

中华企业 (600675)

稳健发展，适度扩张

——公司更新报告



孙建平

李暑

021-38676316

021-38676911

sunjianping@gtjas.com

lishu007581@gtjas.com

本报告导读：

根据 09 年年报及投资者交流会信息更新公司价值判断

投资要点：

- 09 年基本 EPS 0.58 元，拟 10 送 3。全年营业收入 41.23 亿，归属母公司净利润 6.36 亿，同比分别增长 14.1% 和 37.1%；其中房产销售收入 39.41 亿，同比增长 15.4%，租赁收入 0.97 亿，同比下降 15.7%。
- 地产结算面积 30.2 万平米，均价 12777 元，利润重心来自大浦东南汇。周浦印象春城与南郊中华园贡献 13.2 亿结算收入和 2 亿元净利润，占总收入的 32%，净利润的 31%。
- 销售量价齐升，账面预售款 13.6 亿元。销售面积 27.4 万平米，回笼资金 46.88 亿（不含国际客运中心），均价 17109 元/平米，同比分别增长 52%、69% 和 11.3%。
- 负债偏高，10 年将继续实行多元化融资。09 年完成 12 亿债券融资，期末资产负债率 69.6%，真实负债率和净负债率分别为 59.7% 和 88.3%。
- 土地储备 195 万方，略显不足，有待通过招投标、收购、企业合作及股东资产注入增加储备；未来区域扩张侧重上海及长三角。年末拥有在建面积 146.4 万平米；09-10 年投资 55 亿新增上海和杭州 3 幅地块，总建面 49.2 万平米。在上海、杭州拥有出租项目 12 万平米。
- 10 年稳健经营。计划新开工 48.1 万平米，比 09 年下降 18%；竣工 15.6 万平米，在建 181.8 万平米；计划实现 30 亿营业收入和 5.7 亿净利润。
- 公司在崇明岛拥有 4655 亩农业用地，开发进度及转性可能性值得关注。
- 公开资料显示，大股东上海地产拥有上海房地集团、中星集团、上海南站广场等质地良好的房地产公司，并持有世博控股 32% 的股权。
- 预计 10-11 年 EPS 分别为 0.86 和 1.16 元（国际客运中心分别贡献 0.26 和 0.4 元），RNAV 11.6 元。考虑到大股东资产注入的潜在利好，受益于世博和崇明岛开发，给予 10 年 20 倍 PE，对应目标价 17 元，增持。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3612	4123	5570	5827	3612
(+/-)%	51%	14%	35%	5%	51%
经营利润 (EBIT)	641	954	1296	1567	641
(+/-)%	-28%	49%	36%	21%	-28%
净利润	464	636	933	1265	464
(+/-)%	-23%	37%	47%	36%	-23%
每股净收益 (元)	0.43	0.58	0.86	1.16	0.43
每股股利 (元)	0.16	0.00	0.13	0.17	0.16

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营利润率 (%)	18%	24%	23%	29%	18%
市盈率	31.2	22.8	15.5	11.4	31.2
股息率 (%)	1%	0%	1%	1%	1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**17.00**

上次预测：**19.50**

当前价格：**13.25**

2010.03.15

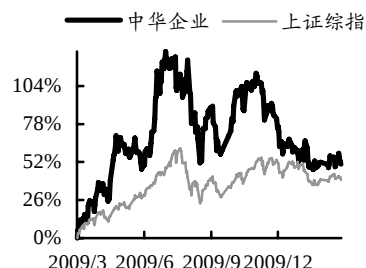
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.55-20.80
总市值 (百万元)	14,416
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,088/803
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	74%
日均成交量 (百万股)	16
日均成交值 (百万元)	234

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,704
每股净资产	3.40
市净率	3.9
资产负债率	70%

52 周内股价走势图



相关报告

- 《未来项目利润重心转向上海南汇区域》
2009.03.11
- 《开发项目集中于上海，出租业务快速增长》
2008.02.26
- 《项目储备隐含利润高》
2007.11.15
- 《项目储备隐含利润高，大股东资产注入可期》
2007.03.12
- 《抑地价、增供应、调结构-国土部 34 号文件点评》
2010.03.11
- 《地产周报第 67 期：节后成交持续回升，本周环比上升 30%》
2010.3.8
- 《地产周报第 65 期：春节“有点冷”》
2010.2.21
- 《花月正春风---2010 年房地产行业投资策略》
2009.12.08

表 1 盈利能力比 08 年有明显提升

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
营业收入增长率	10.8%	-14.7%	20.2%	50.6%	14.1%
净利润增长率	64.0%	36.7%	24.9%	-23.3%	37.1%
毛利率	41.3%	46.6%	59.5%	34.1%	40.7%
ROE	18.2%	21.2%	20.9%	14.3%	17.2%
三项费用率	10.5%	19.2%	14.9%	10.8%	11.7%
净利率	15.2%	24.3%	25.2%	12.8%	15.4%
存货周转率	0.32	0.26	0.21	0.41	0.33

数据来源：公司年报、三季报等，国泰君安证券销售交易总部，表 2 同

表 2 负债水平偏高，资金压力依然较大（单位：百万元）

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
现金	1562.8	1349.1	1306.4	1553.0	3399.8
每股经营性净现金流	0.758	-0.282	-1.582	0.321	0.034
预售房款	1176.7	1557.7	1057.8	679.2	1359.9
预售房款/营业收入	50.3%	78.1%	44.1%	18.8%	33.0%
银行借款	2455.3	2462.7	3805.2	4452.4	5486.8
银行借款/负债	50.8%	48.5%	60.3%	69.3%	57.2%
资产负债率	66.6%	65.9%	65.0%	63.7%	69.6%
真实资产负债率	50.4%	45.7%	54.1%	56.9%	59.7%
净负债率	45.8%	48.7%	86.2%	89.4%	88.3%
速动比率	0.45	0.50	0.70	0.39	0.77

表 3 09 年主要项目结算情况（单位：万平米，百万元）

项目	结转面积	主营收入	主营成本	净利润	毛利率	净利润率
周浦印象春城	9.02	759.89	556.00	119.94	26.8%	15.8%
苏州第五元素	9.79	718.56	487.73	119.39	32.1%	16.6%
南郊中华园一期	4.27	563.64	392.00	85.31	30.5%	15.1%
港泰广场	1.56	501.50	158.97	208.54	68.3%	41.6%
古北国际花园 7 号楼	1.64	457.52	135.37		70.4%	
万泰大厦	0.76	259.86	226.73		12.7%	
华宁国际广场	0.85	226.96	152.87	28.55	32.6%	12.6%
恒盛苑商铺	0.48	132.03	18.01		86.4%	
主要出售项目小计	28.37	3619.96	2127.68	561.72	41.2%	---
出租项目小计	16.68	97.34	53.08		45.5%	

表 4 公司拥有开发项目储备及 10 年开发计划 (单位: 万平米, 亿元)

项目名称	类型	位置	权益	占地 面积	规划总 建面	权益 建面	总投资	10 年计 划开工	10 年计 划竣工	09 年末项 目储备
南郊中华园	住宅	浦东新区	100%	34.0	20.8	20.8	16.0		6	
周浦项目	住宅	浦东新区	97.75%	31.7	55.0	53.8	26.8	4		8.8
花木镇三街坊 42 丘地块	住宅	浦东新区	87.50%	3.1	11.3	9.9	17.5	2		2
三灶曙光村 6/2 丘地块	住宅	浦东新区	87.50%	14.5	5.6	4.9	6.3		5.6	
华泾项目	住宅	徐汇区	90%	13.8	38.0	34.2	27.7	2.9		2.9
美兰湖中华园	住宅	宝山区	100%	11.7	19.9	19.9	12.0			
罗店新镇 D1-2 地块	住宅	宝山区	100%	10.2	20.0	20.0	24.0	20		20
朱家角镇 B7、B8 地块	住宅	青浦区	87.50%	13.2	9.2	8.1	20.0	9.2		
太湖古北雅园(二期)	住宅	苏州	78.75%	13.0	4.8	3.8	3.9		4	
杭州市江干区章家坝地块	住宅	杭州	100%	6.2	20.0	20.0	40.0	10		20
住宅小计	-	-	-	151.4	204.6	195.3	194.2	48.1	15.6	53.7
古北商务分区 9-3 地块	商业	长宁区	87.50%	2.1	19.0	16.6	15.0			
上海国际客运中心 (B 块)	商业	虹口区	40.19%	13.0	29.8	12.0	38.5		13.8	
顾村项目 2 (商业部分)	商业	宝山区	87.50%	1.4	2.1	1.8	1.2			2.1
商业小计	-	-	-	16.5	50.9	30.4	54.7	0	13.8	2.1
开发总计				167.9	255.5	225.7	248.9	48.1	29.4	55.8

表 5 公司在上海和杭州拥有 12 万平米出租商业 (单位: 万平米)

项目名称	位置	权益	建筑面积	权益建面	项目名称	位置	权益	建筑面积	权益建面
古北国际广场商铺	长宁区	87.5%	0.60	0.53	中华企业大厦	静安区	100%	2.60	2.60
古北 9-4 项目商铺	长宁区	87.5%	0.60	0.53	上海春城商业中心	闵行区	90%	2.34	2.11
古北 9-4 项目办公楼	长宁区	87.5%	2.20	1.93	淮海公寓	徐汇区	100%	1.12	1.12
古北国际花园商铺	长宁区	87.5%	0.40	0.35	杭州锦华大酒店	杭州	74.74%	2.11	1.58
出租总计			11.97	10.73					

附表：公司损益表及其预测（单位：百万）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	2339.0	1995.4	2399.2	3612.1	4123.2	5570.2	5827.5
营业收入	2339.0	1995.4	2399.2	3612.1	4123.2	5570.2	5827.5
二、营业总成本	1857.3	1769.9	1590.5	3112.7	3402.5	4564.2	4603.9
营业成本	1373.4	1066.0	971.4	2381.2	2444.9	3249.0	3173.6
营业税金及附加	238.1	329.6	284.0	344.5	474.7	657.3	699.3
销售费用	73.0	75.2	56.4	63.1	77.4	100.9	107.5
管理费用	145.0	209.5	203.3	182.8	172.5	267.4	279.7
财务费用	27.8	97.9	97.7	143.3	233.7	289.6	343.8
资产减值损失	0.0	-8.2	-22.2	-2.1	-0.8	0.0	0.0
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	113.4	228.6	413.3	149.9	252.4	283.7	470.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	98.6	77.0	32.1	236.8	0.0	0.0
四、营业利润	607.7	454.1	1222.1	649.3	973.0	1289.6	1693.6
加：营业外收入	17.2	272.4	52.5	54.3	48.2	0.0	0.0
减：营业外支出	6.2	3.0	4.5	3.5	1.8	0.0	0.0
五、利润总额	653.8	723.5	1270.2	700.1	1019.4	1289.6	1693.6
减：所得税	243.9	180.5	452.4	191.1	236.5	251.5	305.9
加：未确认的投资损失	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	413.6	543.0	817.7	508.9	782.9	1038.2	1387.7
减：少数股东损益	59.1	58.4	212.4	44.9	146.5	104.9	122.2
归属于母公司所有者的净利润	354.4	484.7	605.3	464.1	636.4	933.3	1265.5
股本	697.46	697.46	906.69	1088.03	1088.03	1088.03	1088.03
EPS	0.51	0.69	0.67	0.43	0.58	0.86	1.16
主营收入增长率	11%	-15%	20%	51%	14%	35%	5%
净利润增长率	64%	37%	25%	-23%	37%	47%	36%
毛利率	41%	47%	60%	34%	41%	42%	46%
三项费用率	11%	19%	15%	11%	12%	12%	13%
净利率	15%	24%	25%	13%	15%	17%	22%

数据来源：wind，国泰君安证券销售交易总部

作者简介:**孙建平:**

孙建平：经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名,2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李署:

工科硕士，毕业于南京大学，2008 年 7 月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		