

资源整合叠加效率提升，全产业链地产集团核心公司深蹲起步

公司深度

◆老牌国资重大资产重组后成为地产全产业链集团中核心综合开发平台

上海地产集团是集土地储备、市政基建、旧城改造、城市更新、地产开发、保障房建设、地产流通、资产管理为一体的地产全产业链国有独资集团，本次重大资产重组将使中华企业成为其核心地产综合开发平台，目前已通过董事会预案，有望在2017年完成。

◆资源整合叠加经营效率提升，“强心针”促深蹲起步，未来前景看好

我们认为上市公司成为地产全产业链集团公司中的核心综合开发平台，承上启下，地位提升，后续将获得更多的资源支持和倾斜；商业巨头华润系和资本大鳄平安系加盟，将提升公司经营效率和存量运营能力，从而形成稳定产品品质和较高毛利水平；同时在融资渠道拓展，融资模式创新，融资成本下降等方面都将出现改观；公司深蹲起步，重组行动的“强心针”使经营情况大幅改善并持续向好，2016年营收同比增长205%，2017年一季度营收同比增长42%，归母净利润同比增长114%。

◆土地储备集中质量高，跟随上海全球城市建设具备较高增值潜力

土地储备丰富，具有较高的重估增值潜力，后续将跟随上海全球卓越城市的建设持续释放价值。重组完成后公司共有37个开发销售项目，总货值超过1360亿，其中上海项目货值占比超八成；同时持有近40万平方米的成熟经营性物业，绝大部分位于上海的核心区域。经保守测算重组后公司NAV值近600亿元，重组后每股NAV约为8.93元。

◆12个月目标价7.8元 首次覆盖买入评级

我们预测公司2017-2019三年营收分别为153.7亿、191.4亿、238.5亿（仅考虑重组前项目），三年EPS分别为0.52元、0.77元和1.01元，综合考虑给予目前公司合理估值PE为15倍，12个月股价目标为7.8元，首次覆盖给予买入评级。

◆风险提示

公司重组进展不及预期或出现重大调整
重组后经营能力及管理能力提升不及预期
房地产调控时间过长导致销售持续不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,654	14,197	15,372	19,139	23,846
营业收入增长率	5.42%	205.01%	8.28%	24.51%	24.60%
净利润(百万元)	-2,487	655	968	1,446	1,878
净利润增长率	409.07%	-126.35%	47.63%	49.49%	29.85%
EPS(元)	-1.33	0.35	0.52	0.77	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	-91.47%	20.12%	22.90%	25.50%	24.87%
P/E	-5	18	12	8	6
P/B	4	4	3	2	2

买入(首次)

当前价/目标价：6.42/7.80元

目标期限：12个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

chenhaowu@ebsec.com

联系人

何缅甸

021-22169170

hemiannan@ebsec.com

范晓佳

021-22169164

xifan@ebsec.com

市场数据

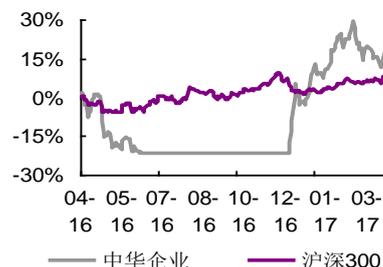
总股本(亿股)：18.67

总市值(亿元)：119.87

一年最低/最高(元)：5.00/9.10

近3月换手率：41.67%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.39	-19.09	6.19
绝对	-12.89	-19.75	16.73

相关研报

投资要件

关键假设

1、假设本次重大资产重组预案后续无关键性重大改动，重组实施基本按已公布的重组预案执行；

2、假设公司房地产销售情况在2018年和2019年出现温和复苏，2017、2018、2019三年的房地产销售的营业收入增速分别为8%、25%、25%，公司总营业收入增速分别为8.28%、24.51%、24.60%；

3、假设公司毛利率2017年受地产调控影响略有下降，2018和2019年逐步恢复，三年毛利率分别为28.52%、29.52%、29.99%；

4、假设公司营销费用和管理费用2017年有微幅提升后维持稳定，营业费率2017-2019三年平均为1.8%，管理费率2017-2019三年平均为2.0%。

我们区别于市场的观点

1、我们认为本次重组重大意义在于上市公司成为地产全产业链集团公司中的核心综合开发平台，承上启下，在集团中的地位提升，后续将获得更多的资源支持和倾斜；

2、我们认为本次商业巨头华润系和资本大鳄平安系成为股东，将提升公司经营效率和存量运营能力，从而形成稳定的品质和较高毛利水平；同时在融资渠道拓展，融资模式创新，融资成本下降等方面都将出现改观；

3、叠加资源整合与经营效率的提升，我们认为公司未来前景看好。

股价上涨的催化因素

1、公司内部由于重组进行的经营调整已经出现积极效果，2016年经营情况大幅改善，我们认为2017年这种改善将持续，叠加2018年的温和复苏，公司后续盈利水平有望明显提升；

2、公司土储和项目资源相对集中在上海，项目区位好，储备质量较高，发展前景较为明确，资源重估增值潜力大。

估值和目标价格

1、我们测算公司重组前NAV估值约为149亿，对应每股NAV约为7.98元；重组后NAV估值约为597.6亿，对应每股NAV约为8.93元；

2、我们预测公司2017-2019三年营收分别为153.7亿、191.4亿、238.5亿（仅考虑重组前项目），三年EPS分别为0.52元、0.77元和1.01元，根据公司历史PE值和可比公司PE值，综合考虑房地产行业调控、资产注入和收购预期，认为目前公司合理估值水平PE为15倍，12个月股价目标为7.8元，首次覆盖给予买入评级。

投资风险

公司重组进展不及预期或出现重大调整

重组后经营能力及管理能力提升不及预期

房地产调控时间过长导致销售持续不及预期

目 录

1、 母公司重大资产注入打造核心综合开发平台	6
1.1、 上海地产集团—全产业链一体化的国有独资企业	6
1.2、 本次重大资产重组的步骤、交易结构及相关承诺	7
1.3、 本次重组标的中星集团 深耕上海 资源储备丰富	7
1.4、 本次重组拟注入项目 NAV 增加值约为 196 亿	9
1.4.1、 本次重组拟注入开发销售项目 NAV 增加值约为 220 亿	9
1.4.2、 本次重组拟注入持有出租项目 NAV 增加值约为-24 亿	11
2、 中华企业 2016 经营业绩大幅改善，持续向好	12
2.1、 营收和利润水平提升，三费比率大幅下降	12
2.2、 中华企业现有业务以销售和租赁为主	14
2.3、 现有项目梳理及测算 NAV 合计约为 116 亿	14
2.3.1、 现有开发销售项目的 NAV 值约为 53 亿	15
2.3.2、 现有持有租赁项目的 NAV 值约为 64 亿	15
3、 上海项目货值占比超八成，后续增值潜力大	17
3.1、 重组后上海项目货值占比 84%，资源优质且集中	17
3.2、 上海土地资源的稀缺性支撑公司土储核心价值	17
4、 上海地产集团、华润系、平安系强强联合	19
4.1、 公司重组后成为地产集团核心综合地产开发平台	19
4.2、 商业高手华润系加盟，经营管理效率有望大幅提升	20
4.3、 资本大鳄平安系加盟，融资渠道拓宽+模式优化	23
5、 公司估值与盈利预测	25
5.1、 NAV 估值预测	25
5.2、 利润表预测	25
5.3、 FCFF 绝对估值法	26
5.4、 相对估值法	27
5.5、 综合估值及评级	27
6、 风险分析	27

图表目录

表 1：上海地产集团主要业务板块、代表项目和平台公司	6
表 2：中华企业重大资产重组的步骤及承诺	7
图 1：重大资产重组步骤与结构图	7
表 3：2016 年房企上海权益销售金额 TOP10 排名榜单	8
图 2：中星集团主要业务板块	8
图 3：中星集团主要项目的区域分布	8
表 4：本次重组拟注入的开发销售项目梳理	9
表 5：本次重组拟注入的持有出租项目梳理	11
图 5：公司营业收入及净利润情况	12
图 6：公司房产销售业务营业收入及毛利率情况	12
图 7：公司存货跌价准备计提额	12
图 8：公司销售、管理、财务费用情况	12
图 9：公司三费比率	13
图 10：公司资产负债率及净负债/股权价值	13
图 11：公司各类融资成本及 WACC	13
图 12：公司期末融资余额（右轴）及各类占比	13
图 13：2016 年各业务板块营收占比	14
图 14：2016 年各业务板块毛利占比	14
图 15：2016 年各业务板块毛利率	14
图 16：2016 年营收区域分布	14
表 6：2017 年一季度开发出售房地产项目	15
表 7：2017 年一季度持有出租项目	16
图 17：重组后权益可结算面积区域分布	17
图 18：重组后权益可结算货值区域分布	17
图 21：一线城市住宅用地供应、成交规划建面占比	17
图 22：一、二、三线城市住宅楼面价（元/平方米）	17
图 23：一、二、三线城市住宅溢价率（%）	18
图 24：上海住宅用地楼面价及溢价率	18
图 25：中华企业现有股权结构	19
图 26：重组完成后股权结构（预测）	19
图 27：上市公司与地产集团业务协同效应示意图	20
图 28：华润商业股权结构	20
表 8：2016 年房企销售权益金额 TPO10	21
图 29：2016 年华润置地各业务板块营收占比	21
图 30：房地产开发销售业务毛利率对比（%）	22
图 31：房地产持有出租业务毛利率对比（%）	22

图 32 : 2016 年三费率对比 (%)	22
图 33 : 2016 年资本结构与融资成本对比 (%)	22
图 34 : 平安不动产股权结构.....	23
图 35 : 平安磐海股权结构	23
图 36 : “平安系” 不动产业务平台.....	24
表 9 : 平安不动产主要项目及合作方一览.....	24
表 10 : 重组前及重组后 NAV 估值.....	25
表 11 : 营业收入及营业增速拆分表.....	25
表 12 : 盈利预测表	26
表 13 : 可比公司的 PE 比较	27

1、母公司重大资产注入打造核心综合开发平台

1.1、上海地产集团—全产业链一体化的国有独资企业

公司控股股东为上海地产（集团）有限公司。上海地产集团是一家集土地储备前期开发、滩涂造地建设管理、市政基础设施投资、旧区改造、房地产开发经营等业务为一体的国有独资企业集团。

主要业务包括滩涂农业、城市更新平台、黄浦江两岸开发、开发区、保障房、综合性房地产开发、房地产流通服务、资产运行管理、养老产业、建筑材料十大业务板块，覆盖了房地产开发的上下游全产业链。截止 2015 年末，集团总资产 2123 亿元，实现营业收入 257.4 亿元，归母净利润 10.8 亿元。

中华企业（600675.SH）和中星地产（标的资产）均属于地产集团综合性房地产开发板块，2016 年 6 月地产集团正式启动该板块业务整合工作，目前整合方案已通过董事会预案，预计 2017 年末或 2018 年初将完成相关工作并实现并表。

表 1：上海地产集团主要业务板块、代表项目和平台公司

业务板块	业务简介	代表项目	平台公司
滩涂农业	对上海市滩涂造地项目进行建设管理	崇明北沿一期滩涂促淤圈围工程、横沙大堤五期、南汇东滩滩涂促淤圈围四期工程库区吹沙施工	上海市滩涂造地有限公司 上海地产农业投资有限公司
城市更新平台	城中村改造、中心城区旧区改造、工业园区的置换升级、历史风貌区保护等	三林楔形绿地项目、顾村拓展区新顾城项目、金山区朱泾镇城市更新项目	上海地产三林滨江生态建设有限公司
黄浦江两岸开发	打造黄浦江两岸滨水区域城市更新基础性平台，提供滨水区域整体开发建设和公共资源运营管理服务	老码头、新民洋区域、民生滨江文化城、十六铺二期	上海市申江两岸开发建设投资集团有限公司
开发区	建设开发园区	闵行开发区、虹桥开发区、“零号湾”全球创新创业集聚区	上海地产闵虹（集团）有限公司
保障房	保障性住房建设，包括动迁安置房、公租房	宝山顾村馨佳园、浦东曹路基地、闵行西郊九韵城；馨越公寓、馨逸公寓、馨宁公寓	上海地产住房保障有限公司
综合性房地产开发	房地产开发	中星美华村、上河湾、尚海郦景、誉品谷水湾、公园道壹号、美兰湖铂兰郡	上海中星（集团）有限公司 中华企业股份有限公司
房地产流通服务	提供住房公积金贷款服务和各类商业性贷款担保；打造集社区餐饮，社区教育，社区休闲，社区养生，物业服务以及公共服务于一身的“生活无忧”服务体系		上海市住房置业担保有限公司
资产运行管理	不动产的投资、运营管理和金融资本的运用；部分驻沪总领事馆办公和官邸用房的经营管理；集团部分酒店资产的运营管理等	衡山路 12 号酒店、世博洲际酒店、云海大厦、德国领馆官邸、东湖路 9 号地产大厦	上海房地产资产经营有限公司
养老产业	养老服务运营和养老项目开发，拓展养老用品、养老文化等延伸领域业务。预计到 2017 年，公司运营管理养老床位数将超过 3000 张。	城花智汇坊、古美智汇坊两家社区为老服务中心在运营，正在筹备中的社区为老服务中心、照护机构、长者公寓、康复护理院等各类机构 20 多家，遍布上海主要中心城区。	上海地产养老产业投资有限公司、上海申养投资管理股份有限公司
建筑材料	以高端制造及深加工应用为主的先进制造业务；以工业化预制建材及绿色建材为主的新材料业务；以既有建筑改造升级为主的节能环保业务；以建材集成供应及检测认证为主的生产性服务业务		上海建材（集团）有限公司

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.2、本次重大资产重组的步骤、交易结构及相关承诺

表 2：中华企业重大资产重组的步骤及承诺

年度	步骤及承诺
2007 年	地产集团出具避免同业竞争的承诺，主要包括： 1. 凡中华企业参与竞标的出让土地，地产集团其他控股子公司均不参与竞标； 2. 地产集团不再新设与中华企业业务相同的公司； 3. 采用分步走的办法，对下属市场化房地产开发企业进行梳理，并在条件成熟时候，对下属从事市场化房地产开发业务的公司采取改制、业务重组、资产转让等措施
2010 年	中华企业收购地产集团所持有的上海房地（集团）有限公司 40% 股权
2013 年	中华企业收购地产集团所持有的上海房地（集团）有限公司剩余 60% 股权。
2016 年 6 月	地产集团正式启动集团内业务整合，对中星集团资产进行注入和剥离工作，包括将地产集团控制的除上市公司之外的主要市场化房地产开发业务、销售代理及物业管理资产整合至中星集团，同时剥离中星集团不适宜注入上市公司的业务及资产。
2016 年 11 月	上市公司发布公告，拟购买地产集团持有的完成集团内业务整合后的中星集团 100% 股权。重大资产重组由发行股份及支付现金购买资产、配套募资两个步骤构成。

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

公司将以发行股份及支付现金方式向地产集团支付全部交易对价，其中股份支付比例约为 85%，现金支付比例约为 15%，初步交易总价约为 185 亿元。同时，公司向华润商业、平安不动产、平安磐海汇富、中远海运资产、合享投资及金投基金非公开发行股份募集配套资金，募资总额 95 亿元。

图 1：重大资产重组步骤与结构图

发行股份及支付现金	配套募资
<ul style="list-style-type: none"> • 发行股数：30亿股 • 发行价格：5.23元/股 • 交易总价：185亿元 • 股份支付：157亿元 • 现金支付：28亿元 • 发行对象：地产集团 	<ul style="list-style-type: none"> • 发行股数：18亿股 • 发行价格：5.23元/股 • 募资总额：95亿元 • 发行对象：华润商业、平安不动产、平安磐海汇富、中远海运资产、合享投资及金投基金

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.3、本次重组标的中星集团 深耕上海 资源储备丰富

中星集团是地产集团的全资子公司，具备一级房地产开发资质。公司成立于 1982 年，先后打造了仙霞、田林、中原、彭浦等 40 多个大型居住区、74 块基地，开发建设了近 150 个项目，开发面积超过 3400 万平方米，相当于一个中等规模的城市。2016 年地产集团在上海地区权益销售金额排行榜中排名第 4 位主要由中星集团贡献。

表 3：2016 年房企上海权益销售金额 TOP10 排名榜单

排名	企业名称	权益销售金额 (亿元)
1	绿地集团	355.68
2	万科地产	236.94
3	融创中国	218.36
4	上海地产 (中星集团)	137.40
5	瑞安地产	130.34
6	仁恒置地	128.16
7	中华企业 (600675)	104.49
8	旭辉集团	98.37
9	中国金茂	94.23
10	金地集团	92.41

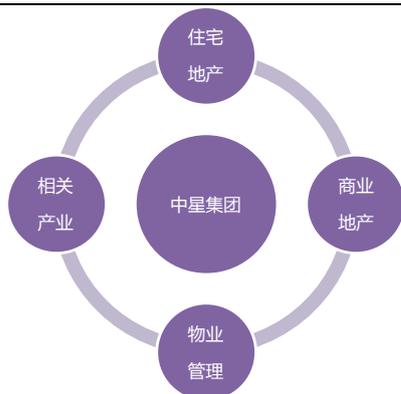
资料来源：克而瑞，光大证券研究所整理

(注：权益销售金额为企业在其投资的房地产项目中按权益份额计算的销售额)

中星地产充分利用母公司优势深耕上海，并拓展项目至江苏、安徽、吉林等省市，主营业务包括住宅地产、商业地产、物业管理、相关产业四大板块。

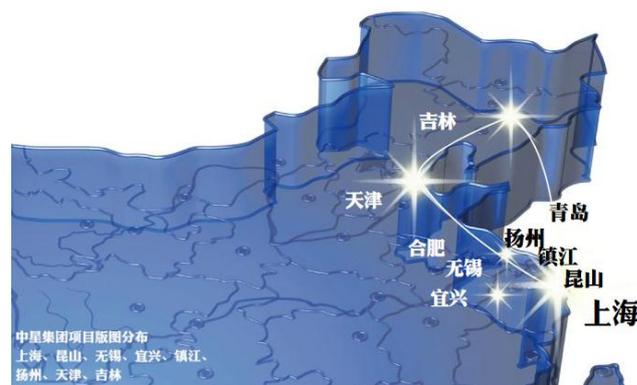
- 住宅地产方面，公司开发建设了春城系列、中华园系列、古北系列、尚汇豪庭等项目，拥有较高的品牌知名度。
- 商业地产方面，可售不动产以店铺、写字楼为主；自持经营性不动产包括写字楼、酒店公寓、社区商业等类型，分布在上海市徐汇区、静安区、黄浦区等中心城区，出租率与毛利率均较高。
- 物业管理方面，中星集团中城物业公司具备国家一级资质，主要管理项目 80 个，建筑面积 608 万平方米。
- 相关产业板块则包括营销策划、销售代理、广告设计、装潢、建材、家居等业务。

图 2：中星集团主要业务板块



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 3：中星集团主要项目的区域分布



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.4、本次重组拟注入项目 NAV 增加值约为 196 亿

中星集团拟注入资产区域分布方面以上海市为主，还包括昆山、镇江、扬州、合肥、吉林等 5 个城市。有利于上市公司扩大业务规模；强化在上海这一核心区域市场的优势竞争地位，同时扩展业务至全国其他地区，显著提升盈利能力与抗风险能力。

- 拟注入房地产持有出租项目约 18 个，总建筑面积为 24 万平方米(均位于上海市)。
- 拟注入房地产开发销售项目约 26 个，权益可结算建筑面积约 240 万平方米。

经测算，本次拟注入开发销售项目与持有出租项目的 NAV 增加值合计约为 196 亿元，其中拟注入开发销售项目 NAV 增加值约为 220 亿，持有租赁项目 NAV 增加值约为-24 亿。

1.4.1、本次重组拟注入开发销售项目 NAV 增加值约为 220 亿

中星公司拟注入开发销售项目共 26 个，权益可结算面积 240.53 万平方米，货值约 965.11 亿元。我们将 26 个开发销售项目划分为竣工、未开工两类份别计算 NAV 值后，开发销售项目的 NAV 值约为 455.43 亿元（重组预案中披露的预估值为 234.78 亿元），NAV 增加值约为 220.65 亿。

➢ NAV 估值假设：

- (1) 重组公告至今开发、销售进度维持原状；
- (2) 前期准备、结构过程视为未开工，配套过程视为竣工；部分竣工按 50%竣工率计算；
- (3) 竣工项目于第 1-3 年内销售完毕，未开工项目于第 3-5 年内销售完毕；销售进度均按 20%、40%、40%计算；
- (4) 未开工项目开发进度与销售进度一致；
- (5) 2017-2021 五年房价增速分别为 3%、6%、6%、6%、6%；
- (6) 建安费率及其他 25%；三费比率 10%；
- (7) 土地增值税 5%；增值稅率按 5.5%简易计算；所得税率 25%；
- (8) WACC 加权平均资本成本 8%

表 4：本次重组拟注入的开发销售项目梳理

公司名称	项目名称	持股比例	类型	地区	预估值 (亿元)	权益可结算面积 (万平方米)	房价 (万元)	货值 (亿元)	重组预案中 已开发进度
龙宁房地产	广富林路 4 号地块项目	100%	住宅、商业	上海	3.0	9.28	4.5	41.78	竣工
旗捷置业	133 号地块、135 号地块项目	100%	住宅	上海	10.5	5.58	6	33.49	竣工及配套过程中
馨亭置业	馨亭住宅小区 A 块项目	100%	住宅	上海	3.9	11.20	4.5	50.39	竣工
中星城镇置业	海上御景苑项目	100%	住宅	上海	4.5	21.56	3	64.68	竣工
星舜置业	中星馨恒苑项目	90%	住宅	上海	2.1	9.84	6.5	63.96	竣工
全策房地产	江桥新镇 H1、H2、H4、F7、F8 地块	100%	住宅	上海	3.1	43.47	3.5	152.13	竣工
馨逸置业	278a-06 地块南区商品房	100%	住宅	上海	54.5	12.83	7	89.80	配套过程
	194-13 地块北区商品房	100%	住宅	上海	12.6	1.87	7.5	14.05	结构过程中
富源滨江	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-2 地块项目	53%	住宅	上海	28.0	4.46	11.5	51.34	结构过程中
	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-4 地块项目	53%	商业	上海	10.9	4.30	9.5	40.85	前期准备

富鸣滨江	黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块项目	100%	商业	上海	6.9	0.26	9	2.38	前期准备
申阳滨江	杨浦区平凉社区 02I5-03 地块项目	75%	办公	上海	7.5	4.48	5.5	24.62	前期准备
环江投资	黄浦江沿岸 E10 单元 E07-2 地块商业办公项目	100%	住宅、商业	上海	8.8	3.30	8	26.42	前期准备
	洋泾 23-3 地块项目	100%	住宅	上海	11.0	4.13	7	28.94	前期准备
	黄浦江沿岸 E10 单元 E08-1 地块商业办公项目	100%	商业、办公	上海	4.2	2.56	9.5	24.35	前期准备
	黄浦江沿岸 E10 单元 E06-2 地块商业办公项目	100%	商业、办公	上海	19.2	10.57	8	84.54	前期准备
	黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	100%	商业、办公	上海	4.8	3.15	9	28.39	前期准备
	杨浦区黄浦江沿岸 W7 单元 03I3-06 地块商业项目	100%	商业	上海	1.6	1.05	7.5	7.91	前期准备
安徽置业	合肥中星城项目 (海耀商务中心)	100%	商业	安徽	5.8	11.34	2.5	28.35	竣工
昆山城际	中华园路商住楼 D 项目	100%	住宅、商业	昆山	5.3	12.19	2	24.37	前期准备
镇江置业	跑马山地块一期	100%	住宅、商业	镇江	3.0	8.34	1	8.34	前期准备
	镇江罗家头地块项目	100%		镇江	2.6	7.50	1	7.50	前期准备
吉林海上	滨江南路北地块 1-1 项目	50%	住宅	吉林	1.4	7.52	0.6	4.51	部分配套过程; 部分未开工
	滨江南路北地块 1-2 项目	50%	商业	吉林	7.2	1.56	0.6	0.94	部分配套过程; 部分未开工
扬州置业	海上紫郡 B 区项目	100%	商业	扬州	2.1	4.71	1.6	7.53	竣工及配套过程中
	877 号地块 (中星) 项目	100%	住宅	扬州	10.0	33.46	1.6	53.54	前期准备
合计					234.8	240.53		965.11	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.4.2、本次重组拟注入持有出租项目 NAV 增加值约为-24 亿

中星公司拟注入持有出租项目共 18 个，总建筑面积为 23.98 万平方米。经测算，持有出租项目的 NAV 值为 32.81 亿元（重组预案中披露的预估值为 57.29 亿元），NAV 增加值为-24.48 亿元。

➢ NAV 估值假设：

- (1) 全年平均出租率为 95%；
- (2) 租金水平与 2016 年 1-8 月（重组预案披露）保持一致；
- (2) 每年租金增长率 5%；
- (3) 毛利率 72%，三费比率 10%；
- (4) 增值税率 11%；
- (5) WACC 加权平均资本成本 8%。

表 5：本次重组拟注入的持有出租项目梳理

项目名称	类型	地区	实际经营面积 (平方米)	2016 年 1-8 月 平均出租率	2016 年 1-8 月 合同租金总额 (万元)
梅岭北路 1187、1191-1205 (单) 号 1-3 层	住宅、商业用地	上海	4,546.36	10%	33.24
营口路 852、864 (17 号房)，营口路 866 弄 1-19、21-46 号等	住宅	上海	3,359.17	81%	186.4
共和新路 4460、4452 号全栋	商场店铺	上海	3,069.17	30%	80
潍坊路 172-200 号 (双)	商场	上海	4,311.89	100%	274.19
钦州路 828 号全栋	办公	上海	3,034.63	100%	164.46
中星大厦	旅馆	上海	11,902.71	100%	305
西营路 70-92 号 (德州 A-7 商)	商业用地	上海	8,264.73	97%	314
江宁路 167 号 (新城大厦)	办公、商业、特种用途	上海	19,767.31	96%	1,283.33
兰村路 518-522 号 (双) (南泉一街坊)	店铺	上海	12,654.35	94%	572.45
宁海东路 200 号 (申鑫大厦)	办公	上海	5,257.36	79%	243.41
泾西二期五街坊张扬路 1811 弄 2-4 号 (101/201)	会所	上海	2,050.53	100%	20.01
凉城购物中心	综合	上海	44,912.35	100%	2,067.23
海上硕和城 (安波路 533 弄 6 号)	商业办公	上海	10,524.97	92%	614.23
中星城办公楼 (浦北路 7 号)	特种用途、办公、店铺	上海	44,319.07	92%	2,838.63
中星城商业 (浦北路 9 号)	商业、文化、酒店、办公	上海	48,502.10	98%	1,327.01
海上名邸公建 (桂林东街 28 弄 1-21 号，桂林东街 18、20、22 号，桂林路 9-27 (单) 号，浦北路 177-237 (单) 号)	商业文化综合楼、民防工程、车位、变电站	上海	8,320.46	100%	477.05
东陆商铺 (归昌路 289-319 号、329 号、333-349 号、353-385 号)	商业金融	上海	2,056.91	68%	83.31
中星恬园 (民生路 999 弄 1-9、16-36 号)	住宅	上海	2,990.01	100%	99.6
合计			239844.08		10983.55

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、中华企业 2016 经营业绩大幅改善，持续向好

2.1、营收和利润水平提升，三费比率大幅下降

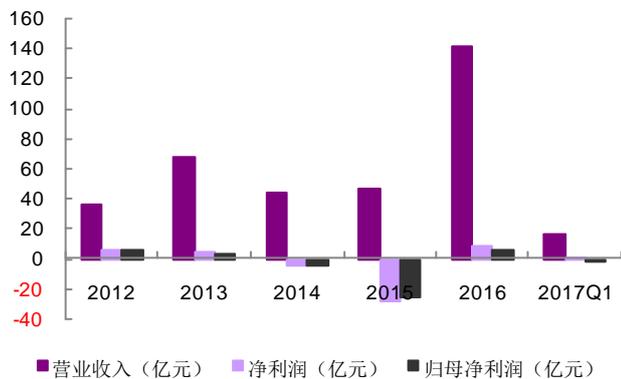
2014、2015 年公司归母净利润分别为-4.89 亿元、-24.87 亿元，连续两年亏损，被实施退市风险警示。

2016 年公司实现营业收入 141.97 亿元，同比增长 205%；归母净利润 6.55 亿元，扭亏为盈。2017 年一季度，公司实现营业收入 16.53 亿元，同比增长 41.72%；归母净利润 0.12 亿元，同比增长 113.99%，公司经营持续向好。

公司营收与利润水平改善的主要原因是：

1. 存货跌价准备转回：2014、2015 两年房地产市场持续低迷，公司降低销售价格以加速去化，导致发生存货跌价准备计提分别达 6.44 亿元、21.67 亿元。2016 年房地产市场回暖，销售价格回升，转回存货跌价准备 1.99 亿元；
2. 2016 年地产市场火爆，房屋销售价格上涨拉动房产销售业务毛利率上升，从 2015 年的 12.62% 快速提升至 2016 年的 28.66%；
3. 优化资本结构，财务费用降低，从 2015 年 11.3 亿元降至 2016 年的 9.26 亿元，财务费用比例从 2015 年的 24.3% 降低到 2016 年的 6.5%。

图 4：公司营业收入及净利润情况



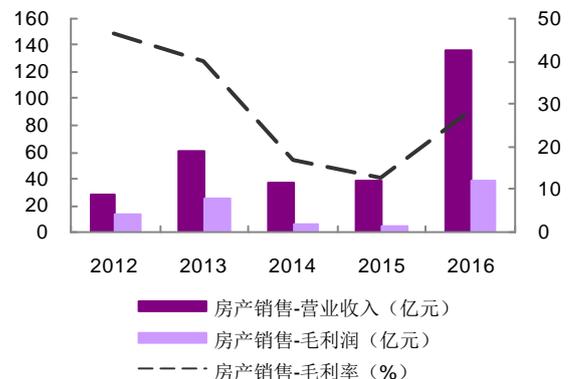
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 6：公司存货跌价准备计提额



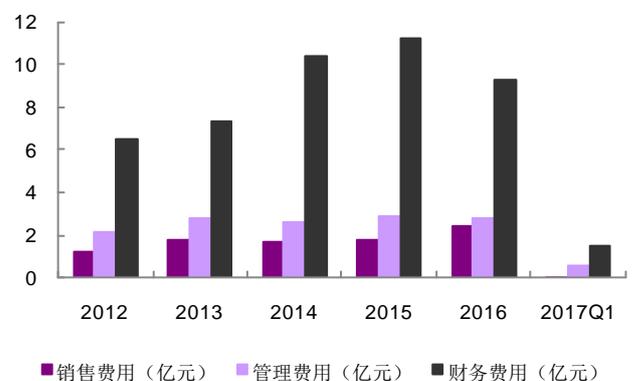
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 5：公司房产销售业务营业收入及毛利率情况



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 7：公司销售、管理、财务费用情况



资料来源：Wind, 光大证券研究所

2016 年公司三费比率为 10.23%，较 2015 年的 34.33% 大幅降低；

2017Q1 公司三费比率为 12.5%，保持在较低水平，其中财务费用贡献了主要降幅。公司通过提前偿还带息负债、低息换高息等方法优化融资结构，降低负债规模与融资成本；

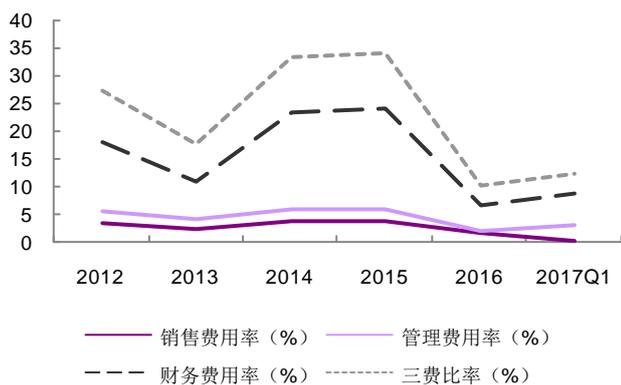
负债规模方面，2017Q1 公司剔除预收账款后的资产负债率为 78.08%，净负债率（净债务/股权价值）为 25.02%，持续下降趋势；

融资成本方面，2016 年公司加权平均融资成本为 6.3%，较 2015 年降低近 1.2 个百分点；

融资成本降低的主要原因是：

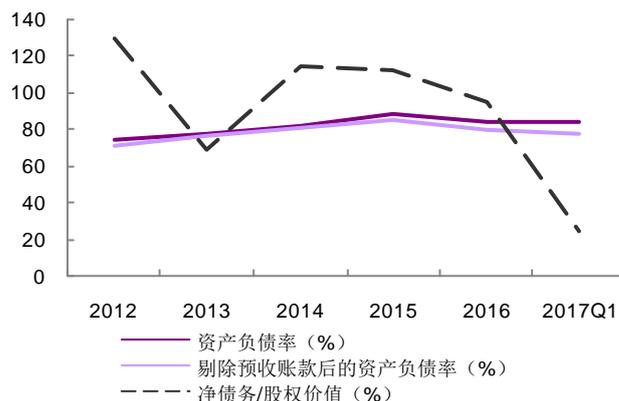
1. 银行贷款及非银行金融机构加权平均年化利率均有所降低；
2. 公司不断增大年化利率较低的创新融资（中期票据、公司债等）比例，2016 年创新融资余额占比达 62%。

图 8：公司三费比率



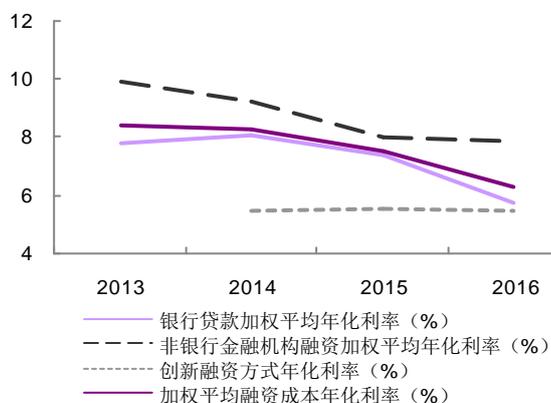
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 9：公司资产负债率及净负债/股权价值



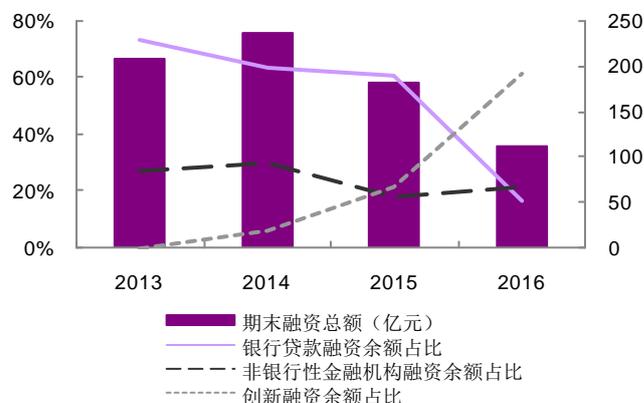
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 10：公司各类融资成本



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 11：公司期末融资余额（右轴）及各类占比



资料来源：Wind, 光大证券研究所

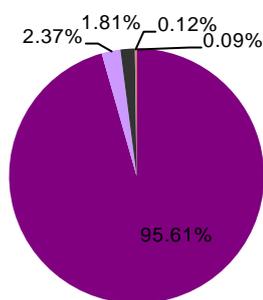
2.2、中华企业现有业务以销售和租赁为主

公司主营业务包括房产销售、租赁、商业和服务业、工程施工四大业务板块。

2016 年公司房产销售收入达 135.74 亿元，是公司主要的收入来源，占比高达 95.61%；租赁业务收入 3.56 亿元，占比 2.37%；商业和服务业收入 2.57 亿元，占比 1.81%；工程施工收入 0.17 亿元，占比 0.12%。

由于存量物业租赁的高毛利效应（公司存量物业租赁业务连续四年毛利率保持在 70%-74%之间），在毛利占比方面，房产销售和租赁业务的毛利占比分别为 93.97%和 5.86%，其他业务毛利占比较小，合计不足 1%。

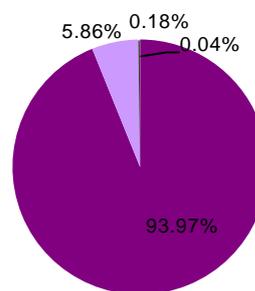
图 12：2016 年各业务板块营收占比



■房产销售 ■租赁 ■商业和服务业 ■工程施工 ■其他业务

资料来源：Wind,光大证券研究所

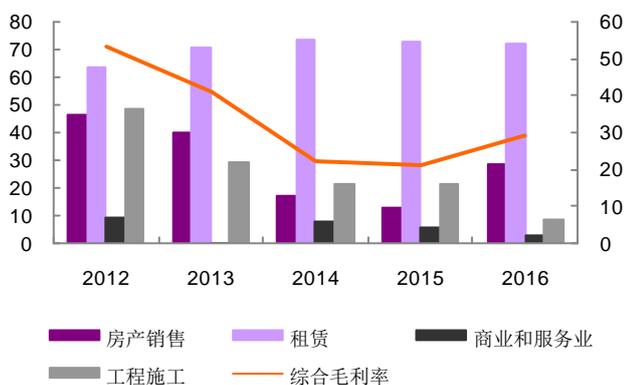
图 13：2016 年各业务板块毛利占比



■房产销售 ■租赁 ■商业和服务业 ■工程施工

资料来源：Wind,光大证券研究所

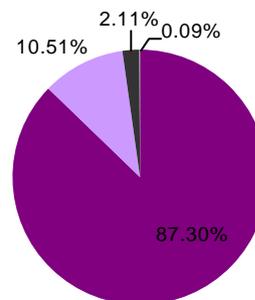
图 14：2016 年各业务板块毛利率



■房产销售 ■租赁 ■商业和服务业 ■工程施工 ■综合毛利率

资料来源：Wind,光大证券研究所

图 15：2016 年营收区域分布



■上海 ■江苏 ■浙江 ■其他

资料来源：Wind,光大证券研究所

2.3、现有项目梳理及测算 NAV 合计约为 116 亿

公司现有房地产开发销售项目土地储备约 116 万平方米，以上海为主，并拓展至江苏、浙江两省。2017 年一季度，签约销售金额为 21.71 亿元，签约销售面积为 5.13 万平方米。

公司现有房地产持有出租项目总建筑面积约 13 万平方米，均位于上海市长宁区、卢湾区等核心区域，其优越的地理位置是租赁业务高毛利率与稳定现金流的保证。2017 年一季度，平均出租率为 96.24%，平均计容租金达 7.57 元/平方米/天。我们测算了公司现有开发销售项目及持有出租项目的 NAV 值，合计为 116.36 亿元。

2.3.1、现有开发销售项目的 NAV 值约为 53 亿

截至 2017 年一季度，公司现有开发销售项目 11 个，权益可结算面积 116.17 万平方米，权益可结算货值 395.76 亿元。我们将开发销售项目划分为竣工、未开工两类，分别计算 NAV 值。经测算，开发销售项目的 NAV 值为 52.56 亿元。

➤ NAV 估值假设：

- (1) 竣工项目于第 1-3 年内销售完毕，未开工项目于第 3-5 年内销售完毕，销售进度按 20%、40%、40% 计算；
- (2) 未开工项目开发进度与销售进度一致；
- (3) 五年内房价增速分别为 3%、6%、6%、6%、6%；
- (4) 建安费用率及其他 25%；三费比率 10%；
- (5) 土地增值税 5%；增值税率按 5.5% 简易计算；所得税率 25%；
- (6) WACC 加权平均资本成本 8%。

表 6：2017 年一季度开发出售房地产项目

项目名称	地区	权益	可售总建筑面积 (万平方米)	权益可结算面积 (万平方米)	当前房价 (万元)	权益可结算货值 (亿元)	开发进度
铂珏公馆	上海	100%	15.3	4.03	4	16.11	竣工
印象春城	上海	93%	46.6	21.90	5	109.51	竣工
松江誉品谷水湾	上海	94.50%	23.68	2.93	4.5	13.18	竣工
古北香堤艺墅	上海	87.50%	8.82	3.72	2.5	9.29	竣工
尚汇豪庭	上海	71%	25.96	18.43	8	147.45	部分未开工
古北萃庭	上海	87.50%	11.78	10.31	2	20.62	在建
苏州中华园	苏州	100.00%	2.45	2.45	1.8	4.41	未开工
江阴中城	江阴	95.00%	16.28	13.05	0.5	6.52	竣工
江阴誉品尚海荟	江阴	54.90%	12.75	2.78	0.7	1.94	竣工
无锡誉中城	无锡	71.60%	29.45	21.09	1.4	29.52	竣工
杭州中企艮山府	杭州	100%	15.5	15.50	2.4	37.20	竣工
合计			208.57	116.17		395.76	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3.2、现有持有租赁项目的 NAV 值约为 64 亿

公司现有房地产持有出租项目总建筑面积为 13.34 万平方米，经测算，现有房地产持有出租项目的 NAV 值为 63.79 亿元。

➤ NAV 估值假设：

- (1) 全年出租率和租金水平与一季度一致；
- (2) 每年租金增长 5%；
- (3) 毛利率 72%，三费比率 10%；
- (4) 增值税率 11%；
- (5) WACC 加权平均资本成本 8%。

表 7：2017 年一季度持有出租项目

项目名称	项目种类	位置	建筑面积 (平方米)	出租面积 (平方米)	一季度出租率	一季度租金收入 (万元)
古北国际财富中心二期	办公楼	上海市长宁区虹桥路 1438 号	67,093.27	62,464.79	93%	4,982.82
古北国际财富中心二期	购物中心及商铺	上海市长宁区虹桥路 1438 号	60,516.19	60,516.19	100%	2,374.50
淮海公寓	住宅	上海市卢湾区淮海中路 1202 号	5,834	5,444.00	62%	245.45
零星物业						1,145.06
合计			133,443.46	128,424.98	96.24%	8,747.84

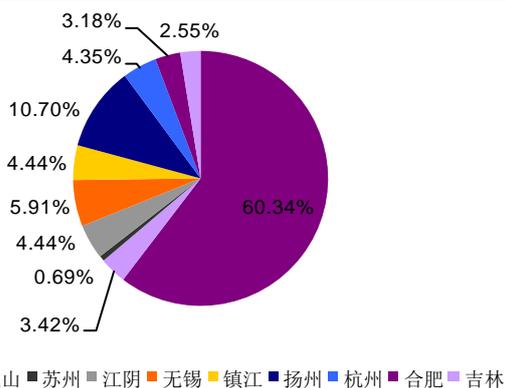
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、上海项目货值占比超八成，后续增值潜力大

3.1、重组后上海项目货值占比 84%，资源优质且集中

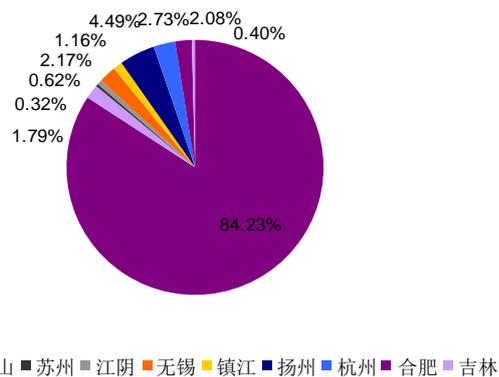
公司现有及拟注入项目的土地储备以长三角地区为主，且大部分集中在上海。重组完成后，公司共有 37 个开发销售项目，权益可结算面积约 356.7 万平方米，总货值 1360.87 亿元，其中上海项目 24 个，面积占比 60%，货值占比达 84%。

图 16：重组后权益可结算面积区域分布



资料来源：Wind,光大证券研究所

图 17：重组后权益可结算货值区域分布

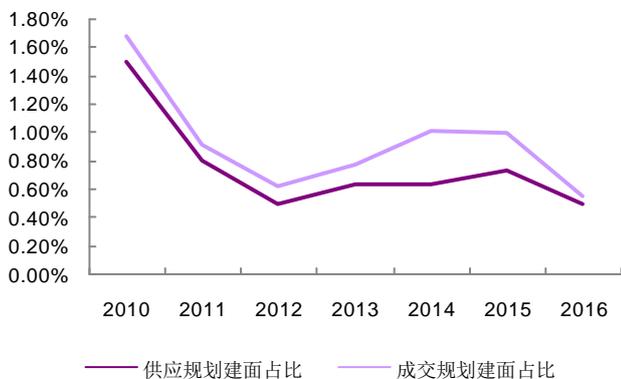


资料来源：Wind,光大证券研究所

3.2、上海土地资源的稀缺性支撑公司土储核心价值

近年来，一线城市供应住宅用地规划建面占比呈下降趋势，而成交建面占比持续高于供应建面占比。价格方面，一线城市住宅楼面价不断上涨，且增速远高于二、三线城市。2016 年上海住宅用地（包括保障房）平均楼面价高达 1.76 万元，平均溢价率达 92.4%。

图 18：一线城市住宅用地供应、成交规划建面占比



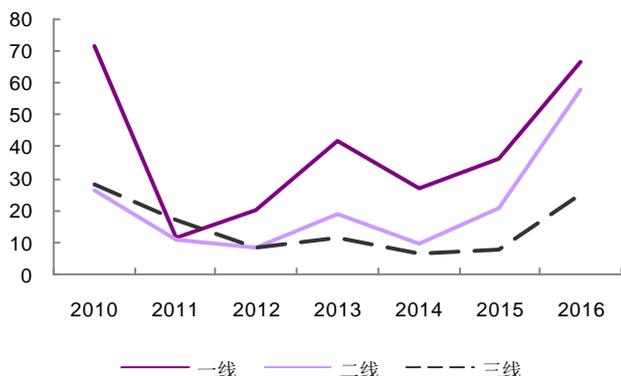
资料来源：CREIS,光大证券研究所

图 19：一、二、三线城市住宅楼面价（元/平方米）



资料来源：CREIS,光大证券研究所

图 20：一、二、三线城市住宅溢价率 (%)



资料来源：CREIS,光大证券研究所

图 21：上海住宅用地楼面价及溢价率



资料来源：CREIS,光大证券研究所

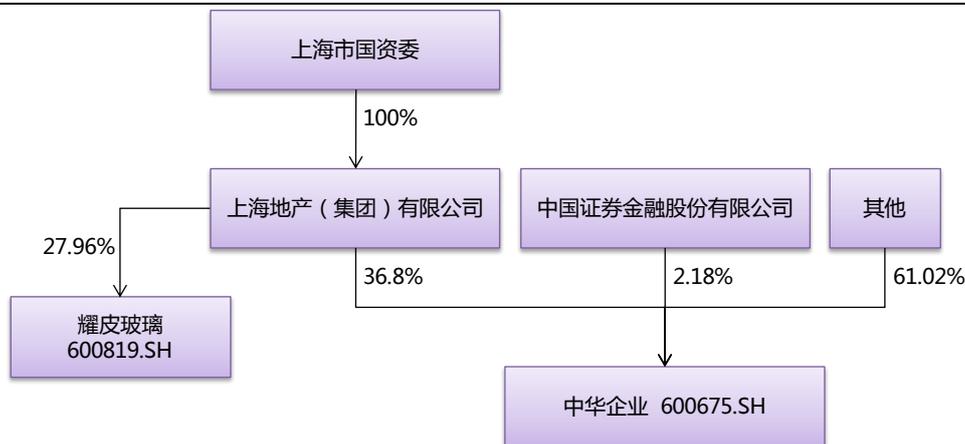
《上海市城市总体规划（2016—2040）》提出，到 2040 年，上海要建成“卓越的全球城市，国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市”，高起点，高规划的城市愿景，产业结构升级，单位 GDP 产出的大幅提升以及人力、资本、智力加速汇集，导致上海土地资源供需紧张，稀缺性显著。

我们认为公司现有及拟注入项目中，上海区域土地储备丰富，货值占比超八成，具有较高的重估增值潜力，后续将在上海全球卓越城市的建设的大背景下，加快土地资本化率及单位产出的提升，持续释放价值。

4、上海地产集团、华润系、平安系强强联合

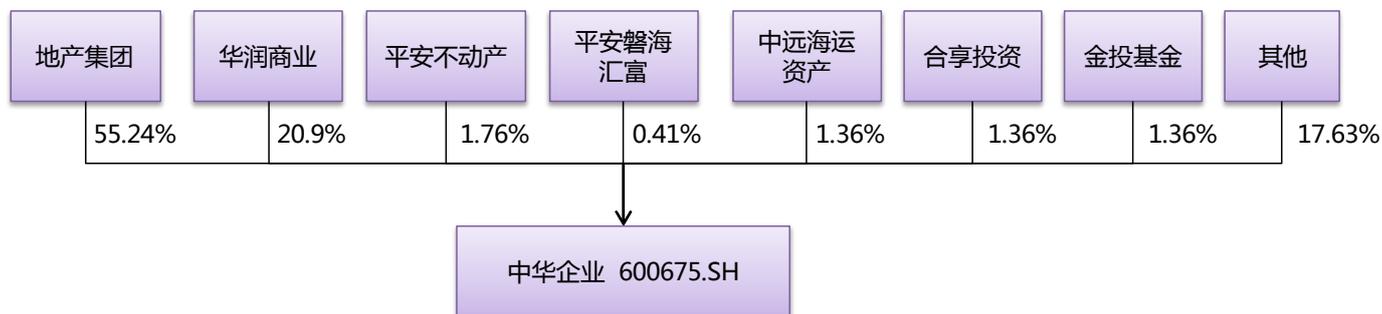
重组完成后，公司总股本将从 18.67 亿股扩充至 66.94 亿股。控股股东上海地产集团持股比例从 36.8% 增至 55.24%；同时通过募集配套资金，引入战略投资者华润系、平安系，分别持股 20.9%、2.17%，形成强强联合，优势互补的合作格局。

图 22：中华企业现有股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 23：重组完成后股权结构（预测）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.1、公司重组后成为地产集团核心综合地产开发平台

中星集团资产注入后，地产集团旗下市场化的房地产开发业务将基本整合至上市公司，公司将成为地产集团的核心地产开发类平台。

地产集团拥有滩涂造地建设、土地储备前期开发等上游业务，以及房地产流通服务、资产运营管理等下游业务。

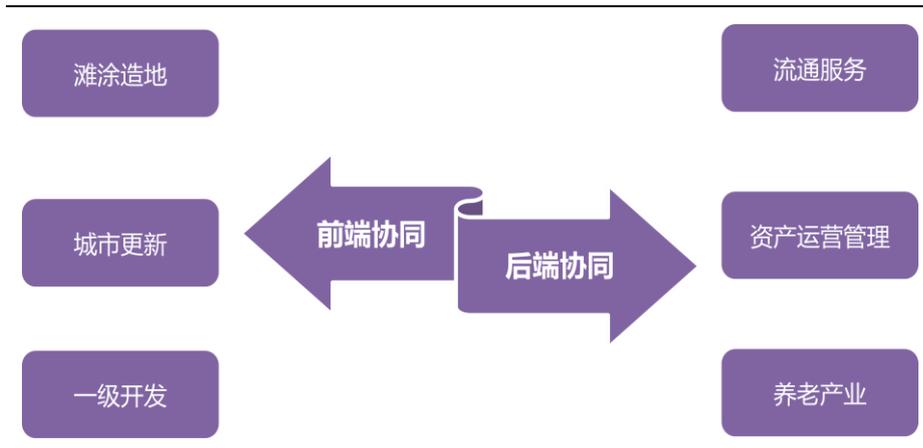
在上游前端业务方面，上海市土地储备中心负责储备地块的前期开发，承办储备地块按计划供应的前期准备工作，2016 年 7 月虽然已从地产集团划转至上海市规划和国土资源管理局下属管理，但地产集团仍为上海市政府土地储备前期开发管理、旧区改造等的重要载体。公司将持续受益于地产集团的地块开发经验、项目资源信息获取能力。

在后端业务整合方面，地产集团拥有贷款担保、物业管理、社区服务、商业地产运营、养老项目开发等业务条线，可与房地产开发业务形成顺畅的“后产业链”运营体系。

以地产集团于 2015 年推出的“居住无忧计划”为例，其在购房阶段的服务包括融资排忧、签约解忧、置换除忧、租房分忧和房管减忧；后续生活服务则包括鲜蔬直送、社区家厨、在线物管、医养结合、健康定制。目前，“居住无忧计划”已引入上河湾、公园道壹号、无锡中城誉品等项目。

公司成为地产平台核心房地产开发公司，联系上下游的枢纽，后续持续看好其上海地产集团的全产业链中的协同和共振效应。

图 24：上市公司与地产集团业务协同效应示意图



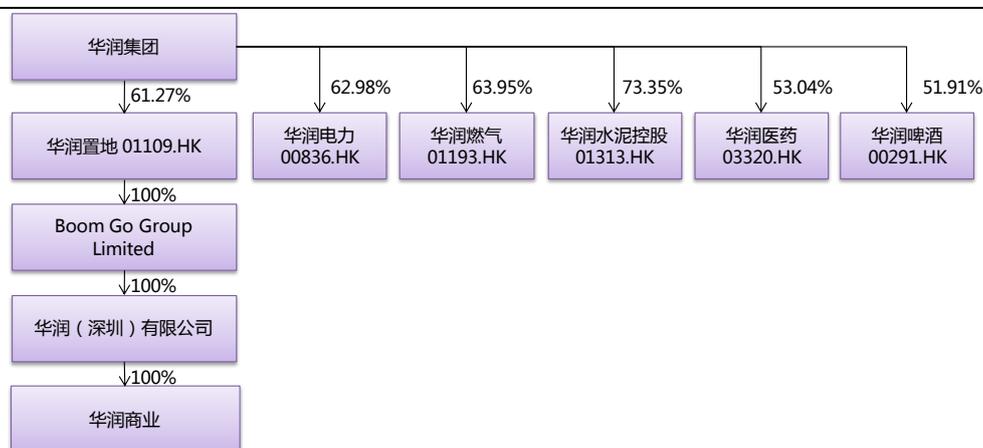
资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

4.2、商业高手华润系加盟，经营管理效率有望大幅提升

华润商业拟参与重组募集配套资金，认购 13.99 亿股；重组完成后持股比例将增至 20.9%，成为第二大股东。

华润商业主要从事项目管理输出业务，并通过子公司进行投资物业运营和房地产项目开发。华润商业的控股股东为华润（深圳）有限公司，间接控股股东为华润置地（01109.HK），实际控制人为华润集团。

图 25：华润商业股权结构



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

华润（集团）有限公司是中央国资委直接管理的多元化控股企业集团，主要业务板块包括消费品、电力、地产、水泥、燃气、医药、金融七大板块。

华润置地为华润集团旗下的核心地产业务平台，主营业务包括房地产开发销售、商业地产投资运营、酒店经营、建筑装饰服务及其他。房地产开发销售方面，华润置地形成了包括万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市品质系列、城郊品质系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列的八大产品线。商业地产投资运营方面，华润置地拥有万象城、万象汇、五彩城、华润大厦等产品系列，覆盖城市综合体、办公楼等项目类型。2016年华润置地在房企全国销售权益金额排行榜中排名第10位，综合实力不可小觑。

表 8：2016 年房企销售权益金额 TPO10

排名	企业名称	销售权益金额（亿元）
1	中国恒大	3550.6
2	万科地产	2606.5
3	绿地集团	2445.2
4	碧桂园	2352.0
5	中海地产	1875.0
6	保利地产	1613.8
7	华夏幸福	1200.1
8	万达集团	1100.2
9	融创中国	1012.3
10	华润置地	928.9

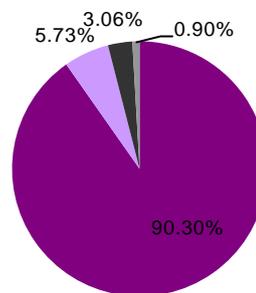
资料来源：克而瑞，光大证券研究所

注：销售权益金额为企业在其投资的房地产项目中按权益份额计算的销售额

在业务构成方面，华润置地与中华企业较为类似，均以房地产开发销售业务为主要收入来源。2016年华润置地营业收入为983.75亿元，归母净利润174.44亿元。

其中，房地产开发销售营业收入为883.13亿元，占比90.3%；物业投资及管理营业收入为56.06亿元，占比5.73%；建筑、装修服务营业收入为29.95亿元，占比3.06%；酒店运营营业收入为8.81亿元，占比0.9%。

图 26：2016 年华润置地各业务板块营收占比



■ 开发销售物业 ■ 物业投资及管理 ■ 建筑、装修服务及其他 ■ 酒店

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们对比了华润置地与中华企业 2012-2016 年主要业务的毛利率水平：

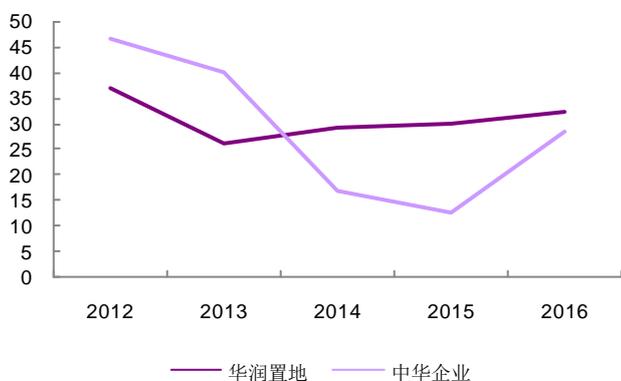
2016 年期末，华润置地综合毛利率为 33.7%，中华企业为 29.16%，华润置地比中华企业高 4.5 个百分点。

房地产开发销售业务方面，近五年华润置地毛利率稳定在 30% 左右；而中华企业的毛利率波动幅度较大，在 10%-50% 之间起伏，表明公司产品附加值和产品品质波动性较大，有提升的空间。

房地产持有出租业务方面，华润置地和中华企业均稳定在 70% 左右。

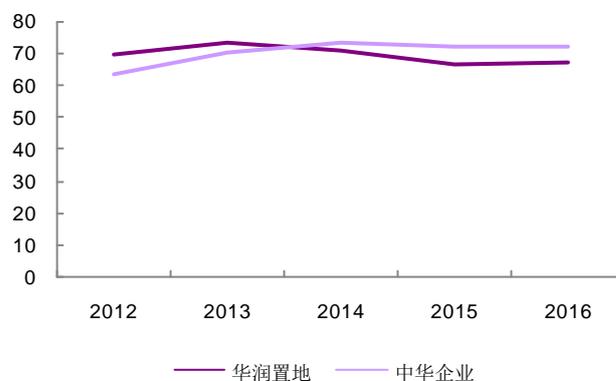
三费比率方面，2016 年华润置地综合三费比率为 6.88%，比中华企业低 3 个百分点；主要原因为华润置地带息债务占比与融资成本较低以及利息资本化，财务费用率仅为 1.13%。

图 27：房地产开发销售业务毛利率对比 (%)



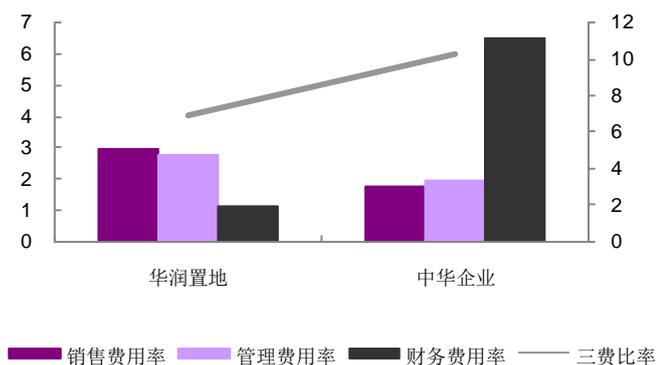
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：房地产持有出租业务毛利率对比 (%)



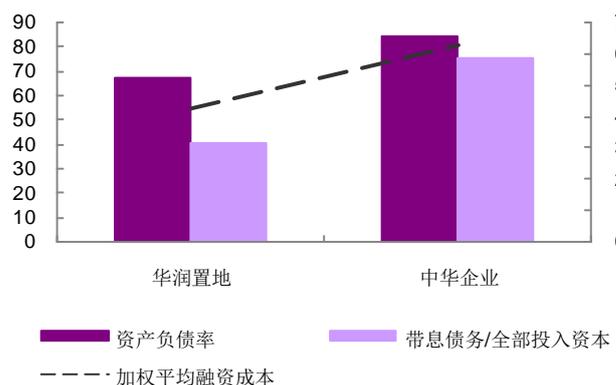
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 29：2016 年三费比率对比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：2016 年资本结构与融资成本对比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

华润商业成为第二大股东后，有望引入先进的管理经验及市场化的运营机制，有利于提升公司房地产开发销售业务的执行效率，实现产品定位、研发、开发、营销、管理等环节的优化，更好地应对市场波动、降低项目风险，将毛利率稳定在较高水平。同时，帮助公司更合理地进行融资规划，进一步优化融资结构，降低三费比率，提高盈利能力。

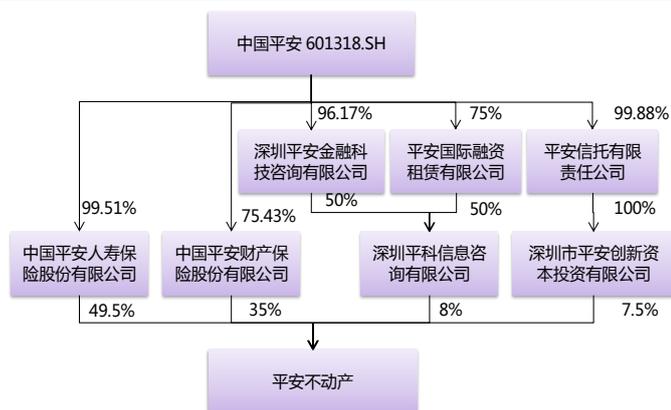
4.3、资本大鳄平安系加盟，融资渠道拓宽+模式优化

平安不动产有限公司是《财富》世界 100 强企业——中国平安保险（集团）股份有限公司下属子公司，为中国平安旗下专业不动产投资开发平台，目前已发展成为覆盖开发投资、工业物流、商业地产、策略及海外投资、养生度假等领域的专业不动产资产管理公司。

平安磐海资本有限责任公司注册成立于深圳前海，注册资本金 10 亿元，是经中国证监会深圳监管局批准成立、由平安证券有限责任公司全资设立的另类投资子公司。平安磐海资本专注于量化投资策略、交易系统和量化产品的研发，致力打造国际顶级的量化对冲基金。平安磐海汇富系其设立并管理的契约型基金。

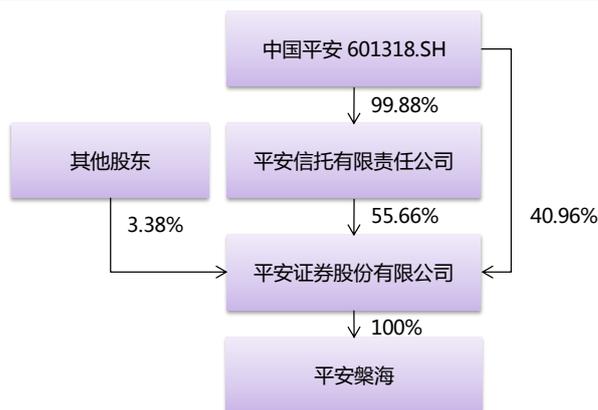
平安不动产董事长兼 CEO 邹益民曾表示，平安选择的是每个城市的核心地段，现成的好楼太少，现在刚好开发商也面临资金短缺的问题，平安不动产可以在核心城市的商业地产参与投资，这是很好的合作。

图 31：平安不动产股权结构



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 32：平安磐海股权结构



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

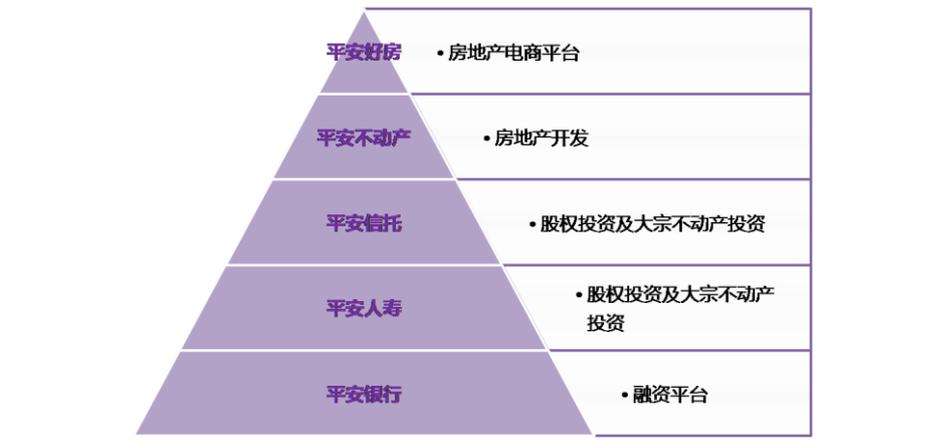
平安不动产、平安磐海的实际控制人均为中国平安保险（集团）股份有限公司（601318.SH）。平安不动产与平安磐海汇富拟参与重组募集配套资金，分别认购 1.18 亿股、0.27 亿股，合计 1.45 亿股，占重组完成后总股本比例为 2.17%。

平安系旗下多个平台从事不动产相关业务，其中平安银行为融资平台；平安信托及平安人寿从事股权投资及大宗不动产投资；平安不动产为房地产开发投资平台；平安好房则提供房地产互联网租售及相关金融服务。

平安不动产主要业务板块包括住宅开发投资、商业地产、工业物流、策略及海外投资、养生度假。目前，平安不动产已与华润、招商、九龙仓、绿城等房企及毅德国际、五洲国际、美国铁狮门、云南白药集团等相关方合作开发项目。

未来，公司有望与平安不动产合作，拓展物流地产、海外地产、养老地产等业务领域，进一步提升营收规模与盈利能力；以及依托中国平安的综合金融平台，拓宽融资渠道。

图 33：“平安系”不动产业务平台



资料来源：光大证券研究所

表 9：平安不动产主要项目及合作方一览

业务板块	主要项目	地点	类型	合作方
住宅开发投资	华润•昆仑城	北京	住宅	华润、招商、九龙仓
	绿城•杨柳郡	杭州	住宅	绿城
	招商•花园城	上海	住宅	招商
商业地产	平安金融中心	北京、杭州、成都、武汉	写字楼、酒店	
工业物流	成都空港项目	成都	仓储	
	上海临港冷库项目	上海	冷库	
策略及海外投资	综合商贸物流市场项目	多省市	商贸物流中心	毅德国际
	专业批发市场及物流项目	多省市	商贸物流中心	五洲国际
	波士顿海港区 4 号码头项目	波士顿	写字楼、公寓、低层商业配套	中国人寿、美国铁狮门
养生度假	合悦•江南	嘉兴桐乡	运动中心、老年公寓等	
	悦景庄•西双版纳	西双版纳州府景洪市	酒店、养生会馆、天然温泉养生项目等	云南白药集团

资料来源：公司官网，光大证券研究所

5、公司估值与盈利预测

5.1、NAV 估值预测

2017 年一季度，公司归母所有者权益为 32.67 亿元；现有开发销售项目的 NAV 值为 52.56 亿元，持有租赁项目的 NAV 值为 63.79 亿元；因此现有 NAV 值为 149.03 亿元。目前总股本为 18.67 亿股，每股 NAV 值为 7.98 元。

本次重组中拟注入公司的净资产为 252.43 亿元；拟注入开发销售项目的 NAV 增加值为 220.65 亿元，持有租赁项目的 NAV 增加值为-24.48 亿元。因此，重组后 NAV 值为 597.62 亿元。考虑到重组后总股本增至 66.94 亿股，重组后每股 NAV 值为 8.93 元。

表 10：重组前及重组后 NAV 估值

	重组前	NAV 增加值	重组后
2017Q1 归母所有者权益 (亿元)	32.67	252.43	285.1
开发销售 NAV (亿元)	52.56	220.65	273.21
持有租赁 NAV (亿元)	63.79	-24.48	39.31
总 NAV (亿元)	149		597.62
股本 (亿股)	18.67		66.94
每股 NAV (元)	7.98		8.93

资料来源：光大证券研究所整理

5.2、利润表预测

表 11：营业增速及营业收入预测拆分表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收增速 (%)	205.05%	8.28%	24.51%	24.60%
房产销售 (%)	257.21%	8.00%	25.00%	25.00%
租赁 (%)	-0.88%	10.00%	10.00%	12.00%
商业和服务业 (%)	21.23%	20.00%	20.00%	20.00%
工程施工 (%)	112.50%	100.00%	10.00%	10.00%
营业总收入 (亿元)	141.97	153.72	191.39	238.47
房产销售 (亿元)	135.74	146.60	183.25	229.06
租赁 (亿元)	3.36	3.70	4.07	4.55
商业和服务业 (亿元)	2.57	3.08	3.70	4.44
工程施工 (亿元)	0.17	0.34	0.37	0.41

资料来源：公司公告、光大证券研究所

➤ 利润表假设与盈利预测

假设公司毛利率 2017 年受地产调控影响略有下降，2018 和 2019 年逐步恢复，三年毛利率分别为 28.52%、29.52%、29.99%；

假设公司营销费用和管理费用 2017 年有微幅提升后维持稳定，营业费率 2017-2019 三年平均为 1.8%，管理费费率 2017-2019 三年平均为 2.0%；

假设公司 2017-2019 三年平均税收费率为 25%；

预测 2017、2018、2019 年的营业增速分别为 8.28%、24.51%、24.60%；
 综上，预测公司 2017-2019 三年 EPS 分别为 0.52 元、0.77 元和 1.01 元，
 目前股价 6.42 元对应 PE 分别为 12/8/6 倍。

表 12：盈利预测表

指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	14,196.75	15,371.65	19,138.61	23,846.30
营业收入增长率	205.01%	8.28%	24.51%	24.60%
净利润（百万元）	655.46	967.63	1,446.47	1,878.17
净利润增长率	-126.35%	47.63%	49.49%	29.85%
EPS（元）	0.35	0.52	0.77	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.12%	22.90%	25.50%	24.87%
P/E	18	12	8	6
P/B	4	3	2	2
EV/EBITDA	9	10	8	7

资料来源：光大证券研究所

5.3、FCFF 绝对估值法

绝对估值法 DCF（FCFF）测算，公司合理价值为 9.12 元

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	2.73%
$\beta(\beta_{levered})$	1.10
Rm-Rf	7.43%
Kc(levered)	10.90%
税率	26.00%
Kd	4.07%
Ve	15031.19
Vd	8180.610543
目标资本结构	42.00%
WACC	8.03%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值百万元)	价值百分比
第一阶段	360.71	1.93%
第二阶段	3975.95	21.28%
第三阶段（终值）	14350.91	76.79%
企业价值 AEV	18687.57	100.00%
加：非经营性净资产价值	9558.69	51.15%
减：少数股东权益（市值）	3044.67	-16.29%
减：债务价值	8180.61	-43.78%
总股本价值	17020.98	91.08%
股本（百万股）	1867.06	
每股价值（元）	9.12	
PE（隐含）	17.59	
PE（动态）	12.39	

资料来源：光大证券研究所

5.4、相对估值法

我们选择四家类似规模和相似背景上市地产公司京投发展、上实发展、新华联、格力地产作为参考。

类似公司在 2017 年的平均预期市盈率在 15~ 20 倍左右。

表 13: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS				PE				CAGR-3	PEG-2017	PB 17年	市值 亿元
		16年	17年	18年	19年	16年	17年	18年	19年				
京投发展	8.16	0.39	0.46	0.57	0.70	20.81	17.74	14.32	11.58	81%	0.84	2.85	60.45
上实发展	7.25	0.32	0.38	0.46	0.47	23.85	18.88	15.83	15.28	18%	0.97	1.45	133.73
新华联	7.48	0.28	0.36	0.45	0.48	48.08	20.70	16.78	15.68	42%	0.77	2.28	141.87
格力地产	6.48	0.31	0.41	0.53	0.64	13.21	15.70	12.16	10.13	12%	0.45	1.78	133.48
平均	5.30	0.33	0.40	0.50	0.57	26.49	18.26	14.77	13.17	38%	0.76	2.09	117.38
中华企业	6.42	0.35	0.52	0.77	1.01	18.29	12.39	8.29	6.38	28%	0.27	2.84	119.86

资料来源: wind 一致预期

5.5、综合估值及评级

我们测算公司现有 NAV 值为 149.03 亿元, 目前总股本为 18.67 亿股, 每股 NAV 值为 7.98 元。

我们测算公司重组后 NAV 值为 597.62 亿元, 重组后总股本增至 66.94 亿股, 重组后每股 NAV 值为 8.93 元。

我们预测公司 2017-2019 三年营收分别为 153.7 亿、191.4 亿、238.5 亿(仅考虑重组前), 三年 EPS 分别为 0.52 元、0.77 元和 1.01 元。

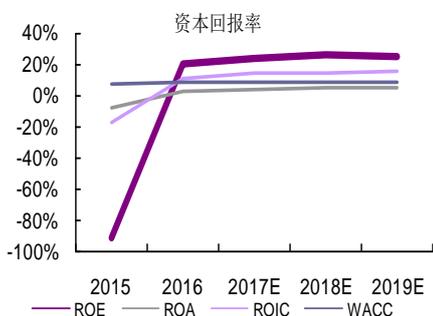
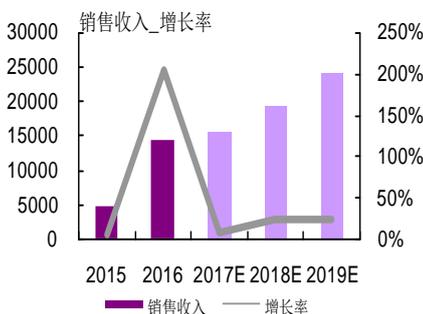
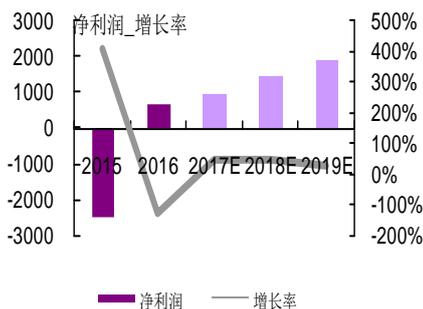
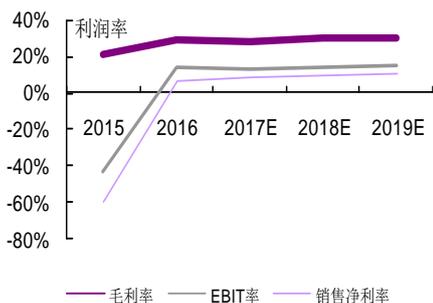
根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑房地产行业调控、资产注入和收购预期、可比公司差异等等因素, 我们认为目前公司合理估值水平 PE 为 15 倍, 12 个月股价目标为 7.8 元。首次覆盖给予买入评级。

6、风险分析

公司重组进展不及预期

重组后经营能力及管理能力提升不及预期

房地产调控时间过长导致销售持续不及预期



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,654	14,197	15,372	19,139	23,846
营业成本	3,660	10,057	10,988	13,489	16,694
折旧和摊销	97	92	101	112	112
营业税费	346	1,794	1,845	2,297	2,862
销售费用	183	247	277	344	429
管理费用	284	280	307	383	477
财务费用	1,130	926	606	637	667
公允价值变动损益	-34	0	0	0	0
投资收益	625	579	500	500	500
营业利润	-2,551	1,690	1,848	2,590	3,416
利润总额	-2,504	1,726	1,848	2,590	3,416
少数股东损益	-314	232	400	470	650
归属母公司净利润	-2,487.07	655.46	967.63	1,446.47	1,878.17

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	36,618	30,428	33,791	38,832	46,276
流动资产	31,240	25,660	28,847	33,634	41,024
货币资金	4,386	6,511	8,200	7,676	9,868
交易型金融资产	72	72	0	0	0
应收帐款	5	52	73	91	113
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1,039	750	769	957	1,192
存货	25,684	18,140	19,674	24,778	29,718
可供出售投资	685	207	200	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,425	1,079	1,129	1,179	1,229
固定资产	216	93	100	106	111
无形资产	74	75	68	61	55
总负债	32,353	25,678	27,674	30,798	35,714
无息负债	16,667	16,048	16,912	20,036	23,952
有息负债	15,685	9,630	10,762	10,762	11,762
股东权益	4,265	4,750	6,118	8,034	10,562
股本	1,867	1,867	1,867	1,867	1,867
公积金	531	552	649	793	981
未分配利润	179	834	1,705	3,007	4,697
少数股东权益	1,546	1,491	1,891	2,361	3,011

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4,928	8,986	780	-117	1,429
净利润	-2,487	655	968	1,446	1,878
折旧摊销	97	92	101	112	112
净营运资金增加	-7,471	-3,769	1,177	3,693	3,165
其他	14,789	12,008	-1,466	-5,369	-3,726
投资活动产生现金流	-93	1,627	383	230	430
净资本支出	-15	-57	-20	-20	-20
长期投资变化	1,425	1,079	-50	-50	-50
其他资产变化	-1,502	606	453	300	500
融资活动现金流	-5,320	-7,940	526	-637	333
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-5,208	-6,055	1,132	0	1,000
无息负债变化	4,095	-619	864	3,124	3,916
净现金流	-485	2,674	1,688	-524	2,192

资料来源：光大证券、上市公司

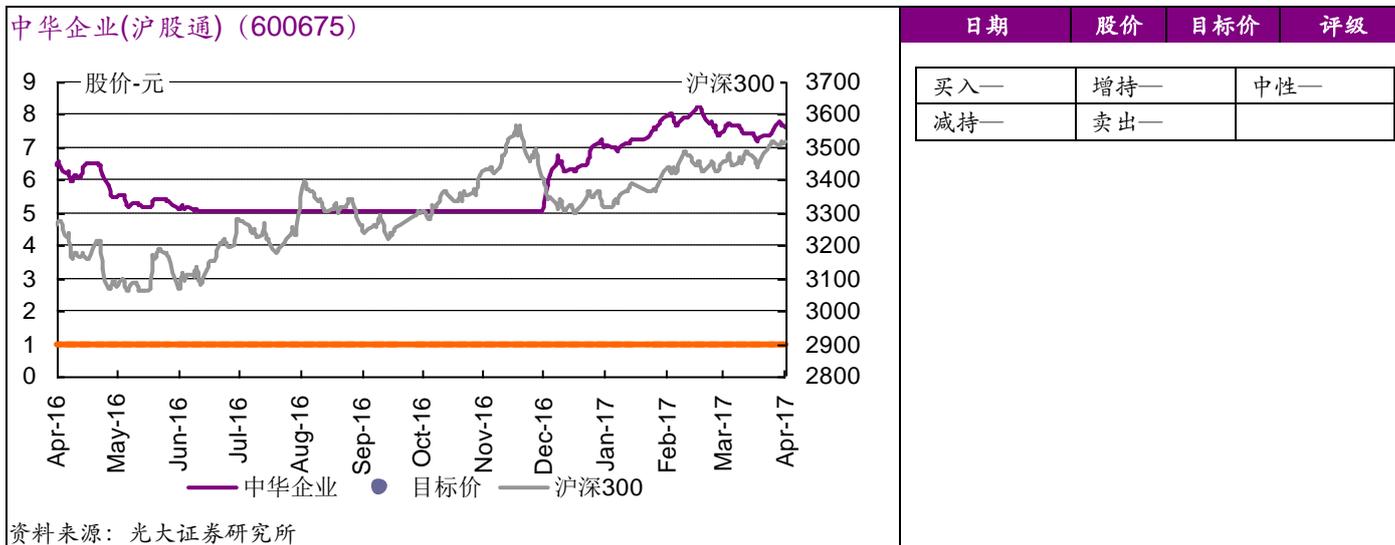
关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.42%	205.01%	8.28%	24.51%	24.60%
净利润增长率	409.07%	-126.35%	47.63%	49.49%	29.85%
EBITDA/EBITDA 增长率	535.74%	-211.18%	-3.52%	38.16%	30.19%
EBIT/EBIT 增长率	390.02%	-201.24%	-4.10%	39.55%	31.42%
估值指标					
PE	-5	18	12	8	6
PB	4	4	3	2	2
EV/EBITDA	-12	9	10	8	7
EV/EBIT	-12	10	10	8	7
EV/NOPLAT	-10	19	14	11	9
EV/Sales	5	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.37%	29.16%	28.52%	29.52%	29.99%
EBITDA 率	-41.16%	15.00%	13.37%	14.83%	15.50%
EBIT 率	-43.24%	14.35%	12.71%	14.25%	15.03%
税前净利润率	-53.80%	12.16%	12.02%	13.53%	14.33%
税后净利润率 (归属母公司)	-53.43%	4.62%	6.29%	7.56%	7.88%
ROA	-7.65%	2.92%	4.05%	4.94%	5.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-91.47%	20.12%	22.90%	25.50%	24.87%
经营性 ROIC	-17.66%	10.90%	13.39%	13.92%	15.01%
偿债能力					
流动比率	1.49	1.62	1.72	1.69	1.72
速动比率	0.27	0.47	0.55	0.44	0.47
归属母公司权益/有息债务	0.17	0.34	0.39	0.53	0.64
有形资产/有息债务	2.31	3.10	3.08	3.55	3.88
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-1.33	0.35	0.52	0.77	1.01
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.64	4.81	0.42	-0.06	0.77
每股自由现金流(FCFF)	4.01	2.48	0.14	-0.95	-0.38
每股净资产	1.46	1.75	2.26	3.04	4.04
每股销售收入	2.49	7.60	8.23	10.25	12.77

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	