

房地产开发 III

李少明 首席分析师

010-66276931
lishaoming@cjis.cn

万丽

010-66276963
Wanli1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 13.20 元

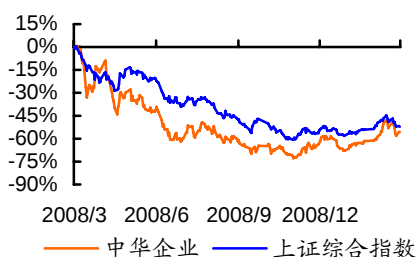
当前股价: 7.79 元
评级调整: -

基本资料

上证综合指数	2071.43
总股本(百万)	1088
流通股本(百万)	749
流通市值(亿)	58
EPS (TTM)	0.40
每股净资产 (元)	3.12
资产负债率	65.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中华企业	12.74	18.93	16.10
上证综合指数	0.52	5.39	-9.01



相关报告

《静待集团公司整合资产带来质的变化》
20070307

《广东稳定楼市 15 条, 对开发商政策支持
拉开序幕》20090304

《华南地区复苏迹象明显-主要城市房地产市场 2009 年 1 月报》090218

《2009 年投资策略-超越景气思维关注中国房地产》081218

中华企业

600675

强烈推荐

值得期待的上海优质地产

投资要点:

- 公司开发实力突出, 近期开发资源充裕, 中长期开发资源尚需拓展, 80 万平米南汇项目比邻迪斯尼项目, 销售前景看好, 可望带来增值效应。当前可开发结算资源: 二级开发 167 万平米权益建面可开发到 2011 年, 在建项目有 12 个, 崇明岛 4000 多亩土地。09 年公司拟发公司债 12 亿元, 持续拓展上海储备资源。
- 上海房市经过 08 年和 09 年初的深幅调整, 09 年有望复苏。公司集中在土地稀缺的上海地区做大做强, 未来公司的在上海的发展空间依然巨大。
- 若 09 年资本市场融资环境改善, 不排除集团提速解决同业竞争问题, 这将给公司带来历史性的发展机遇。控股股东上海地产(集团)与上海市土地储备中心同一体, 同业竞争的解决将给公司获取上海优质土地资源带来便利。集团旗下拥有房地产业务的有公司有中星集团、金丰投资以及闽虹、闽联的出租业务。中星集团的资产与业务规模与中华企业相当, 08 年底预售帐款 20-30 亿元, 开发项目盈利能力非常强; 金丰投资赢利能力尚可; 闽虹、闽联年出租收入稳定良好。若上述业务适时整合进公司, 可望使公司的业务规模成倍增长, 盈利翻番。依靠上海地产(集团)强大的土地储备平台, 公司可望成为上海国有控股房地产龙头企业。
- 2010 年世博会前上海长江隧桥开通将直接提升崇明岛开发价值, 中华企业拥有崇明岛东滩用地或将受惠。上海长江隧桥开通可望推动崇明三岛战略进入实质阶段。陈家镇是崇明三岛之一, 拟建成海岛花园式的生态城镇, 公司在陈家镇-东滩地区拥有 4000 亩土地, 若长江隧桥开通、上述战略进入实质阶段, 可望提升公司价值。
- 公司经营稳健, 负债合理, 三费仍有压缩空间, 09 年业绩增长 50%。08 年利润来自于上海顾村、南郊中华园、周浦项目和苏州第五元素花园的结算, 万泰大厦和张杨路商务大厦的出售收益以及和港泰广场写字楼等的物业出租。公司力争 09 年业绩与 08 年保持平衡并有增长, 计划加快开发与销售, 变现部分物业提升业绩。
- 估值短期催化因素: 12 亿公司债发行。中期催化因素: 迪斯尼项目建设、集团资产注入同业竞争的解决以及上海长江隧桥的开通。我们预计公司 08-10 年 EPS0.41、0.67、0.80, 三年复合增长 13%, RNAV11.52 元。给予“强烈推荐”。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2399	2983	5520	4968
同比(%)	20%	24%	85%	-10%
归属母公司净利润(百万元)	605	450	725	869
同比(%)	25%	-26%	61%	20%
毛利率(%)	59.5%	30.6%	33.3%	40.0%
ROE(%)	20.9%	13.4%	17.8%	17.6%
每股收益(元)	0.56	0.41	0.67	0.80
P/E	14.00	18.83	11.70	9.75
P/B	2.92	2.53	2.08	1.72
EV/EBITDA	7	10	7	6

资料来源: 中投证券研究所

目 录

估值与投资建议	4
一、经营稳健，开发实力突出，财务安全	4
1.1 近年开发资源充裕，中长期开发资源尚需拓展，80 万南汇项目收益迪斯尼项目	4
1.2 中高档住宅和商业地产的开发能力突出	4
1.2 负债水平合理，经营稳健，三费水平仍有压缩空间	6
二、上海房地产市场 08 年深幅调整，09 年有望复苏	7
三、09 年盈利有望增长 50%	8
3.1 预计 08 年净利润 4.5 亿元	8
3.2 09 年公司将力争与 08 年保持平衡并有增长	8
四、09 年发债维持正常经营、增加后续项目	9
五、同业竞争的解决将带来历史性发展机遇	9
5.1 外部要求	9
5.2 内在需要	9
5.3 解决同业竞争时间进度存在不确定性	10
5.4 同业竞争给上市公司带来的机会几何？	10
附：上海地产（集团）介绍	10
六、上海长江隧桥开通提升崇明岛开发价值，中华企业或受惠	11
6.1 公司在崇明岛东滩拥有 4000 亩的土地可望受益	11
6.2 上海长江隧桥情况	12
6.3 崇明城桥被上海市“十一五”规划为 9 个新城之一	12
6.4 崇明三岛联动战略可望进入实质性实施阶段	13
6.5 崇明三岛近期重点开发的项目	14

图 表

图 1：公司经营情况	5
图 2：公司营业收入结构	6
图 3：资产负债情况	6
图 4：三项费率情况	6
图 5：盈利能力情况	7
图 6：EPS 和 ROE 情况	7
图 7：上海住宅销售情况（2000-2008）	7
图 8：上海市场住宅成交月度成交数据	7
图 9：上海市场住宅成交各年比较	8
图 10：上海市场住宅成交周数据	8
图 11：上海各环线区域成交均价	8
图 12：上海住宅去化速度	8
图 13：产业类	11
图 14：储备类	11
图 15 上海长江隧桥	12
图 16 上海十一五规划“1966”四级城镇体系图	13
图 17 崇明区地图	14
图 18 崇明三岛规划	14

表 1: 公司在建项目	5
表 2 崇明三岛规划过程	13
表 3 崇明三岛规划的空间布局和人口规模	13
表 4 崇明三岛功能分区	14
表 5 崇明三岛规划近期建设重点地区	14

估值与投资建议

- 根据公司目前住宅与商业开发项目的赢利能力、出租物业的估值以及所有者权益，公司的重估值为 125 亿元，RNAV11.52 元。
- 我们预计公司 08-10 年 EPS0.41、0.67、0.80，三年净利润复合增长 13%。
- 根据公司目前基本面因素，公司未来 6-12 月合理估值 13.2 元，我们给予“强烈推荐”评级。
- 为来公司的估值仍有提高的空间，短期估值提升催化因素：12 亿公司债发行。中期估值提升的催化因素：迪斯尼项目建设带来的辐射效应、集团资产注入同业竞争的解决以及上海长江隧桥的开通带来崇明岛土地资源开发价值的提升。

一、经营稳健，开发实力突出，财务安全

1.1 近年开发资源充裕，中长期开发资源尚需拓展，80 万南汇项目收益迪斯尼项目

公司目前在建项目有 12 个，项目集中于上海，另有两个项目分布在苏州。公司 07 年新增 4 个项目：花木镇三街坊 42 丘、三灶镇曙光村 6/2 丘、张杨路 25 号商务大厦和华宁国际广场，08 年新增 1 个项目：美兰湖中花园项目。08 年公司以 5.4 亿元、4.6 亿元整体转让了旗下万泰大厦、张杨路商务大厦。

公司有三个在建项目位于上海市南汇区，由于迪斯尼项目用地已敲定位于上海浦东川沙和南汇交界的黄楼区域，公司在南汇区 80 万平方米开发项目离迪斯尼项目约 10-15 公里，迪斯尼项目的开发有利于南汇项目的销售，预计将带来一定的增值效应。

当前可开发结算项目资源：二级开发项目 167 万平方米权益建筑面积，可开发到 2011 年，中长期开发资源尚需进一步拓展。

上海崇明岛占地面积 4000 多亩土地中，2000 亩土地已交土地款 6000 万元，目前土地性质为农用地，另外 2000 多亩地尚未支付土地款。若该区域被规划为商业住宅旅游用地可望转为开发用地，拥有的商业价值有望提升。

1.2 中高档住宅和商业地产的开发能力突出

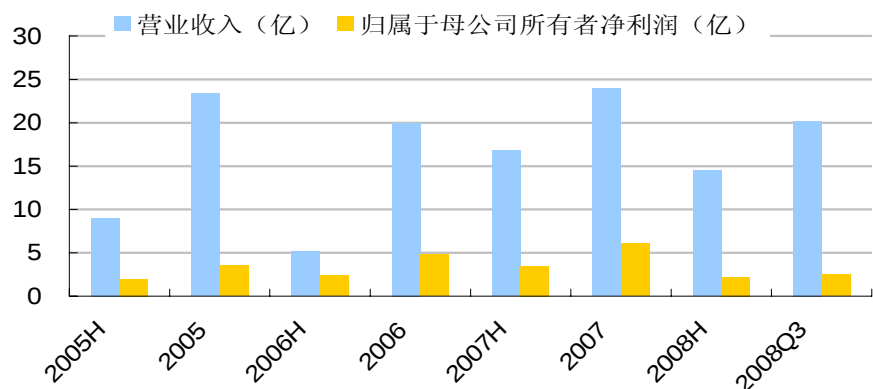
公司坚持以“开发为主、租赁为辅”的策略，营业收入中来自房产销售的收入占比超过 90%。公司开发的产品类型为“5+1”，“5”为别墅、联排别墅、高档公寓、中档公寓、办公楼，“1”为符合“小户型”政策的产品。公司的专业优势集中于中高档住宅和商业地产的开发上，如南郊中华园、古北商务分区项目等。

表 1: 公司在建项目

	项目名称	位置	权益	占地面积	建筑面积	权益建筑面积	开发状态
住宅产品开发							
上海市							
1	顾村项目(保障房)	宝山区	87.5%	14.0	19.1	16.7	已开发
2	南郊中华园	南汇区	100.0%	34.0	20.8	20.8	开发销售中
3	周浦项目(印象春城)	南汇区	97.8%	31.7	56.5	55.2	开发销售中
4	华泾项目(保障房)	徐汇区	50.0%	13.8	22.6	11.3	开发中
5	花木镇三街坊 42 丘	浦东新区	87.5%	3.1	9.9	8.7	09 年开工
6	三灶镇曙光村 6/2 丘	南汇区	87.5%	14.5	3.9	3.4	开发中
7	美兰湖中花园	宝山区	50.0%	11.7	15.6	7.8	开发销售中
江苏省							
8	苏州第五元素花园	苏州	100.0%	11.8	29.9	29.9	开发销售中
9	太湖古北雅园(二期)	苏州	78.8%	13.0	4.8	3.8	09 年开发
住宅合计				119.8	141.4	129.6	
商业房产开发							
上海市							
10	古北商务分区 9-3 地块	长宁区	87.5%	2.1	19.0	16.6	开发中
11	古北商务分区 9-4A 地块	长宁区	87.5%	0.8	3.9	3.4	出租
12	上海国际客运中心 B	虹口区	40.2%	13.0	29.2	11.7	销售中
13	华宁国际广场(洛克双喜)	长宁区	88.8%	0.7	6.6	5.9	销售中
	万泰大厦	静安区	100.0%	0.3	2.9	2.9	08 年已出售
	张杨路 25 号商务大厦	浦东新区	100.0%	0.2	1.4	1.4	08 年已出售
商业地产合计				-	-	16.6	58.7
开发总计				136.4	200.1	167.2	
崇明滩涂土地				上海崇明	100.0%	311.0	---

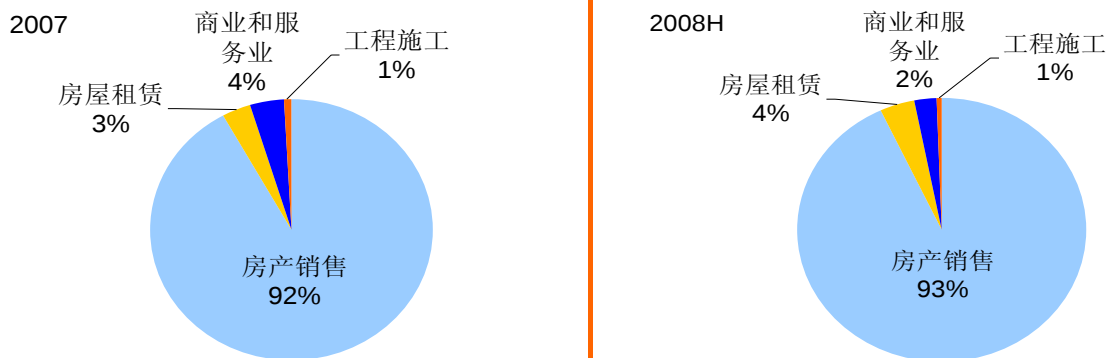
数据来源: 公司公告, 中投证券研究所 注: 上述开发总计数未包括保障性住房的面积以及 08 年已出售的商业。

图 1: 公司经营情况



数据来源: wind, 中投证券研究所

图 2：公司营业收入结构



数据来源：wind，中投证券研究所

1.2 负债水平合理，经营稳健，三费水平仍有压缩空间

公司负债水平稳定，截至 08 年第三季度末，资产负债率未超过 70%，扣除预收账款后的资产负债率维持在 55%左右。07 年以来，净负债率上升较快，这是由于公司近两年开工项目较多，所需资金规模较大。在近两年行业加速调整过程中，公司较好地利用了商业项目熨平行业周期波动带来的经营业绩波动，此外也缓解了公司的开发资金压力。08 年公司整体转让了万泰大厦、张扬路商务大厦，回笼资金 13 亿元，有力地缓解了公司资金紧张局面以及经营业绩的持续体现。

公司的期间费用水平超过 10%，其中，管理费用和财务费用占比较大，未来仍有压缩的空间；销售费用控制在 2%左右，较为合理。

公司的毛利率水平在 08 年呈下降趋势，主要源于公司结算的顾村配套商品房拉低了毛利率，预计 09 年仍将有配套商品房结算，总体短期内毛利水平仍难大幅回升。

图 3：资产负债情况

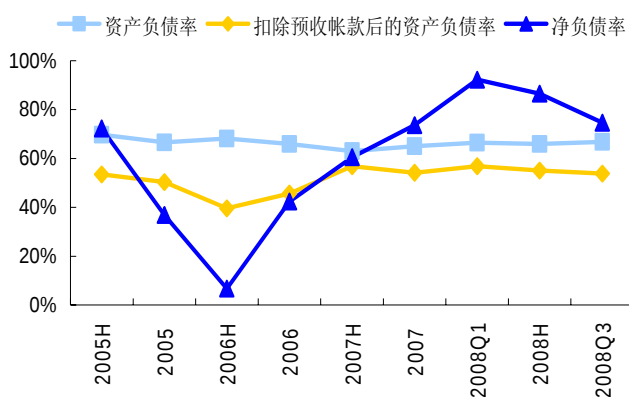


图 4：三项费率情况

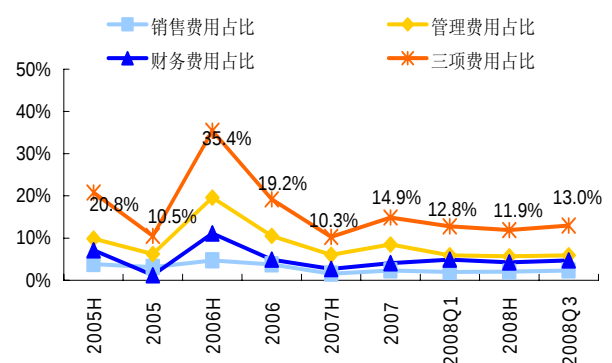


图 5: 盈利能力情况

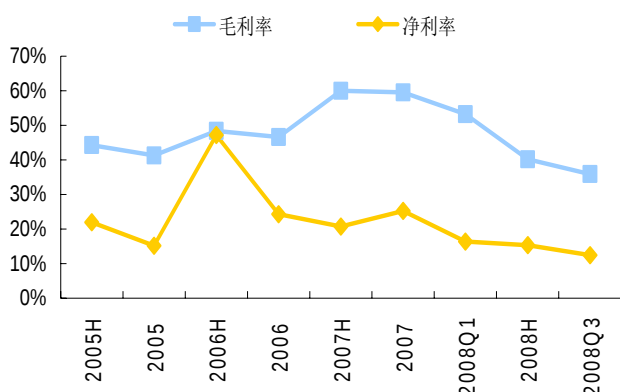
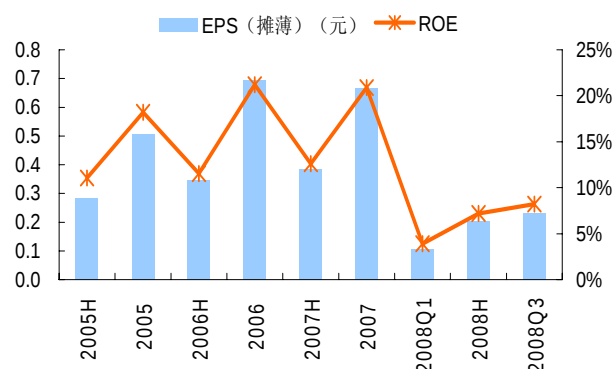


图 6: EPS 和 ROE 情况



数据来源: wind, 中投证券研究所

二、上海房地产市场 08 年深幅调整, 09 年有望复苏

目前公司的项目主要集中在上海, 部分在上海周边地区, 未来公司的发展战略仍然将以上海为主要发展中心, 开发住宅与商业地产。鉴于此, 通过下面的分析, 我们认为上海楼市可望在 09 年迎来复苏, 依靠公司控股股东在上海获取土地资源的强大优势, 公司集中在土地相当稀缺的上海地区做大作强, 未来公司的在上海的发展空间依然巨大。

上海房地产市场规模较大, 在经历 2007 年的超常增长之后, 08 年开始较为深幅的调整过程。08 年上海市场住宅销售面积为 1966 万平, 销售金额为 1608 亿元, 分别比 07 年下降 40.1%和 40.6%, 即使与 06 年房地产市场较为平稳时期相比, 调整的幅度也较为显著, 销售面积下降 24.8%, 销售金额下降 12.6%。

从月度成交数据的变化来看, 08 年上半年上海市场仍较为坚挺, 上半年除 2 月受春节影响外, 各月成交套数均超过 1.3 万套, 从 6 月开始成交量逐月下降, 直至 11 月新政生效后, 成交量才回升至 1 万套以上。从近期的成交情况来看, 上海市场春节后成交量持续大幅增长, 而均价连续四周环比下降, 2 月最后一周的成交量已超过 08 年下半年各周, 并接近 08 年上半年交易较为活跃时期的水平, 目前期房去库存化仅为 5 个月。我们判断上海市场 08 年观望的需求有望在 09 年转化为实际需求。

图 7: 上海住宅销售情况(2000-2008)

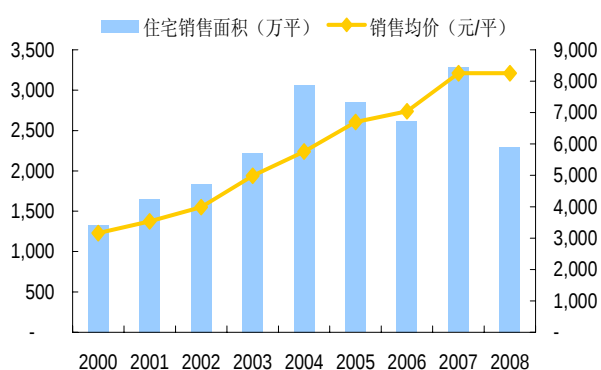


图 8: 上海市场住宅成交月度成交数据

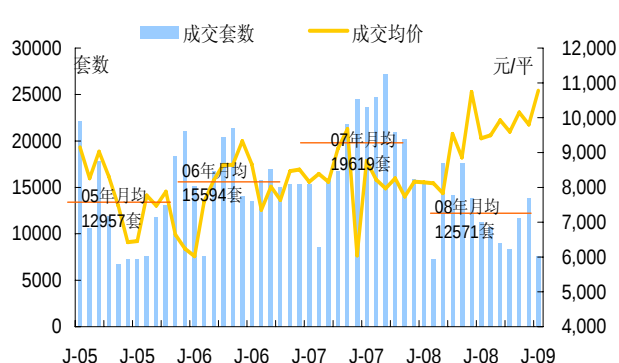


图 9：上海市场住宅成交各年比较

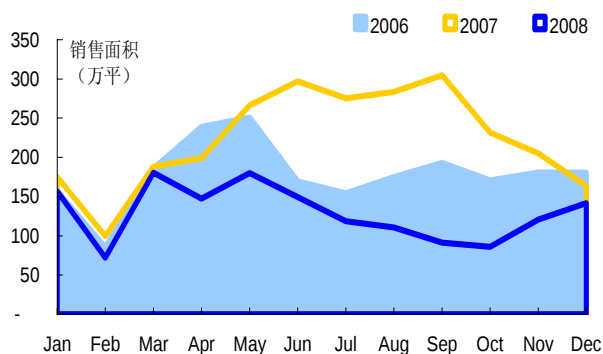


图 10：上海市场住宅成交周数据

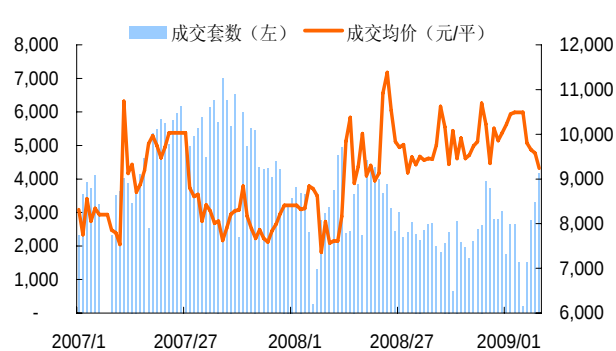


图 11：上海各环线区域成交均价

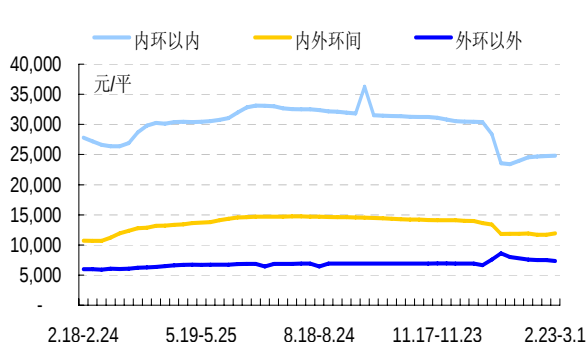
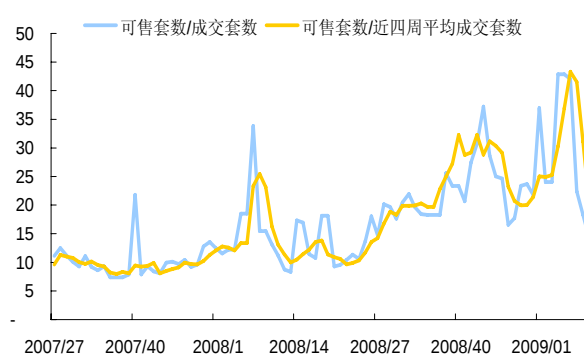


图 12：上海住宅去化速度



资料来源：中投证券研究所，中国指数研究院

三、09 年盈利有望增长 50%

3.1 预计 08 年净利润 4.5 亿元

08 年公司收入来自于开发业务和物业出租收入。1、住宅结算收入主要来自于顾村项目。2、南郊中华园、周浦项目（印象春城，周浦 23#地块）以及苏州第五元素花园的销售收入。2、商业开发：万泰大厦和张杨路 25 号商务大厦的出售收益。3、港泰广场写字楼等十几个物业的出租收入。预计全年净利润 4.5 亿元，其中，开发净利润 3.7 亿元，出租业务净利润 0.80 亿元。

3.2 09 年公司将力争与 08 年保持平衡并有增长

09 年公司计划新开工面积约 30 万平方米，其中花木 10 万方，周浦新增一些，华泾 35 万方已开，剩余新开工面积不多。

09 年公司将在加快开发与销售的背景下，将变现部分物业以提升业绩。可能调剂的物业是 1.6 万平方米的古北花园 7 号楼及车位，预计售价 2 万元/平米，成本 1 万元/平米，预计将带来 1 亿元净利。

09 年公司收入来自于开发业务和物业出租收入。1、住宅结算收入来自于 7 个项目的销售。上海 5 个：南郊中华园、周浦项目、华泾项目、三灶镇曙光

村、美兰湖中花园；苏州 2 个：第五元素花园和太湖古北雅园（二期）。2、商业开发：上海国际客运中心 B 部分投资收益。3、港泰广场写字楼等十几个物业的出租收入。4、古北花园 7 号楼的出售。预计全年净 7.2 亿元，其中，开发及物业出售净利润 6 亿元，出租业务净利润 1.2 亿元。

四、09 年发债维持正常经营、增加后续项目

09 年公司计划加快资金回笼，发行公司债 12 亿元，储备后续开发资源。根据公司 09 年的开发计划，在不拿地的情况下，资金存在少量的缺口。为回笼资金，不排除公司在 09 年对苏州项目采取较大力度的促销，同时将加快对华泾项目（保障性住房）的资金回笼。公司拟发行 12 亿元公司债已于 09 年 1 月获证监会有条件通过。在资金宽裕的背景下准备在上海区域储备大项目。

五、同业竞争的解决将带来历史性发展机遇

5.1 外部要求

当前控股集团—上海地产（集团）下辖的中星集团、金丰投资等等公司的主业同为房地产，和中华企业存在同业竞争问题。

根据证交会相关规定，上海地产必须解决相关同业竞争，否则涉及到中华企业的后续融资将受阻。根据证监会相关规定，同一控制人控制下若存在若干个房地产公司，若存在同业竞争必须解决同业竞争的问题，否则将不给予新发股票等融资支持。当前，上海地产（集团）下辖的中星集团、金丰投资等等两个房地产公司的房地产业务主要集中于上海地区，存在同业竞争问题。

客观现实是，集团房地产业务的发展必须借助中华企业这个平台。上海地产（集团）下辖金丰投资房地产业务规模小，难以担当整合重任，此外，同一控制人下已有房地产上市公司的情况下，证监会不会再允许上海地产（集团）下辖的中星集团上市。

综上所述，我们判断，上述同业竞争问题必须解决，并且通过中华企业来解决。

5.2 内在需要

中华企业经过长时期的市场化运作，其房地产开发的管理和经营能力都日渐娴熟，有能力担当集团房地产开发业务的旗舰的重任。

而中华企业目前的业务规模在上市公司中处于中游水平，资源储备不足以长足发展，若要充分发挥好资本市场对公司乃至集团房地产业务的支持，集团必须尽快解决同业竞争问题，否则将在行业加速整合中丧失宝贵的发展机会。

目前中华企业在持续发展中最大的瓶颈是资金，在上述同业竞争没有了结前，根据规定，公司不能在资本市场上通过增发等融资手段融资，配股除外。

上述同业竞争的有效解决不仅可以解决公司短期内对资金需求的瓶颈问题，还可以解决公司持续发展所需的项目资源问题，并且做强做大集团房地产业务。

5.3 解决同业竞争时间进度存在不确定性

由于控股集团人事以及资产较为复杂，要在短时间内消除同业竞争有一定的难度。但上述同业竞争问题的解决时间已久，上海地产（集团）应该有所考虑。我们的判断是，若资本市场融资环境改善，资产在资本市场上定个好价钱，不排除解决同业竞争的时间提速。

5.4 同业竞争给上市公司带来的机会几何？

据了解，中星集团目前的资产和业务规模与中华企业相当，08 年底的预售帐款高达 20-30 亿元，同时所开发的项目盈利能力非常强；金丰投资 08 年 1-3 季度 EPS0.22 元；上海地产（集团）下属闽虹、闽联的出租业务年收入稳定良好。若上述公司的业务能适时整合进公司，可望使公司的业务规模成倍增长，盈利能力保守估计也将翻番。

此外，依靠上海地产（集团）在上海市的土地储备的平台，中华企业可望被打造成上海市国有控股的龙头房地产企业。

我们预计 09 年中华企业不排除实施配股的可能，在条件成熟时集团将解决同业竞争问题。

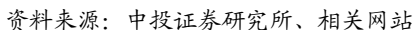
附：上海地产（集团）介绍

上海地产（集团）与上海市土地储备中心两块牌子、两个独立法人、一套班子管理运作。市土地储备中心是市政府设立的土地储备机构，地产集团是市政府土地储备运作载体，是市政府授权的滩涂资源的唯一代表。实际工作中，土地储备中心专门从事土地收购储备和滩涂资源投资管理，土地的市场运作和承担投融资功能通过地产集团进行。储备地块在进行必要的基础性建设后，按照土地供应计划交付公开出让。为具有上海特色的土地储备蓄水池和土地供应主渠道。上海地产（集团）当前总资产 400 多亿元，净资产 40 亿元。

集团“十一五”战略与定位是，成为适应市场变化、具有现代企业制度特点的国有大型投资性集团公司；成为具有上海特色的土地储备蓄水池和土地供应主渠道；成为市政府滩涂资源开发利用的唯一代表，……。

预计集团整合旗下地产业务资产到上市公司后公司将拥有更多的便利条件在上海市获得更多优质的土地资源。

图 13: 产业类



六、上海长江隧桥开通提升崇明岛开发价值， 中华企业或受惠

6.1 公司在崇明岛东滩拥有 4000 亩的土地可望受益

公司在上海崇明岛有土地 4000 多亩,其中 2000 亩土地已交清土地款 6000 万元,土地性质为农用地。目前公司所处地理位置属于被规划为商业住宅旅游区域,上海长江隧桥将开通,直接缩短上海市区—崇明岛的交通时间。

目前,从上海人民广场到崇明岛需要从宝山出发需1小时,再坐轮渡最短时间半小时,总行程需要1个半小时。上海长江隧桥通车后,从上海人民广场到崇明驱车约45分钟,从浦东驱车至崇明岛20分钟到达(时速100公里),遂桥开通后可大大缩短上海市区到崇明岛的时间,崇明岛可望成为上海等地区的后花园。

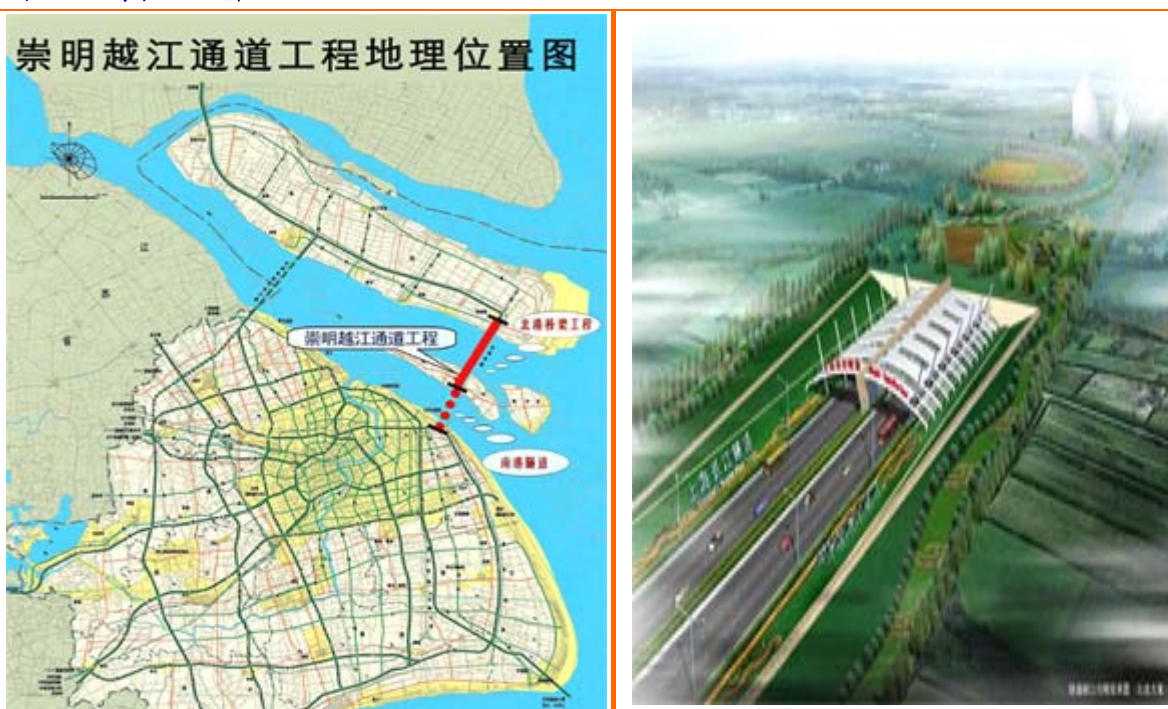
2010年世博会召开前长江隧桥可望开通。上海长江隧桥工程于2004年12月28日正式启动,截至2008年9月,长江隧道已实现双线贯通(长江隧道内部结构分两层,上层为单向三车道高速公路,下层为轨道交通预留空间,在车道层和轨道层之间每隔260米设置一条疏散楼梯。)预计将于2010年世博会召开前长江隧桥可通车。(世博会2010年5月-2010年10月)。长江隧桥的开通将迅速提升崇明岛的经济开发价值,与此相关联的上市公司如中华企业、上实发展(集团拥有80多公里崇明岛东滩的土地)可望直接受益。

中华企业在崇明岛的土地随着区域功能的改变不排除可能转为商业住宅等开发用地的可能，并有望因长江隧桥的开通价值提升，因此受益。

6.2 上海长江隧桥情况

上海长江隧桥又称崇明越江通道，包括两部分：第一部分是连通浦东新区和长兴岛的长江隧道工程，隧道起于浦东新区五好沟，穿越南港水域在长兴岛西南方登陆，全长 8.95 公里，其中穿越水域部分达 7.5 公里；第二部分是连通长兴岛和崇明岛陈家镇的上海长江大桥，大桥起于隧道长兴岛登陆点，沿地面横穿长兴岛，由长兴岛东北部跨越长江口北港水域至崇明岛陈家镇，工程全长 16.65 公里（其中接线道路 6.68 公里，跨江桥梁 9.97 公里，设计车速 100 公里/小时）。

图 15 上海长江隧桥



资料来源：中投证券研究所，崇明区政府网

6.3 崇明城桥被上海市“十一五”规划为 9 个新城之一

上海市国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要提出“1966”四级城镇体系的具体规划：其中，1 个中心城：上海市外环线以内的 600 平方公里左右区域内；9 个新城：宝山、嘉定、青浦、松江、闵行、奉贤南桥、金山、临港新城、崇明城桥。上述规划的目的是消除城乡二元结构，打破郊区发展与中心城区对立，新城和新市镇将承担疏解中心城人口的功能，同时聚集新的产业，形成带动区域发展的规模化城市地区，形成规模效益和聚集效益，以弥补城市化过程中的不足之处。崇明城桥被列为上海要发展的 9 个新城之一。2006 年，崇明县辖有 13 个镇和 3 个乡，城桥镇是全县政治、经济和文化中心，户籍人口 69.98 万人，外来流动人口 11.1 万人，自然增长率-2.4，若长江隧桥开通，该区人口可望逐步增长。

图 16 上海十一五规划“1966”四级城镇体系图



资料来源：中投证券研究所，上海政府网，internet

6.4 崇明三岛联动战略可望进入实质性实施阶段

崇明三岛联动战略早在 2005 年就被国务院审批通过，上海长江隧桥的开通将推动上述发展战略提速。

表 2 崇明三岛规划过程

2002 年	上海市第八次党代会提出“制定崇明岛开发总体规划，加快越江通道工程建设，积极做好崇明开发准备”。
2004 年 7 月	中共中央总书记胡锦涛在上海视察，对把崇明岛建设成现代化综合性生态岛的规划给予了肯定，并指出：崇明要“率先倡导和推广循环经济，努力建设节约型社会。”
2004 年 8 月	国务院对崇明越江通道的可行性给予批复
2005 年 7 月	国务院批准长兴、横沙两岛划归崇明，三岛联动战略正式启动
2005 年 11 月	上海市政府常务会议审议通过《崇明三岛总体规划》

数据来源：崇明三岛总体规划，中投证券研究所

表 3 崇明三岛规划的空间布局和人口规模

规划		陆域总面积 (平方公里)	规划建设用地(平方公里)	占岛屿土地面积比例	人口数 (万人)	2020 年人口规模 (万人)
崇明岛	长江入口绿色之岛，人与自然和谐发展	1267	207	16.8%	63.5	68
长兴岛	现代船舶和港机制造为特色的岸线产业岛	88	31	38.8%	3.6	10
横沙岛	休闲度假为特色的旅游度假岛	56	6.4	12.3%	3.3	2
合计		1411	244.4		70.4	80

数据来源：崇明三岛总体规划，中投证券研究所

表 4 崇明三岛功能分区

崇明岛	
崇东分区	以生态居住、休闲运动、国际教育为主科教产业集聚区和门户景观区
崇南分区	人口集聚的田园式新城和新市镇区。
崇西分区	以国际会议、滨湖度假为主的景湖会展区
崇北分区	以生态农业为主的规模农业区和战略储备区
崇中分区	以森林度假、休闲居住为主的中央森林区
长兴岛	
长兴分区	以船舶、港机制造业为主的海洋装备岛
横沙岛	
横沙分区	以休闲度假为特色的生态旅游度假区

数据来源：崇明三岛总体规划，中投证券研究所

6.5 崇明三岛近期重点开发的项目

崇明三岛近期开发的项目包括崇明新城-森林公园地区、陈家镇-东滩地区和长兴海洋装备岛。中华企业与上实发展集团在崇明岛的土地地处陈家镇-东滩地区，上述开发项目的实质进展对上述公司有利。

表 5 崇明三岛规划近期建设重点地区

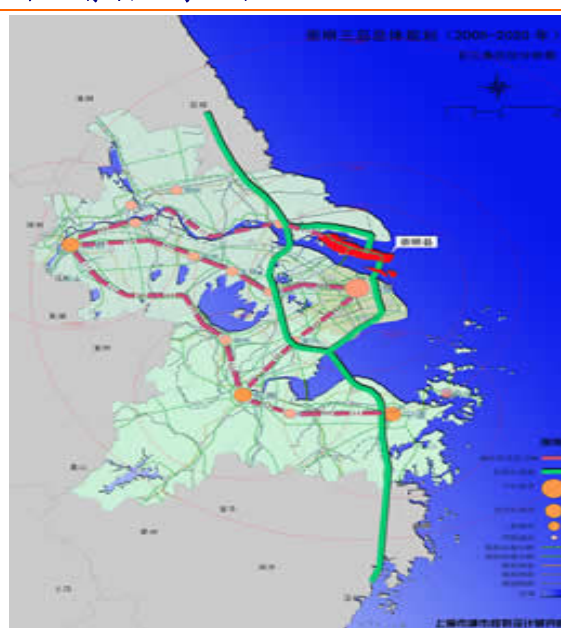
地区规划	规划区总面积 (平方公里)	规划用地面积 (平方公里)	规划人口 (万人)
崇明新城 - 森林公园区 以“田园水城”为特色的现代化海岛花园新城	99.6	28	20
陈家镇-东滩地区 海岛花园式的生态城镇	220	12	10-12
长兴海洋装备岛 /	/	43	凤凰新市镇人口 13 万

数据来源：崇明三岛总体规划，中投证券研究所

图 17 崇明区地图



图 18 崇明三岛规划



资料来源：中投证券研究所，崇明区政府网，internet

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009	2010
流动资产	7998	8613	9634	11144	营业收入	2399	2983	5520	4968
现金	1306	1306	1500	1500	营业成本	971	2071	3684	2981
应收账款	8	9	17	16	营业税金及附加	284	99	331	298
其它应收款	269	334	618	557	营业费用	56	39	110	99
预付账款	1120	12	12	12	管理费用	203	60	335	301
存货	5131	6831	7366	8940	财务费用	98	173	132	113
其他	163	120	120	120	资产减值损失	-22	0	0	0
非流动资产	1705	1986	1971	1855	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	203	203	203	203	投资净收益	413	230	316	316
固定资产	177	163	150	136	营业利润	1222	772	1243	1492
无形资产	18	17	17	16	营业外收入	53	0	0	0
其他	1308	1602	1602	1500	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	9703	10598	11604	12998	利润总额	1270	772	1243	1492
流动负债	4118	4634	4708	4983	所得税	452	193	311	373
短期借款	1430	1433	29	707	净利润	818	579	933	1119
应付账款	218	465	827	669	少数股东损益	212	129	208	249
其他	2470	2737	3852	3608	归属母公司净利润	605	450	725	869
非流动负债	2191	1991	1991	1991	EBITDA	1383	960	1390	1619
长期借款	2053	1853	1853	1853	EPS (元)	0.67	0.41	0.67	0.80
其他	138	138	138	138					
负债合计	6309	6625	6699	6974	主要财务比率				
少数股东权益	496	625	833	1082	会计年度	2007	2008	2009	2010
股本	907	1088	1088	1088	成长能力				
资本公积	123	123	123	123	营业收入	20.2	24.3	85.0	-10.0
留存收益	1869	2138	2862	3731	营业利润	169.1	-36.8	61.0	20.0
归属母公司股东权益	2898	3348	4073	4942	归属于母公司净利润	24.9	-25.7	61.0	20.0
负债和股东权益	9703	10598	11604	12998	获利能力				
					毛利率	59.5	30.6	33.3	40.0
					净利率	25.2	15.1	13.1	17.5
					ROE	20.9	13.4	17.8	17.6
					ROIC	19.5	15.8	27.1	21.1
					偿债能力				
					资产负债率	65.0	62.5	57.7	53.7
					净负债比率	60.31	54.47	32.91	41.32
					流动比率	1.94	1.86	2.05	2.24
					速动比率	0.70	0.38	0.48	0.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.29	0.50	0.40
					应收账款周转率	278	291	341	249
					应付账款周转率	3.40	6.07	5.71	3.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.41	0.67	0.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.32	0.09	1.30	-0.81
					每股净资产(最新摊薄)	2.66	3.08	3.74	4.54
					估值比率				
					P/E	14.00	18.83	11.70	9.75
					P/B	2.92	2.53	2.08	1.72
					EV/EBITDA	7	10	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 12 年证券研究从业经验。

万 丽: 中投证券房地产行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008 年 4 月加入公司。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、华发股份、苏宁环球、世茂股份、中华企业、冠城大通、香江控股、广宇发展、沙河地产

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434