公司 08 年存货为 65.84 亿元，占总资产的 65.3%，主要为在建和完工的 14 个项目；08 年公司有一个新增项目，为占地 11.7 万平方米的上海美兰湖项目，目前该项目已进入施工阶段。公司 09 年预计新开工 62.4 万平方米，其他土地资源储备 4655 亩。

我们预测公司 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.47 和 0.52 元，上调至增持评级。

张江高科 (600895): 公司 08 年实现营业收入 17.5 亿元，净利润 7.7 亿元，同比分别增长了 46.39%和 53.65%。每股收益 0.38 元，同比增长 31%。08 年度公司根据市场的需求加大房产销售力度，销售价格稳中有升，公司房地产销售实现营业收入 112,774 万元；公司各类经营性物业的出租形势仍保持良性态势，出租率继续保持 95%以上(除新购建招租期外的成熟物业)，房产租赁均价也较去年同期有所上升，实现房产租赁收入 40,715 万元，与之对应的投资性房地产年末余额 36 亿元。公司 08 年平均毛利率到达 63.22%，显示出公司作为园区式经营物业，并未受到整个房地产市场萧条的影响，且其销售价格和租赁价格都有所提升。销售，管理和财务费用都有增长，主要是由于公司扩张和扩大贷款规模所致。公司账面现金 22.48 亿元，短期负债 32 亿元，但一年内到期的短期负债只有 8500 万元，资产负债率 49.07%，所以资金压力并不严重。目前公司已获批的各家商业银行授信已近百亿，子公司集电港也取得授信逾 15 亿，为后续开发资金供给提供了有力的保障。

公司对园区内 33 家公司进行了投资，被投资公司经营范围涵盖了创投，医药，生物技术，数字信息，网络通信，物流，商务咨询，光电产业等等，投资总额 16.1 亿元。随着创业板的临近，该部分股权投资将为公司带来巨大的增值空间。

作为国家级的高科技开发区，园区内产业已形成规模，有利于公司租赁业务的发展，09 年公司会继续加大

销售力度，同时长期股权投资会继续为公司带来很大的收益；公司总资产 106 亿元，总市值 181 亿元。我们预计 09 年和 10 年公司 EPS 分别为 0.58 元和 0.72 元，上调公司评级至增持。

浦东金桥（600693）：公司 08 年实现营业收入 11.2 亿元，归属上市公司股东的净利润 2.77 亿元，同比分别增长 40%和 34%，每股收益 0.32 元，销售毛利率 53.43%，净利润率 24.63%。

公司 08 年房地产租赁业务收入 7.24 亿元，占总收入 65%，毛利率 63%；房地产销售收入 3.61 亿元，同比增长 197%，主要是碧云新天地销售和土地使用权转让收入，毛利率 35%。净利润增长主要来源于房地产销售的增长，租赁收入增长为 11%。

公司引进美国通用汽车亚太区总部项目（GM 项目）落户，公司及公司控股 60.4%的联发公司转让权属下的 OFFICE PARK II 土地约 12 万平方米，建筑面积合计约 14-18 万平方米，全部设施为总部多功能大楼、创新中心等。在引进 GM 项目后，在计算期 5 年内公司周边土地及在建项目累计增值净现值为 23729.08 万元；提升公司周边所属不少于 50 万平方米建筑面积用于自建研发、办公楼和商业设施等房产产品的价值和地块项目的发展及土地增值。

08 年公司管理费用同比减少 23.77%，主要是加强了内部管理，调整了管理队伍。09 年现金支出中管理费用和营销费用的增长幅度要低于主营业务收入的 growth。

公司参与临港新城开发：组建开发公司，作为一级开发和二级开发主体，参与进行临港新城主产业区的产业及形态规划，采取总体规划、滚动开发的开发模式，并作为主产业区的一级开发主体享受临港新城相应的政策扶持。临港新城位于东海之滨、上海东南长江口和杭州湾交汇处、上海市版图的最前端，距上海中心城区 50 公里，北至大治河，西至郊环线 A30 公路-外环线 A20-南汇奉贤区界，东、南至滨江沿海，规划面积 300 平方公里。临港新城以独一无二的区位优势 and 战略地位，成为上海未来发展最有力的助推器。东海大桥将洋山深水港和临港新城联为一体，沪芦高速、城市轨道、郊区环线、A20、两港大道、浦东铁路等城市快速交通网使临港新城与上海各区县之间仅咫尺之遥。临港新城是未来上海中心城区的重要辅城、上海经济发展重心东移战略的大舞台和后劲所在，也将会是建设航运中心的门户之地。

公司持有东方证券 1.28 亿股，最初投资成本 8190 万元；公司还持有交通银行 596 万股，初始投资成本 626 万元；海通证券 1839 万股，初始投资成本 2040 万元；国泰君安证券 760 万股，最初投资成本 766 万元；报告期内收到东方证券分红 2553 万元。如果东方证券和国泰君安准备上市，该部分股权有巨大增值空间。

公司 09 年重点工作建设

抓住 2010 年世博会召开的机遇，努力争取碧云社区成为世博会指定合作伙伴，积极组织力量参与 2009 年世博会相关活动，提升公司和开发区的品牌价值。

抓住中国移动视频基地落户金桥的机遇，积极推进碧云国际社区、现代产业园和中国服务包示范基地的无线数据和增值的建设，首先实现现代产业园一期和碧云国际社区之间的无障碍上网和无线管理，提高开发区功能配套水平，提升开发区的品牌价值。

发行分离交易可转债不超过 12 亿元：50,635 万元用于定制购买和建设 T-28 地块中国服务外包示范基地项目(项目总建筑面积约 14.7 万平方米，用于出租，预计全部投资内部收益率为 9.76%，静态投资回收期 12.40 年，含 2 年建设期)；8,500 万元用于建设 T17-B1 碧云 90 商业中心项目(项目总建筑面积约 2.7 万平方米，用于出租)；25,436 万元用于建设 S8 地块碧云国际社区人才公寓项目(项目地上建筑面积约 5.5 万平方米，部分出售，部分出租)；剩余募资用于偿还银行短期借款。

根据浦东金桥产区规划，整个园区在 2011 年左右将完成所有租赁物业的开发并正常运营，届时公司租赁收入将会达到 15 亿元，08 年公司租赁业务实现收入 7.2 亿元，公司未来租赁业务还有很大的增长空间，房地产销售业务将于租赁业务保持 3：7 的比例。园区是中国唯一的以出口加工命名的国家级开发区，是最先进的无烟工业区和现代化国际社区的完美结合。在航运中心的建设中，将会有更多的出口加工型企业入住园区，提高园区整体出租率和租金收益。

我们认为公司是目前房地产板块内经营最稳健的上市公司，其金桥模式如能在全国范围内的开发区推广，公司的规模和业绩将进一步提升。我们预测今后两年一方面公司将继续加大出租物业的建设力度，另一方面继续推进现有销售项目的建设进度，房地产销售会有所提高，但也会小幅的降低净利润率，到 10 年后主要的出租物业都将成规模，公司盈利水平趋于稳定。预计 09 年和 10 年分别实现每股收益 0.44 元和 0.58 元，对应 PE26 倍和 20 倍，给予增持评级。

上实发展 (600748)：08 年公司实现收入和净利润 20.1 亿元 和 3.6 亿元（与公司 08 年增发时承诺的净利润预期一致），分别同比增长-14%和 299%；每股收益 0.34 元；拟 10 股派 0.3 元（含税）。得益于较高的毛利率（销售毛利率 43.4%），公司在营业收入下降的同时，取得了较高的净利润。主要是公司 08 年结算的项目盈利能力较强。

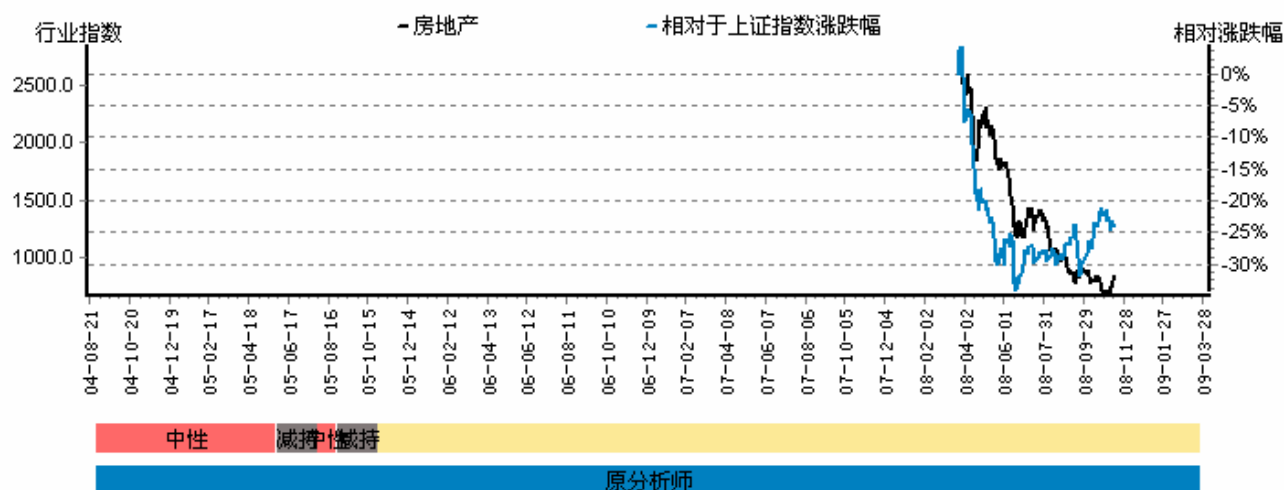
公司完成 42 亿元的增发后，开发项目总建面 678 万平米，权益建面 643 万平米，主要分布在上海、青岛、泉州、湖州、重庆和成都等 9 个城市。另外公司持有约 16 万平米的出租物业，均位于上海，地理位置优越。08 年公司每股经营性现金流-2.15 元，显示公司目前存在较大的资金缺口；增发前公司资产负债率 48%，完成增发后公司资产负债率高达 76%，有息负债率达到 73%，不过短期来看，公司没有一年内到期的非流动负债。公司 09 年将多种方式获取银行贷款，加速销售回笼资金，延缓并分期偿还股东借款，力争获得大股东在资金上的支持。

公司所属上海实业大厦、高阳商务中心、金钟广场等商用物业均处于上海市核心商业地带，全年平均出租率达 97%以上，租金收缴率超 99%，平均租金价格环比提高 6%。

在 08 年的增发中，大股东尚有部分地产项目和股权未能注入上市公司，主要有 80.6 万平方米的上海朱家镇土地和汇贤雅居二期项目（拆迁中），公司承诺在上述项目工程量达到总投资达到 25%时便注入上市公司，其中汇贤雅居项目位于徐家汇商业区，地理位置极佳，目前其二手房售价在 25000 元/平方米。其余与地产相关的股权大股东也承诺在时机成熟时整体注入。

我们预计公司 09 和 10 年的每股收益分别为 0.42 元和 0.52 元，上调评级至增持。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

张朝晖，房地产行业高级分析师 王康，房地产行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010