

拥上海核心产城资源，借临港片区二次腾飞

公司是上海金桥副中心最大开发运营商。金桥城市副中心既是十四五期间上海浦东新区金色中环带三大重点发展区域之一，又是上海市 9 个主城副中心之一。金桥区域作为老牌开发区不断升级更新，已成为上海核心产业资源聚集区。上市公司浦东金桥作为该片区的主要开发运营商，拥有丰富的产城融合建设运营经验，2021 年公司收入达到 46.2 亿元，归母净利润为 16.2 亿元，近 5 年（2017-2021 年）收入复合增速 28.9%，归母净利润复合增速达 21.8%。

坐拥金桥核心产城资源，运营效率不断提升。公司在金桥片区拥有丰富且优质的产城资源，包括住宅、办公楼、研发楼、商业、厂房及仓库、文教等在内的多元运营业态，中期有望受益于 REITs 大发展。截至 2021 年底，公司持有物业总建面 302 万方，收入规模达 18.2 亿元。金桥区域新产业的集聚，包括 5G 行业、生物医药、智慧制造等，是上海产业升级的缩影，同时公司高效的运营，带来了出租率的持续提升和毛利率的持续提高，2021 年末出租率达 84%，较上年提升 3.3 个百分点；毛利率 56.9%，较上年提升 2.9 个百分点。此外通过挖潜区域产业资源价值，产业基金投资与物业管理服务将成为公司未来新的增长点。

高毛利项目保障利润增长，临港片区大发展推动公司规模扩张。2021 年底公司发力临港片区，在金桥片区之外新获 3 幅宅地，实现市内拓展新突破。连同毛利率高达 75% 的碧云尊邸项目剩余可结资源，公司在手未结转货值在 208.5 亿元左右，是 2021 年结算收入的 9 倍，为未来业绩增长提供充分保障。

首次覆盖给予买入评级，目标价 19.36 元。我们预测 2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.76/2.12/2.53 元，三年 CAGR 为 20.5%。给予 2022 年 11x 的 PE 估值，我们认为公司合理目标价为 19.36 元，给予买入评级。

风险提示：疫情反复的不利影响；销售和结算不及预期。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,593	4,617	5,215	6,132	16,431
增长率(%)	7.2	28.5	13.0	17.6	167.9
净利润(百万元)	1,108	1,623	1,974	2,377	2,843
增长率(%)	2.1	46.5	21.6	20.4	19.6
ROE(%)	10.0	12.6	13.8	14.8	22.9
EPS(元/股，摊薄)	0.99	1.45	1.76	2.12	2.53
P/E(倍)	15.1	10.3	8.5	7.0	5.9
P/B(倍)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1

浦东金桥 (600639)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

18616396058

SAC 执证编号：S1440520070004

发布日期：2022 年 05 月 08 日

当前股价：14.37 元

目标价格 6 个月：19.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.31/4.82	20.76/36.41	23.75/45.51

12 月最高/最低价 (元) 16.8/11.0

总股本 (万股) 112,241.29

流通 A 股 (万股) 85,023.67

总市值 (亿元) 161.29

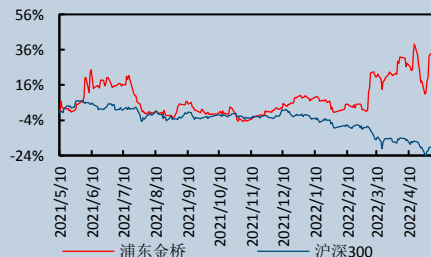
流通市值 (亿元) 122.18

近 3 月日均成交量 (万股) 959.02

主要股东

上海金桥(集团)有限公司 49.37%

股价表现



相关研究报告

目录

1. 上海金桥副中心最大开发运营商	1
1.1 金桥副中心建设是上海“十四五”规划重点工作	1
1.2 集团旗下重要开发运营平台，金桥副中心最大的开发运营商	2
2. 金桥核心产城资源运营效率不断提升，积极谋划转型	7
2.1 坐拥金桥核心产城资源，运营效率不断提升	7
2.2 中期有望受益 REITs 大发展	8
2.3 积极谋划转型，产业基金投资和物业管理将成新增长点	10
3. 优质开发项目保障业绩增长，发力临港打开新发展空间	10
4. 盈利预测与投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 19.36 元	12
4.1 盈利预测：预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.76/2.12/2.53 元	12
4.2 投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 19.36 元	13
5. 风险提示	14
报表预测	15

图表目录

图表 1：浦东将打造社会主义现代化建设引领区	1
图表 2：浦东新区的战略定位	1
图表 3：金色中环带的“3+5”集聚发展带	2
图表 4：上海市 9 大主城副中心	2
图表 5：金桥开发区产业规模及占比	2
图表 6：金桥集团负责开发的三个规划重点区域	2
图表 7：公司开发运营的现代产业服务园一期	3
图表 8：碧云国际社区——碧云花园 1 期	3
图表 9：浦东金桥发展历程	3
图表 10：浦东金桥股权结构（截至 2021 年年底）	4
图表 11：公司管理层主要人员	4
图表 12：2021 年公司营收 46.2 亿元，同比增长 28.5%	5
图表 13：2021 年归母净利润 16.2 亿元，同比增长 46.5%	5
图表 14：2021 年毛利率 68.4%，归母净利率 35.2%	5
图表 15：2021 年三费率为 9.0%	5
图表 16：2021 年营收中房地产销售占比 60.5%	6
图表 17：2021 年房地产销售毛利率高达 75.8%	6
图表 18：2021 年平均 ROE 为 14.1%	6
图表 19：2021 年归母净利率、资产周转率、权益乘数提升	6
图表 20：金桥开发区的先进智造产业发展布局	7
图表 21：2021 年持有物业总建面 302 万方，出租率 84%	7
图表 22：2021 年房地产租赁收入同比增长 27.5%	7

图表 23: 公司持有物业业态构成及明细	8
图表 24: 公司各业态持有物业 2019-2021 年租赁建面及 2021 年租金收入	8
图表 25: REITs 首发发售规定	9
图表 26: 首批公募产业园区类 REITs 底层资产	9
图表 27: 公司现有投资的企业分类	10
图表 28: 2021 年销售金额 30.9 亿元, 同比下降 44.4%	11
图表 29: 2021 年销售面积 4.6 万方, 同比下降 24.6%	11
图表 30: 2021 年销售均价 66295 元/平米, 同比下降 26.3%	11
图表 31: 公司 2021 年主要结转项目——碧云尊邸.....	11
图表 32: 2021 年 12 月公司与金桥集团竞得临港 3 幅住宅地块.....	12
图表 33: 分部收入和毛利率预测	13
图表 34: 可比公司估值表	13

1. 上海金桥副中心最大开发运营商

浦东金桥（全称上海金桥出口加工区开发股份有限公司）成立于 1992 年，是上海金桥集团旗下的产业城区综合开发运营商，深耕上海浦东的金桥区域，业务范围涵盖城区开发与销售、运营服务、产业投资三个板块。

1.1 金桥副中心建设是上海“十四五”规划重点工作

浦东新区肩负社会主义现代化建设引领区打造使命。2021 年 7 月 15 日，《中共中央 国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》发布，意见强调要推动浦东构建国内大循环的中心节点和国内国际双循环的战略链接、在长三角一体化发展中更好发挥龙头辐射作用，并明确了支持浦东新区高水平改革开放、打造社会主义现代化建设引领区的战略定位。

根据意见，到 2035 年，浦东现代化经济体系全面构建，现代化城区全面建成，现代化治理全面实现，城市发展能级和国际竞争力跃居世界前列。到 2050 年，浦东建设成为在全球具有强大吸引力、创造力、竞争力、影响力的城市重要承载区，城市治理能力和治理成效的全球典范，社会主义现代化强国的璀璨明珠。

图表1：浦东将打造社会主义现代化建设引领区



资料来源：政府官网，中信建投

图表2：浦东新区的战略定位



资料来源：人民网，中信建投

金色中环带建设既是浦东“十四五”规划重点工作，也是浦东打造引领区的重要抓手之一。金色中环带是上海浦东新区 2020 年 7 月启动的重点建设项目，位于浦东新区的 28.7 公里中环浦东段，约占上海中环全线的 41%，区域内可开发空间 10 平方公里，规划总投资约 6240 亿元，“十四五”期间投资将超 3440 亿元。在浦东新区关于打造社会主义现代化建设引领区的具体举措中，金色中环带与科学之城、五彩滨江、浦东枢纽一道成为重点开发区域。

金桥副中心是金色中环带发展建设聚焦的三个中心区之一，也是上海市 9 大副中心之一。2021 年 7 月 16 日，《浦东新区中环发展“十四五”规划》印发，规划将高标准推进前滩中央活动区、张江副中心、金桥副中心三个市级公共中心区建设，挖掘沿线五大潜力地区（张江集电港、御桥、新杨思、三林环外、沪东区域），形成“3+5”中环集聚发展带。其中，金桥副中心通过存量更新，集聚国际高端智造服务功能，并结合金桥中央公园大规模增加文化、体育等公共服务功能。根据《上海市城市总体规划（2016—2040）草案》，金桥副中心也是上海 9 个主城副中心之一。

图表3：金色中环带的“3+5”集聚发展带



资料来源：政府官网，中信建投

图表4：上海市9大主城副中心

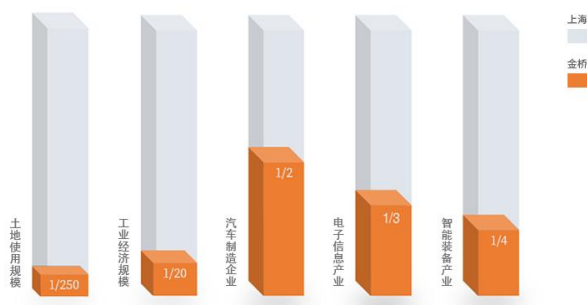


资料来源：政府官网，中信建投

1.2 集团旗下重要开发运营平台，金桥副中心最大的开发运营商

上海金桥集团引领金桥副中心开发建设。上海金桥集团成立于1990年，由上海市浦东新区国资委全额投资，是承担上海金桥出口加工区开发建设任务的大型国有企业。金桥开发区目前主打5G互联、新能源汽车、移动视讯等高端智造产业，为浦东乃至上海贡献较大的高端制造业规模。在金色中环带的建设规划中，金桥集团负责开发建设金色中环东北方向的三个规划重点区域：金桥副中心、沪东船厂、金鼎天地。“十四五”期间，金桥集团项目开工面积将达1160万方，总投资约1440亿元。

图表5：金桥开发区产业规模及占比



资料来源：公司官网，中信建投

图表6：金桥集团负责开发的三个规划重点区域



资料来源：金桥集团官网，中信建投

公司是金桥集团旗下重要的开发运营平台，收入和资产规模占比高。公司的经营工作聚焦区域开发建设、产业招商引资、城市功能提升和企业转型发展四大重点，拥有丰富的产城融合建设运营经验，运作的碧云国际社区拥有优质的人居环境、是上海著名的住宅项目。公司是集团旗下重要控股子公司。以2020年的数据衡量，公司截至2020年年底的资产规模300.3亿元（2021年年底为332.6亿元），占金桥集团总资产的62.9%；公司2020年营收35.9亿元（2021年为46.1亿元），占金桥集团总营收的76.2%。

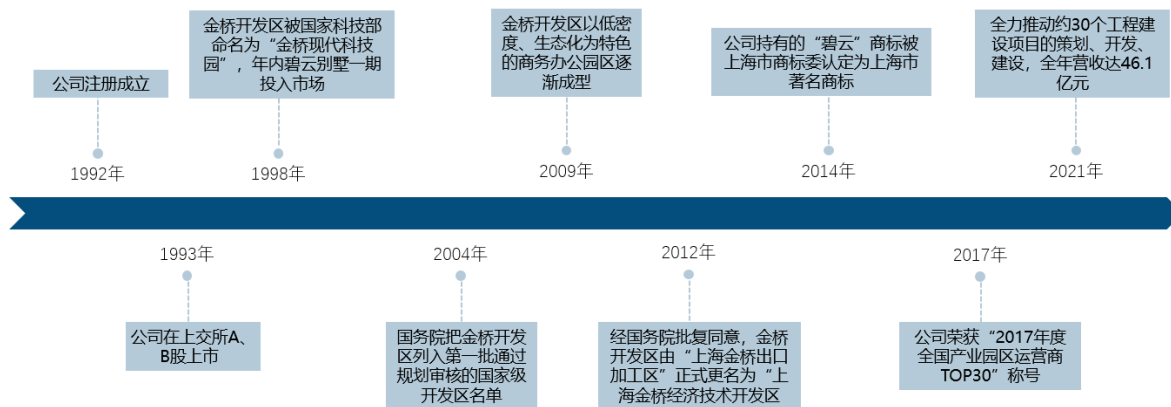
图表7： 公司开发运营的现代产业服务园一期


资料来源：公司官网，中信建投

图表8： 碧云国际社区——碧云花园 1 期


资料来源：公司官网，中信建投

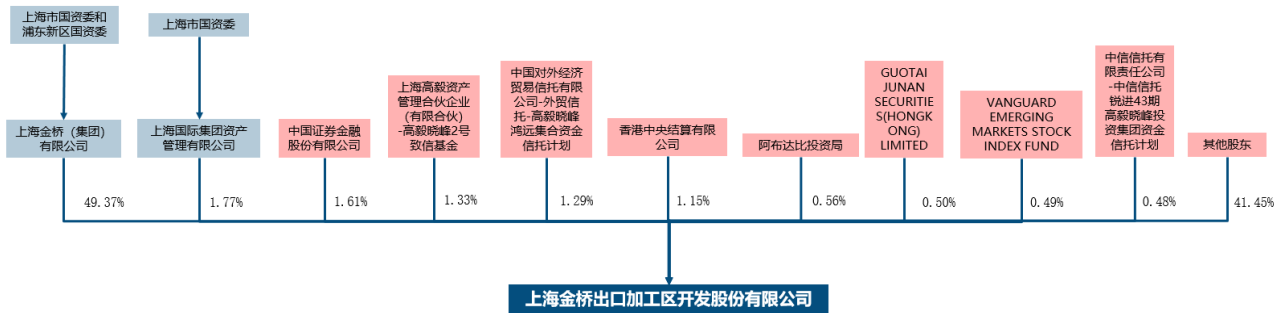
深耕金桥区域 30 年，多业态协同发展。1992 年，公司注册成立，并于 1993 年在上交所上市。自成立以来，公司深耕金桥区域，近年来开始南下向临港区域拓展资源。公司多业态协同发展，在各自领域内取得稳健成长，产业园区方面，公司荣获“全国产业园区运营商 TOP30”称号；住宅方面，公司持有的“碧云”商标被上海市商标委认定为上海市著名商标；服务公寓方面，公司在自身运营“碧云”系服务公寓基础上，获取张江人才公寓项目，实现品牌输出。2021 年作为金色中环建设的发力年，公司秉持“运营一批、建设一批、储备一批”的总体思路，推动 30 个工程建设项目的策划、开发、建设。

图表9： 浦东金桥发展历程


资料来源：公司公告，中信建投

上海市及浦东新区国资委控股，股权结构稳定。公司的实控人为浦东新区国资委与上海市国资委，截至 2021 年年底，浦东新区国资委和上海国资委，通过上海金桥（集团）有限公司、上海国际集团资产管理有限公司合计持有公司 51.14% 的股份，公司股权结构稳定。

图10： 浦东金桥股权结构（截至 2021 年年底）



资料来源：公司公告，中信建投

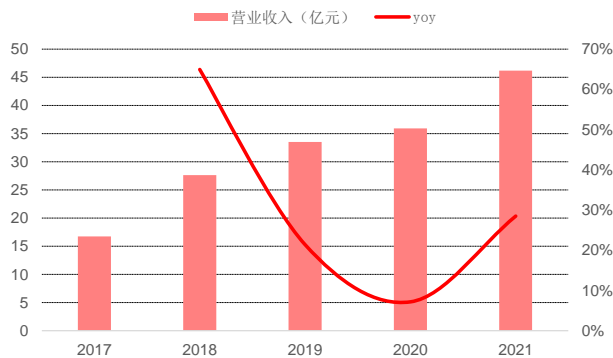
管理团队经验丰富，伴随金桥开发区成长。公司的管理层大多在公司、金桥开发区的相关企业、浦东新区政府、区委及事业单位等拥有丰富的的工作经验，伴随金桥开发区和浦东新区成长，深谙金桥开发区的发展路径与发展机遇，将带领公司在“十四五”期间及未来的发展中更好地为金色中环带发展贡献力量，推动公司多业态业务持续健康发展。

图11： 公司管理层主要人员

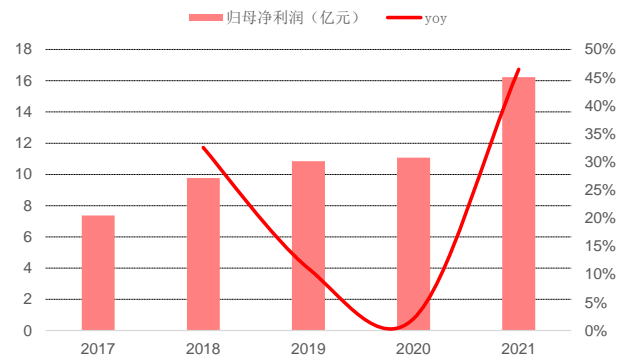
<p>王颖 董事长兼党委书记</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任上海金桥(集团)有限公司党委委员、副总裁;上海金桥出口加工区开发股份有限公司总经理、副董事长、党委书记等 现任本公司党委书记、董事长 	<p>汤文佩 副董事长兼总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任临港地区开发建设管委会党组成员,市临港地区开发建设管委会(南汇新城)综合计划办公室主任;上海金桥出口加工区开发股份有限公司党委副书记等 现任本公司党委副书记、副董事长、总经理 	<p>毛巧丽 职工董事兼副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任上海金桥出口加工区开发股份有限公司住宅部副总经理、投资规划部副总经理、总经理、本公司运营总监、公司第七届董事会董事 现任本公司董事会职工董事、副总经理、党委委员 	<p>沈晓明 监事会主席</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任浦东新区区委宣传部(文广影视局)文明创建处处长;浦东新区区级机关党工委副书记;浦东新区区委办公室主任 现任本公司监事会主席
<p>戴虹 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任上海金桥出口加工区开发股份有限公司党委副书记、纪委书记、工会主席、监事会副主席 现任本公司党委委员、工会主席及副总经理 	<p>沈彤 副总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任上海金桥出口加工区贸易公司业务部副经理;上海金桥原产地市场部及人事部副经理;本公司住宅业务主管,租售中心副经理,住宅及配套管理部经理助理、副经理;本公司战略投资部副经理、总经理;本公司住宅建筑运营部总经理等 现任本公司副总经理、党委委员 	<p>佟浩 财务总监</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任中国第一拖拉机工程机械公司审计主管;中邦置业集团有限公司财务经理;旭辉集团股份有限公司高级审计经理;浦东新区国资委监事中心专职监事、上海张江高科技园区开发股份有限公司监事会监事 现任本公司财务总监、东方证券监事 	<p>严少云 董事会秘书</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任上海金桥(集团)有限公司审计法务部法务主管、行政人事部法务主管、审计监察部主任助理;上海金桥出口加工区开发股份有限公司综合事务部经理助理兼审计/法务主管、副经理、审计法务部副经理(主持工作)、董事会办公室副主任(主持工作) 现任本公司董事会办公室主任及董事会秘书

资料来源：公司公告，中信建投

近年来业务规模及业绩均明显提升。2017年至2021年，公司营业收入的年均复合增长率达到28.9%，归母净利润的年均复合增长率达到21.8%。2021年营收规模及归母净利润均创历史新高，其中2021年营业收入46.2亿元，同比增长28.5%；归母净利润16.2亿元，同比增长46.5%。

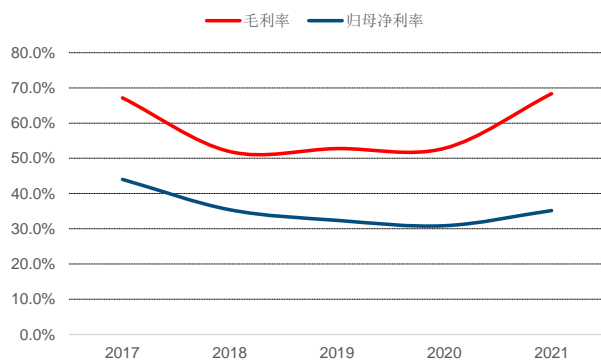
图表12： 2021 年公司营收 46.2 亿元，同比增长 28.5%


资料来源：公司公告，中信建投

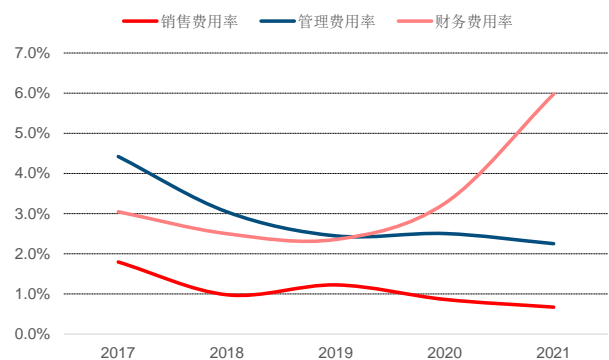
图表13： 2021 年归母净利润 16.2 亿元，同比增长 46.5%


资料来源：公司公告，中信建投

销售管理费用控制能力提升，盈利水平显著改善。2021 年公司整体毛利率为 68.4%，较上年提升 15.6 个百分点；归母净利率为 35.2%，较上年提升 4.4 个百分点。2021 年公司的三费率为 9.0%，尽管较上年提升 2.3 个百分点，主要是由于财务费用率由 2020 年的 3.3% 上升至 6.0% 所致，但其余两项来看，销售费用率由 2020 年的 0.9% 下降至 0.7%，管理费用率则由 2020 年的 2.5% 下降至 2.3%。

图表14： 2021 年毛利率 68.4%，归母净利率 35.2%


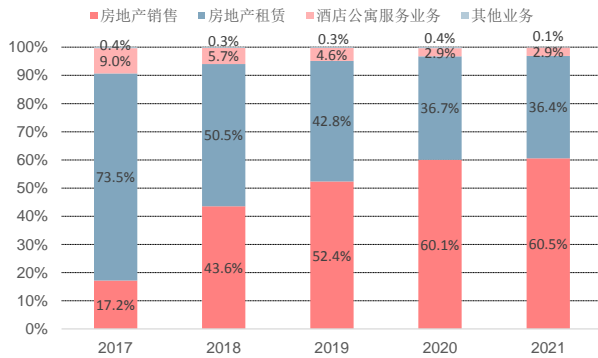
资料来源：公司公告，中信建投

图表15： 2021 年三费率为 9.0%


资料来源：公司公告，中信建投

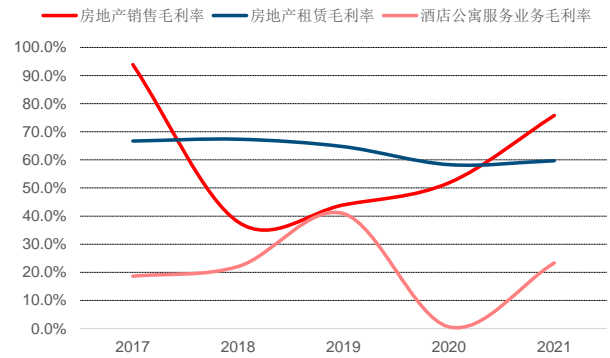
优质项目结算带动开发业务占比和利润提升，租赁业务利润水平稳中向好。公司的主营业务分为房地产销售、房地产租赁（包括住宅、商业、办公楼、厂房及仓库等业态）、酒店公寓服务三大部分。近年来，房地产销售营收占比提升明显，由 2017 年的 17.2% 连续上升至 2021 年的 60.5%，2021 年房地产租赁营收占比 36.4%、酒店公寓服务营收占比 2.9%。分项毛利率来看，由于公司 2021 年房地产销售业务的结算主要来自于定位高端、溢价水平较高的碧云尊邸项目，毛利率水平由 2020 年的 51.9% 大幅提升至 75.8%，带动公司整体盈利水平的改善；房地产租赁业务毛利率稳中有升，由 2020 年的 58.3% 提升至 2021 年的 59.7%；酒店公寓服务业务的毛利率迅速从疫情影响中恢复，由 2020 年的 0.6% 提升至 2021 年的 23.3%。

图表16： 2021 年营收中房地产销售占比 60.5%



资料来源：公司公告，中信建投

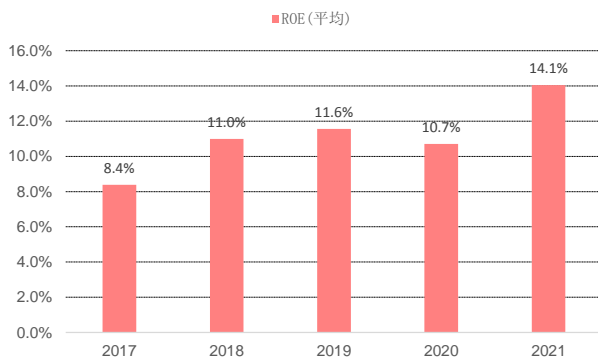
图表17： 2021 年房地产销售毛利率高达 75.8%



资料来源：公司公告，中信建投

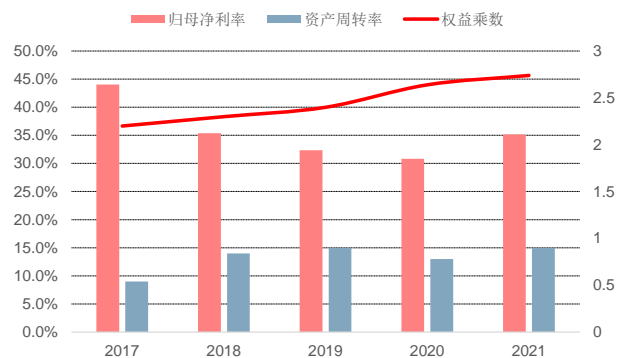
盈利、周转、杠杆三重提升，推动 ROE 达到近年最高水平。近年来，公司的 ROE 稳中有升，由 2017 年的 8.4% 上升至 2021 年的 14.1%。其中，2020 年受疫情影响，归母净利润与资产周转率均有所下滑，带动 ROE 由 2019 年的 11.6% 下降至 10.7%，而 2021 年公司的归母净利润、资产周转率、权益乘数均获较大幅度提升，带动公司盈利能力获较大幅度改善，ROE 由 10.7% 提升至 14.1%，达到近年来最高水平。

图表18： 2021 年平均 ROE 为 14.1%



资料来源：公司公告，中信建投

图表19： 2021 年归母净利润率、资产周转率、权益乘数提升



资料来源：公司公告，中信建投

2. 金桥核心产城资源运营效率不断提升，积极谋划转型

2.1 坐拥金桥核心产城资源，运营效率不断提升

金桥开发区深入推进先进智造升级，公司持有物业具备产业支撑。金桥开发区以代表先进智造能力的产业为依托，持续发力招商稳商，形成了以汽车产业、智能装备产业、网络视讯产业、金融科技产业为代表的产业集群，并在各产业领域确立促进产业结构优化升级的发展方向，有针对性的引进先进智造项目。在构建产业城区的基础上，开发区内形成丰富的持有物业业态，共享开发区内人才和资源流动带来的发展红利。

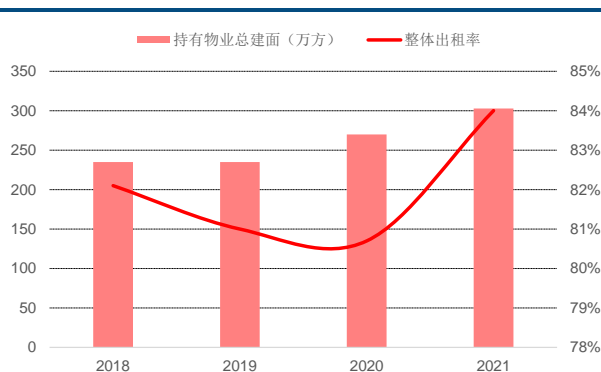
图表20： 金桥开发区的先进智造产业发展布局

产业类型	发展方向	引进项目
汽车产业	向新能源及智能网联汽车方向转型	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
智能装备产业	重点布局机器人、3D 打印、智能测控装置与部件、智能制造系统和智能工厂解决方案等，及软件开发、物联网应用、大数据分析系统和传感技术等领域	哈工大机器人、中科新松机器人等代表性项目
网络视讯产业	加快发展网络视频、移动视讯平台类产业，重点发展 AR、VR 技术及 5G 移动通信技术、未来网络，以及核心技术和体系架构、视频芯片设计、关键设备领域的研发创新，打造“内容+平台+硬件创新+服务”的完整产业链	咪咕视讯、天翼视讯、央广视讯、国视通讯、中投视讯、网达软件等代表性项目
金融科技产业	聚焦金融云平台、金融征信、投资大数据、消费大数据等金融大数据领域，以及智能化的金融设备	证通、中新金科、富友金融等代表性项目

资料来源：公司公告，中信建投

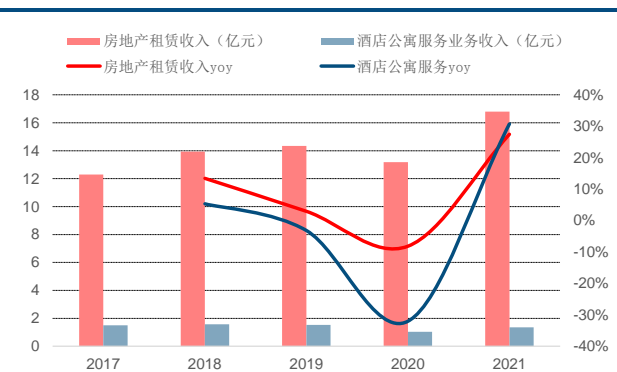
走出疫情影响，持有物业运营效率稳中有升。截至 2021 年年底，公司持有物业的总建面达 302 万方，相比 2020 年年底增加 32 万方，整体出租率达 84%，相比 2020 年提升 3.3 个百分点。公司的持有物业对应房地产租赁收入与酒店公寓服务业务收入两个部分，其中房地产租赁在 2021 年实现营收 16.8 亿元，同比增长 27.5%，毛利率为 59.7%，较上年提升 1.4 个百分点；酒店公寓服务实现营收 1.36 亿元，同比增长 30.8%，毛利率为 23.3%，较上年提升 22.7 个百分点。公司经营性业务已从 2020 年疫情中完全恢复。

图表21： 2021 年持有物业总建面 302 万方，出租率 84%



资料来源：公司公告，中信建投

图表22： 2021 年房地产租赁收入同比增长 27.5%



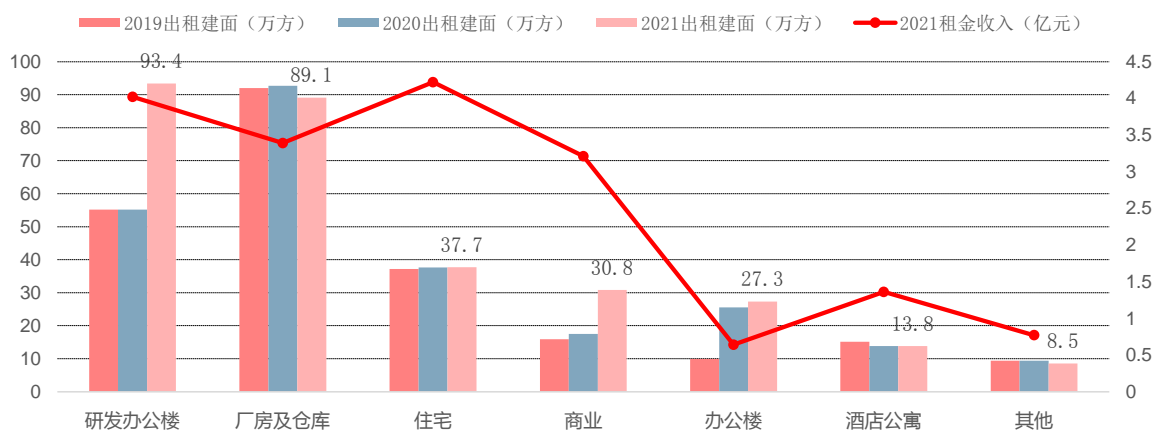
资料来源：公司公告，中信建投

持有物业项目获取稳步推进，多业态协同发展。公司的持有物业业态包括住宅、商业、研发办公楼、办公楼、厂房及仓库、酒店公寓、文教物业等。2021 年 Office Park 金科园项目如期推进，推动研发办公楼出租建面相比 2020 年提升 38.2 万方至 93.4 万方；啦啦宝都商业综合体也于 2021 年 4 月开业，推动商业出租建面相比 2020 年提升 13.3 万方至 30.8 万方。2021 年，住宅、研发办公楼、厂房及仓库贡献的租金收入位列业态前三，分别达 4.2 亿元、4.0 亿元、3.4 亿元。

图表23： 公司持有物业业态构成及明细

序号	地区	项目	经营业态	2021 年底租赁面积(万平)	2021 年租金收入(亿元)
1	金桥地区	碧云国际社区等	住宅	37.73	4.22
2	上海	碧云国际社区、新金桥广场、碧云公馆商业等	商业	30.81	3.22
3	金桥地区	Office Park 总部园、 Office Park 金湘园 (T28) 等	研发办公楼	93.40	4.02
4	上海	新金桥大厦、碧云公馆、新金桥广场等	办公楼	27.26	0.65
5	金桥地区	金桥智造系列等	厂房及仓库	89.14	3.39
6	金桥地区	文教	其他	8.52	0.78
7	上海	碧云花园酒店服务公寓	酒店公寓	13.82	1.36
房产小计				300.67	17.64
8	金桥地区	金桥北区土地	土地	33.91	0.52

资料来源: wind, 中信建投

图表24： 公司各业态持有物业 2019-2021 年租赁建面及 2021 年租金收入


资料来源: 公司公告, 中信建投

2.2 中期有望受益 REITs 大发展

REITs 市场制度日趋完善。在我国 REITs 市场正式启动前，2021 年 1 月沪深交易所已针对 REITs 审核关注事项（1 号）及发售业务（2 号）发布两项规则使用指引；2022 年 4 月 15 日针对 REITs 扩募发布《3 号指引》，进一步完善 REITs 规则体系，推动我国 REITs 市场发展水平提升。

图表25： REITs 首发发售规定

发售类型	向特定对象发售：战略配售	向不特定对象发售：公开发售
发售条件	基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方，以及符合指引第十二条规定的专业机构投资者，可以参与基础设施基金的战略配售。	网下询价结束后，网下投资者及公众投资者应当以询价确定的认购价格参与基础设施基金份额认购。 扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的 70%。
发售价格定价方式	基础设施基金份额认购价格应当通过向网下投资者询价的方式确定。	
锁定期	基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%，其中基金份额发售总量 20% 持有期自上市之日起不少于 60 个月，超过 20% 部分持有期自上市之日起不少于 36 个月。基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方以外的专业机构投资者战略配售比例由基金管理人合理确定，持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于 12 个月。	

资料来源：《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 2 号——发售业务（试行）》，《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，中信建投

首批公募 REITs 中已有优质产业园项目成功发行，公司产业园资产有望受益 REITs 渠道的打通。产业园区 REITs 是产权类项目，收入来源包括租金、物业费、停车费等，收入受到物业管理质量、相关服务设施等因素的影响。公司有产业园区的不动产，到期后资产价值不为零。因为其资产升值空间较高，估值主要受不动产公允价值变动影响，所以剩余现金分派率的要求较低。整体现金分派率在 4%~4.7% 之间。

与公司同属浦东区域的张江光大产业园是首批发行的 3 个产业园区 REITs 之一，华安张江光大园 REIT 的底层资产。其位于上海的自由贸易试验区，地处国家级高科技产业园区张江高科技园区核心地带，主要租户包含集成电路、先进制造业、金融科技及产业服务配套等行业的优质企业。公司在金桥开发区内运营的各产业园，租户分布行业同样具备先进智造的特点，同时多年来的稳健运营也使产业园拥有较为稳定的出租率和租金水平，中期有望受益于 REITs 大发展。

图表26： 首批公募产业园区类 REITs 底层资产

项目名称	标的资产	建筑面积 (万平方米)	出租率	租金 (元/平方米/月)	估值价格(亿元)	现金分派率	
						2021	2022
东吴苏州工业园区产业园	国际科技园五期 B 区	33.02	90%	41	33.5	4.31%	4.36%
	2.5 产业园一期、二期项目	23.09	70%	61.2			
华安张江光大园	张江光大园	5.09	99.5%	141	14.7	4.66%	4.04%
博时招商蛇口产业园	万海大厦	9.53	94.4%	145.74	25.28	4.39%	4.46%

	万融大厦		84.1%	127.92			
--	------	--	-------	--------	--	--	--

资料来源: REITs 发售说明, 中信建投

2.3 积极谋划转型, 产业基金投资和物业管理将成新增长点

布局产业基金投资, 寻求区域产业资源收益最大化。产业投资作为公司业务的三大板块之一, 公司现有的投资聚焦于传统行业, 包含金融、建材、通信行业等, 截至 2021 年年底公司对上述行业企业的投资账面价值总计为 19.9 亿元。随着公司建设管理的园区内产业升级步伐的加快, 公司也积极寻求机会获取更强大的产业协同效应。2021 年 8 月, 公司牵头发起设立的上海浦东智能造一期私募投资基金合伙企业(有限合伙)成立; 2021 年 11 月, 基金完成备案, 认缴出资总额 10.01 亿元, 其中公司旗下控股子公司上海盛盛投资管理作为 GP, 出资 100 万元, 占比约 0.1%, 基金现已正式开始运作。公司在发展规划中, 明确 2022 年将在基金投资方面聚焦智能网联、半导体、智能制造等硬核产业, 完成不少于 5 个项目的投资决策。

此外, 公司以“金桥创新坊”为品牌的由宏孵化器业务, 也在 2021 年下半年正式开启运作, 并已取得区级创新型孵化器资质认定。公司规划在 2022 年, 力争取得市级孵化器认定, 同时继续积极引入业内成熟的运营孵化器, 激发产业创新动力。

图表 27: 公司现有投资的企业分类

行业	金融					建材		通信	合计	
	公司	东方证券	国泰君安证券	国泰君安投资管理	交通银行	永安期货	上海华德美居建材装饰仓储	汇通集团		中国电信
截至 2021 年年底公司投资的账面价值(亿元)		18.638	0.863	0.052	0.347	0.0002	0.033	0.00001	0.002	19.94
持有被投资公司的股份(及其 2021 年年底总股本的比例)		12644.52 万股 (1.81%)	482.49 万股 (0.05%)	-	754.18 万股 (0.01%)	547 股	-	440 股	5.91 万股	

资料来源: 公司公告, 中信建投

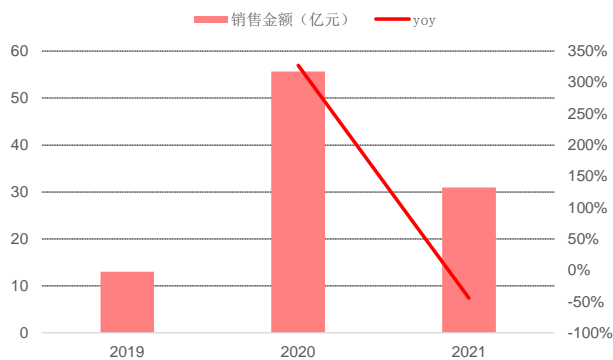
物业管理服务有望成为收入新增长点。2021 年年内, 公司下属企业新金桥广场公司接手碧云尊邸物业管理项目, 正式独立开展物业管理业务, 同时承接了 264 套张江国际社区人才公寓项目。公司在发展规划中提出, 将启动物业管理战略落地, 未来该项业务将成为公司新增收入来源、调整收入结构的重要抓手。

3. 优质开发项目保障业绩增长, 发力临港打开新发展空间

碧云尊邸项目为公司带来丰厚结算资源。碧云国际社区是公司开发业务的明星产品, 其中的碧云尊邸项目成为公司 2021 年销售和结算的主力: 2021 年 12 月公司完成碧云尊邸二期 173 套房源的销售工作, 开盘当天全部售罄, 收取购房款超 30 亿元; 同时之前完成销售的碧云尊邸一期也为公司 2021 年贡献主要结转收入。截至 2021 年年末, 碧云尊邸项目存有未结转面积 6.72 万方, 我们测算对应货值在 68.5 亿元左右, 为后续业绩增长提供坚实基础。

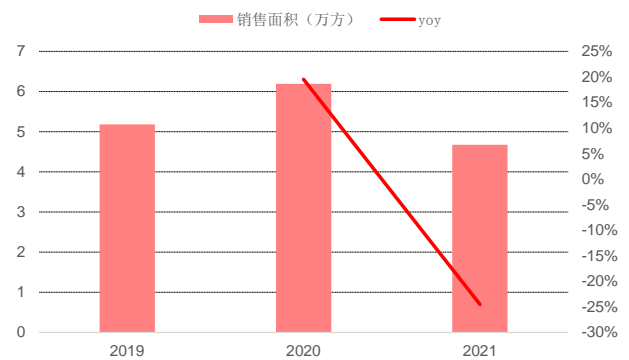
房地产开发业务开拓市内新发展空间。2021 年，公司销售金额 30.9 亿元，同比下降 44.4%；销售面积 4.6 万方，同比下降 24.6%。为补充未来发展所需货值，2021 年 12 月，公司与金桥集团以 45.04 亿元总价竞得临港新片区综合产业片区 3 幅住宅组团地块，据我们测算，3 幅地块货值在 140 亿元左右。与前述碧云尊邸项目剩余货值加总后，未来公司可结算资源在 208.5 亿元左右，而公司 2021 年的结转收入为 24.1 亿元，在手资源可为未来公司业绩增长提供充分保障。此外，公司在 2021 年 11 月被确定为两港快线东大公路站枢纽片区统筹主体，将牵头负责该片区的开发，以上进展也为公司未来获取更多优质储备奠定基础。

图表28： 2021 年销售金额 30.9 亿元，同比下降 44.4%



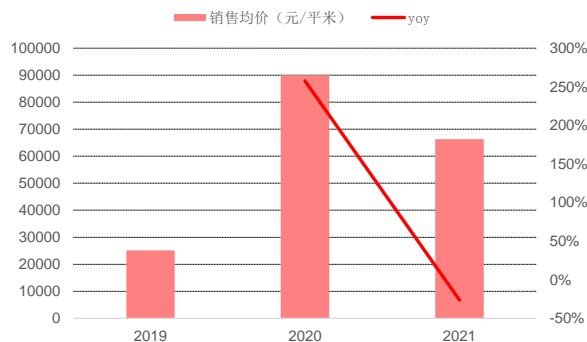
资料来源：公司公告，中信建投

图表29： 2021 年销售面积 4.6 万方，同比下降 24.6%



资料来源：公司公告，中信建投

图表30： 2021 年销售均价 66295 元/平米，同比下降 26.3%



资料来源：公司公告，中信建投

图表31： 公司 2021 年主要结转项目——碧云尊邸



资料来源：公司公告，中信建投

图表32： 2021 年 12 月公司与金桥集团竞得临港 3 幅住宅地块


资料来源：凤凰网房产，中信建投

4. 盈利预测与投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 19.36 元

4.1 盈利预测：预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.76/2.12/2.53 元

我们预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 19.7/23.8/28.4 亿元，三年 CAGR 为 20.5%，对应 EPS 分别为 1.76/2.12/2.53 元。

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下主要假设：

1) 对于房地产销售业务：2021 年碧云尊邸交付 86 套。截至 2021 年底，尚有碧云尊邸一期 74 套，二期 173 套未交付，一期 74 套将于 2022 年交付，二期 173 套预计在 2022 年及以后年度交付。根据测算，碧云尊邸可结算资源尚有 68.5 亿元。2021 年 11 月底所拿 3 幅临港地块，货值估计 140 亿，预计在 2024 年可进入结算期，保证业绩稳定。我们预计 2022-2024 年房地产销售业务结算收入分别为 35.8/41.3/143.3 亿元，增速分别为 27.9%/15.5%/247.0%。

2) 对于房地产租赁业务和酒店公寓服务业务，我们预计上海 2022 年疫情对公司相关经营将造成一定不利影响，2023 年将逐步恢复。我们预计 2022-2024 年房地产租赁业务收入分别为 15.4/18.5/19.4 亿元，增速分别为 -8.3%/20.3%/5.0%；酒店公寓业务收入分别为 0.9/1.4/1.5 亿元，增速分别为 -31.8%/55.0%/5.0%。

3) 根据碧云尊邸和临港 3 幅地块的毛利率，我们预计 2022-2024 年公司房地产结算毛利率分别为 75.83%/75.83%/42.00%。参考 2020 年疫情对公司运营业务造成的影响，我们预计 2022-2024 年房地产租赁业务毛利率分别为 58.28%/59.66%/60.00%，2022-2024 年酒店公寓服务业务毛利率分别为 0/23.32%/26.00%

4) 预计期间费用率整体保持稳中趋降。我们预计 2022-2024 年公司销售费用率维持 0.68%，管理费用率分别为 2.26%/2.26%/1.50%，财务费用率分别为 5.06%/4.08%/3.03%。

5) 假设 2022-2024 年综合所得税率维持 26.18%。

图表33： 分部收入和毛利率预测

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入预测					
房地产销售	2,158	2,795	3,576	4,128	14,325
yoy	22.92%	29.53%	27.91%	15.45%	247.01%
房地产租赁	1,318	1,680	1,540	1,852	1,944
yoy	-8.14%	27.46%	-8.33%	20.27%	5.00%
酒店公寓服务	104	136	93	144	151
yoy	-31.80%	30.45%	-31.80%	55.00%	5.00%
其他业务	13	6	7	9	10
yoy	44.56%	-54.31%	20.00%	20.00%	20.00%
营收合计	3,593	4,617	5,215	6,132	16,431
yoy	7.18%	28.50%	12.95%	17.59%	167.93%
毛利率					
房地产销售	51.85%	75.83%	75.83%	75.83%	42.00%
房地产租赁	58.28%	59.66%	58.28%	59.66%	60.00%
酒店公寓服务	0.56%	23.32%	0.00%	23.32%	26.00%
其他业务	81.82%	57.42%	57.42%	57.42%	57.42%
综合毛利率	52.83%	68.38%	69.28%	69.69%	43.99%

资料来源：公司公告，中信建投

4.2 投资建议：首次覆盖给予买入评级，目标价 19.36 元

给予“买入”评级，目标价 19.36 元。我们选取了陆家嘴、上海临港、中华企业、金融街、中新集团五家房企作为可比公司，我们给予浦东金桥可比公司 2022 年平均 11X 的 PE 估值，对应目标价为 19.36 元，首次覆盖给予买入评级。

图表34： 可比公司估值表

公司名称	公司代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2021A	2022E	2021A	2022E
陆家嘴	600663.SH	363	43	44	8	8
上海临港	600848.SH	328	15	21	21	16
中华企业	600675.SH	206	8	14	26	15
金融街	000402.SZ	181	16	17	11	11
中新集团	601512.SH	127	15	18	8	7

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
平均值					14	11
浦东金桥	600639.SH	139	16	20	9	7

资料来源: wind, 中信建投; 注: 截至 2022-5-6 收盘

5. 风险提示

1) 受疫情反复不利影响。2022 年上海疫情持续时间较长, 封控措施将对公司房地产开发、运营项目的经营产生不利影响。

2) 销售和结算进度不及预期。项目开发和竣工交付进度存在不确定性, 存在销售、结算不及预期的可能。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	13215	14320	16404	16153	20163
现金	2077	4205	4172	4293	5151
应收票据及应收账款合计	151	149	189	208	887
其他应收款	19	17	24	24	104
预付账款	1	1	1	2	7
存货	5345	4207	6276	5884	8273
其他流动资产	5622	5741	5741	5741	5741
非流动资产	16815	18947	18932	18929	20917
长期投资	13	17	26	35	44
固定资产	1120	1065	1082	1064	1515
无形资产	281	272	267	264	256
其他非流动资产	15401	17593	17557	17565	19101
资产总计	30030	33268	35335	35081	41080
流动负债	11814	14830	16121	14789	15599
短期借款	2397	2485	4804	2580	2485
应付票据及应付账款合计	1349	1676	1643	2207	2394
其他流动负债	8068	10669	9673	10001	10720
非流动负债	7234	5925	5419	4922	5796
长期借款	3115	2438	1933	1436	2309
其他非流动负债	4119	3487	3487	3487	3487
负债合计	19049	20755	21540	19711	21395
少数股东权益	221	174	116	46	1576
股本	1122	1122	1122	1122	1122
资本公积	1709	1709	1709	1709	1709
留存收益	6880	8211	9507	11065	13990
归属母公司股东权益	10760	12339	13680	15325	18109
负债和股东权益	30030	33268	35335	35081	41080

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3268	1082	361	4119	3580
净利润	1101	1575	1915	2307	4373
折旧摊销	411	518	360	473	692
财务费用	117	276	267	252	484
投资损失	-66	-107	-89	-75	-84
经营性应收项目的减少	-289	738	-41	-19	-684
经营性应付项目的增加	3403	1507	90	893	1457
其他经营现金流	1995	-1918	-2053	1181	-1201
投资活动现金流	-2757	-513	-261	-386	-2586
资本支出	13	12	2294	-2237	1884
长期投资	-2899	-608	-9	-9	-9
其他投资现金流	-5642	-1109	2024	-2632	-711
筹资活动现金流	405	-483	-2452	-1388	-41
短期借款	1377	88	0	0	0
长期借款	-1287	-677	-505	-497	873
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	316	106	-1947	-891	-914
现金净增加额	917	85	-2352	2345	953

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3593	4617	5215	6132	16431
营业成本	1695	1460	1602	1859	9202
营业税金及附加	274	678	766	901	822
销售费用	31	31	35	42	112
管理费用	90	104	118	138	246
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	117	276	267	252	484
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	14	-5	10	10
其他收益	41	20	0	0	0
投资净收益	66	107	89	75	84
营业利润	1475	2133	2594	3124	5924
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1475	2134	2595	3124	5924
所得税	374	559	679	818	1551
净利润	1101	1575	1915	2307	4373
少数股东损益	-7	-48	-58	-70	1531
归属母公司净利润	1108	1623	1974	2377	2843
EBITDA	2174	2837	3122	3750	6690
EPS (元)	0.99	1.45	1.76	2.12	2.53

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	28.5	13.0	17.6	167.9
营业利润(%)	2.7	44.6	21.6	20.4	89.6
归属于母公司净利润(%)	2.1	46.5	21.6	20.4	19.6
获利能力					
毛利率(%)	52.8	68.4	69.3	69.7	44.0
净利率(%)	30.8	35.2	37.8	38.8	17.3
ROE(%)	10.0	12.6	13.8	14.8	22.9
ROIC(%)	89.8	-140.8	222.6	-1223.7	208.3
偿债能力					
资产负债率(%)	63.4	62.4	61.0	56.2	52.1
净负债比率(%)	37.1	21.7	24.8	3.8	4.5
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4
应收账款周转率	21.7	30.9	30.9	30.9	30.0
应付账款周转率	2.0	1.0	1.0	1.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.45	1.76	2.12	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	4.72	0.32	3.67	3.19
每股净资产(最新摊薄)	8.09	9.22	10.48	12.02	13.87
估值比率					
P/E	15.1	10.3	8.5	7.0	5.9
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.2	5.6	5.3	3.6	2.3

分析师介绍

竺劲：房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

尹欢科：房地产行业分析师，主要研究领域为房地产开发、物业管理、商业地产及地产转型领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2020 年 2018/2020 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020 年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020 年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员，2018-2020 年连续三年 Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk