投资评级 优于大市 维持

股票数据

03 月 31 日收盘价(元)	11.65
52 周股价波动（元）	9.60-16.93
总股本/流通 A 股（百万股）	4034/2933
总市值/流通市值（百万元）	46998/46998

相关研究

《三轮驱动一体化发展，归母净利稳健增长》2021.07.30

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	5.0	10.5	8.3
相对涨幅（%）	12.8	18.0	23.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@htsec.com
证书:S0850510120001
分析师:谢盐
Tel:(021)23219436
Email:xiey@htsec.com
证书:S0850511010019

租赁收入增加，归母净利润保持增长

投资要点:

- **事件。**2021 年，公司实现营业收入 138.72 亿元，同比下降 4.16%；实现归母净利润 43.11 亿元，较 2020 年度增长 7.45%。公司按每 10 股向全体股东分配现金红利人民币 5.35 元（含税）。

- **分项目看，2021 年，公司房地产销售收入 49.7 亿元，同比降低 22.9%；房地产租赁收入 34.5 亿元，同比上涨 9.86%；物业管理收入 18.7 亿元，同比增长 11.7%；酒店业收入 1.26 亿元，同比增加 62.6%；投资性房地产转让收入 8051 万元，同比下降 2.99%；金融业收入 29.4 亿元，同比增加 17.0%。**

- 根据公司 2021 年披露：（1）2021 年，公司合并报表范围内长期在营物业租金现金流入合计 38.63 亿元；实现各类房产销售现金流入合计 57.6 亿元；合并报表范围内实现 18.66 亿元物业管理收入，同比增加 11.7%；金融业务实现收入 29.4 亿元，同比增加 21.2%。（2）2021 年，公司续建项目 13 个，总建筑面积 179.76 万平方米；竣工项目 6 个，总建筑面积 33.43 万平方米。（3）公司长期持有物业出租毛利率为 75.77%；房地产销售毛利率为 81.53%，金融业务毛利率为 82.45%。

- 2022 年，公司计划房地产业务总流入 131.61 亿元，总流出 138.93 亿元。金融业务总流入 35.96 亿元，总流出 93.63 亿元。2022 年，公司计划竣工项目 2 个，总建筑面积 19 万平；续建项目 11 个，总建筑面积 161 万平。

- 公司合并报表范围内有息负债（陆金发仅包含其母公司有息负债）2021 年末余额为 506.15 亿元，占 2021 年末公司总资产的 41.87%，较上年末 438.65 亿增加 15.39%。

- **投资建议。"商业地产+商业零售+金融服务"一体化发展，" 优于大市"评级。**公司构建起"商业地产+商业零售+金融服务"发展格局，聚焦浦东"五大倍增行动"，深度参与浦东各新兴区域的蓬勃发展，在深耕细作陆家嘴金融城的同时，围绕"金色中环"，推进前滩、张江科学城、川沙新市镇项目的开发建设。**截止 2021 年，公司持有的在营物业面积为 289 万平。**我们认为，随着上海国际金融中心建设推进，公司持有物业价值、出租率和租金有望不断上升。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别是 1.15 元和 1.36 元，给予公司 2022 年 10-13 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 11.5-14.95 元，给予公司"优于大市"评级。

- **风险提示：**公司面临加息和政策调控风险，以及金融市场风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14475	13872	15017	17742	21365
(+/-)YoY(%)	-2.0%	-4.2%	8.3%	18.1%	20.4%
净利润(百万元)	4012	4311	4643	5468	6733
(+/-)YoY(%)	9.1%	7.5%	7.7%	17.8%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.99	1.07	1.15	1.36	1.67
毛利率(%)	70.6%	70.2%	70.1%	70.8%	71.6%
净资产收益率(%)	19.8%	19.1%	18.0%	18.4%	19.6%

资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润。2020-2024 年 EPS 按照公司最新总股本 40.34 亿股计算。

表 1 上海自贸区相关的上市公司的估值（收盘价日期为 2022.3.31）

代码	上市公司	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2022E	2023E	2022E	2023E
600007.SH	中国国贸	1.13	1.23	14.34	13.17
600639.SH	浦东金桥	2.37	3.14	6.29	4.75
均值				10.31	8.96

注：表中相关上市公司 EPS 预测取自 Wind 一致预期。原可比公司外高桥替换成中国国贸。
资料来源：海通证券研究所

风险提示：公司面临加息和政策调控风险，以及金融市场风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标（元）				
每股收益	1.07	1.15	1.36	1.67
每股净资产	5.60	6.40	7.35	8.52
每股经营现金流	0.92	2.00	1.94	2.19
每股股利	0.16	0.35	0.41	0.50
价值评估（倍）				
P/E	10.63	9.87	8.38	6.81
P/B	2.03	1.77	1.55	1.33
P/S	3.30	3.05	2.58	2.14
EV/EBITDA	10.81	9.86	7.60	5.70
股息率%	**1.4%**	**3.0%**	**3.6%**	**4.4%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	70.2%	70.1%	70.8%	71.6%
净利润率	31.1%	30.9%	30.8%	31.5%
净资产收益率	19.1%	18.0%	18.4%	19.6%
资产回报率	3.6%	4.2%	4.6%	5.6%
投资回报率	6.1%	7.0%	7.6%	9.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-4.2%	8.3%	18.1%	20.4%
EBIT 增长率	-4.1%	6.3%	19.7%	22.3%
净利润增长率	7.5%	7.7%	17.8%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	68.2%	61.6%	60.1%	55.9%
流动比率	1.01	1.11	1.21	1.38
速动比率	0.45	0.50	0.68	0.79
现金比率	0.24	0.21	0.41	0.50
经营效率指标				
应收帐款周转天数	25.03	25.03	20.02	17.02
存货周转天数	2757	2067	1695	1458
总资产周转率	0.11	0.14	0.15	0.18
固定资产周转率	3.56	3.82	4.52	5.43

利润表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**13872**	**15017**	**17742**	**21365**
营业成本	4130	4493	5186	6073
毛利率%	70.2%	70.1%	70.8%	71.6%
营业税金及附加	1969	2253	2661	3205
营业税金率%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	173	188	222	267
营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	390	420	497	598
管理费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
EBIT	7210	7664	9176	11222
财务费用	1093	1015	1295	1415
财务费用率%	7.9%	6.8%	7.3%	6.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-72	0	0	0
营业利润	**6180**	**6809**	**8070**	**10034**
营业外收支	600	660	726	799
利润总额	**6780**	**7470**	**8796**	**10832**
EBITDA	7367	7643	9197	11222
所得税	1764	1942	2287	2816
有效所得税率%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
少数股东损益	705	884	1042	1283
归属母公司所有者净利润	**4311**	**4643**	**5468**	**6733**

资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	13353	8920	18413	20356
应收账款及应收票据	951	1030	973	996
存货	31195	25450	24088	24260
其它流动资产	10919	10851	10913	10994
流动资产合计	56417	46250	54387	56606
长期股权投资	13296	13296	13296	13296
固定资产	3902	3933	3922	3932
在建工程	0	2	4	6
无形资产	42	40	38	36
非流动资产合计	64479	64497	64477	64478
资产总计	**120896**	**110747**	**118865**	**121084**
短期借款	11711	1000	5000	1000
应付票据及应付账款	4282	3726	3656	3639
预收账款	634	687	811	977
其它流动负债	39341	36222	35396	35450
流动负债合计	55968	41635	44863	41067
长期借款	7501	7551	7571	7591
其它长期负债	19005	19005	19005	19005
非流动负债合计	26506	26556	26576	26596
负债总计	**82473**	**68190**	**71439**	**67662**
实收资本	4034	4034	4034	4034
归属于母公司所有者权益	22573	25823	29651	34364
少数股东权益	15849	16734	17775	19058
负债和所有者权益合计	**120896**	**110747**	**118865**	**121084**

现金流量表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4311	4643	5468	6733
少数股东损益	705	884	1042	1283
非现金支出	147	-21	21	0
非经营收益	1335	461	703	881
营运资金变动	-2783	2112	585	-72
经营活动现金流	**3715**	**8080**	**7818**	**8825**
资产	-2802	664	726	799
投资	-3854	0	0	0
其他	1078	-1	-1	-1
投资活动现金流	**-5578**	**663**	**725**	**798**
债权募资	30230	-10661	4020	-3980
股权募资	1737	0	0	0
其他	-20829	-2515	-3070	-3700
融资活动现金流	**11139**	**-13175**	**950**	**-7680**
现金净流量	**9275**	**-4433**	**9494**	**1943**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 31 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2021），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊　　房地产行业
谢盐　　房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,金科股份,建发股份,卓越商企服务,雅生活服务,融创服务,保利发展,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,锦和商业,华发股份,金地集团,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,特发服务,张江高科,佳兆业美好,世茂集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。