

中华企业（600675）

公司研究/简评报告

重组注入优质资产，转型综合服务商发展可期

—中华企业（600675）调研简报

简评报告/房地产

2018 年 01 月 19 日

一、事件概述

近期我们对上市公司进行了调研，与公司管理层就经营情况和未来发展进行了深入沟通。

二、分析与判断

➤ 受调控政策影响，销售、毛利率有所下滑

根据克尔瑞最新发布的数据，中华企业 2017 年实现销售金额 91.4 亿，同比下降 24.3%。销售额相比 2016 年下降的原因主要是公司的外地项目受“五限政策”的调控影响较大，市场价格受到抑制。2017 年前三季度毛利率为 20.99%，比去年同期下降 11.85 个百分点，毛利率下降系 2017 年结转的项目利润空间较小而导致。我们认为，随着今年以来分类调控的推进，调控政策加紧的空间有限，公司销售额与毛利率均有望回升。

➤ 上海地产旗下开发平台，项目稀缺性强

公司控股股东上海地产集团隶属于上海市国资委，是上海国资体系中最大的地产开发企业。重组计划完成后，上海地产预计将持有公司 34.07 亿股份，约占增发后总股本的 67.1%（假设募集配套资金按照发行前总股本 20% 的上限发行），为公司绝对控股股东。中华企业作为上海地产旗下地产业务开发平台，未来公司将不断以城市更新为主要形式进行拓展。建设中的上海三林项目与宝山顾村项目，地块稀缺性较强，未来收益可期。

➤ 拟注入中星优质资产，区域优势得到强化

为避免同业竞争，上海地产集团于 2007 年作出承诺将对下属中华企业、上房集团和中星集团三个房地产开发平台进行整改重组。2013 年公司完成对上房集团的收购，2017 年 12 月 15 日，公司重组方案获得证监会有条件通过，该方案具体内容为向地产集团发行股份及支付现金购买中星集团 100% 股权，并向华润置地控股、平安不动产非公开发行股份募集配套资金。

此次重组将会带来中星集团资产的注入，促进规模的扩张，强化公司在上海地区的优势地位。中星集团将带来项目约 20 个，建筑面积总计约 200 万平方米，其中上海地区项目面积占比达 45%。诸如公园道壹号院、陆家嘴壹号院与洋泾等项目，地理位置优越，定位高端，预计售价高，且拿地时间普遍较早，成本相对较低。此类项目进入结算周期后将提升净利率。此外，公司原有布局主要集中在江浙沪地区，重组完成后公司布局将扩大到合肥、扬州等十个城市，补充了土地储备。

➤ 引入战略投资者，提升公司开发水平

公司实施重组方案，拟向华润置地控股与平安不动产非公开发行股份募集配套资金，引入新资本。借助本次重组之机，中华企业有望与华润控股、平安不动产等企业进行更深度战略合作，促进股权结构的进一步优化。公司自 2016 年起一直致力于内部组织架构的调整，此次华润等战略投资者的引进，将会带来先进的管理体系与管理理念，有利于提升开发能力、治理能力和综合服务能力，增强公司在行业内的竞争力。

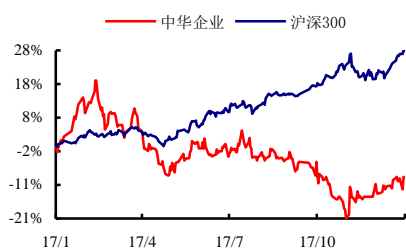
强烈推荐 首次评级

当前价格（元）： 6.34

交易数据 2018-1-17

近 12 个月最高/最低	8.34/5.55
总股本（百万股）	1,867
流通股本（百万股）	1,867
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	119
流通市值（亿元）	119

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：王嵩

执业证号：S0100117080065

电话：021-60876717

邮箱：wangsong@mszq.com

相关研究

➤ 向房地产开发及综合服务商转变

中华企业正处于改革转型的重要阶段，即由单一住宅产品提供商逐步向房地产开发及综合服务商转变。公司设立社区运营事业部，以自持的古北物业及拟注入的中星集团中城物业为基础，开展养老、社区学堂等配套项目，力争能覆盖到衣食住行各方面，全力培育和打造市场化房地产开发及综合服务商的核心能力。我们认为，公司深耕上海多年，同时享有较多地理位置优越的优质物业，此次积极转型综合服务商，将有利于公司形成新的业绩增长点。

三、盈利预测与投资建议

受益于重组的实施与当下国企改革的不推进，中华企业作为上海地产旗下地产业务开发平台的优势日益突出。同时，中星集团优质项目的注入以及华润等战略投资者的引入有利于公司基本面的改善。公司从单一住宅产品提供商逐步向房地产开发及综合服务商转变，未来将培育新的业绩增长点。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.35、0.43 和 0.52 元，对应 PE 为 18.3、14.9 和 12.2 倍。首次覆盖，给予公司强烈推荐评级。

四、风险提示：

重组进展低于预期，房地产调控进一步加深。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	14,197	12,209	13,308	15,252
增长率（%）	205.0%	-14.0%	9.0%	14.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	655	650	796	975
增长率（%）	126.4%	-0.8%	22.4%	22.5%
每股收益（元）	0.35	0.35	0.43	0.52
PE（现价）	18.2	18.3	14.9	12.2
PB	3.6	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	14,197	12,209	13,308	15,252
营业成本	10,057	9,153	10,008	11,886
营业税金及附加	1,794	769	865	976
销售费用	247	672	732	839
管理费用	280	708	759	854
EBIT	1,820	907	945	696
财务费用	926	(65)	(123)	(83)
资产减值损失	(217)	1	(0)	0
投资收益	579	100	20	300
营业利润	1,690	1,001	1,238	1,479
营业外收支	36	0	0	0
利润总额	1,726	1,047	1,281	1,521
所得税	838	292	357	424
净利润	888	755	924	1,096
归属于母公司净利润	655	650	796	975
EBITDA	1,912	954	992	745

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6511	12310	8234	2819
应收账款及票据	52	27	26	31
预付款项	3	0	0	0
存货	18140	14670	18590	24424
其他流动资产	132	132	132	132
流动资产合计	25660	28045	27964	28521
长期股权投资	1079	1079	1079	1079
固定资产	93	93	93	93
无形资产	75	75	75	75
非流动资产合计	4769	4650	4752	5104
资产合计	30428	32695	32716	33625
短期借款	20	0	0	0
应付账款及票据	3564	3762	4113	5373
其他流动负债	203	203	203	203
流动负债合计	15865	18727	20281	23944
长期借款	1262	1262	1262	1262
其他长期负债	8551	7201	4744	894
非流动负债合计	9813	8463	6006	2156
负债合计	25678	27191	26288	26100
股本	1867	1867	1867	1867
少数股东权益	1491	1596	1724	1846
股东权益合计	4750	5505	6428	7525
负债和股东权益合计	30428	32695	32716	33625

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	205.0%	-14.0%	9.0%	14.6%
EBIT 增长率	907.9%	-50.2%	4.2%	-26.3%
净利润增长率	126.4%	-0.8%	22.4%	22.5%
盈利能力				
毛利率	29.2%	25.0%	24.8%	22.1%
净利润率	4.6%	5.3%	6.0%	6.4%
总资产收益率 ROA	2.2%	2.0%	2.4%	2.9%
净资产收益率 ROE	20.1%	16.6%	16.9%	17.2%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.2
速动比率	0.5	0.7	0.5	0.2
现金比率	0.4	0.7	0.4	0.1
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	0.7	0.8	0.7	0.7
存货周转天数	795.3	585.0	678.0	750.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.3	0.4	0.5
每股净资产	1.7	2.1	2.5	3.0
每股经营现金流	4.8	3.8	(0.9)	(1.0)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	18.2	18.3	14.9	12.2
PB	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	7.8	8.2	9.5	14.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	888	755	924	1,096
折旧和摊销	(125)	48	47	49
营运资金变动	8,078	6,378	(2,440)	(2,310)
经营活动现金流	8,986	7,105	(1,682)	(1,907)
资本开支	57	(48)	(43)	(42)
投资	1,281	70	(150)	(400)
投资活动现金流	1,627	148	63	342
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(7,184)	(1,350)	(2,457)	(3,850)
筹资活动现金流	(7,940)	(1,454)	(2,457)	(3,850)
现金净流量	2,674	5,799	(4,076)	(5,415)

资料来源: Wind、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

王嵩，浙江大学会计学硕士，曾经从事三年房地产信托业务。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。