

**浦东金桥 (600639.SH) 开发运营齐头并进，金桥区域开发建设主力军**

2023年06月13日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**
**齐东（分析师）**

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/6/12
当前股价(元)	12.89
一年最高最低(元)	14.13/10.04
总市值(亿元)	144.68
流通市值(亿元)	109.60
总股本(亿股)	11.22
流通股本(亿股)	8.50
近3个月换手率(%)	71.27

**● 深耕金桥租售结合，打造领先产业城区综合开发运营商，给予“买入”评级**

浦东金桥依托金桥经济技术开发区的发展，以产业创新社区和碧云国际社区两大产品为核心，聚焦“城区开发与销售+运营服务+产业投资”三大板块，可售房产资源充足，房产租赁收入稳中有升，出租率逆势提升，区位优势以及产业聚集效应显著。我们预计公司2023-2025年归母净利润为17.84、15.06和19.37亿元，对应EPS为1.59、1.34、1.73元，当前股价对应PE为8.1、9.6、7.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 立足金桥开发区，园区租赁业务稳健发展**

金桥开发区聚焦于未来车、新通信、智能造三大产业，贡献了浦东1/4的工业经济规模，区位优势以及产业聚集效应显著。公司可供出租的经营性房产以产业园区为主，截至2022年末持有各类经营性房产面积约302万方，受疫情租金减免影响，租赁收入同比下降5.5%至15.88亿元，平均出租率逆势提升至86.6%。公司运用多种方式对旗下物业改扩建工程进行持续推进，目前拥有Y00-1201单元7街坊产业社区和08街坊碧云商业综合体两个项目改建，未来项目储备较充足。

**● 销售收入保持增长，可售资源充足**

公司2022年房地产销售收入达33.19亿元，同比增长18.7%，主要来自于碧云尊邸二期的集中结转，2023年碧云尊邸二期对应待结转金额42.32亿元。公司在建可售住宅项目充足，临港组团项目预估货值约125亿元，预计将在2023年达售；周浦项目预估货值约54亿元，预计将在2023年达售。2023年1月，公司联合体被确定为虹口区两宗城市更新项目最终实施主体，两项目距离北外滩核心区仅一街之隔，预估货值约70亿元，将极大增厚公司土地储备。

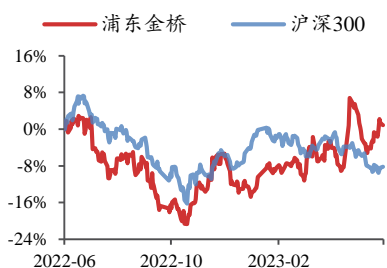
**● 财务状况较为稳健，融资成本保持低位**

截至2022年末，公司资产负债率55.8%，财务状况较为健康。2022年公司公开市场发债36.3亿元，票面利率不超过3%，融资渠道保持畅通，平均融资成本降至3.24%，较2021年末下降43BP。

**● 风险提示：项目拓展不及预期、产业导入不及预期、上海新房价格波动风险。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,617	5,053	6,409	7,041	7,995
YOY(%)	28.5	9.5	26.8	9.9	13.5
归母净利润(百万元)	1,623	1,584	1,784	1,506	1,937
YOY(%)	46.5	-2.4	12.7	-15.6	28.6
毛利率(%)	68.4	68.6	64.3	49.5	54.6
净利率(%)	35.2	31.3	27.8	21.4	24.2
ROE(%)	12.6	10.2	11.5	8.6	9.8
EPS(摊薄/元)	1.45	1.41	1.59	1.34	1.73
P/E(倍)	8.9	9.1	8.1	9.6	7.5
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**股价走势图**


数据来源：聚源

## 目 录

1、 中国领先产业城区综合开发运营商 .....	4
1.1、 深耕金桥三十余年，园区开发经验丰富 .....	4
1.2、 浦东新区国资委控股，背景实力雄厚 .....	4
1.3、 经营模式：租售结合，以租为主 .....	5
2、 立足金桥开发区，园区租赁业务稳健发展 .....	5
2.1、 金桥区位优势显著，产业聚集效应增强 .....	5
2.2、 租赁收入同比微降，出租率逆势提升 .....	8
3、 销售收入保持增长，可售资源充足 .....	12
3.1、 结转收入同比增长，全年无项目销售 .....	12
3.2、 拿地相对积极，可售资源充足 .....	12
4、 毛利保持稳定，融资渠道通畅 .....	14
4.1、 归母净利润保持增长，盈利能力下滑 .....	14
4.2、 背靠国资评级稳定，融资成本逐年降低 .....	15
5、 盈利预测与投资建议 .....	16
6、 风险提示 .....	17
附：财务预测摘要 .....	18

## 图表目录

图 1： 公司历经三十余年发展致力于成为产业城区综合开发运营商 .....	4
图 2： 公司实际控制人为浦东新区国资委 .....	5
图 3： 公司 2022 年营业收入同比增长 9.5% .....	5
图 4： 公司 2022 年房地产销售业务占比提升至 65.7% .....	5
图 5： 上海浦东 2035 年规划定位金桥园区为市级副中心 .....	6
图 6： 金桥开发区东部、西部、南部各区拥有不同定位 .....	7
图 7： 金桥产业区 2022 年工业总产值同比下降 8.5% .....	7
图 8： 公司 2022 年租赁收入同比下降 5.5% .....	8
图 9： 公司截至 2022 年末可租赁面积同比基本持平 .....	8
图 10： 公司 2022 年经营性物业出租率逆势提升 .....	8
图 11： 公司 2022 年研发办公楼业态占比最高 .....	8
图 12： 公司产业园区项目以研发办公和厂房为主 .....	9
图 13： 碧云别墅户型多以美式三房、四房为主 .....	10
图 14： 碧云花园业态多为大户型大平层公寓 .....	10
图 15： 金桥壹中心是以科创为主题的高品质甲级写字楼 .....	11
图 16： Office Park 金科园有望在 2023 年竣工 .....	11
图 17： 公司 2021 年房地产销售面积同比下降 24% .....	12
图 18： 公司 2021 年房地产销售金额同比下降 44% .....	12
图 19： 虹口区嘉兴路街道两地块距离北外滩核心区仅一街之隔 .....	13
图 20： 虹口区嘉兴路街道两地块周边城市资源丰富 .....	13
图 21： 公司 2022 年归母净利润同比下降 2.4% .....	14
图 22： 公司 2022 年销售净利率下降 3.4 个百分点至 30.7% .....	14
图 23： 公司 2022 年房地产销售业务毛利率稳中有升 .....	14

图 24: 公司 2022 年平均融资成本降至 3.24% .....	15
表 1: 公司可租赁房产覆盖业态较全面 .....	9
表 2: 碧云国际社区住宅租赁以别墅和围合式公寓为主 .....	10
表 3: 碧云花园服务公寓拥有房间数量超 1300 间 .....	11
表 4: 公司在建可租赁项目面积超 30 万方 .....	11
表 5: 公司 2021 年以来拿地积极, 获取四宗地块 .....	13
表 6: 公司被确认为虹口两宗历史风貌保护项目最终实施主体 .....	13
表 7: 2020 年以来公司公开市场融资利率保持低位 .....	15
表 8: 我们预计公司 2023 年营业收入保持增长 .....	16
表 9: 公司 2023 年估值水平低于可比公司均值 .....	17

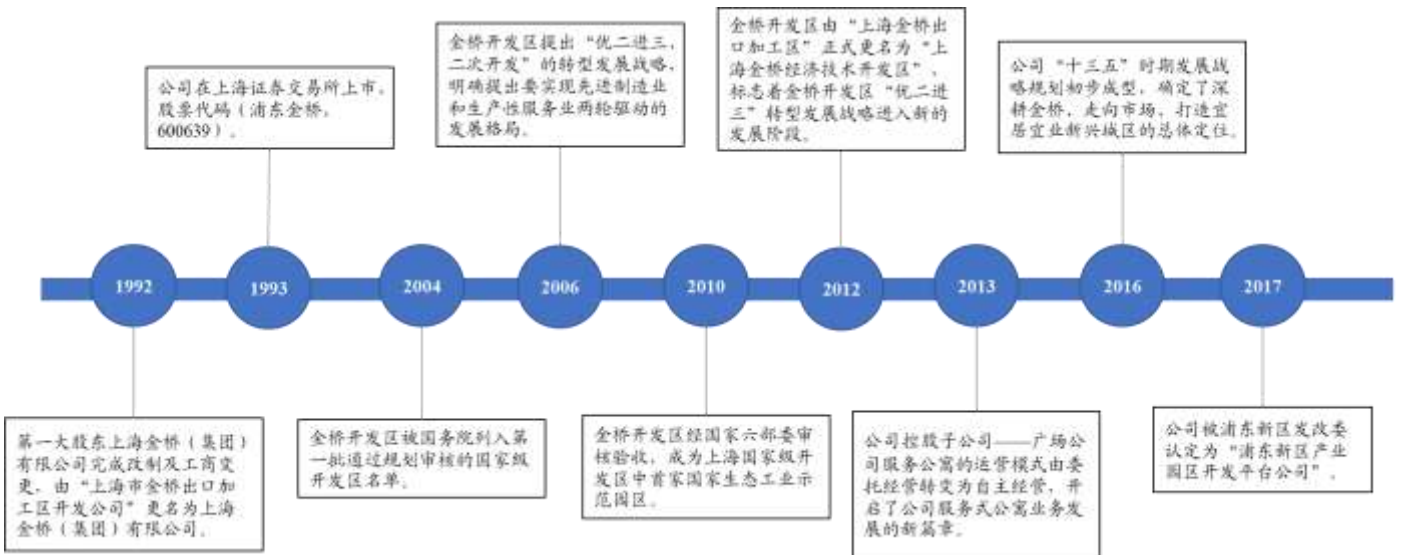
## 1、中国领先产业城区综合开发运营商

### 1.1、深耕金桥三十余年，园区开发经验丰富

上海金桥出口加工区开发股份有限公司（简称“金桥股份”）成立于 1992 年，1993 年 3 月公司在上海证券交易所 A 股市场上市（浦东金桥，600639），1993 年 5 月，在 B 股市场挂牌（金桥 B 股，900911）。

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、积极承担着上海金桥自由贸易试验区的开发建设、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。公司主要从事上海金桥开发区及碧云国际社区的开发建设、招商引资和服务运营工作，主营业务主要集中在产业园区，涉及的物业类型包括工业、办公、科研、住宅、商业地产等，并在服务公寓、物业管理、基金投资、产业服务、孵化创新等领域持续发力，向城市综合运营服务商和产业组织服务商转型。

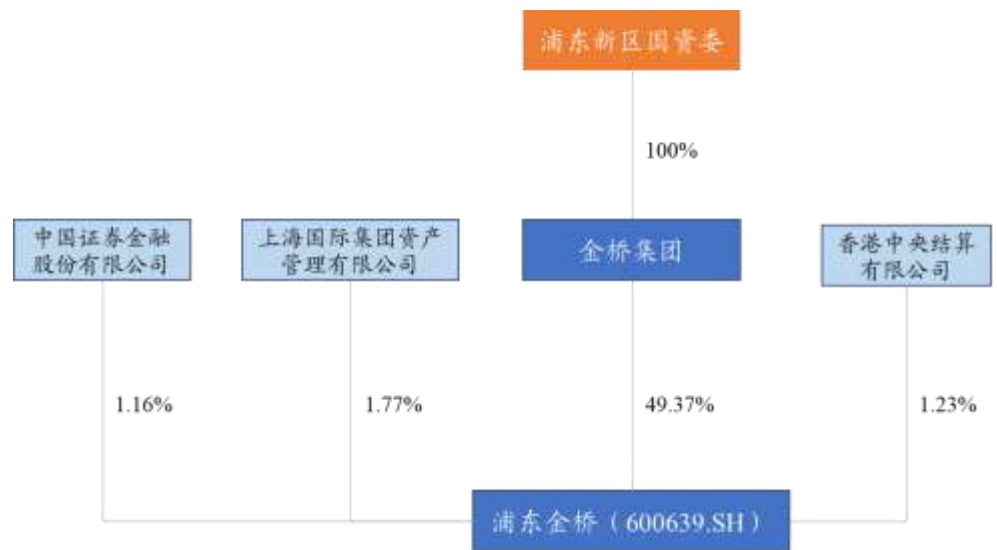
图1：公司历经三十余年发展致力于成为产业城区综合开发运营商



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、浦东新区国资委控股，背景实力雄厚

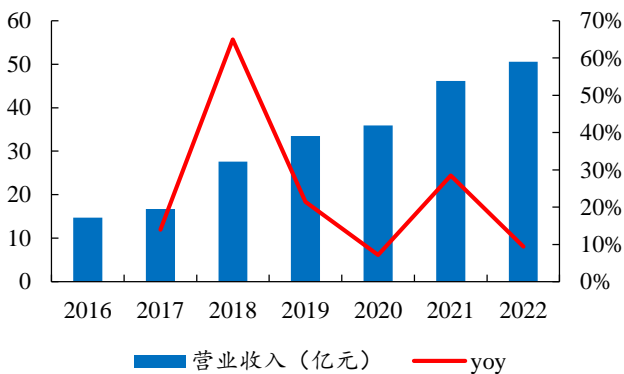
公司实际控制人为上海市浦东新区国有资产管理委员会，截至 2023Q1，通过全资子公司上海金桥集团间接持有公司 49.37% 的股权。金桥集团系浦东新区国资委全资子公司，主要负责金桥开发区、自贸区临港新片区综合产业片区的综合开发与经营，另有少量园区外的建设任务。

**图2：公司实际控制人为浦东新区国资委**


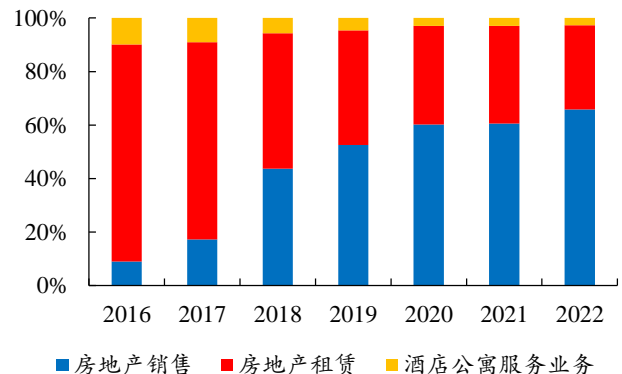
资料来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2023Q1）

### 1.3、经营模式：租售结合，以租为主

公司重点围绕浦东引领区建设、金桥城市副中心建设、金色中环发展带建设，以产业创新社区和碧云国际社区两大产品为核心，聚焦“城区开发与销售+运营服务+产业投资”三大板块。2022 年公司营业收入 50.5 亿元，同比增长 9.5%，其中房地产销售业务得益于碧云尊邸二期集中结算，收入同比增长 18.7%，占比 65.7%；房地产租赁业务收入受疫情租金减免影响同比下降 5.5%，占比 31.4%；酒店公寓服务业务收入同比下降 1.0%，占比 2.7%。

**图3：公司 2022 年营业收入同比增长 9.5%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司 2022 年房地产销售业务占比提升至 65.7%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、立足金桥开发区，园区租赁业务稳健发展

### 2.1、金桥区位优势显著，产业聚集效应增强

上海金桥经济技术开发区(以下简称金桥开发区)于 1990 年由国务院批准设立，

是国家级经济技术开发区，规划面积 27.38 平方公里，2010 年经浦东新区区委、区政府批准，金桥经济技术开发区管理委员会对金桥开发区、南汇工业园区和浦东空港工业园区实行一体化管理，管辖面积拓展至 67.79 平方公里，形成了一个先进制造业和现代生产性服务业为主导的产业组团。作为浦东四大核心园区之一，金桥开发区经过多年的开发建设，聚焦于未来车、新通信、智能造三大产业，贡献了浦东 1/4 的工业经济规模，区位优势以及产业聚集效应显著。

**图5：上海浦东 2035 年规划定位金桥园区为市级副中心**



资料来源：《上海市浦东新区国土空间总体规划（2017-2035）》

金桥开发区位于浦东新区金色中环区域，西连陆家嘴金融贸易区，北接外高桥保税区，南近张江高科技园区，区位优势显著。金桥开发区规划面积 27.38 平方公里，东区约 16 平方公里重点发展加工业，包括金桥汽车城、金桥现代科技园等；西部约 4 平方公里为现代生活园区和管理服务中心——碧云国际社区；南部 7 平方公里有 2.8 平方公里为国务院批准的海关封闭监管区，金桥开发区内大部分区域已基本开发成熟。

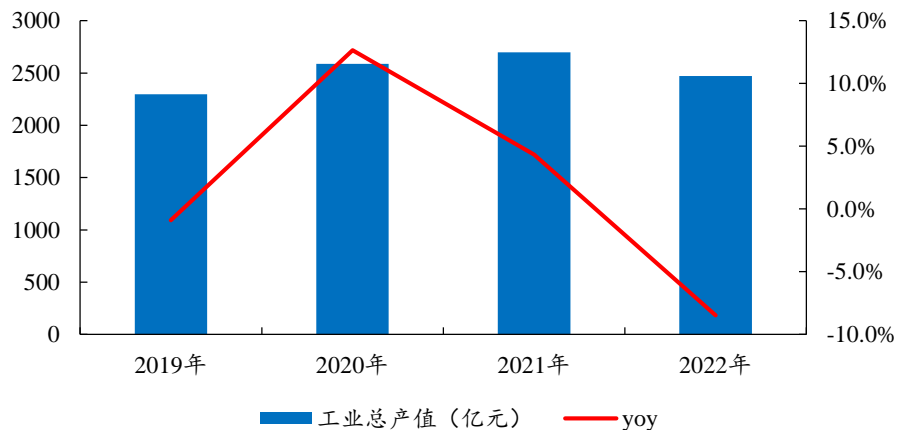
图6：金桥开发区东部、西部、南部各区拥有不同定位



资料来源：上观新闻

2022年金桥产业区加速转型，持续聚焦城市副中心和“金色中环发展带”等项目建设，着力推进未来车、智能造和大视讯等重点产业间的融合协同发展。产业区全年实现规上工业总产值2470亿元，下降8.5%，其中汽车制造业、电子信息制造业、生物医药制造业和家电食品制造业四大重点产业产值1797亿元，下降7.6%。在信息服务业和科技服务业等重点行业带动下，服务业保持较好发展势头，持续稳步增长，全年实现营业收入893亿元，增长9.3%。

图7：金桥产业区2022年工业总产值同比下降8.5%

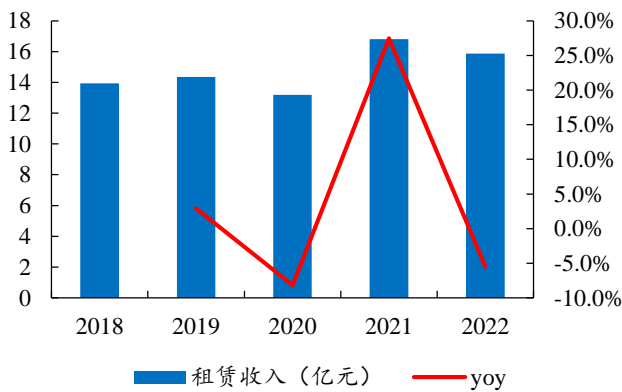


数据来源：公司官网、金桥发布公众号等、开源证券研究所

## 2.2、租赁收入同比微降，出租率逆势提升

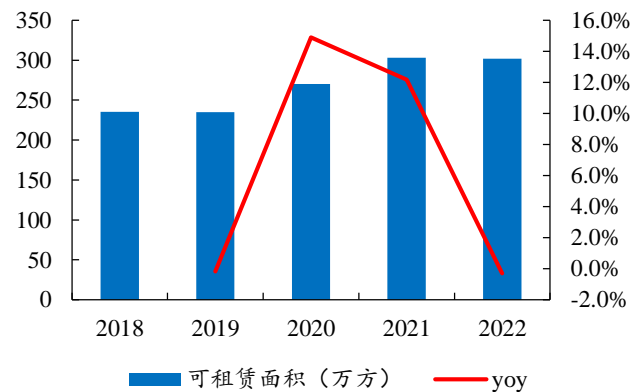
公司可供出租的经营性房产以产业园区为主，物业类型包括工业、办公、科研、商业地产等。截至 2022 年末，公司持有各类经营性房产面积合计约 302 万方，同比基本持平；实现租赁收入 15.88 亿元，同比下降 5.5%，主要由于 2022 年疫情波及，公司积极落实租金减免政策，全年为小微企业和个体工商户减免租金合计约 2.56 亿元。随着宝山北郊未来产业园、T68 地块金桥智造金京园、金桥综保 3、6 号园等物业的出租率攀升，平均出租率逆势提升至 86.6%，为近年来最高水平。从经营性房产的不同业态来看，公司可租赁房产覆盖业态较全面，其中研发办公楼业态占比最高，达 31%。我们认为剔除租金减免影响，伴随出租率稳中有升，公司后续租金收入水平将持续向好。

图8：公司 2022 年租赁收入同比下降 5.5%



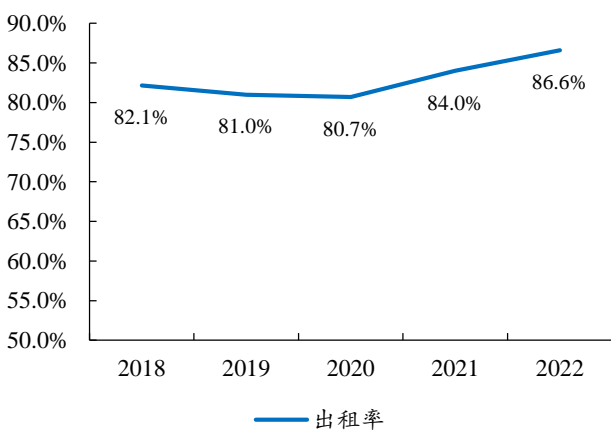
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司截至 2022 年末可租赁面积同比基本持平



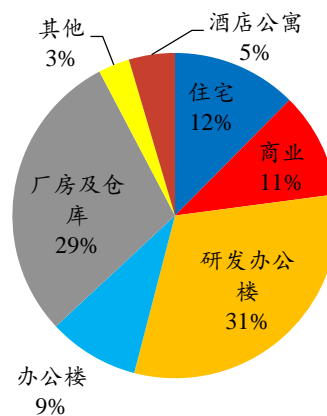
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司 2022 年经营性物业出租率逆势提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司 2022 年研发办公楼业态占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所



**表1：公司可租赁房产覆盖业态较全面**

经营业态	项目	地区	建筑面积 (万方)	2022年含税租金收入 (亿元)
住宅	碧云国际社区等	金桥地区	37.48	4.25
商业	碧云国际社区、新金桥广场、 碧云公馆商业等	上海	31.61	1.61
研发办公楼	金桥开发区内研发楼、 宝山北郊未来产业园	金桥地区	93.92	5.05
办公楼	新金桥大厦、碧云公馆、 新金桥广场、啦啦宝都等	上海	27.26	0.69
厂房及仓库	通用厂房等	金桥地区	88.17	3.12
其他	学校、配套等	金桥地区	9.39	0.62
酒店公寓	碧云花园酒店服务公寓	上海	13.82	1.35

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### (1) 产业园区

公司产业园可租赁业态为办公楼、厂房和仓库等业态，依托金桥开发区的产业发展，重点发展汽车、智能装备、金融科技等产业，打造“内容+平台+硬件创新+服务”的完整产业链。公司开发的园区外项目仍是宝山北郊未来产业园项目，由公司与宝山工业园区联动发展，是上海首块 C65 总部研发类用地，重点推进产业升级，以智能制造、新材料、移动互联网和健康产业等四大产业为主导。

**图12：公司产业园区项目以研发办公和厂房为主**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### (2) 碧云国际社区

碧云国际社区位于上海浦东新区北中心位置，占地四平方公里，分为碧云别墅和碧云花园两种业态，碧云别墅有数十种房型可供客户选择，多以美式三房、四房为主；碧云花园围合式公寓以二房三房为主，联排、叠加别墅小区多以三房四房为主。社区秉承“国际化，生态化，家庭化”的开发原则，以租赁方式为主的经营模式，注重生活配套建设，强调生态环境保护，于2012年荣获中国住建部颁发的“中国人居环境范例奖”。

**表2：碧云国际社区住宅租赁以别墅和围合式公寓为主**

住宅业态	占地面积（万方）	户数	特点
碧云别墅 · 银杏苑	15.7	116	木结构别墅，数十种房型，多以美式三房、四房为主
碧云别墅 I-III 期	18.54	102	独立轻型木结构别墅，多以美式三房、四房为主
碧云别墅 IV-VI 期	10.5	98	围合式别墅里弄，多以美式三房、四房为主
碧云花园 I 期	6.1	356	芝加哥学院派公寓，均为 218 平米以上美式大平层公寓
碧云花园 II 期 AB 组团		140	围合式公寓，以二房三房为主
碧云花园 II 期 CDEF 组团		245	联排、叠加别墅，户均面积约 170-420 平米

资料来源：公司官网、开源证券研究所

**图13：碧云别墅户型多以美式三房、四房为主**


资料来源：公司官网

**图14：碧云花园业态多为大户型大平层公寓**


资料来源：好订网

### （3）服务公寓

公司旗下的碧云花园服务公寓拥有碧云阁、碧云庭、碧云苑三个品牌，对标不同层次的产品线与功能定位，分别在浦东金桥、黄浦人民广场运营着 5 家门店，拥有房间数量超 1500 间。2023 年 3 月 1 日，张江集团与金桥股份强强联手共同打造的首个服务公寓项目“张江纳仕碧云苑”正式亮相，为张江地区服务公寓市场开启新篇章。

**表3: 碧云花园服务公寓拥有房间数量超 1300 间**

公寓名称	地址	开业时间	房间数	房型 (平方米)
上海黄浦碧云苑服务公寓	北京西路	2006	260	30-67
上海金桥钻石碧云苑服务公寓	浦东新区黄杨路 65 弄	2016	140	95-133
上海碧云阁服务公寓	浦东新区黄杨路 45 号	2013	316	70-200
上海金桥中环碧云庭服务公寓	浦东新区枣庄路 567 号	2016	600	56-108
张江纳仕碧云苑服务公寓	浦东新区科农路 99 弄	2023	264	-

资料来源: 公司官网、携程、开源证券研究所

2022 全年公司完成新租赁项目 42 个, 租赁面积约达 13 万方; 续租项目 57 个, 面积约 18 万方。截至 2022 年末公司在建可租赁项目计容建筑面积约 32.2 万方, 均为金桥地区的商办和工业业态, 未来项目储备较充足。在建项目中, 公司主要以 Office Park 金科园和金桥壹中心建设为主, 两项目计容建面超 20 万方, 金桥壹中心是以“科创”为主题的高品质甲级写字楼, Office Park 金科园为金桥区域内首批上海市建筑师负责制试点项目。其中金科园项目外幕墙、室外总体及景观绿化基本完成, 有望 2023 年竣工; 金桥壹中心项目完成核心筒三层结构施工, 裙房二层结构施工。

**表4: 公司在建可租赁项目面积超 30 万方**

地区	项目	经营业态	规划计容建面 (万方)	总建面 (万方)	总投资额 (亿元)
金桥地区	Office Park 金科园	工业	10.34	19.89	18.32
金桥地区	金桥壹中心	商办	11.58	17.24	25.99
金桥地区	29-04 地块项目	工业	5.16	9.20	6.50
金桥地区	12B-03 地块项目	工业	0.54	1.12	1.33
金桥地区	29/30-02 地块改扩建项目	工业	4.54	5.93	7.66

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**图15: 金桥壹中心是以科创为主题的高品质甲级写字楼**


资料来源: 公司官网

**图16: Office Park 金科园有望在 2023 年竣工**


资料来源: 公司官网

在上海浦东金色中环规划下, 公司运用多种方式对旗下物业改扩建工程进行持

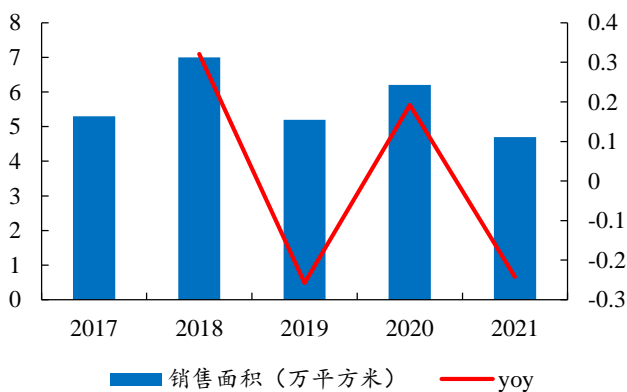
续推进，驱动持有物业价值持续提升，目前拥有 Y00-1201 单元 7 街坊产业社区（庄臣地块）和 08 街坊碧云商业综合体两个项目改建。庄臣项目总建筑面积约 50 万方，于 2021 年 9 月取得规划批复；预计 08 街坊碧云商业综合体总建筑面积超 30 万方，已基本完成国际方案征集工作，正在积极协调市、区规资局推进 08 街坊的规划调整。

### 3、销售收入保持增长，可售资源充足

#### 3.1、结转收入同比增长，全年无项目销售

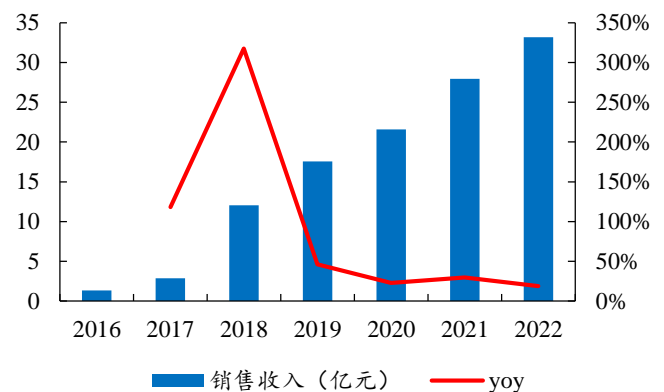
公司销售业务收入主要来自于住宅开发销售收入，对于开发区内的房产项目持谨慎态度，在少数特大型招商项目配套需要或销售盈利较好的情况下才会考虑出售部分物业。公司 2022 年全年实现销售金额与面积均为 0，房地产销售收入达到 33.19 亿元，同比增长 18.7%。集中结转收入主要来自于碧云尊邸二期，2022 年实现结转收入金额 30.76 亿元，结转面积 3.02 万方，待结转面积 3.73 万方，对应结转金额 42.32 亿元，预计会在 2023 年结转完成。

图17：公司 2021 年房地产销售面积同比下降 24%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司 2021 年房地产销售金额同比下降 44%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 3.2、拿地相对积极，可售资源充足

公司在建可售住宅项目充足，2021 年 12 月与金桥集团共同公开市场获取临港三宗组团地块，总计容建面 63.67 万方，对应可售建面 42.36 万方，其中两宗地块房地联动价 2.9 万元/平米，三宗地块预估货值约 125 亿元。2022 年，公司持续关注并积极参与浦东住宅地块竞买，参与了新场、周浦及唐镇三幅住宅地块竞拍，于 9 月成功竞得周浦镇 08 单元地块，计容建面 10.1 万方，对应可售建面 9.6 万方，房地联动价 5.6 万元/平米，预估货值约 54 亿元。我们预计临港组团项目将在 2023 年达售，并与 2024-2025 年集中结算；周浦项目将在 2023 年达售，并于 2025-2026 年集中结算。

**表5：公司 2021 年以来拿地积极，获取四宗地块**

地块名称	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	土地价格 (亿元)	出让要求	可售建面 (万方)	预估售价 (元/平米)	预估货值 (亿元)	达售时间 预估
临港组团 地块一	10.97	26.65	18.30	商业占比 7%，办公占比 2.1%， 保障房 9%，租赁住房 15%	18.30	30000	54.91	2023
临港组团 地块二	10.20	24.38	16.83	自持租赁住房占比 30%，保障房 占比 5%	15.85	29000	45.96	2023
临港组团 地块三	6.31	12.63	9.91	自持租赁住房占比 30%，保障房 占比 5%	8.21	29000	23.81	2023
周浦镇 08 单 元 16-02 地块	5.60	10.08	31.33	保障房占比 5%	9.58	56000	53.62	2023

资料来源：公司公告、中指数据库、凤凰网房产公众号、开源证券研究所（其中临港组团二、三地块和周浦镇地块为房地联动价）

2023 年 1 月，上海虹口区规自局确认公司全资子公司与上海北商发企业服务有限公司组成的联合体，被确定为虹口区嘉兴路街道 hk356B-01 地块（138 街坊）、hk311-01 地块（135 街坊）历史风貌保护项目的最终实施主体，将参与该项目后续国有建设用地使用权出让，增厚公司土地储备。其中 hk356B-01 地块容积率 1.35，计容建面 2.54 万方，我们预计为低密改善产品，考虑到项目低容积率、核心区位及历史风貌保护属性，我们预估房地联动价将超过 16 万元/平米，总货值将超过 38 亿元。hk311-01 地块容积率 2.5，计容建面 2.84 万方，我们预计入市房地联动价将超过 12 万元/平米，总货值将超过 32 亿元。两宗地块距离北外滩核心区仅隔一条周家嘴路，距离黄浦江也仅 1 公里左右，周边城市资源丰富，交通便捷，预计去化流速较快。

**表6：公司被确认为虹口两宗历史风貌保护项目最终实施主体**

地块名称	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	预估联动价 (元/平米)	预估货值 (亿元)	预估入市时间
hk356B-01 地块	1.88	2.54	≥160000	38.66	2025-2026 年
hk311-01 地块	1.13	2.84	≥120000	32.35	2025-2026 年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图19：虹口区嘉兴路街道两地块距离北外滩核心区仅一街之隔**


资料来源：虹口区人民政府、奥维地图、开源证券研究所

**图20：虹口区嘉兴路街道两地块周边城市资源丰富**


资料来源：公司官方公众号

## 4、毛利保持稳定，融资渠道通畅

### 4.1、归母净利润保持增长，盈利能力下滑

2016-2021年，公司归母净利润连续6年实现增长，2022年公司归母净利润达到15.84亿元，同比下降2.4%，其主要原因是受到2022年上半年疫情的负面影响。从收益水平来看，公司2022销售毛利率相较于2021年维持相对稳定，销售净利率下降3.4个百分点至30.7%。

图21：公司2022年归母净利润同比下降2.4%

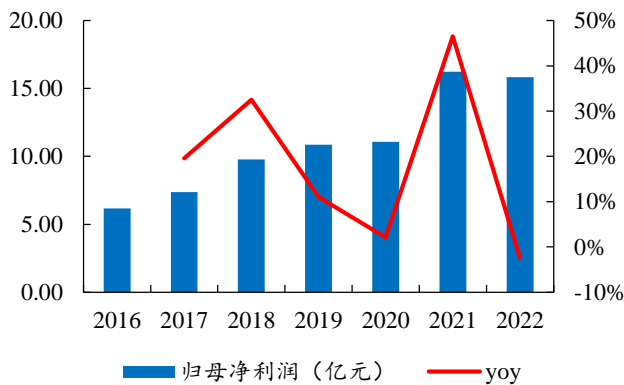
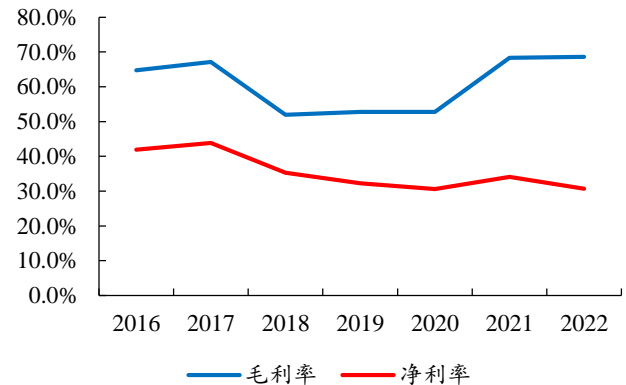


图22：公司2022销售净利率下降3.4个百分点至30.7%

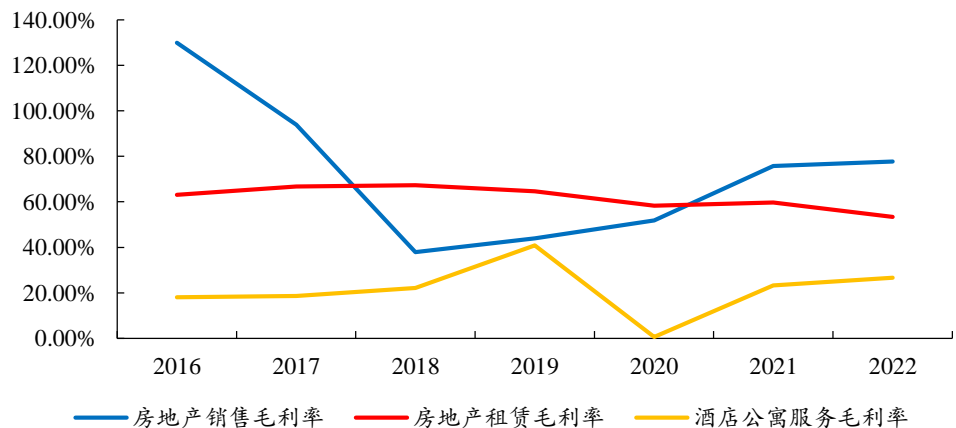


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

从不同业务毛利率来看，房地产销售业务结算毛利率自2018年以来持续提升，2022年达77.7%；房地产租赁业务由于租金水平的相对稳定，毛利率保持相对稳健，2022年微降至53.3%；酒店公寓服务毛利率近三年保持增长，2022年达26.7%。伴随公司经营水平提升，疫情结束租赁需求释放，租赁业务未来毛利率有望持续提升。

图23：公司2022年房地产销售业务毛利率稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、背靠国资评级稳定，融资成本逐年降低

截至 2022 年末，公司有息负债 105.4 亿元，同比增加 15.4%；资产负债率 55.8%，较 2021 年末下降 6.6 个百分点，主体信用评级长期保持在 AAA，财务状况较为健康。2022 年 3、12 月，公司分别成功公开发行了两期超短期融资券合计 23.3 亿元，票面利率分别为 2.38%、2.85%。2022 年 11 月，在上交所发行 13 亿元公司债券，票面利率 2.99%，融资渠道保持畅通。

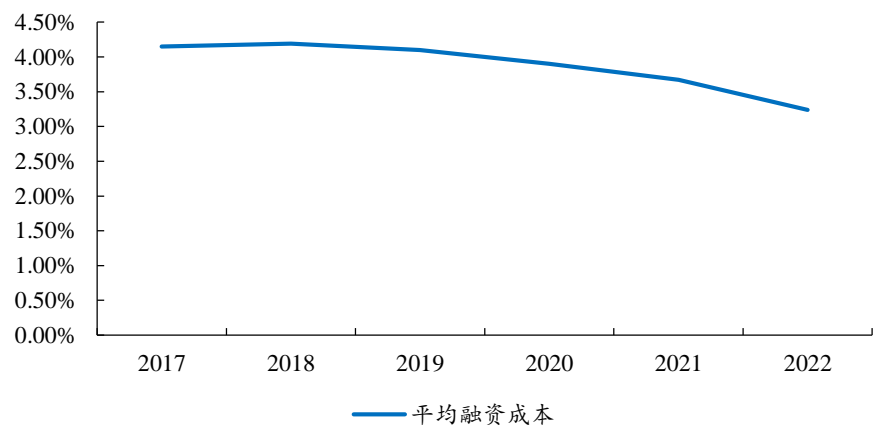
表7：2020 年以来公司公开市场融资利率保持低位

证券简称	证券类别	发行日期	发行期限（年）	票面利率(当期)%	发行规模(亿元)	主体信用评级
23 金桥 01	一般公司债	2023-03-03	5.00	3.30	10	AAA
22 金桥开发 SCP002	超短期融资债券	2022-12-14	0.73	2.85	14.3	AAA
22 金桥债	一般公司债	2022-11-14	5.00	2.99	13	AAA
22 金桥开发 SCP001	超短期融资债券	2022-03-18	0.74	2.38	9	AAA
21 金桥开发 MTN001	一般中期票据	2021-08-17	3.00	3.18	6	AAA
21 金桥开发 SCP002	超短期融资债券	2021-07-08	0.73	2.76	6	AAA
21 金桥开发 SCP001	超短期融资债券	2021-04-12	0.25	2.54	6	AAA
20 金桥开发 SCP002	超短期融资债券	2020-07-16	0.74	2.88	6	AAA
20 金桥开发 MTN001	一般中期票据	2020-05-07	5.00	3.28	9	AAA
20 金桥开发 SCP001	超短期融资债券	2020-04-23	0.24	1.53	6	AAA

资料来源：Wind、开源证券研究所

在公开市场融资利率保持低位的情况下，公司平均融资成本实现逐年递减，2022 年末降至 3.24%，较 2021 年末下降 43BP，融资成本保持低位。

图24：公司 2022 年平均融资成本降至 3.24%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

在产业建设方面，公司以“产城投资”为牵引，打造全生命周期产业服务体系。以开发建设投资和产业投资为纽带，实现“科技地产+产业投资+创新服务”三轮驱动。项目开发上聚焦企业成长全生命周期，打造多元化的载体空间，为培育创新生态创造物理条件。公司的投资规划仍处于初期阶段，投资总规模较小。

子公司盛盛投资管理公司作为公司牵头发起设立的上海浦东智能制造一期私募基金的资金管理人，聚焦新一代信息通讯、智能工业制造、智能网联汽车等重点领域，2022 年完成 6 个项目的投决、10 个项目的立项，实现 1 个项目投资；并积极探索招投联动模式，助力优质硬核企业落户金桥。

## 5、盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成房产销售收入、房产租赁收入和酒店公寓服务收入三个板块进行盈利预测。

### (1) 房产销售业务

公司近五年销售收入保持增长，2023 年预计将集中结算碧云尊邸二期项目，2024-2025 年有望结算临港组团项目，叠加部分办公和商业可售资源，我们认为未来三年公司房产销售收入将保持增长，预计 2023-2025 年房产销售收入增速为 30%、5%、10%。根据 2022 年公司房产销售业务结转毛利率情况，我们预测碧云尊邸二期结转毛利率将保持高位，后续临港和周浦项目结转毛利率将有所下降，预计 2023-2025 年房产销售毛利率为 70%、45%、50%。

### (2) 房产租赁业务

公司租赁收入受疫情影响，落实租金减免政策，2022 年为小微企业和个体工商户减免租金合计约 2.56 亿元，收入增速下滑 5.5%。剔除租金减免影响，在运营效率提升预期下，公司单位面积租金及出租率有望上涨，同时可租售面积有所提升，我们预计 2023-2025 年公司房地产租赁收入复合增速为 20%，毛利率分别为 55%、60%、65%，保持稳健增长趋势。

### (3) 酒店公寓服务收入

公司在上海各区拥有服务式公寓房间数量超 1300 间，近 5 年收入保持在 1 亿元以上，2022 年受疫情影响同比下降 1.0%，伴随疫情结束，开业面积增长，我们预计 2023-2025 年酒店公寓服务收入增速为 30%、20%、20%，毛利率分别为 28%、33%、35%。

**表8：我们预计公司 2023 年营业收入保持增长**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入（亿元）</b>	<b>35.9</b>	<b>46.2</b>	<b>50.5</b>	<b>64.1</b>	<b>76.9</b>	<b>87.1</b>
yoy		28%	9%	27%	20%	13%
<b>房地产销售</b>	21.6	28.0	33.2	43.1	45.3	49.8
yoy		30%	19%	30%	5%	10%
<b>房地产租赁</b>	13.2	16.8	15.9	19.1	22.9	27.4
yoy		27%	-5%	20%	20%	20%
<b>酒店公寓服务业务</b>	1.0	1.4	1.3	1.8	2.1	2.5
yoy		31%	-1%	30%	20%	20%
<b>毛利率</b>	52.8%	68.4%	68.6%	64.3%	49.5%	54.6%
<b>房地产销售</b>	51.9%	75.8%	77.7%	70.0%	45.0%	50.0%
<b>房地产租赁</b>	58.3%	59.7%	53.3%	55.0%	60.0%	65.0%



	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒店公寓服务业务	0.6%	23.3%	26.7%	28.0%	33.0%	35.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取同样为上海浦东新区国资旗下以房地产开发运营为主业的上海临港、张江高科和陆家嘴进行对比，公司估值明显低于可比公司平均估值。我们预计公司2023-2025年归母净利润为17.84、15.06和19.37亿元，对应EPS为1.59、1.34、1.73元，当前股价对应PE为8.1、9.6、7.5倍。浦东金桥依托金桥经济技术开发区的发展，以产业创新社区和碧云国际社区两大产品为核心，聚焦“城区开发与销售+运营服务+产业投资”三大板块，可售房产资源充足，房产租赁收入稳中有升，出租率逆势提升，区位优势以及产业聚集效应显著，首次覆盖给予“买入”评级。

**表9：公司2023年估值水平低于可比公司均值**

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600848.SH	上海临港	买入	314.5	10.1	11.9	15.8	18.0	31.2	26.5	19.9	17.5
600895.SH	张江高科	买入	221.8	8.2	8.6	9.5	11.0	27.0	25.8	23.4	20.2
600663.SH	陆家嘴	未评级	354.4	10.8	15.14	18.18	25.38	32.7	23.4	19.5	14.0
								30.3	25.2	21.0	17.2
600639.SH	浦东金桥	买入	144.7	15.8	17.84	15.06	19.37	9.1	8.1	9.6	7.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、陆家嘴盈利预测与估值来自Wind一致预期，其余来自开源证券研究所；2、股价数据截至2023年6月12日。

## 6、风险提示

项目拓展不及预期、产业导入不及预期、上海新房价格波动风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14320	16647	21514	34089	21901
现金	4205	2627	14489	8519	13424
应收票据及应收账款	149	261	201	336	256
其他应收款	17	24	28	29	36
预付账款	1	2	2	3	3
存货	4207	11495	2562	21194	4416
其他流动资产	5741	2238	4232	4009	3766
<b>非流动资产</b>	18947	17901	19654	19268	19605
长期投资	17	18	26	34	42
固定资产	1065	1016	1363	1319	1459
无形资产	272	264	257	249	242
其他非流动资产	17593	16603	18007	17667	17863
<b>资产总计</b>	33268	34548	41167	53358	41506
<b>流动负债</b>	14830	12314	16901	29409	17130
短期借款	2485	3015	2750	13857	2816
应付票据及应付账款	1676	1397	3182	3820	3378
其他流动负债	10669	7903	10969	11733	10936
<b>非流动负债</b>	5925	6976	7027	5418	4171
长期借款	4435	5840	5868	4235	2963
其他非流动负债	1490	1136	1159	1183	1208
<b>负债合计</b>	20755	19291	23928	34827	21301
少数股东权益	174	2445	2644	2740	2779
股本	1122	1122	1122	1122	1122
资本公积	1709	1709	1709	1709	1709
留存收益	8211	9244	10999	12478	14277
<b>归属母公司股东权益</b>	12339	12812	14596	15791	17426
<b>负债和股东权益</b>	33268	34548	41167	53358	41506

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1082	-2532	14079	-14911	18262
净利润	1575	1552	1983	1602	1977
折旧摊销	518	525	467	701	594
财务费用	276	276	89	92	155
投资损失	-107	-124	-115	-119	-117
营运资金变动	3384	-6936	11864	-17323	15691
其他经营现金流	-4565	2175	-210	137	-37
<b>投资活动现金流</b>	-513	2347	-3106	-130	-636
资本支出	12	8	1038	-75	133
长期投资	-608	2286	-8	-8	-8
其他投资现金流	-1109	4642	-2076	-213	-511
<b>筹资活动现金流</b>	-483	649	888	-1904	-1747
短期借款	88	530	-265	132	-66
长期借款	-1268	1405	28	-1633	-1272
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	697	-1286	1125	-403	-408
<b>现金净增加额</b>	85	465	11861	-16944	15880

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4617	5053	6409	7041	7995
营业成本	1460	1587	2287	3557	3626
营业税金及附加	678	1090	1316	1218	1513
营业费用	31	24	50	25	20
管理费用	104	114	137	144	164
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	276	276	89	92	155
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	20	12	24	24	20
公允价值变动收益	14	-3	-2	5	3
投资净收益	107	124	115	119	117
资产处置收益	-0	0	-0	0	0
<b>营业利润</b>	2133	2087	2665	2154	2658
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	2134	2088	2666	2155	2659
所得税	559	535	684	552	682
<b>净利润</b>	1575	1552	1983	1602	1977
少数股东损益	-48	-31	198	96	40
<b>归属母公司净利润</b>	1623	1584	1784	1506	1937
EBITDA	2871	2977	3168	3052	3430
EPS(元)	1.45	1.41	1.59	1.34	1.73

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.5	9.5	26.8	9.9	13.5
营业利润(%)	44.6	-2.2	27.7	-19.2	23.4
归属于母公司净利润(%)	46.5	-2.4	12.7	-15.6	28.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	68.4	68.6	64.3	49.5	54.6
净利率(%)	35.2	31.3	27.8	21.4	24.2
ROE(%)	12.6	10.2	11.5	8.6	9.8
ROIC(%)	8.1	8.1	7.9	4.9	8.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.4	55.8	58.1	65.3	51.3
净负债比率(%)	40.2	46.9	-21.6	63.2	-27.0
流动比率	1.0	1.4	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.3	1.0	0.4	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
应收账款周转率	30.9	24.7	27.8	26.2	27.0
应付账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.41	1.59	1.34	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	-2.26	12.54	-13.28	16.27
每股净资产(最新摊薄)	10.99	11.41	13.00	14.07	15.53
<b>估值比率</b>					
P/E	8.9	9.1	8.1	9.6	7.5
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	7.7	3.5	8.8	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn