

中华企业（600675）：物业升值预期强 盈利空间加大

增持（维持）

房地产开发 2009年11月13日

天相金融地产组

联系电话：021-58824282-882 邮箱：zhanghq@txsec.com

事件描述：

中华企业（600675）创建于1954年，是上海解放后第一家从事房地产开发经营业务的国营企业，大股东为上海地产集团。公司住宅项目主要分布在上海浦东新区，因南汇并入浦东及迪斯尼落户川沙，公司物业价值提升效应明显。近日我们对公司进行了调研，对公司的经营现状及发展前景有了进一步了解。

评论：

1、公司经营情况

公司主营商品房开发，兼有部分商业项目用于销售或出租。总建筑面积235万平米，权益建筑面积204.5万平米。其中商品房总建筑面积约165万平米，占比70%。

商品房开发项目：公司主要商品房开发项目10个，截止08年底，总可售面积约165万平米，分布在上海浦东新区、宝山区、徐汇区及苏州，分别占公司商品房总可售面积的47.6%、19.6%、22.9%、8.9%。

● 浦东新区：南郊中华园、印象春城、三灶曙光村这三个项目在原来的南汇区，受南汇并入浦东的政策利好影响，销售价格及销售速度均有所提高。花木镇三街坊项目也受益于迪斯尼落户浦东川沙，预计当地房价会再次上涨。

1) 南郊中华园总建筑面积20.8万平米，建筑类型为别墅，共分三期开发，一期的4万多平米上半年已经结算完毕，销售收入5.27亿元，毛利率39%；二期3万多平米目前在售，预计2010年结算。

2) 印象春城总建筑面积56.5万平米，建筑类型为小高层，其中7万多平米的回迁房08年已经结算，目前尚有可售面积约41万平米。09年上半年已经预售11万平米，预计在今、明两年竣工结算。

3) 三灶曙光村总建筑面积5.6万平米，建筑类型为别墅，目前正在结构施工，2010可预售。

4) 花木镇三街坊总建筑面积11万平米，建筑类型为高档公寓，目前正在前期开发，2011年可预售。

● 宝山区：有美兰湖中华园、罗店新镇D1-2 地块两个项目。美兰湖中华园总建筑面积20万平米，08年一期已经结算2.93万平米。二期目前正在结构施工，2010年年初可预售。罗店新镇D1-2 地块为公司09年9月竞得项目，总建筑面积15.3万平米。该项目与美兰湖中华园相邻，能够最大程度发挥项目之间的协同效应。

● 徐汇区：华泾项目总建筑面积38万平米，建筑类型为经济适用房，目前正在结构施工。

● 苏州项目：苏州第五元素花园总建筑面积30万平米，一期15万平米07年竣工已售；二期07年销售2万平米，08年底尚有可售面积约10万平米，09年上半年已售5万平米，按周边项目销售均价约7500元/平米计，09年可结算收入3.75亿元。苏州太湖古北雅园(二期)总建筑面积4.8万平米，建筑类型为独栋别墅，明年可以预售。



表 1：公司主要商品房项目（单位：万平方米）

项目名称	位置	权益	建筑类型	项目进度	截止08年底尚可 售面积	权益建筑面积
上海市住宅产品开发						
南郊中华园	南汇区	100%	别墅	一期竣工、二期结构施工完成	21	20.8
周浦项目	南汇区	98%	小高层	三、四街区基础设施	41	40.1
华泾项目*	徐汇区	90%	经济适用房	结构施工	38	34.2
花木镇三街坊42丘地块	浦东新区	88%	高档公寓	前期开发	11	9.6
三灶曙光村6/2丘地块	南汇区	88%	别墅	结构施工	6	4.9
顺驰美兰湖中华园	宝山区	100%	小高层	基础施工	17	17.1
宝山区罗店新镇D1-2地块	宝山区	100%	高档公寓	09年9月竞拍项目	15	15.3
古北国际花园	长宁区	100%		竣工	1.56	1.6
小计					151	143.6
苏州市住宅产品开发						
苏州太湖古北雅园(二期)	苏州	79%	别墅	结构施工	5	3.8
苏州第五元素花园	苏州	100%	高档住宅	竣工	10	10.0
合计					165.57	157.34

资料来源：公司季报，天相投资顾问整理

商业项目：公司商业地产项目面积共70万平方米左右，其中大部分用于租售，多分布在长宁、静安寺、黄浦区等黄金地段。**在建项目：**上海国际客运中心位于黄浦江畔中心地段，总建筑面积30.2万平方米，公司权益40.19%，预计该项目可为公司贡献净利润10亿元，将在09年、10、11年陆续结算。古北商务分区9-3地块是虹桥地区顶级办公和商业地段，目前处于结构施工阶段。总建筑面积19万平方米，公司权益87.5%。该项目规划用于租赁与销售，其中约6万平米商业楼已租赁给日本最大的百货公司之一高岛屋，用于开设经营百货店，租期为20年。“租售并举”的经营战略给公司提供长期、稳定的收益支持。**已竣工项目：**古北国际花园7#楼与恒盛苑商铺已于上半年结算，结算收入达5.6亿元。华宁国际广场与万泰大厦尚有可售面积约3万平米、2.46万平米，09年至今分别销售了6千平米左右。其他未售项目暂时用于出租，若按4元/平米/天的价格、80%的出租率计算，该部分物业每年可贡献收入约1.2亿元。

表 2：公司主要商业项目（单位：万平方米）

项目名称	位置	权益	说明	建筑面积	权益建筑面积
古北商务分区9-3地块	长宁区	88%	基础施工	19.00	16.63
上海国际客运中心(B块)	黄浦江畔	40%	室外总体施工	30.20	12.14
华宁国际广场	长宁区	89%	租售	3.19	2.83
万泰大厦	静安区	100%	租售	2.46	2.46
港泰广场写字楼	黄浦区	60%	租售	0.30	0.18
港泰广场裙楼	黄浦区	60%	租售	1.34	0.80
中华企业大厦	静安区	100%	出租	2.60	2.60
上海春城商业中心	闵行区	90%	出租	2.34	2.11
淮海公寓	徐汇区	100%	出租	1.12	1.12
古北国际广场裙楼	长宁区	53%	招租	0.60	0.32
古北国际花园裙楼	长宁区	100%	招租	0.40	0.40
古北国际花园7#楼	长宁区	100%	09年上半年已全部出售	1.60	1.60
恒盛苑商铺	闵行区	88%	09年上半年已全部出售	0.50	0.44
古北9-4项目商铺	长宁区	100%	招租	0.40	0.40
古北9-4项目办公楼	长宁区	100%	招租	1.60	1.60
小计			—	67.65	45.61
浙江					
杭州锦华大酒店	杭州	75%	营业	2.11	1.58
商业项目面积总计			—	69.76	47.19

资料来源：公司季报，天相投资顾问整理

2、公司筹资情况

2009年9月公司获证监会批准发行不超过12亿元公司债，用于偿还银行短期贷款、补充流动资金，改善财务结构，根据公司资金需求情况确定具体募集资金用途。三季报显示，公司资产负债率为69%，比行业平均水平64.9%略高4个百分点。本次发行成功后，公司资产负债率将有所提高，但是公司会严格控制财务风险，通过偿还银行短期借款，使资产负债率不超过70%。虽然长期财务风险有所提高，但公司借款结构得到较大改善，短期财务风险不大。期末账面货币资金30.8亿元，占公司总资产的24.5%，高于行业平均水平18.3%，资金很充裕，速动比率从08年底的0.39倍提高至09年9月底的0.84倍。在上海房地产市场持续向好的情况下，公司在建项目销售良好，资金回收顺利，长期财务风险可控。

3、公司扩充项目储备途径

今后几年，预计公司扩充项目储备的途径主要有以下几个：1) 通过横向合作方式增加项目储备。公司在建项目国际客运中心就是一个成功的例子，这种方式能够减少公司整体开发和运营成本；2) 通过公开市场竞买。公司主要投资区域为上海，但在长三角地区尤其上海地价日益企高，而公司资金规模相对有限的情况下，这条途径不能大规模增加土地储备；3) 定向增发注入资产。公司综合潜力尚未完全发挥，品牌优势与地产资源需要进一步整合与完善，主要表现在中华企业与大股东旗下子公司金丰投资、中星集团之间存在严重的同业竞争。若通过注入中华企业地产资源、实现集团整体上市，不仅能够解决同业竞争问题，公司的发展也将迈上一个新的台阶；4) 通过兼并整合方式扩大资产规模。随着行业集中度的提高，公司将依托收购兼并和整合的传统和经验，通过兼并收购等方式进一步做大企业规模。今后几年，公司投资的重点依然是商品房开发项目。

4、今后两年项目进入结算高峰期，维持“增持”评级。

目前公司所持项目总建筑面积约235万平方米（包括商业与住宅），与公司发展规模相匹配，且项目多位于上海优质地段或升值潜力大的地段，近几年的业绩很有保证。多数项目在建或已竣工，将在今后几年陆续结算。我们预计公司2009和2010年EPS分别是0.56元和0.82元，对应2009年11月16日收盘价18.72元，对应的动态PE分别是34倍和23倍，维持“增持”投资评级。

5. 主要风险提示。

1) 去年推出的上海商品房优惠政策《关于促进本市房地产市场健康发展的若干意见》，俗称“十四条”将于2009年12月31日到期，若购房优惠政策被终止，可能会对房地产市场成交量造成影响；2) 随着在建项目持续竣工结算，公司将面临项目储备相对不足问题，影响后期成长能力。

图表：中华企业（600675）盈利预测

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	269,698	361,213	362,767	517,000
营业收入增长（%）	35.16%	33.93%	0.43%	42.52%
营业成本	128,599	238,121	181,383	258,500
毛利率（%）	52.32%	34.08%	50.00%	50.00%
减：营业税金及附加	30,318	34,448	45,346	56,965
资产减值损失	(2,221)	(212)	0	0
销售费用	5,751	6,305	5,804	8,648
管理费用	20,798	18,279	18,138	26,007
财务费用	10,972	14,328	22,492	34,122
期间费用率（%）	13.91%	10.77%	12.80%	13.30%
加：公允价值变动净收益	4	(4)	0	0
投资净收益	41,331	14,988	0	0
二、营业利润	116,816	64,927	89,603	132,759
营业利润增长（%）	157.23%	-44.42%	38.01%	48.16%
营业利润率（%）	43.31%	17.97%	24.70%	25.68%
加：营业外收入	5,258	5,428	0	0
减：营业外支出	553	350	0	0
三、利润总额	121,521	70,005	89,603	132,759
利润总额增长（%）	67.96%	-42.39%	28.00%	48.16%
减：所得税	45,244	19,113	22,401	33,190
实际所得税率（%）	37.23%	27.30%	25.00%	25.00%
四、净利润	76,277	50,892	67,203	99,569
净利润增长（%）	40.47%	-33.28%	32.05%	48.16%
其中：归属母公司所有者净利润	57,508	46,406	60,482	89,612
母公司净利润增长（%）	18.65%	-19.31%	30.33%	48.16%
净利润率（%）	21.32%	12.85%	16.67%	17.33%
少数股东损益	18,769	4,486	6,720	9,957
基本每股收益（元/股）	0.67	0.43	0.56	0.82
每股净资产（元/股）	3.20	2.98	3.54	4.36
净资产收益率（%）	20.89	14.31	15.72	18.89

资料来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100