

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: 13.2 元

当前股价: 9.03 元

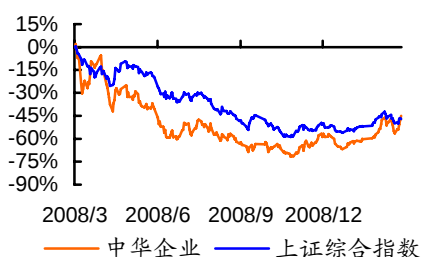
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2118.75
总股本(百万)	1088
流通股本(百万)	749
流通市值(亿)	68
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	19.92	29.56	42.43
上证综合指数	-4.76	3.98	-1.26



相关报告

《中华企业-值得期待的上海优质地产》
2009-3-4

《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

中华企业

600675

强烈推荐

08 年业绩与预期一致, 业绩增长将在 09 年体现

投资要点:

- 营业收入同比增34%, 主要源于商业地产销售的增长; 归属于母公司的净利润同比降19%, 主要源于结转毛利低的项目和非经常性收益的大幅减少, 每股收益0.43元, 净资产收益率为14.3%。08年业绩与我们的预测基本一致, 结算收入来源与我们的预测一致。08年实现营业收入36.12亿元, 同比增长33.9%; 归属于母公司的净利润为4.64亿元, 同比下降19.3%。营业收入增长主要源于商业地产销售同比有较大幅度增长。由于公司08年结转了毛利较低的住宅销售项目, 以及公司07年出售法人股股票确认的非经常性收益较高, 因而归属于母公司的净利润同比下降, 扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润同比增长4.4%。
- 短期偿债压力较大, 12亿公司债已获证监会发审委审核通过, 公司债的尽快发行对缓解公司资金紧张局面十分关键。公司08年末的资产负债率为63.7%, 扣除预收账款后的负债率为56.9%, 净负债率为79.1%, 比07年末略有下降, 公司的负债指标仍处于合理水平, 但短期偿债压力较大, 短期负债比例偏高。拟发行12亿公司债已获证监会通过, 公司债的发行将缓解短期偿付压力, 优化负债结构, 但项目储备和开发资金仍存缺口。不排除公司在09年对苏州项目采取较大力度的促销, 同时加快对华泾项目(保障性住房)销售以的资金回笼。
- 因保障性住宅的结算拉低了毛利和盈利水平, 管理费用控制有成效, 期间费用水平下降。公司08年的毛利率为34%, 净利率为12.8%, 分别比07年下降18.2和8.5个百分点。公司08年期间费用水平为10.8%, 比07年下降了3.1个百分点, 其中管理费用下降2.7个百分点, 销售费用和财务费用分别下降0.4和0.1个百分点。
- 09年公司开发项目9个, 在建面积149.9万平米, 其中新开工62.4万平米, 新开工面积高于预期, 竣工面积12.7万平米。待开发面积13.6万平米及土地储备4655亩。
- 预计09、10年EPS0.66元和0.80元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 中国经济增长可能低于预期, 收入增长低于预期, 国际经济环境可能持续恶化, 行业调整时间可能延长, 行业调整幅度可能超预期等风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3612	5520	4968	5961
同比(%)	34%	53%	-10%	20%
归属母公司净利润(百万元)	464	722	865	1039
同比(%)	-19%	56%	20%	20%
毛利率(%)	34.1%	33.3%	40.0%	40.0%
ROE(%)	14.3%	18.2%	17.9%	17.7%
每股收益(元)	0.43	0.66	0.80	0.95
P/E	21.17	13.60	11.35	9.46
P/B	3.03	2.48	2.03	1.67
EV/EBITDA	14	9	8	7

资料来源: 中投证券研究所

公司 08 年实现营业收入 36.12 亿元，同比增长 33.9%；归属于母公司的净利润为 4.64 亿元，同比下降 19.3%。

公司营业收入的增长主要来源于商业地产销售同比有较大幅度增长。08 年公司营业收入的 95%来自于房产销售收入，公司在 08 年分别以 5.4 亿和 4.6 亿整体转让了商业地产项目万泰大厦（结转 1.65 亿）和张杨路商务大厦（全部结转），华宁国际广场销售情况良好，商业地产项目销售占公司全部房产销售收入的比例为 40%左右。

由于公司 08 年结转了毛利较低的住宅销售项目，以及公司 07 年出售了 7 家法人股股票确认收益 2.18 亿元而 08 年此项收益仅为 0.25 亿元，因而归属于母公司的净利润同比下降，扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润同比增长 4.4%。

短期偿债压力较大，12 亿公司债已获证监会发审委审核通过，公司债尽快发行对缓解公司资金紧张局面十分关键。

公司 08 年末的资产负债率为 63.7%，比 07 年末下降 3.8 个百分点；扣除预收账款后的负债率为 56.9%，比 07 年末上升 1 个百分点；净负债率为 79.1%，比 07 年末下降 8.9 个百分点。

公司的负债指标仍处于合理水平，但短期偿债压力较大，短期负债比例偏高。

公司 08 年末账面现金 15.5 亿，而短期借款和一年内到期的长期借款和信托产品合计 26.4 亿，短期资金缺口近 11 亿。短期负债占生息负债的比例接近 60%。

09 年 1 月，公司发行 12 亿公司债的申请已获证监会发审委审核通过，公司债的发行将缓解公司短期的偿付压力，优化负债结构，但项目储备和开发投资资金仍面临一定的缺口。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。

保障性住房低毛利率的住宅项目拉低了公司的盈利水平，但管理费用控制卓有成效，期间费用水平下降。

公司 08 年的毛利率为 34.1%，净利率为 12.8%，分别比 07 年下降 18.2 和 8.5 个百分点。公司 08 年结算的宝山顾村项目 2（配套商品房项目）和印象春城的毛利率较低，美兰湖中华园已计提存货跌价准备，从而拉低了综合毛利率水平，预计公司 09 年仍将有配套商品房结算，短期内毛利水平仍难大幅回升。

公司 08 年期间费用水平为 10.8%，比 07 年下降了 3.1 个百分点，其中管理费用下降 2.7 个百分点，销售费用和财务费用分别下降 0.4 和 0.1 个百分点，三费水平的下降主要源于公司对管理费用的有力控制。

图 1: 经营情况

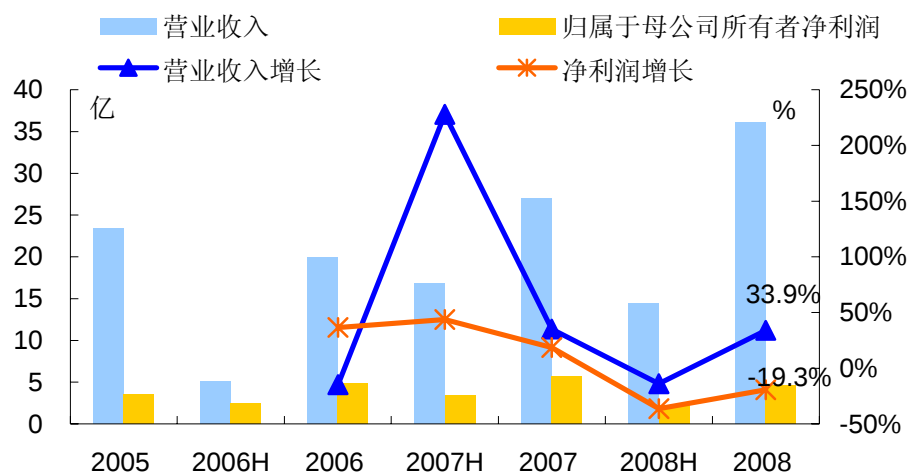


图 2: EPS 和 ROE

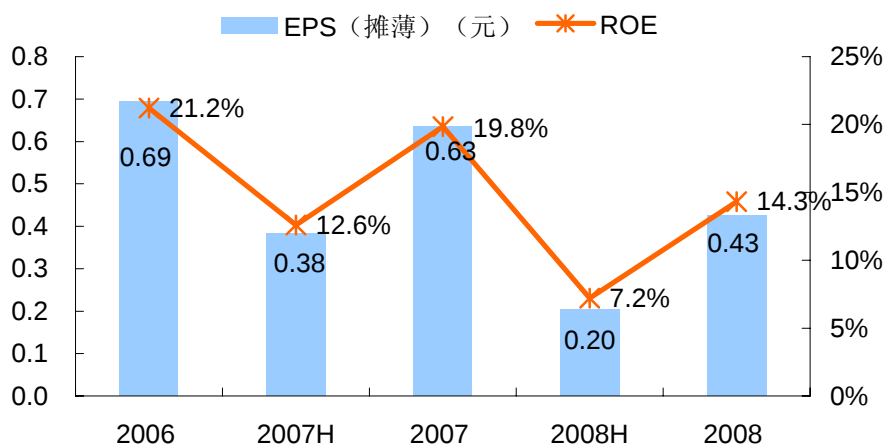
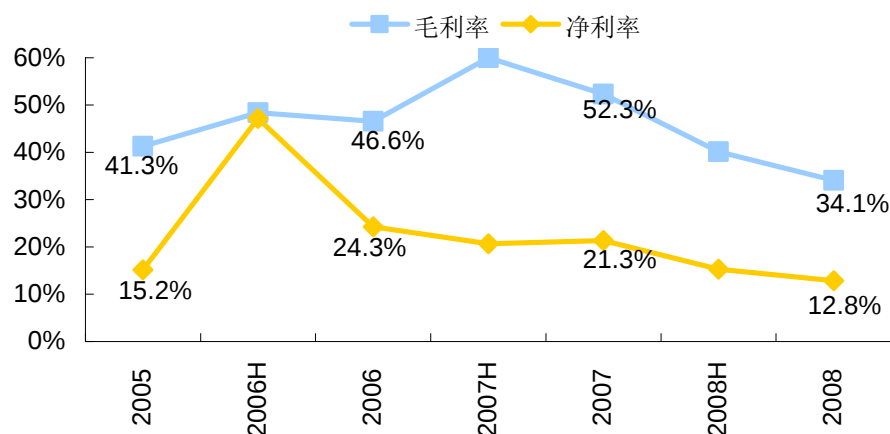


图 3: 综合毛利率和净利率



数据来源：上市公司，中投证券研究所

图 4: 三费水平

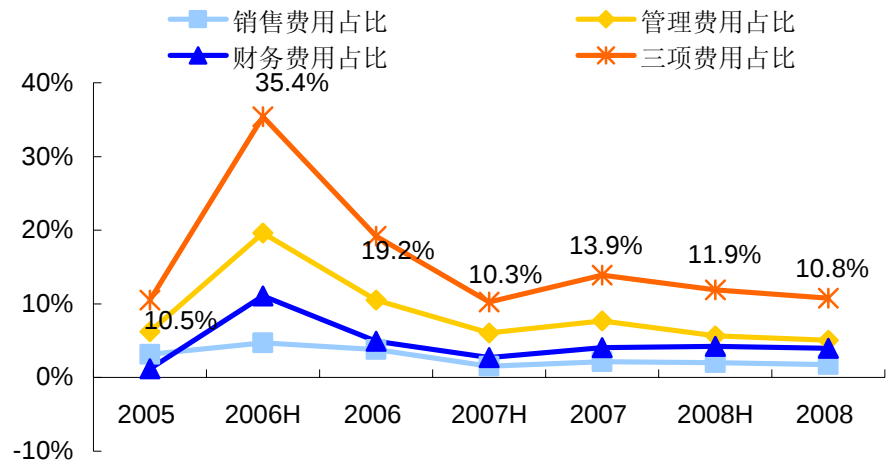
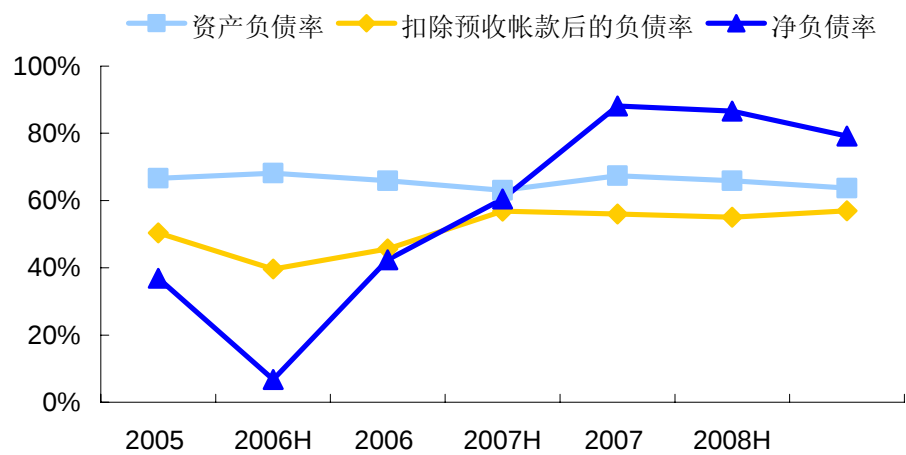


图 5: 负债水平



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	8389	10091	8843	12486	营业收入	3612	5520	4968	5961
现金	1553	1553	2662	1500	营业成本	2381	3684	2981	3577
应收账款	55	85	76	91	营业税金及附加	344	331	298	358
其它应收款	111	170	153	184	营业费用	63	96	99	119
预付账款	73	12	12	12	管理费用	183	279	301	362
存货	6585	8283	5955	10719	财务费用	143	226	177	181
其他	11	-11	-15	-19	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	1696	1914	1800	1841	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	220	220	220	220	投资净收益	150	150	150	150
固定资产	169	152	135	118	营业利润	649	1053	1262	1515
无形资产	60	97	135	173	营业外收入	54	0	0	0
其他	1247	1444	1310	1330	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	10084	12005	10643	14328	利润总额	700	1053	1262	1515
流动负债	4608	5939	3631	6179	所得税	191	263	315	379
短期借款	1312	2111	0	2283	净利润	509	790	946	1136
应付账款	311	481	389	467	少数股东损益	45	67	81	97
其他	2986	3347	3241	3429	归属母公司净利润	464	722	865	1039
非流动负债	1813	1613	1613	1613	EBITDA	848	1300	1460	1718
长期借款	1813	1613	1613	1613	EPS (元)	0.43	0.66	0.80	0.95
其他	0	0	0	0					
负债合计	6421	7552	5243	7792	主要财务比率				
少数股东权益	421	489	569	667	会计年度	2008	2009	2010	2011
股本	1088	1088	1088	1088	成长能力				
资本公积	51	51	51	51	营业收入	33.9	52.8	-10.0	20.0
留存收益	2104	2826	3691	4730	营业利润	-44.4	62.2	19.8	20.1
归属母公司股东权益	3242	3965	4830	5869	归属于母公司净利润	-19.3	55.7	19.8	20.1
负债和股东权益	10084	12005	10643	14328	获利能力				
					毛利率	34.1	33.3	40.0	40.0
					净利率	12.8	13.1	17.4	17.4
					ROE	14.3	18.2	17.9	17.7
					ROIC	11.4	15.3	26.1	14.6
					偿债能力				
					资产负债率	63.7	62.9	49.3	54.4
					净负债比率	69.34	66.89	56.09	67.05
					流动比率	1.82	1.70	2.44	2.02
					速动比率	0.39	0.30	0.79	0.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.50	0.44	0.48
					应收账款周转率	105	73	58	66
					应付账款周转率	9.00	9.30	6.85	8.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.66	0.80	0.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	-0.48	3.02	-3.10
					每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.64	4.44	5.39
					估值比率				
					P/E	21.17	13.60	11.35	9.46
					P/B	3.03	2.48	2.03	1.67
					EV/EBITDA	14	9	8	7

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±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