

评级: 买入(首次)

市场价格: 12.17

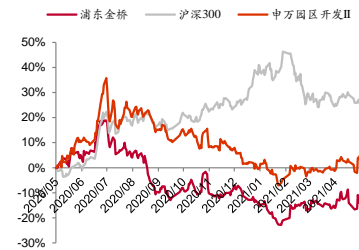
分析师: 陈立

执业证书编号: S0740520080008

Email: chenli@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	11.22
流通股本(亿股)	8.5
市价(元)	12.22
市值(亿元)	137
流通市值(亿元)	120

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,352	3,593	4,248	4,930	5,492
增长率 yoy%	21%	7%	18%	16%	11%
净利润	1,085	1,108	1,294	1,578	1,948
增长率 yoy%	11%	2%	17%	22%	23%
每股收益(元)	0.97	0.99	1.15	1.41	1.74
每股现金流量	(1.22)	2.91	1.67	0.80	2.57
净资产收益率	11%	10%	11%	12%	13%
P/E	12.64	12.38	10.60	8.69	7.04
P/B	1.38	1.27	1.14	1.01	0.88

备注: 备注: 股价使用 2021 年 5 月 17 日收盘价

投资要点
“浦东金桥: 上海金桥区域核心城市开发及运营商

上海金桥出口加工区开发股份有限公司成立于 1992 年, 公司于 1993 年 3 月登陆上海证券交易所。上市至今, 公司抓住浦东开发开放契机, 依托上市公司的品牌优势、资金优势, 积极承担上海自由贸易试验区金桥区域内的开发建设、招商引资、产业发展和载体运营管理, 着力打造产城融合的示范园区。

园区业务: 多业态发力, 租赁物业贡献稳定租金收入

园区业务方面, 公司主要从事上海金桥产业园区内房地产项目的开发、运营和管理。2018 年来, 浦东金桥持有供出租项目建筑面积持续扩张, 出租率整体维持在 80% 以上的较高水平。截至 2020 年末, 公司持有的各类经营性物业约 270 万 m², 总体出租率 80.71%。

2021 年浦东金桥继续推进园区内持有物业开发, 2021 年重点推动金桥壹中心、中移动上海研究院等 13 个工程项目前期及开工建设; Office Park 金科园项目按计划节点推进。

住宅开发: 打造碧云品牌高品质住宅

住宅开发方面, 浦东金桥依靠自身区域综合开发优势, 承接了区域内高品质住宅项目开发, 已售未结算项目隐含较高待结算利润。我们按照核心项目碧云尊邸项目 50% 的预售比例估算, 在房价不涨的假设下, 碧云尊邸项目合计总货值接近 90 亿, 根据公司开发进度表, 项目建设预计总投资在 28.8 亿, 已售未结算项目隐含可结算利润较高。其中已销售部分预计 2021 年进入收入结算。

区域发展: 五大倍增+金色中环, 金桥开发大有可期

2020 年是浦东新区倍增行动、金色中环建设的发力年, 根据浦东金桥经营计划, 公司将按照“运营一批、建设一批、储备一批”的总体思路, 全力推动 20 多个工程建设的滚动策划、开发建设。作为浦东新区国资委下属的金桥区域主要开发主体, 在高质量政策扶持政策下, 公司经营质量方面有望实现高质量的持续性增长。

投资建议: 我们预计, 伴随浦东金桥前期销售的碧云尊邸陆续交付结算, 同时, 租赁物业持续竣工招商进入成熟运营阶段, 公司收入及业绩将实现稳健增长。预计 2021 年至 2023 年, 公司实现营业收入 42.48 亿、49.3 亿、54.92 亿, 同比增长 18%、16% 及 11%, 实现归属母公司净利润 12.94 亿、15.78 亿及 19.48 亿, 同比增长 16.8%、21.93% 及 23.5%; 摊薄后每股收益 1.15、1.41 及 1.74, 对应 PE 为 10.6 倍、8.7 倍及 7 倍。

目前中万园区开发指数 PE 在 14.6 倍交易, 浦东金桥 2021 年业绩对应目前股价为 10.6 倍。作为上海浦东金桥区域的核心区域开发商, 多业态的持有型物业贡献稳健增长的租金收入的同时, 高品质住宅销售持续增厚公司业绩, 在十四五“浦东倍增”以及“金色中环”规划驱动下, 公司有望迎来政策助力下的高质量发展。我们认为, 公司强大的区域综合开发实力以及持有型物业所处的区域优势下, 公司成长的确切性较高, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

风险提示事件: 融资环境收紧超预期、房地产调控政策收紧超预期、疫情反复再次冲击地产租赁业务、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时

内容目录

浦东金桥：上海金桥区域核心城市开发及运营商.....	- 4 -
园区业务：多业态发力，租赁物业贡献稳定租金收入.....	- 6 -
住宅开发：打造碧云品牌高品质住宅.....	- 8 -
区域发展：五大倍增+金色中环，金桥开发大有可期.....	- 11 -
区域规划：由传统产业功能板块升级为高品质城市副中心.....	- 11 -
五大倍增：聚焦核心产业，2025年浦东经济总量目标突破2万亿.....	- 12 -
金色中环发展带：政策驱动，助力区域发展再上台阶.....	- 13 -
盈利预测及投资建议.....	- 14 -
风险提示.....	- 16 -

图表目录

图表 1：金桥开发区产业规模及占全市比例.....	- 4 -
图表 2：公司股权结构图（截至 2020 年末）.....	- 5 -
图表 3：产业园区：现代产业服务园一期.....	- 5 -
图表 4：碧云国际社区：碧云花园一期.....	- 5 -
图表 5：公司收入结构构成（亿元）.....	- 6 -
图表 6：公司持有物业总建筑面积及平均出租率（万 m^2 、%）.....	- 6 -
图表 7：公司不同业态租赁物业建筑面积（万 m^2 ）.....	- 7 -
图表 8：租赁物业竣工年度分布（万 m^2 ）.....	- 7 -
图表 9：公司金桥园区内主要服务客户.....	- 8 -
图表 10：公司主要在建工业及商办项目（万 m^2 、亿）.....	- 8 -
图表 11：碧云国际社区区位.....	- 9 -
图表 12：2020 年公司收入结构（亿、%）.....	- 9 -
图表 13：公司地产收入及毛利率（亿、%）.....	- 9 -
图表 14：碧云尊邸项目销售情况.....	- 10 -
图表 15：公司 2020 年末房地产预收款明细（亿元、%）.....	- 10 -
图表 16：公司土地储备（万 m^2 ）.....	- 11 -
图表 17：金桥外高桥区域单元规划.....	- 11 -
图表 18：金桥-外高桥单元发展目标.....	- 12 -
图表 19：“1+4+N”公共中心体系.....	- 12 -
图表 20：浦东倍增计划各产业细节目标.....	- 12 -
图表 21：金色中环发展带示意图.....	- 13 -
图表 22：金桥 1851 项目示意图.....	- 14 -

图表 23: 公司主要业务拆分 (百万元)	- 15 -
图表 24: 可比公司估值 (盈利预测采用 Wind 一致预期)	- 15 -
图表 25: 公司盈利预测表.....	- 17 -

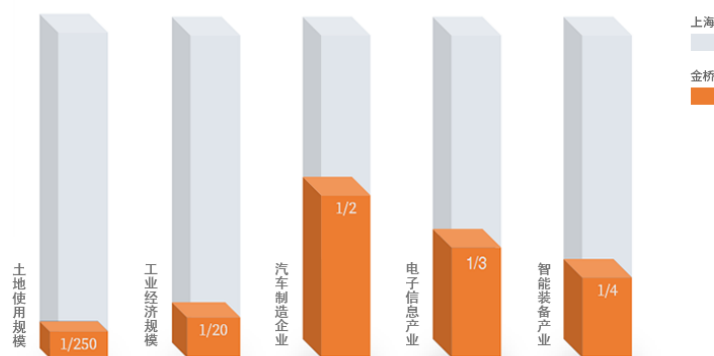
浦东金桥：上海金桥区域核心城市开发及运营商

上海金桥出口加工区开发股份有限公司成立于 1992 年，公司于 1993 年 3 月登陆上海证券交易所。上市至今，公司抓住浦东开发开放契机，依托上市公司的品牌优势、资金优势，积极承担上海自由贸易试验区金桥区域内的开发建设、招商引资、产业发展和载体运营管理，着力打造产城融合的示范园区。

上海金桥经济技术开发区是 1990 年浦东开发开放之初经国务院批准设立的国家级经济技术开发区，规划面积 27.38 平方公里。2014 年 12 月，金桥开发区片被纳入上海自由贸易区扩展区域。

经过 27 年的建设和发展，金桥开发区积淀了雄厚的产业基础，传统的四大产业：汽车及零部件产业、现代家电产业、生物医药及食品产业和电子信息产业历经转型提升，现已形成以“新能源汽车产业”、“智能装备产业”、“移动视讯产业”和“金融科技产业”主导的“3+1”新型产业结构。被纳入上海自贸区后，金桥开发区发展迅速，成为上海重要的先进制造业核心功能区、生产性服务集聚区、战略性新兴产业先行区和生态工业示范区。

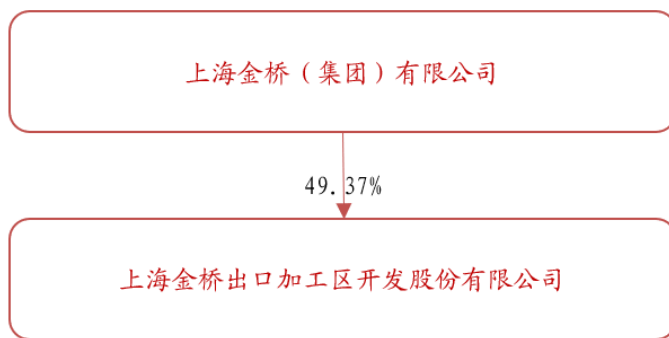
图表 1：金桥开发区产业规模及占全市比例



来源：公司官网、中泰证券研究所

从浦东金桥股权架构上来看，上市公司浦东金桥第一大股东为上海金桥（集团）有限公司，上海金桥集团为浦东新区国资委全资控股，上市公司股东背景强大，开发资源充沛。

图表 2: 公司股权结构图 (截至 2020 年末)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

公司依靠金桥区域的发展优势, 结合上海自贸区、科创中心、国内国际双循环的战略链接等国家战略, 已经形成了以“金桥”及“碧云”为核心品牌的产业园区运营及高端地产开发的双轮业务驱动模式。未来战略上, 公司以“产业城区综合开发运营商”为目标, 以“城区开发与销售+运营服务+产业投资”为三大板块, 形成从规划-建设-运营-服务的完整生态体系。

图表 3: 产业园区: 现代产业服务园一期



来源: 公司官网、中泰证券研究所

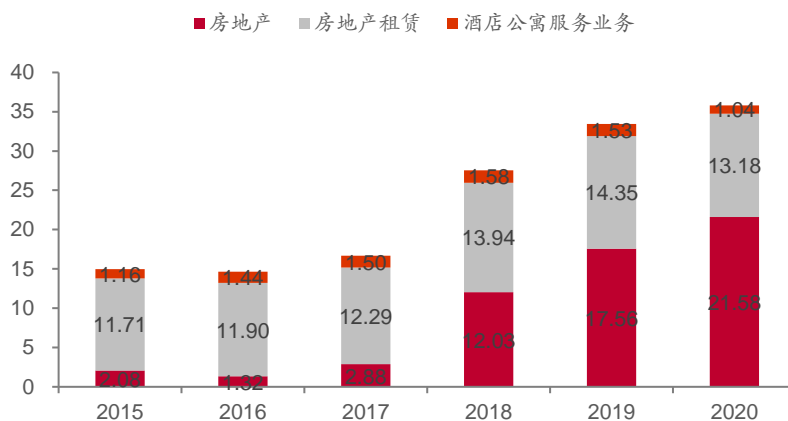
图表 4: 碧云国际社区: 碧云花园一期



来源: 公司官网、中泰证券研究所

业务结构上, 浦东金桥以产业园区内核心物业租赁为主要收入来源, 2018 年来, 房地产销售占比持续提升。2020 年, 房地产销售、房地产租赁及酒店式公寓服务业务收入分别为 21.6 亿、13.2 亿及 1.0 亿, 占收入的比例分别为 60.1%、36.7%及 2.9%。

图表 5: 公司收入结构构成 (亿元)



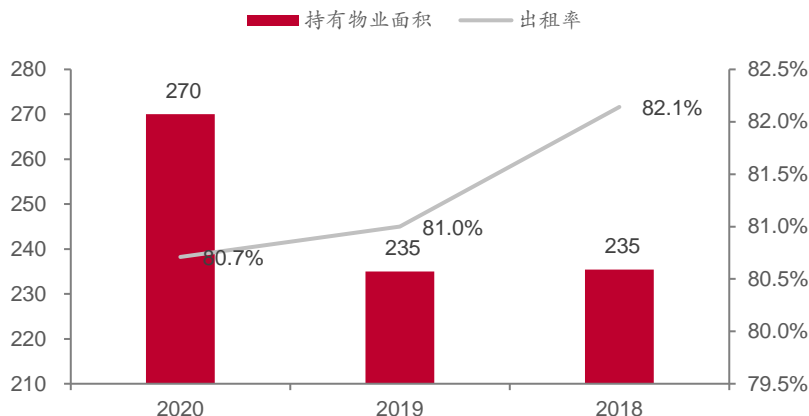
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

园区业务: 多业态发力, 租赁物业贡献稳定租金收入

园区业务方面, 公司主要从事上海金桥经济技术开发区内房地产项目的开发、运营和管理。业态方面, 开发物业包括工业、办公、科研、住宅、商业地产项目等。从开发阶段上看, 公司在前期进行项目开发的同时, 提供后续出租、出售、管理和增值服务。

2018 年来, 浦东金桥持有供出租项目建筑面积持续扩张, 受疫情影响, 出租率相比小幅下滑, 但整体维持在 80% 以上的较高水平。截至 2020 年末, 公司持有的各类经营性物业约 270 万 m², 总体出租率 80.71%。

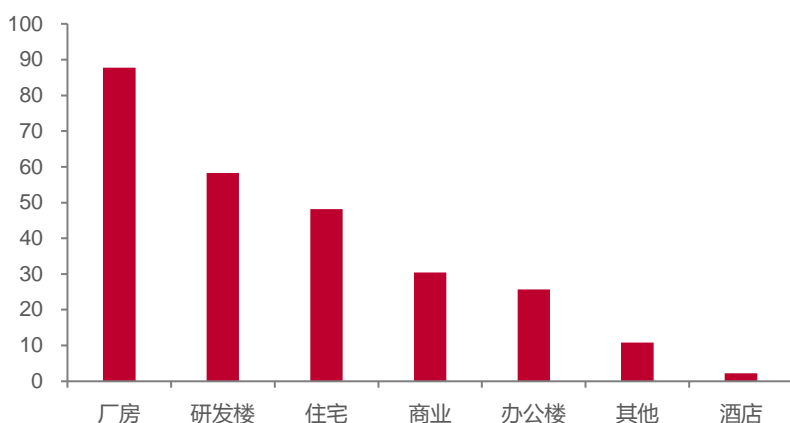
图表 6: 公司持有物业总建筑面积及平均出租率 (万 m², %)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

相较于其他园区开发企业, 浦东金桥租赁物业业态丰富, 涵盖办公、厂房、研发楼、住宅等, 多业态组合有利于出租率长期保持在稳定水平。其中, 金桥区域内的厂房、研发楼及住宅为公司主要租赁物业, 总建筑面积分别为 87.7 万 m²、58.3 万 m² 及 48.1 万 m²。凭借“金桥”及“碧云”两大品牌, 公司形成了完善的区域开发产品线。

图表 7: 公司不同业态租赁物业建筑面积 (万 m²)

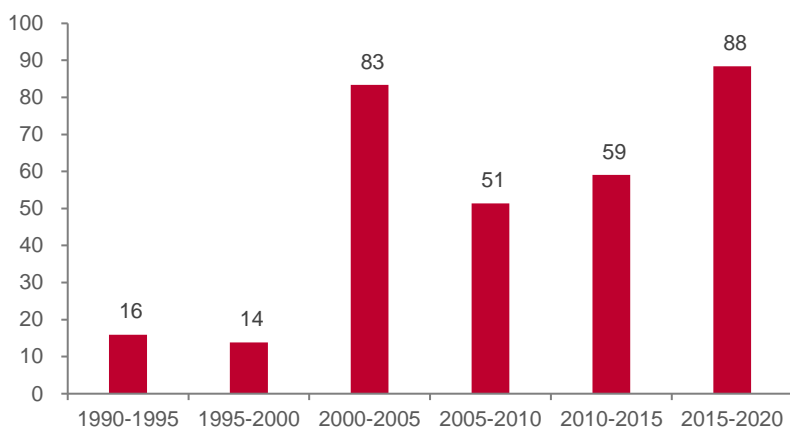


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

2015 年以来, 浦东金桥租赁物业竣工规模加速上升, 2015 年至 2020 年竣工 88 万 m², 相比 2010 至 2014 年增长 49.7%。租赁物业的面积扩张带来租金收入的持续性增长。

2014 年 12 月, 在上海自贸区扩展区内, 对国家规定实施准入特别管理措施之外的外商投资, 暂时停止行政审批, 改为备案管理。2015 年 4 月, 上海自贸区扩围, 陆家嘴金融片区、金桥开发片区以及张江高科技片区正式挂牌。伴随政策利好及区域内开发办公的需求增长驱动, 浦东金桥开发规模快速增长。

图表 8: 租赁物业竣工年度分布 (万 m²)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

政策支持的背景之下, 相对于浦东地区的办公物业, 金桥产业园及总部办公在招商方面具备天然的自身优势。目前, 开发区已经形成以通用汽车为龙头较完整的千亿级汽车产业集群, 并不断向新能源及智能网联汽车方向转型, 目前已经引进了中移德电车联网、通敏车辆检测、科列、哲弗等新能源汽车代表性项目。同时, 在智能装备产业、国内网络视讯产业等多产业聚群。同时, 开发区充分利用金桥自贸区的政策环境优势, 重点发展金融科技产业, 形成与陆家嘴金融贸易区传统金融业互补、金融业态和金融服务错位差异化发展。

图表 9: 公司金桥园区内主要服务客户

汽车产业集群	智能装备产业	网络视讯产业	金融科技产业
<ul style="list-style-type: none"> •中移德电车联网 •通敏车辆检测 •科列 •哲弗 •..... 	<ul style="list-style-type: none"> •哈工大机器人 •中科新松机器人 •..... 	<ul style="list-style-type: none"> •咪咕视讯 •天翼视讯 •央广视讯 •国视通讯 •中投视讯 •网达软件 •..... 	<ul style="list-style-type: none"> •证通 •中新金科 •富友金融 •.....

来源：公司官网、中泰证券研究所

在建项目中，2021 年浦东金桥继续推进园区内持有物业开发，2021 年重点推动金桥壹中心、中移动上海研究院等 13 个工程项目前期及开工建设；Office Park 金科园项目按计划节点推进。

图表 10: 公司主要在建工业及商办项目 (万 m²、亿)

项目	业态	总建筑面积	总投资额	2020 年投资额
OfficePark 金科园	工业	19.91	1.83	0.86
17B-06 地块 (金桥壹中心)	商办	16.46	25.99	1.24
29-04 地块 (中移动上海研究院)	工业	9.20	6.50	0.04

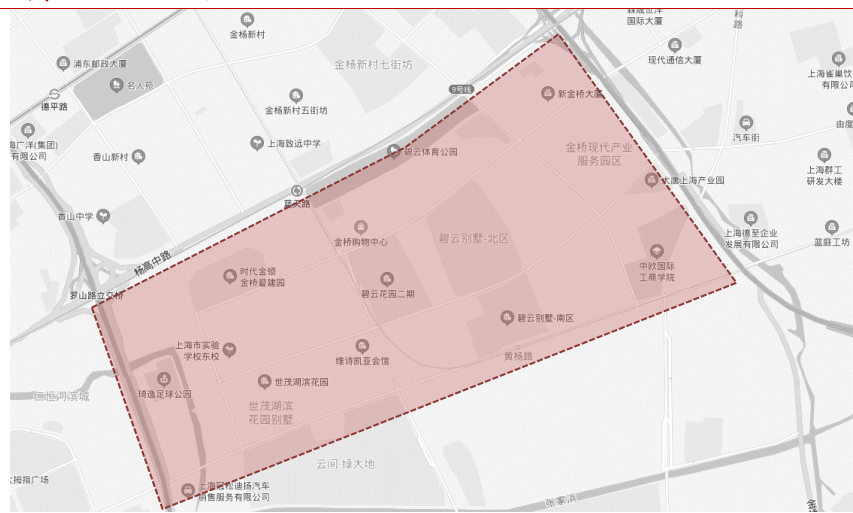
来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

住宅开发：打造碧云品牌高品质住宅

住宅开发方面，浦东金桥依靠自身区域综合开发优势，承接了区域内高品质住宅项目开发。目前高品质的居住氛围已形成碧云国际居住社区。碧云国际社区位于浦东区北部，占地四平方公里，社区秉承低密度、高规格的持续发展理念，吸引了来自五十多个国家和地区的千余户外籍家庭入住。

开发原则上，社区秉承“国际化，生态化，家庭化”，以租赁方式为主的经营模式下，整体区域开发经营注重生活配套建设，强调生态环境保护。2012 年，上海市浦东新区碧云国际社区建设管理项目荣获中国住建部颁发的“中国人居环境范例奖”。

图表 11: 碧云国际社区区位

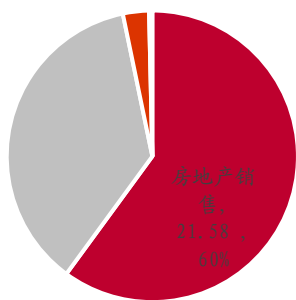


来源: 公司官网、中泰证券研究所

2018 年来, 浦东金桥开发的销售型住宅物业快速增长, 成为物业租赁后的第二增长曲线, 为公司收入贡献提供显著增量。

2020 年, 公司全年结算房地产销售收入 21.58 亿, 毛利率 52%, 在当前招拍挂市场普通房地产开发商竞争激烈, 毛利率持续下行的背景下, 浦东金桥凭借自身强大的区域开发能力, 保持销售物业毛利水平超过行业平均。同时, 借助于良好的品牌优势, 公司房地产销售能力持续增长, 2018 年房屋销售收入仅 12.03 亿, 2020 年快速增长至 21.58 亿。

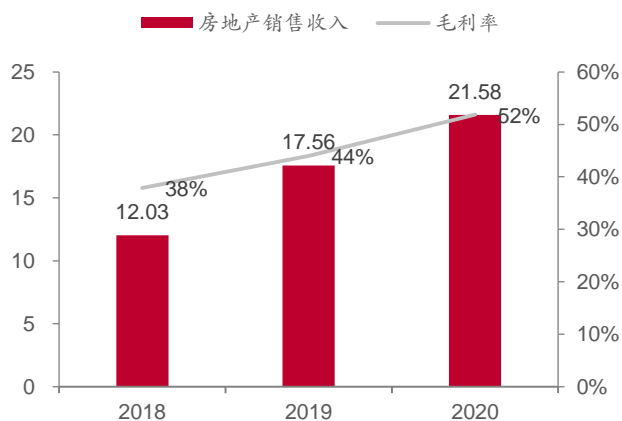
图表 12: 2020 年公司收入结构 (亿、%)



■ 房地产销售 ■ 房地产租赁 ■ 酒店公寓服务业务 ■ 其他业务

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司地产收入及毛利率 (亿、%)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

销售层面, 2020 年, 浦东金桥开发的碧云尊邸项目一期开盘销售, 销售均价介于 11 至 12 万, 根据上海网上房地产统计, 碧云尊邸项目一期共 160 套住宅已经售罄, 项目总建筑面积 4.36 万 m²。

图表 14: 碧云尊邸项目销售情况

项目基本信息		地图定位	
项目名称: 碧云翠林苑	项目地址: 碧云路338弄		
所在区县: 浦东新区	所属板块: 碧云板块		
企业名称: 上海金桥出口加工区房地产发展有限公司	点击查看楼盘介绍		
销售信息			
销售信息			
总套数: 160	总面积: 43635.25	住宅套数: 160	住宅面积: 43635.25
可售总套数: 0	可售总面积: 0	可售住宅套数: 0	可售住宅面积: 0
预定总套数: 0	预定总面积: 0	预定住宅套数: 0	预定住宅面积: 0
已售总套数: 160	已售总面积: 43635.25	已售住宅套数: 160	已售住宅面积: 43635.25
已登记总套数: 158	已登记总面积: 42783.85	已登记住宅套数: 158	已登记住宅面积: 42783.85
合同撤销总套数: 5	定金逾期总次数: 0		

来源: 上海网上房地产、中泰证券研究所

我们按照碧云尊邸项目 50%的预售比例估算,在房价不涨的假设下,碧云尊邸项目合计总货值接近 90 亿,根据公司开发进度表,项目建设预计总投资在 28.8 亿,已售未结算项目隐含利润较高。根据公司计划 2021 年 8 月交付,碧云尊邸一期项目利润将会陆续进入公司利润表结算,带来收入的持续增长。

图表 15: 公司 2020 年末房地产预收款明细 (亿元、%)

项目	期末余额	期初余额	预计交付时间	预售比例
S11 碧云尊邸	44.75		2021.8	50%
碧云壹零项目	0.31	1.73	现房销售	不适用
合计	45.06	1.73		

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

在房地产后续开发计划方面,2021 年公司计划将碧云尊邸项目一期力争年内取得入住许可证、完成交房,碧云尊邸二期力争三季度前取得预售许可证实现开盘。

土地储备方面,截至 2020 年末,浦东金桥持有未开发土地 5 块,合计总建筑面积 40 亿 m²,为公司后续持续发展提供基础。

图表 16: 公司土地储备 (万 m^2)

持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积	是否合作开发
北至鲁桥路、南至金闵路、西至金闵路、东至金苏路 (38 号地块)	5.06	12.65	否
G1-8 地块	1.10	4.40	否
G1-9 地块	0.48	0.72	否
北至 OP II 项目、南至新金桥路、西至金皖路、东至东陆路 (3-5 地块)	6.93	22.18	否
西北至金科路、东至浦东公交地块、南至锦绣路 (G3 地块)	0.14		否
合计	13.71	39.96	

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

区域发展: 五大倍增+金色中环, 金桥开发大有可期

2020 年是浦东新区倍增行动、金色中环建设的发力年, 根据浦东金桥经营计划, 公司将按照“运营一批、建设一批、储备一批”的总体思路, 全力推动 20 多个工程建设的滚动策划、开发建设。作为浦东新区国资委下属的金桥区域主要开发主体, 在高质量政策扶持政策下, 公司经营质量方面有望实现高质量的持续性增长。

区域规划: 由传统产业功能板块升级为高品质城市副中心

根据上海市规划和自然资源局公示浦东新区金桥-外高桥单元规划, 金桥城市副中心打造具有全球影响力的、创新智造服务云集、综合服务完善、富有国际魅力的高品质城市副中心。以商务办公、文化休闲、会议展示、创意研发、生态游憩为主要功能

金桥-外高桥单元位于浦东新区北部, 西至黄浦江, 东北至长江, 南至金杨新村街道、金桥镇、高东镇行政界线。规划总面积 142.85 平方公里, 包括 3 个街道与 4 个镇。

图表 17: 金桥外高桥区域单元规划


来源: 上海市规划和自然资源局、中泰证券研究所

从发展目标上来看，金桥外高桥单元区域发展围绕以下三大目标：产业转型升级的高质量发展示范区；国际化综合服务片区及新一代高品质生活样板区。金桥区域，作为区域内“1+4+N”公共中心体系中的“1”，承担区域内最核心的城市副中心角色。

图表 18: 金桥-外高桥单元发展目标

分目标1: 产业转型升级的高质量发展示范区

- 彰显“智造”特色，培育高端产业集群发展新载体，推动经济高质量发展，打造国际尖端智造、国际贸易、国际航运核心承载区。

分目标2: 国际化综合服务片区

- 着重落实从“园区”向“城区”转型蜕变的上位规划要求，努力提升全球城市的功能能级，提升公共服务水平，提高城市空间品质。

分目标3: 新一代高品质生活样板区

- 营造“乐活”环境，构建15分钟社区服务圈，营造高品质的开放空间系统，倡导绿色低碳的生活方式。

来源：上海市规划和自然资源局、中泰证券研究所

图表 19: “1+4+N”公共中心体系



来源：上海市规划和自然资源局、中泰证券研究所

五大倍增：聚焦核心产业，2025年浦东经济总量目标突破2万亿

根据浦东政府披露，2020年初，浦东明确了“五大倍增行动”的具体方案，总结来看，按照“10+6+X”倍增行动方案细则下，未来5年浦东区域的整体发展提出了明确目标。

其中，“10”是与经济发展直接相关10个领域，包括：制造业、金融、航运、贸易、科创、文化等重点功能，以及招商、投资、土地、营商环境等关键支撑；“6”是保税区、陆家嘴、张江、金桥、世博、国际旅游度假区等6个重点区域的倍增行动方案；“X”是其他相关配套和保障领域的方案。具体六大产业相关目标如下，力争将浦东工业用地单位面积增加值产出由19亿元/平方公里提升到34亿元/平方公里。

图表 20: 浦东倍增计划各产业细节目标

	规模目标	占全市规模
集成电路全产业链	4000 亿元	80%
生物医药产业	2000 亿元	60%
航空产业	1000 亿元	80%
汽车产业	4500 亿元	40%
成套设备	2200 亿元	40%
信息产业	5500 亿元	50%

来源：浦东政府、中泰证券研究所

除了各个产业经济目标外，在社会治理、城市建管、生态环境等各领域也制定了各自发展目标：

- **在综合交通领域：**到2025年，浦东将基本建成浦东枢纽和沪通铁

路二期，新增轨交线网超 100 公里，运营里程超过 350 公里，新增高快速路、主干路里程 150 公里。

- **在社会事业领域:** 到 2025 年，浦东教育公建配套学校将全面补缺，公共卫生体系建设将进一步加强，形成“5（医学中心）+13（区域医疗中心）+60（社区卫生中心）+X（专科医院）”的医疗机构体系，并建成“7+X”个区级养老机构。
- **农业发展领域:** 到 2025 年，浦东农村居民可支配收入将达到 6 万元以上（2018 年 3.33 万元），符合市级乡村振兴示范村和市级美丽乡村示范村标准的村庄将达到 72 个（2019 年 22 个）。

金色中环发展带：政策驱动，助力区域发展再上台阶

2020 年 7 月，浦东正式启动“金色中环”发展带建设，发展重点聚焦前滩、张江、金桥 3 个中心区，以及沪东船厂、张江集电港、御桥区域、新杨思地块和药溪小镇 5 个潜力地区建设。目前，浦东已将“金色中环”发展带列为“十四五”期间发展的重点，将按照高水平规划、高品质建设、高效率运营的发展要求开发建设，与滨江文化休闲商务带、南北科技创新带共同作为“十四五”时期浦东“一轴三带”重点建设区域。其中金桥区域方面，金桥集团推进金鼎天地项目开发及配套设施建设，确保每季度都有新项目开工，集团层面启动金桥城市副中心国培中心地块和美亚地块项目设计。上市公司金桥股份启动金桥城市副中心 250 米超甲级写字楼项目建设，打造城市新地标。

图表 21：金色中环发展带示意图



来源：人民网、中泰证券研究所

除上市公司外，集团公司层面同时协同开发。金桥集团重点建设“金色中环发展带”的五个重点项目，即上海金鼎、上海金环、上海金滩、上海金湾、上海金谷。从产业定位、规划设计、载体建设的角度全力提速，

打造宜居、宜业、宜乐、宜游的新金桥。

2021年4月，金色中环发展带上金桥区域首个项目“金桥1851”取得桩基许可证。作为“上海金环”的首个开工项目，金桥将打造1幢100米主塔楼与3幢60米次塔楼，以及贯穿南北的470米平台，以独特的建筑形象，成为“金色中环”发展带新地标。

图表 22: 金桥 1851 项目示意图



来源：浦东发布、中泰证券研究所

盈利预测及投资建议

我们预计，伴随浦东金桥前期销售的碧云尊邸陆续交付结算，同时，租赁物业持续竣工招商进入成熟运营阶段，公司收入及业绩将实现稳健增长。预计2021年至2023年，公司实现营业收入42.48亿、49.3亿、54.92亿，同比增长18%、16%及11%，实现归属母公司净利润12.94亿、15.78亿及19.48亿，同比增长16.8%、21.93%及23.5%；摊薄后每股收益1.15、1.41及1.74，对应PE为10.6倍、8.7倍及7倍。

核心假设：

1. 房地产租赁业务方面，在经历2020年新冠疫情后，2021年出租率复苏，出租物业竣工面积持续增长推升整体租金水平。毛利率方面，公司物业租赁业务经营稳定，在新冠疫情防控进入常态化阶段后，预计公司租赁业务毛利率水平在2021年至2023年逐渐回升至65%的疫情前平均水平。
2. 房地产业务方面，按照公司已售未结项目竣工交付计划，2021年碧云尊邸一期项目进入交房阶段，持续支撑地产业务收入上升。同时，项目二期顺利推盘，支撑地产销售业务后续增长。利润率方面，公司项目低成本拿地优势能够持续保持，预计将结算的碧云尊邸项目毛利率超过50%，持续推升房地产销售板块的利润率提升。
3. 酒店公寓出租业务方面，假设公司2021年后，酒店式公寓恢复至疫情前水平，收入及成本维持稳定，年出租收入约1.5亿，成本1.2亿左右。

图表 23: 公司主要业务拆分 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,761	3,352	3,593	4,248	4,930	5,492
YoY		21%	7%	18%	16%	11%
房地产销售	1,203	1,756	2,158	2,698	3,237	3,723
毛利率	38%	44%	52%	55%	55%	60%
YoY		46%	23%	25%	20%	15%
房地产租赁	1,394	1,435	1,318	1,384	1,525	1,602
毛利率	67%	65%	58%	60%	62%	65%
YoY		3%	-8%	5%	10%	5%
酒店公寓服务及其他业务	165	162	117	166	167	168
毛利率	52%	27%	-4%	25%	53%	30%
YoY		-2%	-28%	42%	0%	0%
归母净利润	977	1,085	1,108	1,294	1,578	1,948
YoY		11%	2%	17%	22%	23%
eps	0.87	0.97	0.99	1.15	1.41	1.74

来源: Wind、中泰证券研究所

目前申万园区开发指数 PE 在 14.6 倍交易, 浦东金桥 2021 年业绩对应目前股价为 10.6 倍。作为上海浦东金桥区域的核心区域开发商, 多业态的持有型物业贡献稳健增长的租金收入的同时, 高品质住宅销售持续增厚公司业绩, 在十四五“浦东倍增”以及“金色中环”规划驱动下, 公司有望迎来政策助力下的高质量发展。我们认为, 公司强大的区域综合开发实力以及持有型物业所处的区域优势下, 借助金桥区域的高速发展机会, 公司预计将迎来快速增长期。首次覆盖, 给与“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值 (盈利预测采用 Wind 一致预期)

简称	股价 (元)	EPS				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
电子城	4.12	0.47	0.44	0.47	0.53	8.8	9.3	8.7	7.8
中新集团	9.89	0.87	1.02	1.19	1.42	11.4	9.7	8.3	6.9
陆家嘴	11.02	0.99	1.12	1.28	1.74	11.1	9.8	8.6	6.3
浦东金桥	12.17	0.99	1.15	1.41	1.74	12.3	10.6	8.7	7.0

来源: Wind、中泰证券研究所

风险提示

- **融资环境收紧超预期:** 房地产行业属于资本密集型行业, 融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。一方面, 融资量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度, 导致总体的增速下行; 另外一方面, 融资产生的利息支出是除了土地价格以外, 影响房企利润率的最重要因素, 融资环境收紧导致融资成本上行将显著侵蚀公司盈利能力, 对业绩增速产生负面影响。
- **房地产调控政策收紧超预期:** 2020年新冠疫情后, 全国商品房市场复苏明显, 重点城市土地市场热度快速上升, 部分城市销售及土地市场出现过热现象, 热点城市调控政策存在不确定性。热点城市调控政策收紧, 将对房地产销售产生负面冲击。
- **疫情反复再次冲击地产租赁业务:** 公司物业租赁业务增长前提条件为国内新冠疫情管控良好, 正常企业经营没有出现限制性干扰, 如果新冠疫情反复, 防疫措施限制企业现场办公, 公司地产租赁业务将会受到冲击。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时:** 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时, 存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

图表 25: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	13,215	13,478	15,535	18,334	营业收入	3,593	4,248	4,930	5,492
现金	2,077	5,015	5,480	7,605	营业成本	1,695	1,895	2,164	2,177
交易性金融资产	3,236	1,230	1,639	2,035	营业税金及附加	274	225	291	344
应收账款	151	233	245	268	营业费用	31	43	51	54
其它应收款	19	24	30	31	管理费用	90	113	125	141
预付账款	1	1	1	1	研发费用	-	-	-	-
存货	5,345	5,196	6,055	6,311	财务费用	117	359	301	293
其他	2,386	1,780	2,084	2,083	资产减值损失	-	11	4	6
非流动资产	16,815	14,531	15,226	15,489	公允价值变动损益	10	4	5	6
金融资产类	-	460	153	205	投资净收益	66	83	62	70
长期投资	13	10	11	11	其他经营收益	41	23	29	31
固定资产	1,120	1,472	1,749	1,977	营业利润	1,475	1,711	2,090	2,584
无形资产	281	279	279	284	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	1,877	1,502	1,202	961	利润总额	1,475	1,711	2,090	2,584
其他	13,523	10,807	11,832	12,051	所得税	374	426	522	648
资产总计	30,030	28,010	30,760	33,823	净利润	1,101	1,286	1,567	1,936
流动负债	11,814	9,568	10,410	11,411	少数股东损益	(7)	(8)	(10)	(13)
短期借款	2,397	1,489	1,635	1,841	归属母公司净利润	1,108	1,294	1,578	1,948
应付款项	1,349	1,324	1,246	1,503	EBITDA	2,161	2,162	2,507	3,015
预收账款	175	1,260	1,422	1,160	EPS (最新摊薄)	0.99	1.15	1.41	1.74
其他	7,893	5,496	6,107	6,908	主要财务比率				
非流动负债	7,234	6,174	6,516	6,642	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	3,115	3,115	3,115	3,115	成长能力				
其他	4,119	3,059	3,401	3,526	营业收入增长率	7.18%	18.21%	16.06%	11.41%
负债合计	19,049	15,742	16,926	18,053	营业利润增长率	2.65%	16.03%	22.14%	23.62%
少数股东权益	221	213	203	191	归属于母公司净利润增长率	2.10%	16.80%	21.93%	23.50%
归属母公司股东权益	10,760	12,054	13,632	15,580	获利能力				
负债和股东权益	30,030	28,010	30,760	33,823	毛利率	52.83%	55.40%	56.11%	60.35%
					净利率	30.63%	30.27%	31.80%	35.25%
					ROE	10.48%	11.13%	12.09%	13.16%
					ROIC	7.73%	9.08%	9.49%	10.22%
					偿债能力				
					资产负债率	63.43%	56.20%	55.02%	53.37%
					净负债比率	30.12%	30.29%	29.11%	28.50%
					流动比率	1.12	1.41	1.49	1.61
					速动比率	0.67	0.87	0.91	1.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.13	0.15	0.17	0.17
					应收账款周转率	21.66	21.74	20.09	20.96
					应付账款周转率	1.99	1.42	1.69	1.59
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.99	1.15	1.41	1.74
					每股经营现金流 (最新摊薄)	2.91	1.67	0.80	2.57
					每股净资产 (最新摊薄)	9.59	10.74	12.14	13.88
					估值比率				
					P/E	12.4	10.6	8.7	7.0
					P/B	1.3	1.1	1.0	0.9
					EV/EBITDA	6.1	5.9	4.8	3.2

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。