

2010年2月10日

中华企业

业绩符合预期，业绩锁定不足

A
持有 (↓买入)

600675.SS – 人民币 13.14

目标价格: 人民币 13.31 (↓21.90)

田世欣

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(11)	(8)	(26)	75
相对新华富时A50指数(%)	2	2	(14)	45

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,088
流通股 (%)	69
流通股市值 (人民币 百万)	9,841
3个月日均交易额 (人民币 百万)	349
2010年末净负债比率 (%)	56
2010年末每股评估净资产(元)	13.31
主要股东(%)	
上海地产集团	36.2

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中华企业 2009 年营业收入和净利润分别同比增长 24% 和 23%，每股收益 0.585 元，符合我们的预期。公司年度分配计划为按 10 : 3 比例配送红股。由于资金偏紧、锁定性不足，我们下调了 2010 年的盈利预测，将目标价格下调至 13.31 元，并将评级从买入下调至持有。

支撑评级的要点

- 期末预收帐款 13.59 亿元，其中商品房预售款 4.57 亿元，锁定我们 2010 年预测收入的 15%。
- 2010 年主要结算项目多为别墅和商业房地产，存在一定的销售压力。
- 年报负债率提高，考虑未付地价款，资金链偏紧。
- 世博会的临近可能为上海住宅开发商提供交易型机会。

预测和评级的风险

- 地产调控政策进一步出台以及宏观经济的不确定风险。

估值

- 我们下调了公司 2010 年的每股收益预测至 0.64 元，但提高 2011 年每股收益预测至 1.26 元。我们下调评级至持有，将目标价格从 21.90 元下调到 13.31 元，相当于公司的 2010 年末净资产值。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	3,612	4,123	4,061	6,157	9,478
变动 (%)	-	14	(2)	52	54
净利润 (人民币 百万)	464	636	698	1,374	1,806
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.427	0.585	0.642	1.263	1.659
变动 (%)	-	37.1	9.7	96.8	31.4
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.793	1.135	-
调整幅度 (%)	-	-	(19.1)	11.3	N/A
市盈率 (倍)	30.8	22.5	20.5	10.4	7.9
每股现金流量 (人民币)	0.32	0.03	(0.04)	1.72	1.26
价格/每股现金流量 (倍)	41.0	382.7	(343.3)	7.6	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	16.8	17.7	8.5	5.2
每股股息 (人民币)	0.160	0.000	0.051	0.101	0.133
股息率 (%)	1.2	0.0	0.4	0.8	1.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2009 年度业绩符合预期

2009 年度，中华企业实现营业收入 41.23 亿元，同比增长 14.15%；净利润 6.36 亿元，同比增长 37.14%，每股收益 0.585 元，符合我们之前的预期。

图表 2.中华企业历年主要经营数据

(万平米/亿元)	2007	2008	2009
新开工面积		55.0	58.8
施工面积	101.5	141.0	146.6
竣工面积	35.9	43.0	12.7
销售面积	19.8	18.0	27.4
回款金额	19.0	27.7	46.88
结算面积	14.9	33.48	46.9
结算金额	21.646	33.01	39.5
结算均价	14,528	9,860	8,438
已销售未结算金额	10.6	6.8	13.6

资料来源：中银国际研究

开发业务：锁定有限，今年需加大别墅营销力度

2009 年房产销售收入 39.41 亿元，同比增长 15.39%，毛利率从 2008 年的 32.7%大幅上升至 41.0%。全年中华企业结算面积和结算金额分别为 46.9 万平米和 39.5 亿元，平均结算价格 8438 元/平方米。同期公司实现预、销售面积 27.4 万平方米，回笼资金 46.88 亿元。

公司年末持有预收帐款 13.59 亿元，其中预收商品房款 4.57 亿元，主要来自南郊中华园和建德南郊别墅（分别占比 86% 和 14%），锁定我们对公司 2010 年商品房销售收入预测的 15%；其余 7.11 亿元预收款来自上海市土地储备中心收储的华泾保障性住房项目，按竣工计划该项目将在 2010-11 年逐步结算。

目前公司的预收款锁定率有限，今年完成销售的压力较大，尤其是今年竣工重头项目南郊中华园、古北香缇岭、太湖古北雅园均为别墅项目，总价偏高，销售进度目前较难判断，公司今年需大力加强别墅营销力度才能获得业绩增长。

公司 09 年获得国客中心投资收益，即来自浦东金鑫房地产的投资收益为 2.37 亿元。由于国客中心后期项目没有开盘，目前盈利的锁定能力也并不高。

出租业务：可租面积下降，收入将继续下滑

租赁收入 0.97 亿元，同比下降 15.66%，主要原因是中华企业大厦中原租户欧莱雅公司搬迁，导致出租率下降。由此租赁业务毛利率亦从 08 年的 68.5% 大幅度下降至 45.5%。

由于恒盛苑商铺、港泰广场等原为出租物业均在 2009 年售出，2010 年公司可租面积将从 13.6 万平方米下降至 9.86 万平方米，预计租金收入亦将从 0.97 亿元下降至约 0.77 亿元。预计 2011 年，随着古北 9-4A 项目出租率提升，以及国际客运中心公司自有办公楼的投入运营，出租收入将出现回升。

财务状况紧张，新增项目回报偏低

中华企业 2009 年末未结算面积 208 万平米，土地储备不够充足，但从公司近期扩张举动来看，全部通过公开渠道获取资源、且资本金不足成为公司有效扩张的掣肘。

2009 年下半年，公司新增 3 块土地，分别位于宝山罗店新镇、青浦朱家角和杭州江干区。合计建筑面积 44.58 万平米，总地价 55.3 亿元，平均楼面地价达到 1.24 万元。由于上述地块全部为拍卖获得，土地价格较高，其中杭州和宝山项目按照周边房价计算尚能保持盈利，但朱家角项目地价偏高，后续盈利回报压力较大。

由于支付地价及 10 月底发行了 12 亿元公司债，中华企业年报负债率较三季度出现了较大幅度的上升，年末资产负债率从三季度的 65.35% 提高到 69.6%，净负债率也从 36% 快速提高至 78%。公司年末虽然帐面还有 34 亿元的货币资金，但考虑今年需进一步支付的约 35 亿元地价款，实际资金已经相当紧张。公司还采用了信托等融资手段，以开拓多种融资渠道。

下调评级至持有

由于锁定不足，以及销售项目类型以别墅和商业楼宇为主，2010 年公司盈利增长的不确定性较大，主要竣工结算项目为南郊中华园、古北香缇岭、太湖古北雅园和周浦项目竣工部分的尾盘，以及少量的商业地产项目，其中 9-4A 古北财富广场项目是否出售存在不确定性，在 2010 年的销售收入中不做考虑。另外，来自国客中心的收益预计增长率为 20%。

出于谨慎性考虑，我们下调了公司 2010 年的盈利预测至 6.98 亿元净利润，合每股收益 0.64 元，但我们上调了 2011 年的每股盈利预测至 1.26 元，主要由于印象春城和美兰湖中华园项目将从 2011 年开始提供巨额新增利润贡献。公司 2009 年和 2010 年末的 NAV 分别为 12.45 和 13.31 元。由于较为紧张的财务状况和销售情况的不确定性，我们下调公司投资评级至**持有**，并将目标价下调为 13.31 元，相当于 1 倍 2010 年每股 NAV 和 20.8 倍的预测市盈率。另外，随着世博会的召开、以及上海国资重组的推进，公司可能存在交易型机会。

图表 3. 中华企业年报业绩摘要

(人民币百万)	2008 年	2009 年	同比增长%
销售收入	3612	4123	14
销售成本	(2381)	(2445)	3
销售税金	(344)	(475)	38
毛利	886	1204	36
其他业务收入	2	1	(64)
销售费用	(63)	(77)	23
管理费用	(183)	(172)	(6)
经营利润	643	954	48
投资收益	150	252	68
财务成本	(143)	(234)	63
其他	51	46	(9)
税前利润	700	1019	46
税金	(191)	(237)	24
少数股东权益	(45)	(146)	226
净利	464	636	37
盈利能力(%)			
毛利率	25	29	
经营利润率	18	23	
净利率	13	15	

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,612	4,123	4,061	6,157	9,478
销售成本	(2,726)	(2,920)	(2,862)	(4,025)	(6,208)
经营费用	(190)	(201)	(221)	(316)	(509)
息税折旧前利润	696	1,003	977	1,816	2,761
折旧及摊销	(56)	(49)	(18)	(41)	(41)
息税前利润	641	954	959	1,775	2,720
净利息收入/(费用)	(143)	(234)	(296)	(268)	(265)
其他收益/(损失)	203	299	302	365	73
税前利润	700	1,019	965	1,872	2,528
所得税	(191)	(237)	(241)	(468)	(632)
少数股东权益	(45)	(146)	(26)	(30)	(90)
净利润	464	636	698	1,374	1,806
核心净利润	463	636	472	1,101	1,751
每股收益(人民币)	0.427	0.585	0.642	1.263	1.659
核心每股收益(人民币)	0.425	0.584	0.433	1.011	1.609
每股股息(人民币)	0.160	0.000	0.051	0.101	0.133
收入增长(%)	n.a.	14	(2)	52	54
息税前利润增长(%)	n.a.	49	1	85	53
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	44	(3)	86	52
每股收益增长(%)	n.a.	37	10	97	31
核心每股收益增长(%)	n.a.	37	(26)	133	59

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,553	3,400	3,251	5,389	6,922
应收帐款	178	171	203	308	474
库存	6,585	8,054	8,933	8,005	9,478
其他流动资产	73	654	467	589	875
流动资产总计	8,389	12,278	12,854	14,290	17,748
固定资产	169	178	163	124	85
无形资产	60	48	46	44	41
其他长期资产	1,467	1,280	1,564	1,729	2,016
长期资产总计	1,696	1,507	1,773	1,896	2,142
总资产	10,084	13,785	14,627	16,186	19,890
应付帐款	701	884	817	1,030	1,531
短期债务	2,640	2,551	2,760	2,943	3,373
其他流动负债	1,267	2,036	2,071	1,942	2,971
流动负债总计	4,608	5,472	5,648	5,915	7,876
长期借款	1,813	4,121	4,121	4,121	4,121
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088
储备	2,154	2,616	3,258	4,522	6,184
股东权益	3,242	3,704	4,347	5,611	7,272
少数股东权益	421	488	512	539	622
总负债及权益	10,084	13,785	14,627	16,186	19,890
每股帐面价值(人民币)	2.98	3.40	3.99	5.16	6.68
每股有形资产(人民币)	2.93	3.36	3.95	5.12	6.65
每股净负债(现金)	2.66	3.01	3.34	1.54	0.53

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	700	1,019	965	1,872	2,528
折旧与摊销	(56)	(49)	(18)	(41)	(41)
净利息费用	143	234	296	268	265
运营资本变动	(211)	(816)	(778)	522	(760)
税金	(191)	(237)	(241)	(468)	(632)
其他经营现金流	(148)	(212)	(302)	(365)	(73)
经营活动产生的现金流	349	37	(42)	1,871	1,369
购买固定资产净值	142	2	33	54	69
投资减少/增加	65	165	0	0	0
其他投资现金流	14	0	(195)	93	(127)
投资活动产生的现金流	221	167	(163)	147	(58)
净增权益	0	28	0	0	0
净增债务	113	2,120	209	183	430
支付股息	(449)	(497)	(56)	(110)	(144)
其他融资现金流	(20)	(8)	(98)	47	(64)
融资活动产生的现金流	(356)	1,643	56	119	222
现金变动	214	1,847	(149)	2,137	1,533
期初现金	1,306	1,553	3,400	3,251	5,389
公司自由现金流	570	204	(204)	2,018	1,311
权益自由现金流	684	2,324	5	2,201	1,741

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	19.3	24.3	24.1	29.5	29.1
息税前利润率	17.7	23.1	23.6	28.8	28.7
税前利润率	19.4	24.7	23.8	30.4	26.7
净利率	12.9	15.4	17.2	22.3	19.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.2	2.3	2.4	2.3
利息覆盖倍数(倍)	4.0	4.1	2.9	5.5	8.1
净权益负债率(%)	79.1	78.1	67.4	18.5	33.8
速动比率(倍)	0.4	0.8	0.7	1.1	1.1
估值(倍)					
市盈率	30.8	22.5	20.5	10.4	7.9
核心业务市盈率	30.9	22.5	30.3	13.0	8.2
目标价对应核心业务市盈率	31.2	22.8	20.8	10.5	8.0
市净率	4.4	3.9	3.3	2.5	2.0
价格/现金流	41.0	382.7	(343.3)	7.6	10.4
企业价值/息税折旧前利润	23.7	16.8	17.7	8.5	5.2
周转率					
存货周转天数	881.8	915.0	1,083.2	768.0	514.0
应收帐款周转天数	17.9	15.4	16.8	15.1	15.1
应付帐款周转天数	70.8	70.2	76.4	54.7	49.3
回报率(%)					
股息支付率	37.5	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	14.3	18.3	17.3	27.6	28.0
资产收益率	4.6	6.1	5.1	8.6	11.3
已运用资本收益率	8.1	10.0	8.8	14.7	19.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 8 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371