

中华企业(600675.sh)

业绩将平稳增长

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210040021

赵强 分析师

021-68829698

zhaoq@gf.com.cn

S0260210030007

沈爱卿 分析师

020-87555888-637

saq@gf.com.cn

S0260209080530

净利润增 5.2%, EPS0.5 元

公司全年营业收入下降 26.5%, 但由于结算利润率的提升, 从而使得净利润反而提升了 5.2%; 公司全年 EPS 为 0.5 元, 同比增长 10.7%, 略超我们预期, 其主要原因是土地转让收益超出了我们预期。

全年销售良好, 锁定 2011 年业绩的 72.9%

2010 年, 公司房地产项目销售情况良好, 共实现签约面积 223,740.4 平方米, 回笼资金 409,194.8 万元; 2010 年年末预售账款为 27.04 亿元, 同比增长 98.86%, 大部分将在 2011 年结算, 锁定 2011 年业绩预测的 72.9%。

未来业绩将平稳增长

我们预计公司 2011 年至 2013 年营业收入分别为 37.1 亿元、51.9 亿元及 77.6 亿元; 对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.64 元及 0.88 元; 我们预计 2011 年营业收入及净利润均比公司 2011 年计划的 35 亿元和 6 亿元略高, 主要原因是我们认为公司 2011 年的结算会略超预期, 公司未来三年将会保持平稳增长。

持有评级, 下调目标价至 8.0 元

根据对公司的盈利预测, 2011 年至 2013 年的 PE 估值分别为 13.08 倍、10.38 倍及 7.59 倍, 略高于同行估值; 公司 NAV 估值约为 10.5 元/股, 考虑到目前房地产公司普遍折价 20%至 25%左右, 因此, 我们下调公司评级至“持有”, 目标价 8 元, 对应 2011 年 PE 为 15.7 倍, 相当于 NAV 折价 23.8%。

风险提示: 房地产行业政策调控导致销量和售价不达预期风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,123.18	3,030.27	3710.82	5191.39	7758.50
增长率(%)	14.15%	-26.51%	22.46%	39.90%	49.45%
EBITDA(百万元)	1,301.38	1,508.11	1334.08	1851.07	2288.89
净利润(百万元)	636.41	704.55	721.36	908.92	1243.20
增长率(%)	37.14%	10.71%	2.39%	26.00%	36.78%
每股收益(元)	0.585	0.498	0.51	0.64	0.88
市盈率	25.20	13.89	13.08	10.38	7.59
市净率	4.33	2.23	1.84	1.57	1.30
EV/EBITDA	15.21	11.12	13.48	9.30	6.25

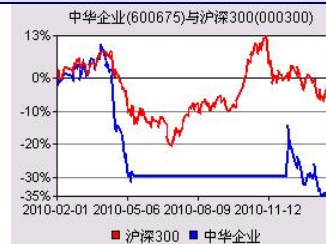
数据来源: 中华企业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	6.67
目标价格(元)	8.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.61%	-7.10%	-34.10%
沪深 300	-1.65%	-11.42%	-2.42%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,414.44/1,414.44

主要股东:

上海地产(集团)有限公司

主要股东持股比例 36.17%

财务比率

ROE	16.04%
ROA	8.30%
资产负债率	77.29%
每股净资产(元)	3.11

2010 年报数据

2010年业绩回顾

净利润增5.2%，EPS0.5元

公司全年营业收入下降26.5%，但由于结算利润率的提升，从而使得净利润反而提升了5.2%；公司全年EPS为0.5元，同比增长10.7%，略超我们预期，其主要原因，我们可以从公司结算收入明细表中看到，公司利润率的提升主要是来自于土地转让收益，该部分营业收入为8.28亿元，营业利润率高达74.38%，超出了我们预期。

表1、公司全年业绩比较（单位：百万元）

	2009-12-31	2010-12-31	同比增长
营业收入	4,123.2	3,030.3	-26.5%
营业成本	2,444.9	1,399.1	-42.8%
营业税金及附加	474.7	386.7	-18.5%
销售费用	77.4	79.4	2.6%
管理费用	172.5	170.7	-1.0%
财务费用	233.7	449.1	92.1%
营业利润	973.0	952.2	-2.1%
净利润	782.9	823.2	5.2%
归属母公司净利润	636.4	704.5	10.7%
总股本	1,414.4	1,414.4	0.0%
每股收益	0.45	0.50	10.7%
毛利率	40.7%	53.8%	32.2%
主营业务税率	11.5%	12.8%	10.8%
总资产	13,785.5	21,832.5	58.4%
现金	3,399.8	2,867.7	-15.7%
存货	8,054.2	15,407.6	91.3%
总负债	9,593.1	16,873.4	75.9%
预售账款	1,359.9	2,704.3	98.9%
短期及一年内到期借款	2,551.4	2,331.8	-8.6%
长期借款	2,935.4	5,756.9	96.1%
应付债券	1,185.5	1,188.0	0.2%
归属母公司权益	3,704.3	4,392.9	18.6%
资产负债率	69.6%	77.3%	11.1%
净债务权益比	180.1%	211.2%	17.2%
每股净资产	2.6	3.1	18.6%
经营活动产生的净额	37.4	373.8	900.4%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表2、营业收入明细表

分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入 增减(%)	营业利润率 增减(%)
房产销售	1,996,698,177.46	1,062,974,406.57	28.67%	-49.33%	-0.74%
房屋租赁	108,649,692.55	48,536,471.75	39.37%	11.62%	7.95%
土地转让	828,000,000.00	212,144,846.91	74.38%	100.00%	不适用
商业和服务业	88,443,534.95	67,444,107.66	15.57%	18.74%	-2.14%
工程施工	8,477,433.00	8,049,524.50	16.36%	-18.98%	-11.74%
合计	3,030,268,837.96	1,399,149,357.39	41.07%	-26.51%	11.88%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

全年销售良好，预售款增长99%

2010年，公司房地产项目销售情况良好，共实现签约面积223,740.4平方米，回笼资金409,194.8万元（不包括上海国际客运中心资金回笼），分项目看主要是：

周浦印象春城项目，签约面积140,235.4平方米；
 南郊中华园，签约面积20,806平方米；
 华宁国际广场，签约面积3,664平方米；
 万泰大厦，签约面积7,451平方米；
 苏州中华新城，签约面积18,244平方米；
 美兰湖中华园，签约面积18,669平方米；
 古北香堤岭，签约面积6,864平方米。

2010年年末预售账款为27.04亿元，同比增长98.86%，大部分将在2011年结算，锁定2011年业绩预测的72.9%，预收款明细如下表：

表3、预收款明细表

项目名称	年初余额	期末余额	预计竣工时间	预售比例
南郊中华园（两河流域二期）	393,076,030.00		2010 年	
美兰湖中华园二期		223,185,356.00	2011 年	9.69%
古北香堤岭（建德南郊别墅四期）	63,991,547.00	418,657,087.00	2011 年	34.49%
印象春城二期（三、四街区）		1,944,880,426.00	2011 年	64.38%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

未来将平稳增长，“持有”

业绩平稳增长

我们预计公司2011年至2013年的营业收入分别为37.1亿元、51.9亿元及77.6亿元；归属母公司净利润分别为7.2亿元、9.1亿元及12.4亿元；对应的EPS分别为0.51元、0.64元及0.88元；我们预计的2011年营业收入及净利润均比公司2011年计划的35亿元和6亿元略高，主要原因在于，我们认为公司2011年的结算会略超预期，公司未来三年将会保持平稳增长。

给予“持有”评级，目标价8.0元

根据对公司的盈利预测,2011年至2013年的PE估值分别为13.08倍、10.38倍及7.59倍,略高于同行估值;公司NAV估值约为10.5元/股,考虑到目前房地产公司普遍折价20%至25%左右,即7.88元至8.4元,因此,我们下调公司评级至“持有”,目标价8元,对应2011年PE为15.7倍,相当于NAV折价23.8%。

风险提示

房地产行业政策调控导致销量和售价不达预期风险

资产负债表

单位：百万元

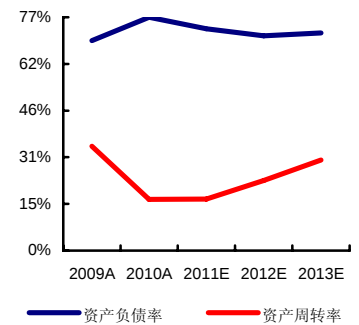
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,278	18,758	18,594	20,194	25,791
货币资金	3,400	2,868	1,094	660	4,237
应收及预付	567	233	285	407	653
存货	8,054	15,408	16,964	18,885	20,642
其他流动资产	257	250	251	242	258
非流动资产	1,507	3,074	2,996	2,951	2,807
长期股权投资	303	1,298	1,298	1,298	1,298
固定资产	178	169	135	101	68
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	50	63	62	62	62
其他长期资产	976	1,544	1,500	1,489	1,379
资产总计	13,785	21,832	21,589	23,144	28,598
流动负债	5,472	8,253	7,625	9,518	13,079
短期借款	1,232	1,110	1,000	520	940
应付及预收	2,892	4,430	4,625	6,518	10,119
其他流动负债	1,348	2,713	2,000	2,480	2,020
非流动负债	4,121	8,620	8,245	6,945	7,545
长期借款	2,935	5,757	6,257	5,457	5,657
应付债券	1,186	1,188	1,188	1,188	1,188
其他非流动负债	0	1,675	800	300	700
负债合计	9,593	16,873	15,870	16,463	20,624
股本	1,088	1,414	1,414	1,414	1,414
资本公积	51	35	35	35	35
留存收益	2,566	2,944	3,665	4,574	5,817
归属母公司股东权益	3,704	4,393	5,114	6,023	7,266
少数股东权益	488	566	606	658	708
负债和股东权益	13,785	21,832	21,589	23,144	28,598

利润表

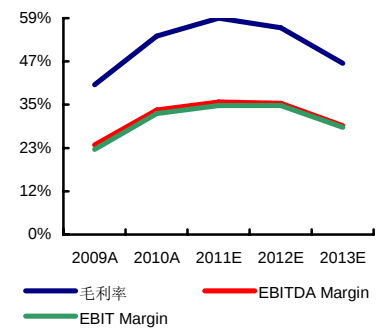
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4123	3030	3711	5191	7759
营业成本	2445	1399	1531	2277	4153
营业税金及附加	475	387	560	729	877
销售费用	77	79	96	135	202
管理费用	172	171	223	234	272
财务费用	234	449	486	535	531
资产减值损失	-1	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	252	412	200	0	0
营业利润	973	952	1014	1282	1724
营业外收入	48	81	0	0	0
营业外支出	2	4	0	0	0
利润总额	1019	1029	1014	1282	1724
所得税	237	206	254	320	431
净利润	783	823	761	961	1293
少数股东损益	146	119	40	52	50
归属母公司净利润	636	705	721	909	1243
EBITDA	1003	1024	1334	1851	2289
EPS (元)	0.58	0.50	0.51	0.64	0.88

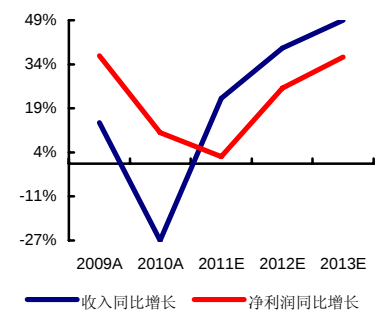
资产负债率趋势



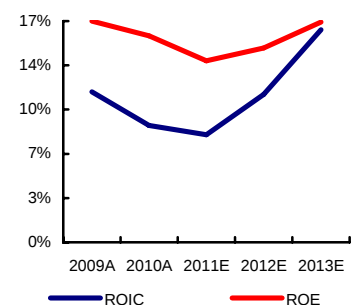
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

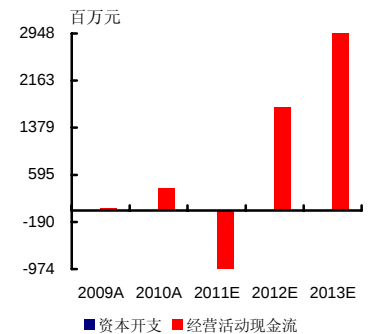
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	37	374	-1,014	1,667	2,898
净利润	783	195	761	961	1,293
折旧摊销	49	30	34	34	34
营运资金变动	-816	335	-2,075	260	1,081
其它	22	-186	266	412	491
投资活动现金流	167	-5,009	201	0	0
资本支出	-6	-17	1	0	0
投资变动	173	-4,992	200	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,643	3,511	-961	-2,101	679
银行借款	5,993	6,723	390	-1,280	620
债券融资	-3,874	-2,827	-897	-420	440
股权融资	28	0	0	0	0
其他	-505	-385	-454	-401	-381
现金净增加额	1,847	-1,125	-1,773	-434	3,577
期初现金余额	1,553	3,400	2,868	1,094	660
期末现金余额	3,400	2,275	1,094	660	4,237

主要财务比率

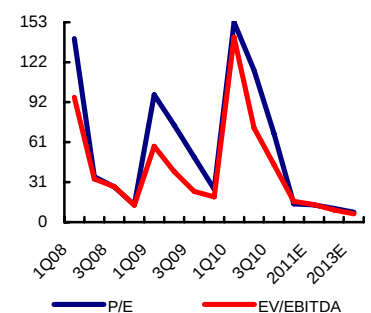
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	14.1%	-26.5%	22.5%	39.9%	49.4%
营业利润	49.9%	-2.1%	6.5%	26.3%	34.5%
归属于母公司净利润	37.1%	10.7%	2.4%	26.0%	36.8%
获利能力					
毛利率	40.7%	53.8%	58.7%	56.1%	46.5%
净利率	19.0%	27.2%	20.5%	18.5%	16.7%
ROE	17.2%	16.0%	14.1%	15.1%	17.1%
ROIC	11.7%	9.1%	8.4%	11.5%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	69.6%	77.3%	73.5%	71.1%	72.1%
净负债比率	78.1%	129.2%	149.5%	116.5%	61.0%
流动比率	2.24	2.27	2.44	2.12	1.97
速动比率	0.70	0.40	0.20	0.12	0.37
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.17	0.17	0.23	0.30
应收账款周转率	63.25	37.41	36.50	36.50	36.50
存货周转率	0.33	0.12	0.09	0.12	0.20
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.50	0.51	0.64	0.88
每股经营现金流	0.03	0.26	-0.72	1.18	2.05
每股净资产	3.40	3.11	3.62	4.26	5.14
估值比率					
P/E	25.2	13.9	13.1	10.4	7.6
P/B	4.3	2.2	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	19.3	15.8	13.5	9.3	6.2

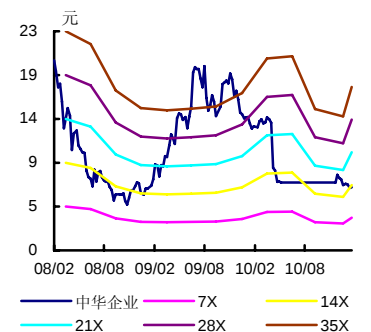
资本支出与经营活动现金流



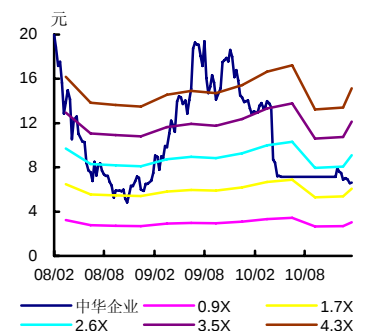
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

中华企业(600675.sh)_公告点评

徐军平

2010-12-07

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。