

销售有改善，财务有压力

投资要点：

1.事件

公司公布中报：实现主营收入 11.48 亿元，同比增加 40.9%；归属母公司净利润 3.28 亿元，同比增加 1156.2%，折合每股收益为 0.21 元。

2.我们的分析与判断

(1) 受国客中心 2 号楼转让影响，业绩结算超预期

上半年营业收入增加 40.9%，主要是结算面积增加所致；如果再仔细分析利润表的话，我们发现，净利润主要来自于投资收益，主要分为两部分：一部分是以转让股权的形式整体转让国际客运中心 2 号楼获取的投资收益，根据报告，该部分贡献投资收益 4.3 亿元；另一部分是国客中心等参股的投资收益，约为 1.3 亿元。

(2) 上半年销售大幅增长，下半年销售仍要看市场

上半年，中华企业加强销售和存量去化，报告期签约销售额为 21.5 亿元，同比增长 71.3%（不含国客中心项目），完成去年全年 31 亿元销售额的 68.7%，销售大幅增长。由于公司楼盘大多是中高端项目，在当前形势下，受政策影响较大，下半年的销售情况仍要看市场的变化。

(3) 资金仍偏紧，财务成本高

半年报显示，公司现金为 26.7 亿元，而短期借款和一年到期借款有 64.6 亿元，资金链偏紧，需要加快楼盘销售回笼资金。同时，由于银行借款量规模较大和贷款利率的上浮，以及较高的信托成本，公司财务费用同比增加较快。

3.投资建议

根据公司 2011 年年报的指引，我们预计公司 2012 年营业收入结算 40 亿元，同比下滑 12.8%；但是，由于股权转让和参股投资收益的收益贡献，预测的净利润为 7.64 亿元，同比略增 1.3%，折合每股收益为 0.49 元，高于年报披露的预期利润 5 亿元。

根据业绩预测，中华企业 2012 年预测 PE 为 8.5 倍；每股 NAV 为 6.30 元，折价 32.3%，估值略贵于同行；同时，由于楼盘产品偏中高端，综合评估，给予中性评级。

中华企业（600675.SH）

中性 维持评级

分析师

赵强 房地产行业首席分析师

☎：(8621) 2025 2661

✉：zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0260511020001

徐军平 房地产行业分析师

☎：(8621) 2025 2601

✉：xujunping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050001

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

市场数据 时间 2012.08.17

A 股收盘价(元)	4.26
A 股一年内最高价(元)	6.29
A 股一年内最低价(元)	3.54
上证指数	2114.89
市净率	1.28
总股本(百万股)	1556
实际流通 A 股(百万股)	1556
限售的流通 A 股(百万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	66.28

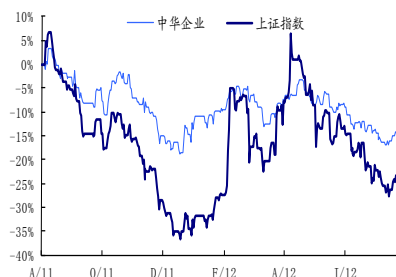


表 1: 中华企业结算预测表 (单位: 万元)

城市	项目名称	权益	未结算面积 (平方米)	预计结算面积 (平方米)			预计销售收入 (万元)		
				2012	2013	2014	2012	2013	2014
上海	南郊中华园	100%	100,353	33,696	33,280	33,280	70,762	69,888	69,888
	印象春城高层	98%	81,934	81,880	0	0	114,632	0	0
	印象春城别墅及商业	98%	120,000	0	36,000	36,000	0	108,000	108,000
	古北御庭	88%	113,000	0	28,250	39,550	0	113,000	158,200
	香堤岭	88%	23,787	10,440	13,363	0	46,980	60,134	0
	美兰湖中华园	100%	139,137	81,253	57,900	0	125,942	89,745	0
	罗店新镇项目	100%	200,000	0	40,000	60,000	0	64,000	96,000
	香堤艺墅	88%	92,409	0	13,861	23,102	0	48,515	80,858
	誉品谷水湾	95%	236,139	0	0	47,228	0	0	103,901
杭州	中企御品湾	100%	154,345	0	0	0	0	0	0
苏州	太湖古北雅园二期	79%	48,000	14,400	19,200	14,400	28,800	38,400	28,800
	苏地 2010-B-33 号	100%	24,430	0	0	4,886	0	0	24,430
江阴	中企上城	65%	186,000	0	0	55,800	0	0	50,220
	澄地 2009-C-100 号	46%	127,091	0	0	25,418	0	0	25,418
上海	顾村项目 (商业)	88%	21,000	0	0	0	0	0	0
	古北商务分区 9-3	88%	190,000	0	0	0	0	0	0
所有项目合计			1,857,624	221,669	241,855	339,664	387,116	591,682	745,714

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

表 2: 营业收入预测 (单位: 万元)

营业收入	2012 年	2013 年	2014 年
房地产收入	387,116	591,682	745,714
毛利率	52.53%	52.71%	45.01%
其他业务收入	13,305	14,984	15,733
毛利率	65%	65%	65%
合计毛利率	52.95%	53.01%	45.42%
收入合计	400,421	606,666	761,447

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 中华企业 NAV 估值表

城市	出售项目	权益	未结算面积 (平方米)	比例	权益未结算面积 (平方米)	比例	权益净利润 (万元)	比例
上海	南郊中华园	100%	100,353	5.4%	100,353	6.1%	32,599	8.3%
	印象春城高层	98%	81,934	4.4%	80,091	4.9%	12,997	3.3%
	印象春城别墅及商业	98%	120,000	6.5%	117,300	7.1%	61,441	15.7%
	古北御庭	88%	113,000	6.1%	98,875	6.0%	50,769	13.0%
	香堤岭	88%	23,787	1.3%	20,814	1.3%	14,646	3.7%
	美兰湖中华园	100%	139,137	7.5%	139,137	8.5%	25,034	6.4%
	罗店新镇项目	100%	200,000	10.8%	200,000	12.2%	13,684	3.5%
	香堤艺墅	88%	92,409	5.0%	80,858	4.9%	10,753	2.8%
	誉品谷水湾	95%	236,139	12.7%	223,151	13.6%	21,222	5.4%
杭州	中企御品湾	100%	154,345	8.3%	154,345	9.4%	7,154	1.8%
苏州	太湖古北雅园二期	79%	48,000	2.6%	37,800	2.3%	10,148	2.6%
	苏地 2010-B-33 号	100%	24,430	1.3%	24,430	1.5%	1,711	0.4%
江阴	中企上城	65%	186,000	10.0%	120,900	7.4%	9,072	2.3%
	澄地 2009-C-100 号	46%	127,091	6.8%	58,335	3.6%	2,400	0.6%
上海	顾村项目 (商业)	88%	21,000	1.1%	18,375	1.1%	2,850	0.7%
	古北商务分区 9-3 地块	88%	190,000	10.2%	166,250	10.1%	114,288	29.2%
1. 在建及拟建物业(NAV)			1,857,624	100.0%	1,641,012	100.0%	390,768	100.0%
2. 自持物业增值额(NAV) (万元)							45,835	
3. 国际客运中心及天津项目(NAV) (万元)							38,762	
公司股东权益 (万元)							504,229	
公司重估净资产合计 (NAV) (万元)							979,594	
总股本 (万)							155,588	
每股净资产值(NAV) 2012E (元)							6.30	

资料来源: 中国银河证券研究部

表 4: 关键财务数据及预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4592	4004	6067	7614	现金及现金等价物	1557	1765	1500	1500
营业成本	1611	1175	1901	3241	应收款项	232	203	307	385
营业税金及附加	613	719	961	926	存货净额	18230	14242	21551	31418
销售费用	118	100	152	190	其他流动资产	67	400	607	761
管理费用	199	182	214	230	流动资产合计	20100	16611	23965	34065
财务费用	623	704	693	694	固定资产	153	142	127	111
投资收益	343	659	0	0	无形资产及其他	60	58	56	54
资产减值及公允价值变动	(5)	(5)	(5)	(5)	投资性房地产	1437	1437	1437	1437
其他收入	(566)	(719)	(961)	(926)	长期股权投资	2131	2631	3131	3631
营业利润	1200	1058	1180	1402	资产总计	23881	20880	28716	39299
营业外净收支	12	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	6172	3000	7781	14536
利润总额	1212	1058	1180	1402	应付款项	992	858	1299	1893
所得税费用	365	265	295	351	其他流动负债	3933	3246	4822	6862
少数股东损益	93	30	57	106	流动负债合计	11097	7105	13902	23291
归属于母公司净利润	754	764	828	945	长期借款及应付债券	6049	6049	6049	6049
发行在外股份数量(百万股)	1414	1556	1556	1556	其他长期负债	852	1052	1252	1452
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	长期负债合计	6901	7101	7301	7501
每股收益	0.53	0.49	0.53	0.61	负债合计	17997	14205	21203	30792
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.03	少数股东权益	842	869	920	1016
每股净资产	3.56	3.73	4.24	4.81	股东权益	5042	5806	6593	7491
ROIC	10%	10%	14%	10%	负债和股东权益总计	23881	20880	28716	39299
ROE	15%	13%	13%	13%	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
ROA	3.2%	3.7%	2.9%	2.4%	净利润	754	764	828	945
毛利率	52%	53%	53%	45%	资产减值准备	0	(5)	0	0
净利润率	16%	19%	14%	12%	折旧摊销	49	13	13	13
EBIT Margin	31%	28%	31%	28%	公允价值变动损失	5	5	5	5
EBITDA Margin	32%	28%	31%	28%	财务费用	623	704	693	694
收入增长	52%	-13%	52%	26%	营运资本变动	(4349)	3058	(5403)	(7266)
净利润增长率	7%	1%	8%	14%	其它	92	32	52	96
资产负债率	79%	72%	77%	81%	经营活动现金流	(3449)	3866	(4506)	(6207)
流动比率	1.8	2.3	1.7	1.5	资本开支	(26)	0	0	0
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.1	其它投资现金流	(15)	15	0	0
资产负债率	75%	68%	74%	78%	投资活动现金流	(874)	(486)	(500)	(500)
利息覆盖倍数	3	3	4	4	权益性融资	214	0	0	0
应收账款周转率	19.77	19.77	19.77	19.77	负债净变化	(899)	0	0	0
存货周转率	0.09	0.08	0.09	0.10	支付股利、利息	0	0	(41)	(47)
应付账款周转率	1.62	1.37	1.46	1.71	其它融资现金流	4597	(3172)	4781	6754
固定资产周转率	30.01	28.12	47.87	68.57	融资活动现金流	3013	(3172)	4740	6707
净资产周转率	0.91	0.69	0.92	1.02	现金净变动	(1311)	209	(265)	0
息率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	2868	1557	1765	1500
P/E	7.9	8.5	7.9	6.9	货币资金的期末余额	1557	1765	1500	1500
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	(3082)	3902	(3981)	(5677)
EV/EBITDA	16.1	18.5	14.7	17.6	权益自由现金流	616	202	280	557

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

赵强、徐军平、潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn