



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩提升显著 未来发展可期

——中华企业（600675）年报点评

2014 年 03 月 13 日

推荐/首次

中华企业

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmg@dxzq.net.cn	010-66554031	
张鹏	分析师	执业证书编号：S1480512060003	
	zhangpeng@dxzq.net.cn	010-66554029	

事件：

公司发布 2013 年年报。2013 年，公司实现营业收入 67.58 亿元，同比增长 54.77%；归属于上市公司股东的净利润 4.02 亿元，同比减少 22.39%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.96 亿元，同比增加 1000.01%；基本每股收益 0.26 元，同比减少 22.52%；扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.25 元，同比增加 1004.35%。

公司分季度财务指标

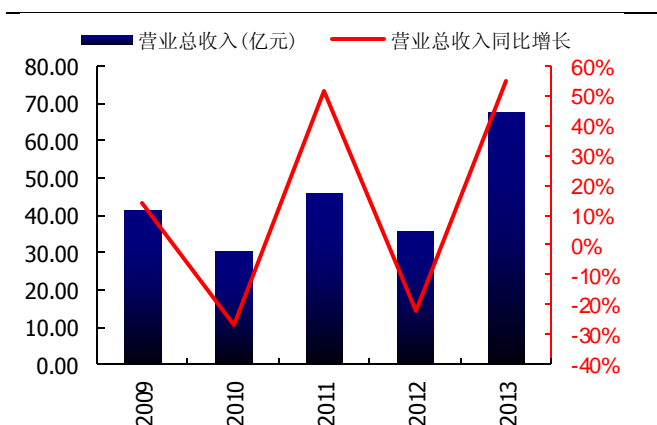
指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	320.52	963.34	2255.36	1152.68	1203.38	1152.56	3249.33
增长率（%）	82.90%	-38.55%	2.07%	39.36%	275.45%	19.64%	44.07%
毛利率（%）	42.00%	45.71%	44.96%	53.36%	56.66%	34.04%	33.31%
期间费用率（%）	80.56%	38.84%	11.30%	21.42%	23.74%	33.07%	8.57%
营业利润率（%）	91.93%	-1.99%	22.18%	19.37%	18.54%	-3.61%	9.93%
净利润（百万元）	226.01	-54.51	283.63	138.04	223.08	-67.68	179.51
增长率（%）	-308.78%	-126.06%	-53.06%	-01.81%	-01.30%	24.15%	-36.71%
每股盈利（季度，元）	0.14	-0.03	0.15	0.08	0.14	-0.03	0.06
资产负债率（%）	74.95%	76.57%	73.84%	74.65%	77.87%	79.66%	78.07%
净资产收益率（%）	3.58%	-0.86%	3.13%	2.07%	3.24%	-0.86%	2.25%
总资产收益率（%）	0.90%	-0.20%	0.82%	0.52%	0.72%	-0.18%	0.49%

观点：

- **公司积极促进销售，业绩显著增长。**2013年，公司营业收入较上年同期增加54.77%，主要结转古北御庭、莫奈庄园、中华企业大厦、南郊中华园等项目，回笼销售资金约54亿元，其中新盘销售约44亿元，存量去化约10亿元。
- **公司项目储备有重大进展。**2013年，公司通过竞标方式获取嘉定安亭项目，通过股权收购实现全资控股上房集团，新增开发面积约144.5万m²，持续经营能力得到明显改善。

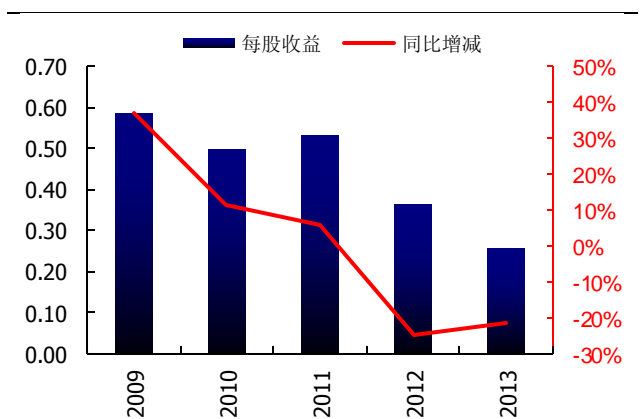
- **公司财务管理加强，资金成本有效降低。**2013年，公司通过长贷换短贷、低息贷换高息贷、银行贷款换信托借款等方式有效降低资金成本，同比上期降低近1.5%。同时申请发行公司债，2013年公司债的发行申报已获中国证监会受理。
- **国企改革或给公司带来新的机会。**公司大股东上海地产（集团）有限公司是上海国资委下属企业，拥有很多优质资源，目前上海正在推行国资改革，大股东很可能将优质资源整合、注入，公司未来发展值得期待。

图 1：营业收入情况



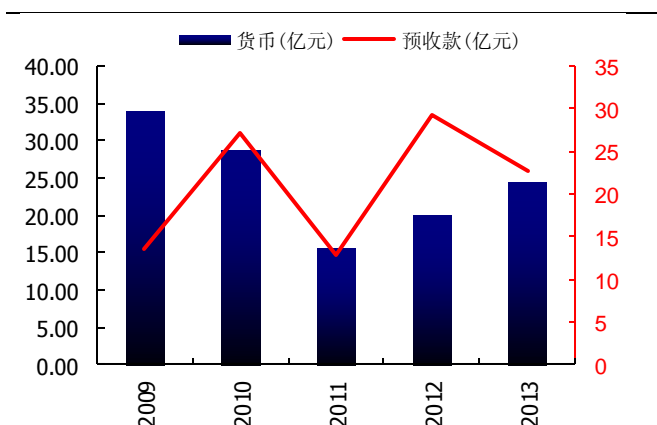
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：每股收益情况



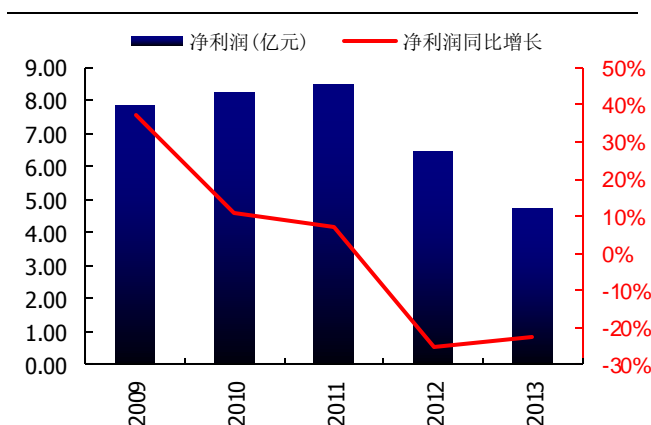
资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：货币和预收款情况



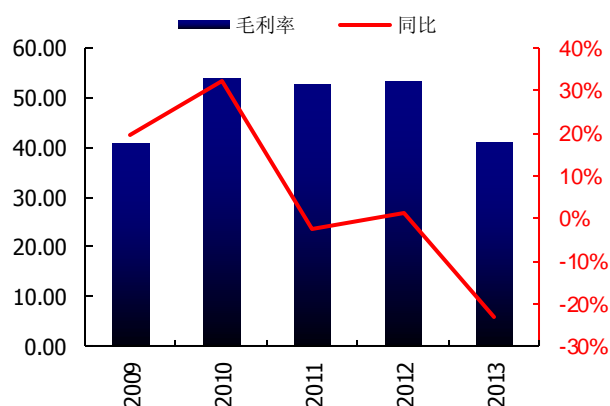
资料来源：公司公告，东兴证券

图 4：净利润情况



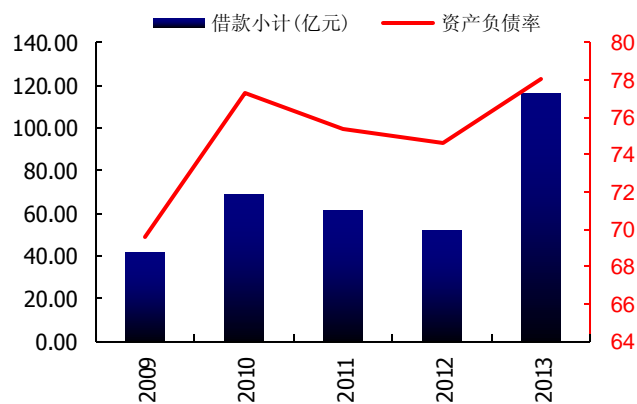
资料来源：公司公告，东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



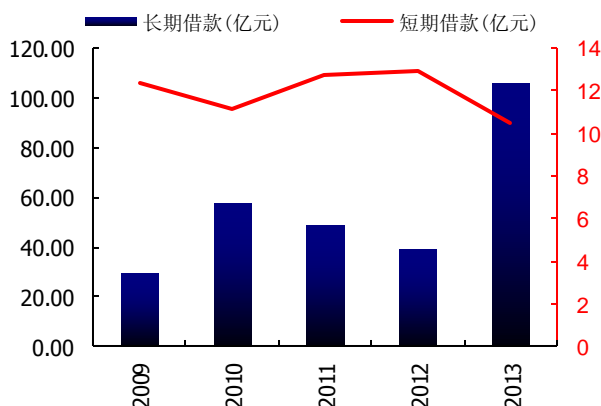
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



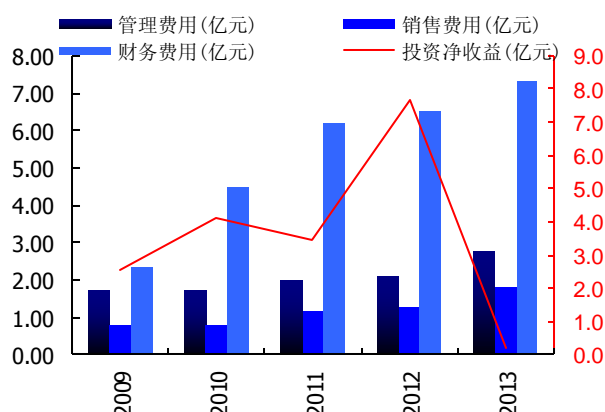
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

公司属于老牌国有房企, 国企改革或给公司带来新的机会。公司做房地产近 60 年, 在消费者中有良好的声誉, 未来发展前景较好。2013 年, 公司业绩显著提高, 综合资金成本有效降低。我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别是 71 亿元、81.2 亿元和 92.3 亿元, 归属于母公司净利润分别为 7.08 亿元、8 亿元和 9.02 亿元, 每股收益分别为 0.46 元、0.51 元和 0.58 元, 对应 PE 分别为 14.04、12.43 和 11.02, 首次给予公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
流动资产合计	19404	30515	39438	45088	51235	营业收入	3583	6758	7100	8120	9230		
货币资金	2003	2443	2840	3248	3692	营业成本	1673	3986	4260	4872	5538		
应收账款	4	36	19	22	25	营业税金及附加	425	756	781	893	1015		
其他应收款	141	135	142	163	185	营业费用	126	182	213	244	277		
预付款项	9	114	114	114	114	管理费用	210	277	320	365	415		
存货	17248	27652	36181	41379	47035	财务费用	651	733	326	380	434		
其他流动资产	0	134	141	162	184	资产减值损失	251.42	115.89	150.00	150.00	150.00		
非流动资产合计	6449	5870	2154	2117	2080	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	2263	1450	1450	1450	1450	投资净收益	766.75	20.25	200.00	200.00	200.00		
固定资产	159.37	177.49	193.76	167.59	141.42	营业利润	1013	728	1251	1416	1600		
无形资产	95	109	98	87	76	营业外收入	25.66	31.55	30.00	30.00	30.00		
其他非流动资产	0	95	0	0	0	营业外支出	2.52	3.67	3.00	3.00	3.00		
资产总计	25853	36385	41592	47204	53315	利润总额	1037	755	1278	1443	1627		
流动负债合计	11622	14128	17138	21599	26427	所得税	391	282	473	534	602		
短期借款	1290	1052	3072	5302	7971	净利润	646	473	805	909	1025		
应付账款	1695	2012	2568	3297	3748	少数股东损益	81	71	97	109	123		
预收款项	2935	2276	3590	5092	6799	归属母公司净利润	565	402	708	800	902		
一年内到期的非流	3010	5429	4700	4700	4700	EBITDA	1806	1684	1614	1833	2071		
非流动负债合计	7679	14279	14900	15262	15655	BPS (元)	0.36	0.26	0.46	0.51	0.58		
长期借款	3900	10567	11067	11067	11067	主要财务比率							
应付债券	1194	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
负债合计	19301	28407	32038	36861	42082	成长能力							
少数股东权益	868	2243	2339	2448	2571	营业收入增长	-21.96	88.59%	5.06%	14.37%	13.67%		
实收资本(或股本)	1556	1556	1556	1556	1556	营业利润增长	-15.54	-28.21	71.89%	13.22%	13.00%		
资本公积	46	67	945	945	945	归属于母公司净利润	76.34%	12.94%	76.34%	12.94%	12.76%		
未分配利润	3639	3621	4152	4752	5429	获利能力							
归属母公司股东权	5684	5735	7215	7895	8662	毛利率(%)	53.30%	41.01%	40.00%	40.00%	40.00%		
负债和所有者权	25853	36385	41592	47204	53315	净利率(%)	18.03%	7.00%	11.34%	11.19%	11.11%		
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	2.19%	1.10%	1.70%	1.69%	1.69%		
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	9.94%	7.00%	9.82%	10.13%	10.41%		
经营活动现金流	1644	-536	-5546	-1734	-2099	偿债能力							
净利润	646	473	805	909	1025	资产负债率(%)	75%	78%	77%	78%	79%		
折旧摊销	141.23	223.16	0.00	37.04	37.04	流动比率	1.67	2.16	2.30	2.09	1.94		
财务费用	651	733	326	380	434	速动比率	0.19	0.20	0.19	0.17	0.16		
应收账款减少	0	0	16	-3	-3	营运能力							
预收帐款增加	0	0	1314	1502	1708	总资产周转率	0.14	0.22	0.18	0.18	0.18		
投资活动现金流	973	-1542	3735	50	50	应收账款周转率	57	342	257	389	388		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.67	3.65	3.10	2.77	2.62		
长期股权投资减少	0	0	3590	0	0	每股指标(元)							
投资收益	767	20	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.26	0.46	0.51	0.58		
筹资活动现金流	-2181	1319	2208	2092	2493	每股净现金流(最新	0.28	-0.49	0.26	0.26	0.29		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.65	3.69	4.64	5.07	5.57		
长期借款增加	0	0	500	0	0	估值比率							
普通股增加	141	0	0	0	0	P/E	17.75	24.58	14.04	12.43	11.02		
资本公积增加	98	20	878	0	0	P/B	1.75	1.73	1.38	1.26	1.15		
现金净增加额	436	-760	397	408	444	EV/EBITDA	9.60	14.58	16.08	15.15	14.48		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。