

## 投资收益减少影响利润增幅

### 投资要点:

#### 1.事件

中华企业公布 2013 年中报: 实现主营收入 23.56 亿元, 同比增加 105.3%; 归属上市公司股东净利润 3.42 亿元, 同比增加 4.52%, 折合每股收益为 0.22 元, 同比增加 4.27%。

#### 2.我们的分析与判断

##### (1) 收入增速提升, 但投资收益减少影响利润增幅

从中报中, 我们看到, 由于结算面积的增加, 公司收入大幅增长, 毛利率也从 50.2% 提升至 55%。不过, 尽管收入增幅翻倍, 但利润增速仅为 4.52%, 其主要原因在于, 公司去年同期有国客中心股权转让和参股的投资收益, 而今年没有该项业务收入, 从而导致了净利润增幅远低于收入的增幅。

##### (2) 加大销售力度, 着力回笼资金

公司加大销售力度, 盘活存量资产, 报告期内, 新增了誉品谷水湾、铂珏公馆、江阴中企·上城、江阴誉品尚海荟、杭州中企御品湾等 5 个新盘销售, 使得可售面积和可售货值大幅增加; 并且处置了存量物业上海春城大卖场。从而使得公司上半年的销售回笼资金大幅增加, 中报显示, 公司实现经营活动现金净流入 11.2 亿元, 同比增加 580%。当然, 由于公司楼盘大多是中高端项目, 在当前形势下, 销售去化仍要看市场的变化。

##### (3) 资本运作收购项目, 期待大股东进一步整合资源

上半年, 中华企业继续收购上房集团剩余股权, 为公司增加了 84 万平可售建面的优质土地储备, 增强了发展后劲; 同时, 也让我们看到了大股东对旗下资源整合的决心。目前, 大股东旗下拥有众多的项目资源, 在政策日趋放松的大背景下, 解决同业竞争的可能性加强, 期待大股东进一步整合旗下资源。

#### 3.投资建议

我们预计公司 2013 年结算营业收入 45.7 亿元, 同比增 27.5%; 实现净利润 5.92 亿元, 同比增 4.7%, 折合每股收益为 0.38 元, 我们的预测数据均高于 2012 年年报披露的指引数据。目前, 中华企业 2013 年预测 PE 为 13.5 倍; 每股 NAV 约为 7 元, 折价 30%, 估值略贵于同行; 但考虑到可能成为大股东的资产整理平台, 因此, 给予谨慎推荐。

中华企业 (600675.SH)

**谨慎推荐** 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 2013.08.15

A 股收盘价(元)	5.15
A 股一年内最高价(元)	6.53
A 股一年内最低价(元)	3.82
上证指数	2081.88
市净率	1.43
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)	80.13

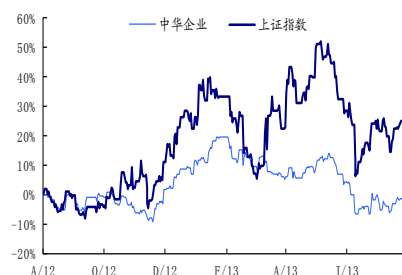


表 1: 中华企业中报数据对照

	2012/06/30	2013/06/30	同比增长
<b>营业收入</b>	<b>1,147.6</b>	<b>2,356.1</b>	<b>105.3%</b>
营业成本	571.4	1,059.1	85.4%
营业税金及附加	233.8	296.0	26.6%
销售费用	49.7	76.2	53.2%
管理费用	102.4	119.9	17.2%
财务费用	363.4	336.5	-7.4%
<b>营业利润</b>	<b>488.4</b>	<b>446.4</b>	<b>-8.6%</b>
<b>净利润</b>	<b>366.6</b>	<b>361.1</b>	<b>-1.5%</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>327.6</b>	<b>342.4</b>	<b>4.5%</b>
总股本	1,555.9	1,555.9	0.0%
<b>每股收益</b>	<b>0.21</b>	<b>0.22</b>	<b>4.5%</b>
毛利率	50.2%	55.0%	9.6%
主营业务税率	20.4%	12.6%	-38.3%
<b>总资产</b>	<b>25,165.5</b>	<b>31,063.6</b>	<b>23.4%</b>
现金	2,666.7	6,827.8	156.0%
存货	18,309.0	17,875.0	-2.4%
<b>总负债</b>	<b>18,861.3</b>	<b>24,187.8</b>	<b>28.2%</b>
预售账款	2,471.4	3,777.0	52.8%
短期及一年内到期借款	6,460.2	4,598.1	-28.8%
长期借款	4,951.6	6,484.2	31.0%
应付债券	1,192.2	1,195.2	0.3%
<b>归属母公司权益</b>	<b>5,424.0</b>	<b>5,991.8</b>	<b>10.5%</b>
资产负债率	74.9%	77.9%	3.9%
净债务权益比	232.4%	204.9%	-11.8%
每股净资产	3.5	3.9	10.5%
<b>经营活动产生的净额</b>	<b>164.4</b>	<b>1,117.9</b>	<b>579.9%</b>

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 关键财务数据及预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3583	4569	6080	7500	现金及现金等价物	2003	1500	1500	1500
营业成本	1294	1456	2663	3285	应收款项	144	184	245	302
营业税金及附加	425	627	684	837	存货净额	17248	20346	32845	40516
销售费用	126	133	176	218	其他流动资产	9	457	608	750
管理费用	210	209	246	303	<b>流动资产合计</b>	<b>19404</b>	<b>22488</b>	<b>35198</b>	<b>43068</b>
财务费用	651	622	607	643	固定资产	159	333	255	178
投资收益	767	0	0	0	无形资产及其他	95	92	89	86
资产减值及公允价值变动	(251)	(50)	(50)	(50)	投资性房地产	3931	3931	3931	3931
其他收入	(379)	(627)	(684)	(837)	长期股权投资	2263	2463	2663	2863
营业利润	1013	845	971	1329	<b>资产总计</b>	<b>25853</b>	<b>29307</b>	<b>42136</b>	<b>50125</b>
营业外净收支	23	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	4300	8573	17219	21972
<b>利润总额</b>	<b>1037</b>	<b>845</b>	<b>971</b>	<b>1329</b>	应付款项	1695	2082	3362	4147
所得税费用	391	211	243	332	其他流动负债	5627	3591	5607	6917
少数股东损益	81	43	71	98	<b>流动负债合计</b>	<b>11622</b>	<b>14246</b>	<b>26187</b>	<b>33035</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>565</b>	<b>592</b>	<b>657</b>	<b>899</b>	长期借款及应付债券	5094	5094	5094	5094
发行在外股份数量(百万股)	1556	1556	1556	1556	其他长期负债	2586	2786	2986	3186
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>长期负债合计</b>	<b>7679</b>	<b>7879</b>	<b>8079</b>	<b>8279</b>
每股收益	0.36	0.38	0.42	0.58	<b>负债合计</b>	<b>19301</b>	<b>22126</b>	<b>34267</b>	<b>41314</b>
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.03	少数股东权益	868	906	970	1058
每股净资产	3.65	4.03	4.43	4.98	股东权益	5684	6275	6899	7753
ROIC	6%	10%	8%	7%	<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25853</b>	<b>29307</b>	<b>42136</b>	<b>50125</b>
ROE	10%	9%	10%	12%	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
ROA	2.2%	2.0%	1.6%	1.8%	净利润	565	592	657	899
毛利率	52%	54%	45%	45%	资产减值准备	246	(251)	0	0
净利润率	16%	13%	11%	12%	折旧摊销	48	31	31	31
EBIT Margin	31%	33%	27%	27%	公允价值变动损失	251	50	50	50
EBITDA Margin	32%	34%	27%	27%	财务费用	651	622	607	643
收入增长	-22%	28%	33%	23%	营运资本变动	3011	(5287)	(9215)	(5576)
净利润增长率	-25%	5%	11%	37%	其它	(166)	290	64	88
资产负债率	78%	79%	84%	85%	<b>经营活动现金流</b>	<b>3956</b>	<b>(4576)</b>	<b>(8413)</b>	<b>(4508)</b>
流动比率	1.7	1.6	1.3	1.3	资本开支	(47)	0	0	0
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	其它投资现金流	15	(1)	0	0
资产负债率	75%	75%	81%	82%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(165)</b>	<b>(201)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
利息覆盖倍数	2	3	4	4	权益性融资	89	0	0	0
应收账款周转率	24.86	24.86	24.86	24.86	负债净变化	(958)	0	0	0
存货周转率	0.08	0.07	0.08	0.08	支付股利、利息	0	0	(33)	(45)
应付账款周转率	0.76	0.70	0.79	0.79	其它融资现金流	(1518)	4273	8646	4753
固定资产周转率	22.48	13.71	23.81	42.24	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3345)</b>	<b>4273</b>	<b>8613</b>	<b>4708</b>
净资产周转率	0.63	0.73	0.88	0.97	<b>现金净变动</b>	<b>446</b>	<b>(503)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	1557	2003	1500	1500
P/E	14.2	13.5	12.2	8.9	货币资金的期末余额	2003	1500	1500	1500
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0	企业自由现金流	3984	(4118)	(7963)	(4028)
EV/EBITDA	23.7	19.5	25.5	24.0	权益自由现金流	1508	(311)	227	242

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