

中华企业 (600675)

10 年购地积极, 11 年经营计划稳健

——中华企业 2010 年年报点评

孙建平
021-38676316
sunjianping@gtjas.com
S0880511010044

本报告导读:

根据公司年报更新投资价值判断。

投资要点:

- 10 年基本 EPS 0.50 元, 略低于我们预测的 0.53 元。营业收入 30.3 亿, 下降 26%, 归属母公司净利润 7.04 亿, 增长 10.7%。
- 地产结算面积 27.5 万平米, 结算均价 10509 元。其中南郊中华园贡献 8 亿结算收入和 2.6 亿元主营利润, 古北土地收储贡献 8 个亿。
- 账面预售款 27 亿, 10 年销售面积 22.3 万平米, 回笼资金 40.9 亿元 (不含上海国际客运中心项目), 同比下降 19%、13%, 销售均价 18340 元, 同比增长 7%。在售项目去化率高, 上海印象春城项目销售面积 14 万平米。销售面积较去年下降主要原因是可售资源相对不足。
- 负债率偏高, 11 年将继续探索基金、信托等多元化融资途径。公司期末资产负债率 66.6%, 真实负债率和净负债率分别为 64.9% 和 145.9%。
- 10 年积极扩张, 共增加 67 万平米权益储备, 权益地价近 40 亿。年末未结储备约 210 万方, 总量略不足, 未来区域扩张侧重上海及长三角。
- 11 年经营计划较为稳健, 显示管理层对行业及上海市场判断较谨慎。2011 年内预计新开工 45 万平方米, 竣工 45.2 万平方米, 在建面积 167 万平方米。计划实现 35 亿元营业收入, 归属于母公司净利润约为 6 亿元。
- 解决同业竞争迈出一大步, 将增强公司可持续发展能力, 期待政策条件成熟时公司和中星地产的同业竞争可得到解决。公司于 2010 年 12 月公告, 以现金 8 亿元收购控股股东所持有的上海房地 (集团) 有限公司 40% 股权, 待收购的上房集团拥有上海嘉定国际汽车城、徐汇小闸镇、常州景瑞曦城等多个二级开发项目。
- 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。
- 预计 11-12 年 EPS 分别为 0.59 和 0.67 元, RNAV 8.5 元。公司上海项目较为集中, 面临一定的市场风险。给予 11 年 12 倍 PE, 对应目标价 7.2 元, 谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3612	4123	3030	2807	7843
(+/-)%	51%	14%	-27%	-7%	179%
经营利润 (EBIT)	641	954	994	732	1746
(+/-)%	-28%	49%	4%	-26%	139%
净利润	464	636	705	832	942
(+/-)%	-23%	37%	11%	18%	13%
每股净收益 (元)	0.43	0.58	0.50	0.59	0.67
每股股利 (元)	0.16	0.00	0.07	0.09	0.10

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营利润率 (%)	18%	24%	31%	37%	16%
市盈率	31.2	22.8	26.7	22.6	20.0
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: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 7.20

上次预测: 8.00

当前价格: 6.67

2011.02.09

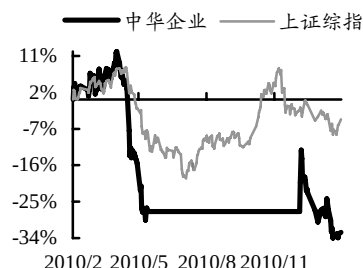
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.43-14.63
总市值 (百万元)	9,434
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,414/1,414
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	57

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,393
每股净资产	3.11
市净率	2.1
资产负债率	77%

52 周内股价走势图



相关报告

《中华企业: 稳健发展, 适度扩张》
2010.03.16

房地产:《国八条彰显调控决心, 量价调整将成必然》2011.01.27

房地产:《山雨欲来风满楼——沪渝房产税试点或启动》2011.01.24

行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的前景和出路》, 2010.8.26
行业专题研究报告《高度关注深圳前海开发和城市更新进程》, 2010.08.25

《中国商业地产系列研究报告之一: 保险资金投资不动产对商业地产影响分析》, 2010.3.30

《保障房开发对房地产投资和 GDP 的影响——政策系列研究之一》, 2010.5.21

《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》, 2008.12.05

表 1 净利润率明显提升

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
营业收入增长率	-14.7%	20.2%	50.6%	14.1%	-26.5%
净利润增长率	36.7%	24.9%	-23.3%	37.1%	10.7%
毛利率	46.6%	59.5%	34.1%	40.7%	53.8%
ROE	21.2%	20.9%	14.3%	17.2%	16.0%
三项费用率	19.2%	14.9%	10.8%	11.7%	11.8%
净利率	24.3%	25.2%	12.8%	15.4%	23.3%

数据来源：公司年报

表 2 负债水平偏高，资金压力依然较大（单位：百万元）

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
现金	1,349.1	1,306.4	1,553.0	3,399.8	2,867.7
预售房款	1,557.7	1,057.8	679.2	1,359.9	2,704.3
银行借款	2462.7	3805.2	4452.4	5486.8	8088.7
银行借款/负债	48.5%	60.3%	69.3%	57.2%	37.0%
资产负债率	65.9%	65.0%	63.7%	69.6%	66.6%
真实资产负债率	45.7%	54.1%	56.9%	59.7%	64.9%
净负债率	48.7%	86.2%	89.4%	88.3%	145.9%
速动比率	0.44	0.42	0.38	0.70	0.40

表 3 2010 年主要项目结算情况（单位：万平方米，百万元）

项目	结转面积	主营业收入	主营成本	主营税金	主营利润
万泰大厦	8,647.83	33,174.41	25,753.07	1,390.02	6,031.32
南郊中华园一期	1,178.00	1,980.65	1,106.39	529.99	344.27
南郊中华园二期	45,016.08	80,307.48	41,625.89	11,890.61	26,790.97
苏州中华新城二期	32,343.01	32,017.96	15,456.54	6,539.07	10,022.36
华宁国际广场	5,119.56	14,016.72	8,848.50	1,190.28	3,977.94
印象春城二期五街区商铺	1,282.13	2,820.69	1,427.79	438.25	954.65
印象春城二期五街区住宅	1,959.69	1,682.21	996.35	105.14	580.72
古北国际花园 1 号商铺	907.16	9,042.09	639.19	4,590.08	3,812.81
明珠大楼裙房	4,719.57	12,506.86	4,424.26	2,184.90	5,897.70
古北佘山国际别墅二期	1,546.91	7,761.00	2,141.42	1,896.80	3,722.78
古北地块 5-2 地块收储	16,607.00	82,800.00	21,289.17	-	61,510.83
租金小计	156,051.77	10,985.80	5,092.53	1,734.02	4,159.26
合计	275,378.71	289,095.86	128,801.10	32,489.16	127,805.61

表 4 公司 2010 年新增土地储备 (单位: 万平方米, 亿元)

项目名称	占地面积	建筑面积	权益比例	总地价	权益建面	权益地价
朱家角 B7、B8 地块项目	13.2	9.24	1	13.2	9.24	13.2
松江龙兴路 R19-1 项目	14.8	23.6	1	26.2	23.6	26.2
江阴临港新城地块项目	12.4	15.48	1	1.99	15.48	1.99
天津华明镇项目	20	63.28	0.3	——	18.98	——
合计	60.4				67.30	-

表 5 公司 2011 年开发计划 (单位: 万平方米, 亿元)

项目名称	位置	权益	占地面积	规划总建筑	计划项目总	11 年计划开	11 年计划竣工	10 年末项
				面积	投资	工面积	面积	目储备
南郊中华园	浦东	100%	34	20.8	18	0	8.4	0
美兰湖中华园	宝山	100%	11.7	19.9	12	0	14.5	0
罗店新镇 D1-2 地块项目	宝山	100%	10.2	21.4	34	0	0	0
美兰湖畔雅苑	宝山	100%		1.52	0.95	0	1.52	0
周浦项目 (印象春城)	浦东	97.75%	31.7	55	33	6.5	20.8	6.5
花木镇三街坊 42 丘地块项目	浦东	87.5%	3.1	11.3	21	2	0	2
朱家角镇 B7、B8 地块项目	青浦	87.5	13.2	15.5	25	1.4	0	1.4
松江龙兴路 R19-1 地块项目	松江		14.8	35.8	36	14.5	0	35.8
杭州江干区章家坝地块项目	杭州	100%	6.2	20	40	10.6	0	20
江阴临港新城地块项目	江阴		12.4	19	12	10	0	19
天津华明镇地块项目	天津	30%	66.7	101		20	0	101
古北商务分区 9-3 地块项目	长宁	87.5%	2.1	19	15	0	0	0
上海国际客运中心 (B 块)	虹口	40.19%	13	29.8	38.5	0	4.68	0
顾村项目 2 (商业部分)	宝山	87.5%	1.42	2.1	1.2	0	0	2.1
开发总计	-	-	220.52	372.12	286.65	65	49.9	187.8

表 6 公司在上海和杭州拥有 12 万平方米出租商业 (单位: 万平方米)

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：业绩预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	1995.4	2399.2	3612.1	4123.2	3030.3	2806.9	7843.0
营业收入	1995.4	2399.2	3612.1	4123.2	3030.3	2806.9	7843.0
二、营业总成本	1769.9	1590.5	3112.7	3402.5	2489.6	2240.6	6559.9
营业成本	1066.0	971.4	2381.2	2444.9	1399.2	1551.7	4636.2
营业税金及附加	329.6	284.0	344.5	474.7	386.7	336.8	941.2
销售费用	75.2	56.4	63.1	77.4	79.4	51.8	143.4
管理费用	209.5	203.3	182.8	172.5	170.7	134.7	376.5
财务费用	97.9	97.7	143.3	233.7	449.1	165.6	462.7
资产减值损失	-8.2	-22.2	-2.1	-0.8	4.6	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	228.6	413.3	149.9	252.4	411.6	470.0	0.0
其中：对联营企业和合 营企业的投资收益	98.6	77.0	32.1	236.8	320.3	0.0	0.0
四、营业利润	454.1	1222.1	649.3	973.0	952.2	1036.3	1283.1
加：营业外收入	272.4	52.5	54.3	48.2	81.4	0.0	0.0
减：营业外支出	3.0	4.5	3.5	1.8	4.2	0.0	0.0
五、利润总额	723.5	1270.2	700.1	1019.4	1029.5	1036.3	1283.1
减：所得税	180.5	452.4	191.1	236.5	206.2	141.6	320.8
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	543.0	817.7	508.9	782.9	823.2	894.7	962.3
减：少数股东损益	58.4	212.4	44.9	146.5	118.7	63.2	20.0
归属于母公司所有者 的净利润	484.7	605.3	464.1	636.4	704.6	831.5	942.3
股本	697.46	906.69	1088.03	1088.03	1414	1414	1414
EPS	0.69	0.67	0.43	0.58	0.50	0.59	0.67
主营收入增长率	-15%	20%	51%	14%	-27%	-7%	179%
净利润增长率	37%	25%	-23%	37%	11%	18%	13%
毛利率	47%	60%	34%	41%	54%	45%	41%
三项费用率	19%	15%	11%	12%	12%	13%	13%
净利润率	24%	25%	13%	15%	23%	30%	12%

作者简介:**孙建平:**

S0880511010044

021-38676316

sunjianping@gtjas.com

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（团队），2008年、2009年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队）。

张伟明（贡献作者）:

S0880111010273

02138674672

zhangweiming008304@gtjas.com

双学士，毕业于天津大学电子工程系、南开大学金融学系，2004年7月至2010年2月就职于万科企业股份有限公司，曾先后在天津分公司、上海分公司、总部董事会办公室、总部战略投资部工作，2010年2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		