

国企背景更显优势 重组革新再度启航

核心观点：

- 国家队出身的上海地方老牌开发商。自1993年上市以来公司一直是上海地方国有控股企业，2017年公司明确在上海地区深耕细作，同时从健康度、核心能力、市场机制三方面提升公司运营水平的发展战略。
- 开发销售产品佳，经营业务收益稳。2018年上半年，公司累计签约金额25.99亿元，签约面积12.24万平方米，2017年已售部分项目如尚江豪庭位置极佳。截至2018年二季度末，公司持有建筑面积39.15万平方米的高品质经营性物业，如中华企业大厦、中星城等。
- 倚靠地方大型国企背景，具有拿地优势。上海土地市场土地供应日渐趋紧，而2018年前8月上海土地市场上地头蛇拿地超过大房企。母公司上海地产一直以来具有较强的拿地能力，同时，公司具有对接其土地的优势。
- 重组收购中星集团，资源整合更具发展能力。2018年5月公司完成对所属同一母公司的中星集团的收购，通过中星注入的房产开发项目具有极高的位置优势，而注入的投资性物业体量大，出租率高，租金流入稳定。公司整合资源后或将进一步提升整体运营、盈利能力。
- 引入战略投资者，为业务多元化保驾护航。通过重大资产重组，华润置地将成为公司的第二大股东。2018年7月华润置地两名高管入驻公司，或将利用华润置地的经营经验优化公司的开发销售、商业地产项目。而平安不动产持股或将有助于拓宽公司融资渠道，推进地产金融模式。
- 公司盈利能力向好，偿债能力稳健。公司近两年期间费用率、存货跌价的降低使得盈利能力逐步提高，融资成本、扣预收账款的资产负债率的降低以及充沛的现金流证明公司稳健的偿债能力。与中星集团并表后业绩更佳。
- 投资建议。基于对公司开发项目储备以及对上海房地产市场销售行情的考虑，我们预计公司2018-2020年的每股收益分别为0.53元、0.61元和0.65元。以10月29日6.01元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为11.3倍、9.85倍和9.2倍，市净率4.14倍。根据公司目前储备项目，我们计算的RNAV为7.78元。当前A股价格相对于RNAV折价23%。参照可比公司估值水平，公司2018年的动态市盈率为11.2倍，低于均值12.22倍，具有吸引力，我们首次覆盖给予“推荐”评级。

中华企业 (600675.SH)

推荐 首次评级

分析师

潘玮 房地产行业分析师
电：(8610) 6656 8212
邮：panwei@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511070002

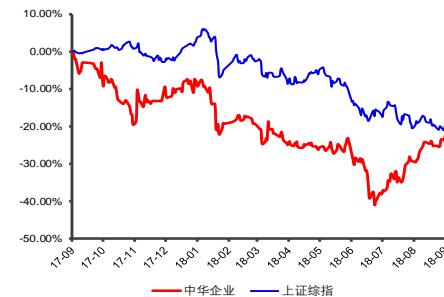
相关研究

【银河地产】八月过半，淡季调控继续，供需回暖可期-2018.08.14

【银河地产】七月过半，成交回暖可期，库存低位企稳，房价上行承压-2018.07.25

市场数据	时间	2018.10.29
A股收盘价(元)		6.01
A股一年内最高价(元)		6.58
A股一年内最低价(元)		4.0
上证指数		2542.1
总股本(万股)		4706.70
实际流通A股(万股)		1867.06
流通A股市值(亿元)		112.2

相对上证综指表现图



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 住宅、商业销售价格：新房销售受到经济增速放缓、房地产市场调控的影响，但是考虑到公司销售项目主要位于上海，我们假设公司销售项目 2018-2020 年价格的变化幅度分别为 5%、5% 和 5%。

(2) 出租物业租金收入：我们假设前 10 年租金收入每年增长率 2%，后三十年租金不变。

(3) 融资成本：公司背靠地产集团，融资成本近年有所下降，假设融资成本为 5.83% 不变。

我们与市场不同的观点：

市场认为房地产企业目前经营困难，前景堪忧。我们的不同观点是：房地产开发企业盈利难主要是拿地难，同时新房限价所致。我们认为公司具有克服拿地难的国企背景优势，可以对接母公司的土地资源，以低于市场的成本储备土地。同时，上海作为人口不断流入的、经济发达的一线城市，其住宅和商业的需求都将呈现逐年上升的趋势。公司深耕上海地区，项目的推盘销售较容易，风险较低。

估值与投资建议：

基于对公司开发项目储备以及对上海房地产市场销售行情的考虑，我们预计公司 2018-2020 年的每股收益分别为 0.53 元、0.61 元和 0.65 元。以 10 月 29 日 6.01 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 11.3 倍、9.85 倍和 9.2 倍，市净率 4.14 倍。参照可比公司估值水平，公司 2018 年的动态市盈率为 11.3 倍，低于均值 12.22 倍，具有吸引力。根据公司目前储备项目，我们计算的 RNAV 为 7.78 元。当前 A 股价格相对于 RNAV 折价 23%。

房地产市场宏观调控力度不减，上海土地市场准入资格趋严，凭借母公司上海地产集团作为上海地方大型国有综合开发企业的优势，公司作为母公司旗下唯一住宅、商业开发销售平台，具有极高的拿地优势。中星集团优质资产的注入，使得公司业绩在较长的一定时期内都有所提升。而华润高管的进驻更将优化公司在房地产开发销售各环节的经营效率。公司业绩存在向好趋势，未来成长空间广阔，我们继续给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

- (1) 大股东地产集团增持。
- (2) 中星集团资产注入带来业绩提升。
- (3) 华润高管入驻优化公司运营效率。

主要风险因素：

- (1) 若房地产价格出现大幅下跌，将会降低销售业绩，进而影响公司盈利水平。
- (2) 若融资环境进一步恶化，则公司成本增加，利润或会受到影响。

目录

一、上海地方老牌开发商	3
(一) 国家队血统出身，上市 25 载	3
(二) 明确在上海地区深耕细作的发展战略	3
二、开发销售产品佳，经营业务收益稳.....	5
(一) 房产销售业务产品品质高，位置好	5
(二) 经营性物业客源稳定，租金收益可观	7
三、倚靠地方大型国企背景，具有拿地优势	9
(一) 上海土地市场地方企业更有拿地优势	9
(二) 上海地产集团拿地能力强，中华企业具有对接优势	10
四、重组收购中星集团，资源整合更具发展能力	12
(一) 重组背景、过程	12
(二) 中星集团——母公司精心挑选的大礼包	14
五、引入战略投资者，为业务多元化保驾护航.....	18
(一) 华润置地——住宅开发、商业运营的导师	18
(二) 平安不动产有望协助推进地产金融模式	20
六、财务分析与估值.....	21
(一) 盈利向好，偿债能力稳健	21
(二) 盈利预测	24
(三) 投资建投	25
七、风险因素分析	25

一、上海地方老牌开发商

(一) 国家队血统出身，上市 25 载

中华企业股份有限公司（简称“公司”）是上海解放后第一家专业从事房地产开发经营的企业，主要从事房地产经营和开发。公司上市以来发展历程如下：

表 1：公司发展历程

年份	事件
1993	中华企业在 A 股上市，国家股股东占 74.57%。
1996	上海市房屋土地管理局成立了上海房地集团，并将手中的中华企业全部国家股交给后者
2000	中华企业成功实施了重大资产重组，完成了对上海古北（集团）有限公司和上海房地产经营（集团）有限公司的资产并购，三家同属国家一级资质的大型房地产企业的强强联合，实现了资源、优势互补，壮大了主营业务，改善了资产结构。
2002	国资委出资，成立了地产集团。
2003	上海房地集团的全部股权，无偿划转至地产集团。
2004	地产集团证券过户为中华企业控股股东，占股 36.36%。上海市国资委通过地产集团，就此成为中华企业的大股东。
2005	股权分置改革推行，部分非流通股对价换取上市流通权。经过三次转换，截至 2010 年 12 月，地产集团的全部股份上市流通，中华企业全部转为流通股。 地产集团作出避免同业竞争承诺：1、凡公司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公司业务相同的公司；3、在未来 2-3 年内，地产集团将采用分步走的办法，对下属房地产开发企业进行梳理，并在条件成熟时候，对下属从事房地产开发业务的公司采取改制、业务重组、资产转让等措施落实避免同业竞争承诺。
2010	上海地产集团以 8.3 亿元转让上海房地（集团）有限公司 40% 股权给中华企业。
2013	上海地产集团以 12.76 亿元转让上海房地（集团）有限公司 60% 股权给中华企业。
2017	中华企业转让全资子公司上房集团、上海杉野置业有限公司 100% 股权。 中华企业通过重大资产重组收购中星集团 100% 股权，目前中华企业的控股股东为上海地产(集团)有限公司 (72.38%)，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

公司对组织管理架构进一步完善。2017 年公司从原先的“四大中心六个事业部”调整为“六个事业部+五个中心+三个部门”的扁平化组织管理架构。公司的总经理室下设居住产品开发、商业办公开发、社区运营、城市更新服务、投融资拓展和资产运营六个事业部。五大中心为，品牌与客户中心、战略投资中心、产品研发中心、财务资金中心和人力资源中心。中心实施投资决策、战略管控，事业部作为经营实体、利润中心，项目公司对项目建设进行管理，同类项目向事业部归并集中，由事业部统一运营管理的经营管理模式。在此架构下，公司编制优化各类管理制度和实施细则，提升管理能级，使资金管理更加合理、资产管理更加高效、流程管理更加规范、成本管理更加到位、风险管理更加严谨。

(二) 明确在上海地区深耕细作的发展战略

公司目前主要在上海进行房地产开发销售经营活动，同时也在苏州、杭州等周边地区布局了项目。但是公司最新的发展战略为：成为上海区域一流的房地产开发及综合服务商。主要包

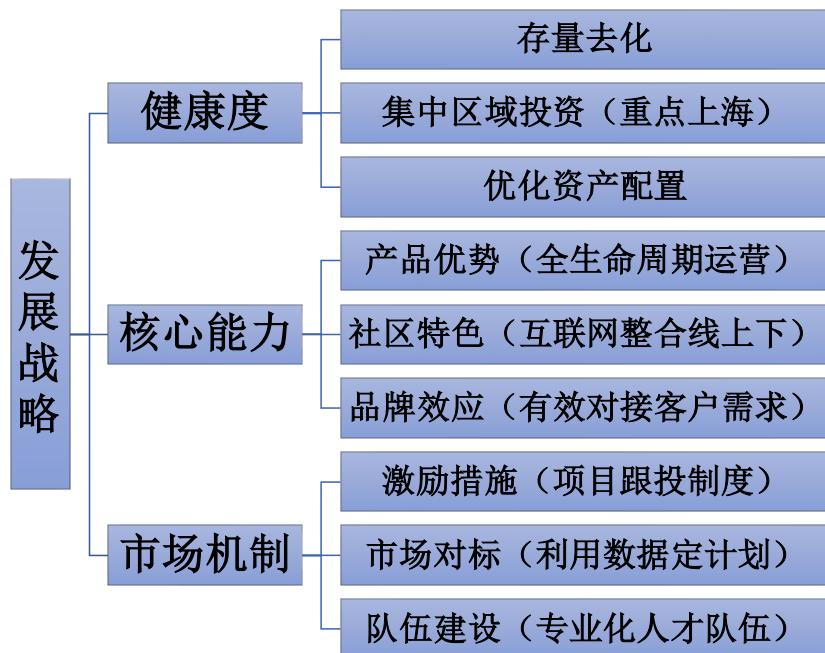
括以下内容：

第一，以健康持续发展为主线，公司将逐步从房地产开发商向房地产开发及综合服务商转型，从开发住宅产品向提供居住产品转型，从个性化开发向产品标准化和生产工业化转型，从单一小区开发向多级联动、项目代建和资产运营等多元开发转型。

第二、公司将着力构建区域规划能力、配套实施能力、地产开发能力、社区运营能力等核心竞争力，以开发模式转变、产品模式转变、服务模式转变作为实施保障，实现企业转型发展战战略。

第三、公司将调整优化产业结构，增加自身造血功能，积极寻求新的利润增长点。通过建立产品功能和社区配套服务联动发展，资产经营和资本运作双轮驱动的投资运营模式，形成以开发建设为业务切入点、以增值服务为利润增长点，以轻资产运营为风险控制点的盈利新模式。

图 1：公司发展战略



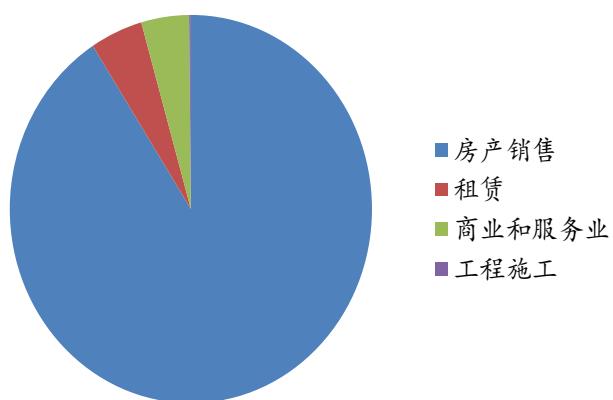
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2017 年公司为实现发展战略做出了切实的努力。具体而言，1、为实现有效对接客户需求的核心能力，公司 2017 年以尚江豪庭为试点实施可定制精装修房。努力实现在项目拿地开发前客户有量、需求有数、产研有据、拿地有底。2、为充分利用数据完成市场对标，公司 2017 年通过市场调研，深度锁定目标客户，重点开展主力大空间户型组合试验和小楼样板房试搭、试建工作，为公司后续推出创新型居住产品夯实基础。3、为利用互联网整合线上线下，公司推进中华家圆系统逐步上线，深化“我与家圆”、“我看项目”和“美好生活”三大板块客户端、工作端流程设计，不断推进公司信息化系统实施。

二、开发销售产品佳，经营业务收益稳

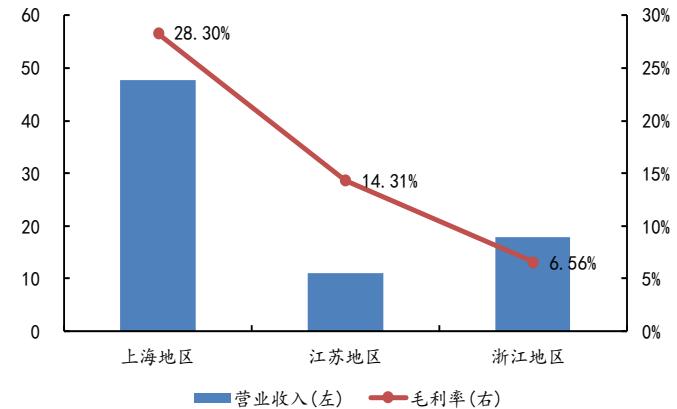
营收、利润主要来自上海。公司主营业务为住宅开发与销售。2017 年分别在房产销售和房屋租赁上实现营业收入 69.51 亿元、3.58 亿元。从业务地区布局来看，2017 年实现的营业收入在上海地区最多，为 47.64 亿元；同时，上海地区的毛利率也最高，为 28.03%。因此，公司在新的战略中选择剥离低效资产、集中投资上海地区是合理的。

图 2：公司 2017 年各业务营收占比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 3：公司 2017 年营业收入（亿元）、毛利率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

（一）房产销售业务产品品质高，位置好

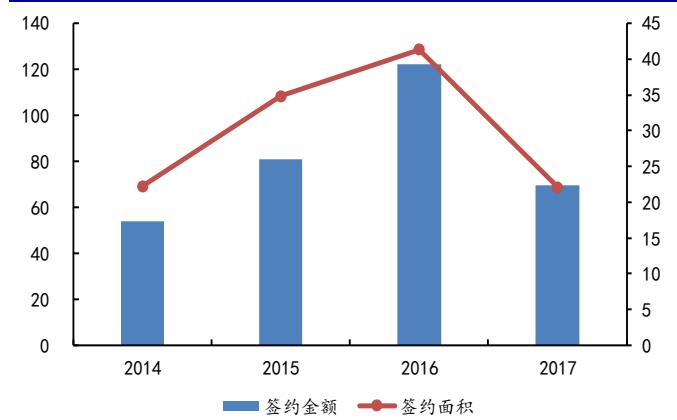
近两年，中华企业开发项目规划建筑面积较为稳定，大约为 208 万平方米，开发项目数量为 11 个。中华企业房产销售业务的产品，如中华园系列、春城系列、古北系列等住宅项目均获得客户好评。2018 年上半年，公司累计签约金额 25.99 亿元，签约面积 12.24 万平方米，2017 年公司主要住宅项目实现签约金额 69.65 亿元，签约面积 22.10 万平方米，实现资金回笼 82.95 亿元。其中，尚江豪庭位于核心城区徐汇区，具有极佳的地理优势。2018 年度计划尚江豪庭二期和苏州燕回平门里竣工面积 14.07 万平方米。

图 4：开发项目规划建筑面积（万平方米）、数量（个）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 5：签约金额（亿元）、面积（万平方米）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 2：公司 2017 年房产销售情况

序号	地区	项目	经营业态	可供出售面积 (m ²)	已预售面积 (m ²)
1	上海市	美兰湖中华园·铂珏	住宅	2,706.09	578.1
2	上海市	印象春城	LOFT	286.43	46.2
3	上海市	松江誉品谷水湾	住宅	3,227.22	3227.22
4	上海市	朱家角香堤艺墅	住宅	11,798.53	10,502.66
5	上海市	古北萃庭	住宅	405.28	223.28
6	上海市	尚汇豪庭	住宅	40,722.25	32,337.02
7	上海市	古北香堤岭	住宅	928.67	560.48
8	江苏省	江阴中企上城	住宅	114,520.14	45,831.64
9	江苏省	无锡中城誉品	住宅	98,906.00	3,832.43
10	江苏省	江阴尚海荟	住宅	35,494.06	31,251.15
11	浙江省	艮山府	住宅	127,751.32	92,585.99

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

印象春城

印象春城位于上海市浦东区周浦镇南江周康板块，毗邻周浦镇中心。该项目建筑面积达 56 万平方米，其总共分为 6 个街区建设。第一、二街区为花园洋房和联排别墅，第三、四、五街区为高层公寓，第六街区为商业配套。

图 6：印象春城照片


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 7：印象春城位置


资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

美兰湖中华园

美兰湖中华园位于上海知名的高尔夫生态居住区，项目临近轨交 7 号线美兰湖始发站，南面与北欧新镇核心配套区一河之隔，东临美兰湖 36 洞高尔夫球场，西靠成熟社区美兰湖畔雅苑，北至美丰路。项目占地面积 116954 平方米，总建筑面积 199469 平方米，其中：容积率 1.19，绿化率 38.50%，车位配比：1: 0.72 公建配套：2970.15 平方米。社区内完好保留了地块原有的纯天然环形河道，近 70% 建筑临水而居，形成了中央天然独立岛屿、四周流水半岛的生态水岛格局，项目五大组团建筑堆坡而筑，形成了阳光地下空间、下沉式庭院等创新空间。

图 8：美兰湖中华园照片


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 9：美兰湖中华园位置


资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

尚江豪庭

尚江豪庭项目位于上海市徐汇区田林社区，紧临中山西路内环，在宜山路、中山西路、华石路、蒲江塘围合范围内，地块分南、北两块，总用地面积 11.79 万平方米，建筑面积 38.59 万平方米。项目由中华企业携手大华集团，坚持在底蕴深厚的徐汇核心区域，通过与一流的建筑和景观设计公司合作，旨在打造出海派怀旧感的社区。尚江豪庭所有房型南北通透，套内活动流线顺畅，功能房间方正实用，单元楼设置地下、地上精装修的双大堂，部分多层住宅还做到专享庭院、专享电梯厅、专享车库，以及超大面积的景观露台。

图 10：尚江豪庭照片


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 11：尚江豪庭位置


资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

（二）经营性物业客源稳定，租金收益可观

截至 2017 年底，中华企业持有建筑面积 128,466.36 平方米的经营性物业，例如标志性物业中华企业大厦（古北国际财富中心二期）和历史保护建筑淮海公寓，这些高品质经营性物业持续为公司带来稳定的现金流和较好的经营收益。中星资产注入后，截至 2018 年二季度末，公司持有建筑面积 39.15 万平方米经营性物业。

表 3：公司 2017 年房产出租情况

序号	地区	项目	经营业态	建筑面积(平方米)	租金收入(万元)
1	上海长宁区	古北国际财富中心二期	办公	63779	19816.63
2	上海长宁区	古北国际财富中心二期	商业	60287.36	9462.1
3	上海徐汇区	淮海公寓	住宅	4400	834.27
		零星物业			5735.34
合计				128,466.36	35,848.34

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

淮海公寓

修建于上海 20、30 年代的 ARTDECO 风格的建筑，坐落于最具历史沉韵的淮海中路。淮海公寓的客人和业主是各个领事馆的达官显贵和世界五百强的高层，针对这一客户群，对淮海公寓的改造主要从平面功能入手，包括门禁设置、客人和业主的行李运行、电梯厅、客人和业主的入户以及顶层的私人会所。

图 12：淮海公寓照片


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 13：淮海公寓位置


资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

古北国际财富中心

位于古北商务分区，虹桥路、玛瑙路路口，项目规划建筑面积为 19 万平方米，总高 30 层，其中地下一层至七层裙楼为高岛屋百货公司，八楼以上是国际级超 5A 甲级写字楼，由立方体的办公塔楼和台形的商业楼嵌合为一体的建筑造型。项目的建筑设计基本理念在于把自然和都市、文化和技术、购物和工作融为一体，建立新型的国际性商务空间。

图 14：古北国际财富中心照片



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 15：古北国际财富中心位置



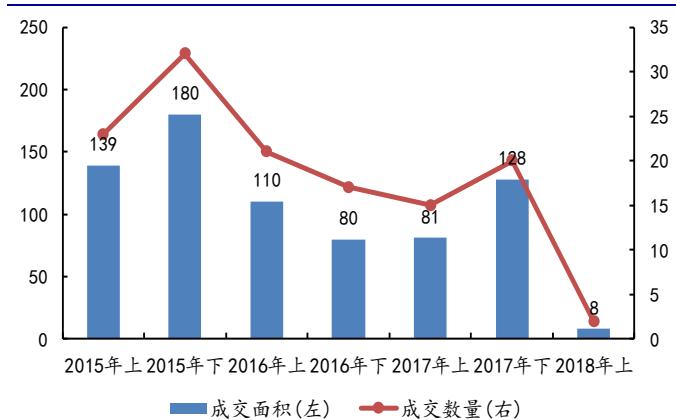
资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

三、倚靠地方大型国企背景，具有拿地优势

(一) 上海土地市场地方企业更有拿地优势

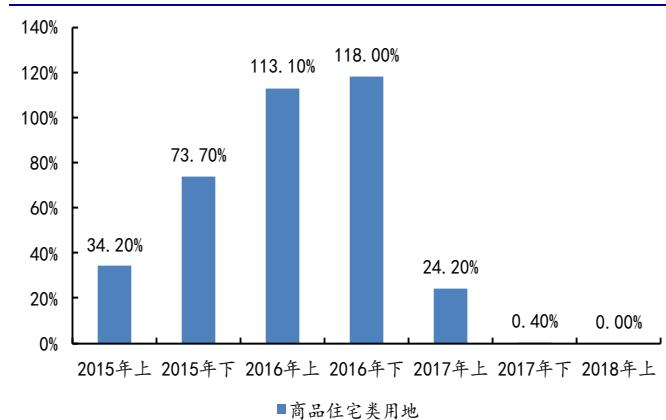
上海土地市场供应日渐趋紧。中指数据显示，2018年7月全国住宅用地成交总价TOP10的拿地房企主要为国有企业和大型房企。而上海近几年土地供应也并不宽松，今年上半年上海市仅有两幅含商品住宅属性用地成交，远低于往年水平，宅地市场进入了罕见低点。另一方面，今年以来，土地市场延续了去年低溢价率的局面，仅有的两幅商品住宅类用地均以底价成交。

图 16：商品住宅属性用地成交情况



资料来源：上海链家，中国银河证券研究院

图 17：商品住宅类用地溢价率



资料来源：上海链家，中国银河证券研究院

上海土地市场当地企业大过大房企。从2018年1月至8月成交土地面积排行前二十(住宅用地,商服用地)我们可以看到，除万科以外，竞得方几乎都为“上”字打头的上海地方房企。要深耕上海市场，未来中华企业倚靠上海地产集团将具有更大的优势。

表 4：2018 年 1 月至 8 月上海市成交土地面积排行前二十(住宅用地,商服用地)

排名	区域	土地面积 (m ²)	规划建筑 面积(m ²)	成交总价 (万元)	楼面价 (元/m ²)	溢价率 (%)	竞得方
1	浦东新区	254,362	1,353,203	1,377,272	10,178	0.01	上海地产(集团)有限公司,上海浦东轨道交通开发投资(集团)有限公司,上海申通地铁资产经营管理有限公司
2	浦东新区	221,000	221,000	131,000	5,928	--	万科企业股份有限公司
3	浦东新区	125,316	187,974	86,242	4,588	0	上海地产中星曹路基地开发有限公司
4	闵行区	121,784	283,757	66,590	2,347	141.36	上海东浩兰生国展置业有限公司
5	崇明区	119,288	137,182	29,118	2,123	0	上海崇明生态城镇房地产开发有限公司
6	宝山区	113,180	203,725	427,822	21,000	0	上海顾华房地产开发有限公司
7	青浦区	106,806	216,816	47,167	2,175	2	上海市漕河泾新兴技术开发区发展总公司,上海赵巷商业商务投资发展有限公司
8	浦东新区	99,766	169,603	74,473	4,391	0	上海陆家嘴(集团)有限公司
9	金山区	93,818	234,545	391,691	16,700	0	农工商房地产集团申阳(上海)置业有限公司
10	金山区	78,973	173,741	30,101	1,733	0	上海金镇城镇建设发展有限公司
11	浦东新区	77,559	170,629	52,300	3,065	0	上海中建申拓投资发展有限公司
12	闵行区	71,552	128,794	273,370	21,225	0	南通科闵企业管理咨询有限公司
13	金山区	67,083	147,582	25,680	1,740	0	上海金镇城镇建设发展有限公司
14	浦东新区	66,435	132,870	57,307	4,313	0	上海申悦房地产开发有限公司
15	宝山区	66,300	119,340	68,621	5,750	0	上海煌宏房地产开发有限公司
16	松江区	64,764	129,527	42,853	3,308	0	上海中虹(集团)有限公司
17	松江区	62,694	112,848	40,060	3,550	0	上海中建东孚投资发展有限公司
18	青浦区	56,162	112,324	32,013	2,850	0	上海金盘房地产有限公司
19	嘉定区	52,662	84,260	37,867	4,494	0	上海江桥城市建设投资有限公司
20	宝山区	51,022	127,556	51,610	4,046	0	上海诚卫兴置业发展有限公司

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 上海地产集团拿地能力强，中华企业具有对接优势

中华企业母公司上海地产（集团）有限公司成立于 2002 年，是经上海市人民政府批准成立的国有独资企业集团公司。集团主营业务包括滩涂农业、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、资产运营管理、养老产业、建筑材料十个板块，覆盖了房地产开发的上下游全产业链。截止 2016 年末，集团总资产 21279 亿元，实现营业收入 415.9 亿元，归母净利润 26.89 亿元。

表 5：上海地产业务

业务板块	主要内容	代表性项目/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、宝山顾村大型居住社区拓展区、金山区朱泾镇
综合性房地产开发	各类房屋建设	上河湾、美兰湖铂兰郡
黄浦江两岸开发	黄浦江两岸滨水区域城市更新	老码头、民生滨江文化城

开发区	制造业、创新创业产业园区建设	闵行开发区、虹桥开发区、“零号湾”
建筑材料	建筑材料相关的设计研发、生产制造、工程应用、集成服务	上海建材（集团）有限公司
保障房	保障性住房建设	宝山顾村馨佳园、浦东曹路基地、闵行西郊九韵城
房地产流通服务	住房公积金贷款服务和各类商业性贷款担保；新房销售，贷款服务，房屋置换，房屋租赁，家居装潢等相关服务	上海市住房置业担保有限公司、“居住无忧计划”
资产运行板块	不动产的投资、运营管理和服务资本的运作	自有和授权范围内资产：东湖路9号地产大厦、云海大厦等；部分驻沪总领事馆办公和官邸用房的经营管理，如日、德领馆官邸等；集团部分酒店资产的运营管理，如衡山路12号豪华精选酒店、世博洲际酒店等
养老产业	以上海中心城区的城市级养老机构为核心，社区嵌入式养老机构为布局，推广居家护理服务为目标，逐步建立以医养结合为特色和竞争优势的养老服务网络	上海申养投资管理股份有限公司
滩涂农业	管理全市耕地占补平衡和相关项目的建设用地	崇明北沿、横沙大堤、南汇东滩

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

上海地产集团作为地方大型房企，拥有拿地优势。根据中指数据统计，2017年上海市拿地数量第一名是上海地产集团，拿地12宗，总占地面积417016平方米。2018年2月，上海土地市场有史以来最大宗土拍龙阳路综合地块最终以137.72亿元被上海地产联合体竞得，创下上海土地市场成交纪录，但溢价率也仅有0.007%，楼面价约10000元/平米。

在土地开发这一环节，具体而言，上海地产集团主要负责土地一级开发，开发的体量非常大。中华企业背靠强大的股东上海地产集团，具有优势对接其土地资源，从事二级开发。中华企业获取上海地产集团一级开发完毕的土地有两种方式：

1、分割小的地块，例如三林楔形绿地项目，上海地产采用一二级联动的开发模式。土地使用权的交割原来通过产交平台，现在还增加了股权转让的方式。转让价格还是市场价，但是中华企业有先发优势。

2、大型地块，例如新顾城项目，一级开发完毕后需要在平台进行招拍挂，存在被其他公司拍走的可能性。

表 6：2017 年上海拿地数量前十

	土地数量	总占地面积(m ²)	拿地均价(元/m ²)
上海地产（集团）有限公司	12	417016	9374
万科	7	374431	21509
中海地产	6	306941	21553
华润置地	4	262615	25489
碧桂园	4	237456	16987
光明地产	2	213262	12933
泰禾集团	1	188900	5704

中核房地产	1	168030	9750
陆家嘴	2	153441	5075
新城发展控股	2	152003	19396

资料来源：中指数据，中国银河证券研究院

表 7：上海地产集团 2017 年获取租赁住房用地情况

成交日期	区域	土地用途	土地面积(m ²)	规划建筑面积(m ²)	出让方式	起拍总价(万元)	成交总价(万元)
2017/12/12	黄浦区	租赁住房	20,038	50,095	挂牌	48,949	48,949
2017/10/31	浦东新区	租赁住房	49,165	147,496	挂牌	113,838	113,838
2017/10/31	长宁区	租赁住房	38,132	83,890	挂牌	112,941	112,941
2017/10/31	浦东新区	租赁住房	27,111	81,333	挂牌	54,030	54,030
2017/10/31	浦东新区	租赁住房	38,223	114,670	挂牌	76,186	76,186
2017/10/31	闵行区	租赁住房	10,370	20,740	挂牌	12,824	12,824
2017/9/13	浦东新区	租赁住房	53,108	132,770	挂牌	89,593	89,593
2017/9/13	徐汇区	租赁住房	7,745	13,941	挂牌	9,014	9,014
2017/9/13	浦东新区	租赁住房	17,522	43,806	挂牌	34,484	34,484
2017/9/13	长宁区	租赁住房	9,316	27,949	挂牌	35,669	35,669

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、重组收购中星集团，资源整合更具发展能力

(一) 重组背景、过程

中华企业控股股东地产集团旗下部分市场化房地产开发业务（中华企业、上房集团、中星集团）与中华企业的主营业务构成同业竞争。2013 年，中华企业完成对地产集团所持有的上房集团 100% 股权的收购，上房集团成为中华企业的全资子公司。通过 2018 年的资产重组，地产集团将其控制的除中华企业之外的主要市场化房地产开发业务资产注入中华企业，中华企业成为地产集团旗下市场化房地产项目开发的主要平台。

公司于 2014 年度及 2015 年度连续两年亏损，但在 2016 年公司实现扭亏为盈，并在 2017 年表现良好。本次完成的重组，有机会使得公司在更新战略、整合资源后进一步提升整体运营、盈利能力。本次重组分为两步进行：

1、发行股份及支付现金购买资产

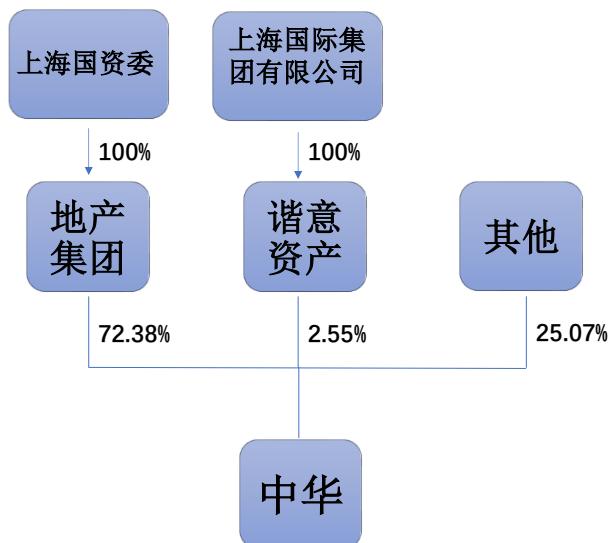
本次交易中，中华企业拟向地产集团发行股份及支付现金购买其持有的中星集团 100% 股权，经交易双方协商确定，拟注入资产的交易价格为 1,747,214.67 万元，其中以发行股份的方式支付交易对价的 85% 即 1,485,132.47 万元，以现金方式支付交易对价的 15% 即 262,082.20 万元。

2、募集配套资金

中华企业拟向华润置地控股、平安不动产非公开发行股份募集配套资金不超过 267,582.20 万元。募集资金扣除相关费用后，拟用于支付本次重大资产重组的现金对价。

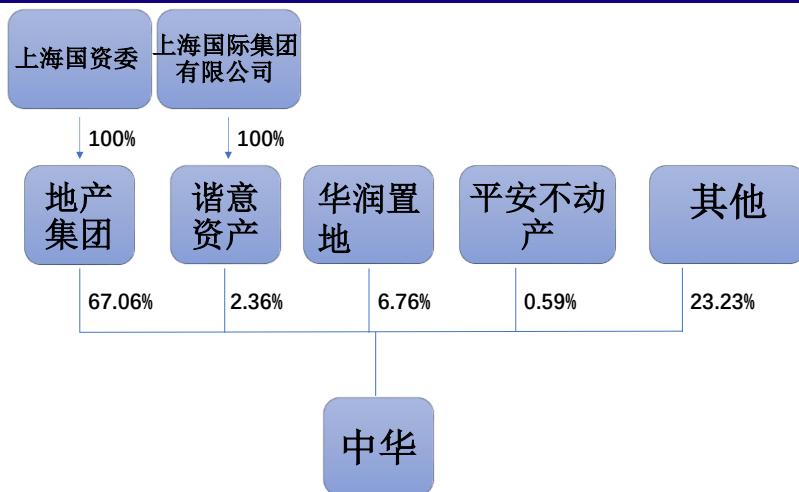
2018年5月22日，公司本次发行股份购买资产的新增股份登记已办理完毕。公司发行股份数量为2,839,641,434股（有限售条件的流通股），已登记至上海地产集团名下，本次发行后公司股份数量为4,706,700,832股，地产集团持有其中72.38%。根据计划，中华企业向华润置地控股和平安不动产发行股份募集配套资金后，华润置地控股、平安不动产将持有6.76%和0.59%的股份。

图 18：公司 2018 年 8 月股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 19：公司定增募集配套资金后股权结构

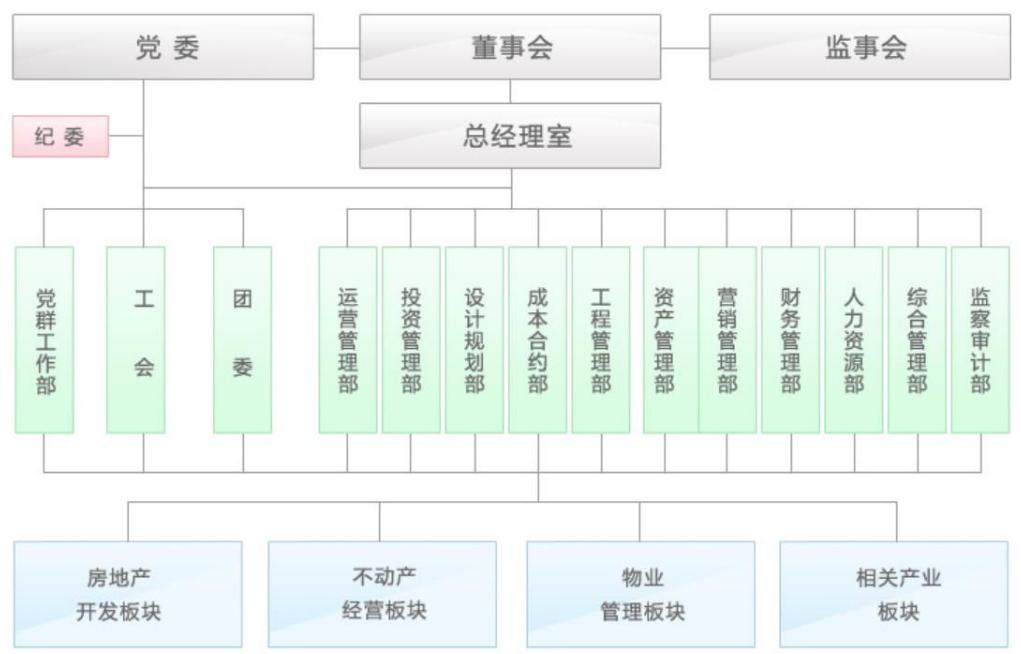


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 中星集团——母公司精心挑选的大礼包

上海中星（集团）有限公司是一家居具有一级房地产开发资质的综合性国有企业。公司成立于1982年，其前身是上海市居住区开发中心，1998年底正式改制为上海中星（集团）有限公司，注册资金10亿元。此次重组前为上海地产集团全资子公司。

图 20：中星集团公司架构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

通过中星注入的房产开发项目具有极高的位置优势。中星集团的主营业务包括住宅开发销售、商业地产销售与经营、物业管理等。房地产开发销售方面，截至2018年4月，中星集团已完工、在建及拟建主要房地产项目位于上海、扬州、昆山、合肥和吉林；同时，在上海的项目有七个都位于黄浦江沿岸，紧邻金融中心陆家嘴，具有较高的价值。

另一方面，这些项目大部分都已获得土地使用权证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和建设工程施工许可证。在项目满足建设投资、施工进度相关要求后，即可获取预售证进行预售，实现资金回笼。

表 8：中星持有项目

子公司	项目名称	类型
扬州置业	877 号地块（中星）项目，	住宅
	中星海上紫郡 B 区项目	商业
镇江置业	跑马山地块一期房地产开发项目	住宅、商业。
富鸣滨江	黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块	商业、办公
	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-4 地块	商业
	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-2 地块	住宅
环江投资	浦东新区黄浦江沿岸 E10 单元 E07-2 地块商业办公项目	住宅、商业。

	浦东新区黄浦江沿岸 E10 单元 E08-1、E06-2 地块商业办公项目	商业、办公
	浦东新区黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	商业、办公
	杨浦区黄浦江沿岸 W7 单元 03I3-06 地块商业项目	商业
	洋泾 23-3 地块项目	住宅
申阳滨江	杨浦区平凉社区 02I5-03 地块项目	办公
旗捷置业	135 号地块项目	住宅
安徽置业	合肥中星城项目（海耀商务中心）	商业
吉林海上	滨江南路北地块 1-2 项目	商业
	滨江南路北地块 1-1 项目	住宅
昆山城际	中华园路商住楼项目	商业、住宅。
中星城镇置业	海上御景苑项目	住宅
馨逸置业	公园道壹号项目南站地区 194-13 地块、278a-06 商品房项目	商品房

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 21：中星集团黄浦江沿岸项目位置



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公园道壹号项目

徐汇公园道壹号位于徐汇宾阳路沪闵路口，接壤徐汇未来 CBD—逾 220 亿重金打造的大型商业项目万科徐汇中心。徐汇公园道壹号为高端住宅社区。项目包括二幢 18 层住宅，一幢 5 层住宅，户型从 90-200 平不等，采有全石材立面并精装交付。

表 9：公园道壹号项目位置特点

商业	中星城家乐福、铂尔曼酒店、漕宝路日月光中心、徐汇万科中心
学校	上中国际、上实国际、上海师范大学、华东理工大学、上海师范附属第三实验学校、望德幼儿园、上海市紫薇实验幼儿园
医院	第八人民医院、八五医院
地铁	地铁梅陇基地、龙华、桂林公园、龙华、桂林路、石龙路、漕溪路、上海南站、漕宝路

其他	漕溪公园、漕溪文体广场
----	-------------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 公园道壹号项目位置



资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

通过中星注入的投资性物业体量大, 出租率高, 租金流入稳定。投资性物业方面, 中星集团持有 17 处出租物业, 均位于上海。大部分的物业在 2017 年 1-6 月出租率都在 90% 以上, 其中 6 处达到 100%, 经营效率良好, 17 处物业总共实现租金收入 8074 万元。

表 10: 中星集团投资性物业

项目名称	项目类型	经营面积 (m ²)	2017 年 1-6 月出租 率	2017 年 1-6 月合 同金额 (万元)
中星大厦	旅馆	11902.71	100%	240
江宁路 167 号 (新城大厦)	办公、商业、特种用途	19767.31	96%	1001
蓝村路 518-522 号 (双) (南泉一街坊)	店铺	12632.58	100%	461
凉城购物中心	综合	44912.35	99%	1616
中星城办公楼 (浦北路 7 号)	特种用途、办公、店铺	44319.07	76%	1885
中星城商业 (浦北路 9 号)	商业、文化、酒店、办公	48502.1	98%	1021
梅岭北路 1187、1191-1205 (单) 号 1-3 层	住宅、商业用地	4,546.36	92%	106
共和新路 4460、4452 号全栋	商场店铺	3,069.17	10%	20
潍坊路 172-200 号 (双)	商场	4,311.89	97%	202
钦州路 828 号全栋	办公	3,034.63	44%	55
西营路 70-92 号 (德州 A-7 商)	商业用地	8,264.73	100%	238
宁海东路 200 号 (申鑫大厦)	办公	5,257.36	100%	224
泾西二期五街坊张扬路 1811 弄 2-4 号(101/201)	会所	2,050.53	100%	16
海上名邸公建 (桂林东街 28 弄 1-21 号, 桂林东街 18、20、	商业文化综合 楼、民	8,320.46	98%	361

22 号, 桂林路 9-27 (单)号, 浦北路 177-237 (单)号)	防工程、车位、变电站			
东陆商铺 (归昌路 289-319 号、329 号、333-349 号、353-385 号)	商业金融	2,056.91	68%	48
中星恬园 (民生路 999 弄 1-9、16-36 号)	住宅	2,990.31	100%	75
海上硕和城 (安波路 533 弄 6 号)	商业办公	10,524.97	97%	505

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中星城

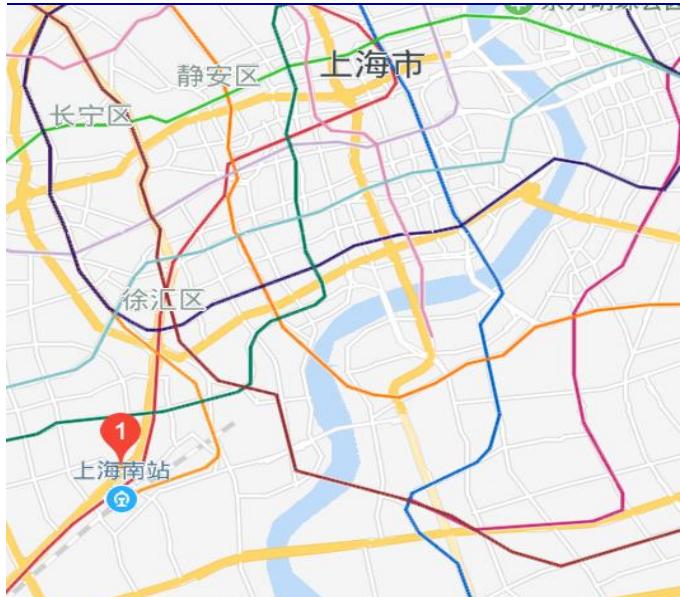
项目位于上海市南徐家汇，毗邻沪闵路高架，南临柳州路，西北至浦北路，其距离徐家汇城市副中心约 3 公里，距离上海虹桥机场约 10 公里，距离上海浦东机场约 40 公里，对外通达性良好。卓越的办公环境，办公楼大堂二层挑空，营造出商务氛围的空间效果；中心核心筒形式的平面布局，使办公空间最大限度实现自然采光，提高得房率和单元利用效率；先进的硬件设施，一流的物业管理，办公楼在硬件上达 5A 甲级标准。

图 23：中星城商办楼照片



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

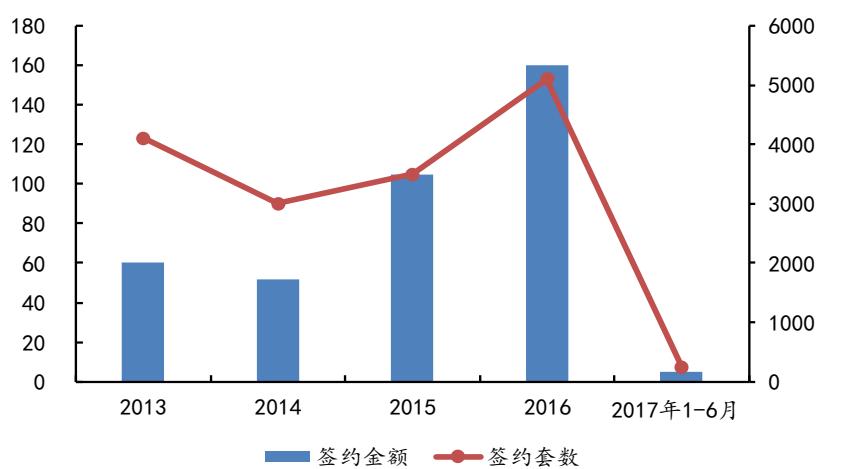
图 24：中星城商办楼位置



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

通过中星注入了房地产其他业务资产，有助于拓展收入来源。房地产相关服务业务方面，本次交易的资产中包括了中星旗下金丰易居、申城物业等从事房地产销售代理、物业管理等业务的公司。截至 2017 年 6 月 30 日，金丰易居在案销售代理项目 14 个，自 2014 年以来代理项目近 40 个，累计代理项目超过 300 个，涵盖住宅、商业、酒店、办公等多种业态类型；中星集团下属物业管理公司管理物业总面积超过 800 万平方米。整合中星的房地产相关服务业后，有助于中华企业快速发展其除房地产开发销售以外的业务能力，创造新的利润增长点，实现其向房地产综合服务商转型的战略目标。

图 25：金丰易居签约代理情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、引入战略投资者，为业务多元化保驾护航

（一）华润置地——住宅开发、商业运营的导师

通过重大资产重组，华润置地将入股中华企业，持有公司股份占比 6.76%，成为中华企业的第二大股东。华润置地是华润集团旗下的地产业务旗舰，是中国内地最具实力的综合型地产开发商之一，主要业务为销售已发展物业、物业投资及管理、酒店经营及提供建筑、装修服务。公司已在北京、上海、深圳、成都等中国内地多个城市布局。

高管入驻，发挥监督引导作用。2018 年 7 月 2 日，华润置地有限公司华北区副总经理凌晓洁与华润置地华东大区副总经理王辉宏此次分别被聘任成为中华企业总经理与副总经理，这标志着华润置地即将在中华企业经营管理层面发挥重要作用。

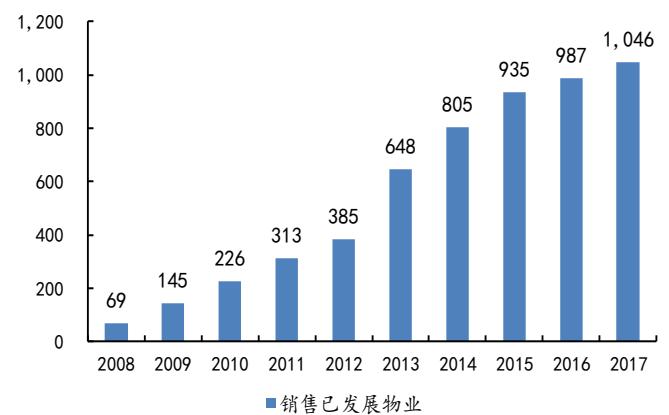
华润主营住宅地产和商业地产两种业务，并形成八大住宅产品线系列：万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市质量系列、城郊质量系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列；持有两种物业产品：都市综合体、区域商业中心五彩城，其中深圳万象城更是华润置地持有物业的代表作。

优化房地产开发销售业务。华润 2017 年销售权益金额（企业在其投资的房地产项目中按权益份额计算的销售额）为 1300.3 亿元，排名第九。2017 年销售已发展物业实现营业收入 1046 亿港元，同比增长 5.9%，结算毛利率 39%，同比大幅增长 7.5 个百分点。华润入驻中华企业，将带来更成熟的开发与销售经验，提升公司开发业务的执行效率，实现住宅产品定位、研发、开发、营销、管理等环节的进一步优化。。

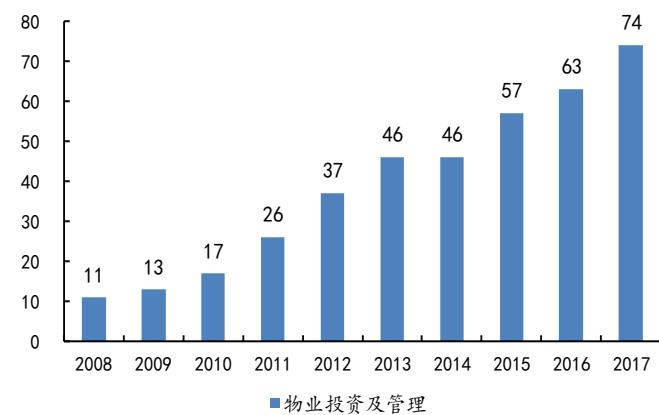
表 11: 2017 年房企销售权益金额排名

企业	权益金额 (亿元)
1 中国恒大	4880.2
2 碧桂园	3961.1
3 万科	3772.1
4 绿地	2920.4
5 融创	2595.3
6 保利	2236.6
7 中海	1881.7
8 华夏幸福	1538
9 华润置地	1300.3
10 龙湖地产	1092.2

资料来源：克而瑞研究中心，中国银河证券研究院

图 26: 华润置地销售业务营业收入 (亿港元)


资料来源：渤海在线，中国银河证券研究院

图 27: 华润置地物业投资与管理营业收入 (亿港元)


资料来源：中国电力网，中国银河证券研究院

传授行业龙头的商业地产秘籍。截至 2017 年底，华润置地在营物业建筑面积达到 688.8 万平方米，其中，已开业万象城 16 个，五彩城以及万象汇 11 个，规模位于行业前列。在 2017 年，2012 年前开业的购物中心经营较为稳定，平均出租率高达 97%，实现租金收入 30 亿元，平均成本回报率 31%。华润置地在商业地产方面的表现，深受肯定。中华企业若能学习华润的商业地产开发和运营模式，将有利于实现由单一开发到资产运营的转变，拓宽利润渠道。

表 12: 华润置地开业购物中心 2017 年经营情况

	2012 年前开业购物中心	2012 年后开业购物中心
租金收入总计 (百万元人民币)	3034	1977
平均出租率	97.40%	92.70%
平均成本回报率	31.30%	8.60%
零售额总计 (百万元人民币)	21568	14304

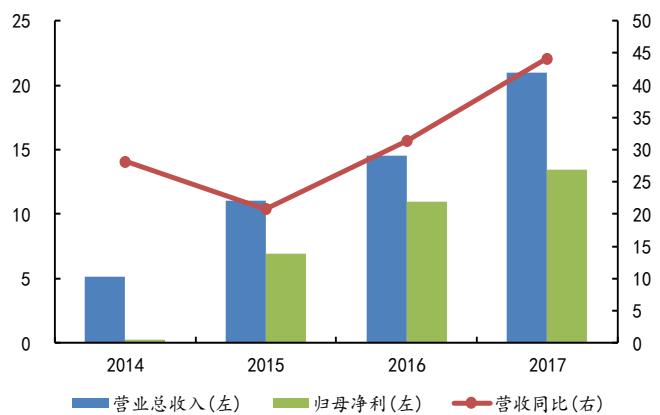
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 平安不动产有望协助推进地产金融模式

平安不动产有限公司是中国平安保险（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资产管理平台。最近三年主要从事工业物流、商业地产、策略及海外地产、养生度假地产等领域的开发投资及资产管理业务。平安不动产具备全价值链投资能力、全过程金融产品设计能力、全方位风险控制能力，资产管理规模超3000亿元。2016年、2017年分别实现合并口径的归母净利10.96亿元、13.43亿元。

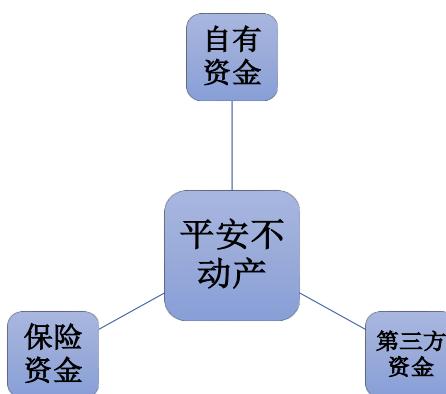
资金实力雄厚，有助拓宽融资渠道。平安不动产背靠平安保险，具有强劲的资金实力：200亿元的自有资金、千亿级的保险资金以及个人客户第三方资金。平安不动产联合国内具有实力的长租公寓发展商和品牌运营商，采用“重资产主要持有+轻资产运营重要参投”的合作方式长持出租型不动产的资产投资及管理。未来中华企业与平安不动产的合作将有利于公司后续的融资渠道拓宽，利用金融工具加速企业轻资产转型进程，并且会充分挖掘各方优势形成资源互补，积极拓展新的合作业务机会。

图 28：平安不动产营收、归母净利（亿元），营收同比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 29：平安不动产资金来源



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 30：平安不动产国内分支机构布局



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

六、财务分析与估值

(一) 盈利向好，偿债能力稳健

一直以来公司的房产销售业务是营业收入的主要来源，从历年的总营业收入来看，由于公司整体项目规模不大，市场占有率低，公司发展情况不甚稳定。2014年、2015年营业收入有所降低，同时，这两年净利润连续降低，主要原因分析如下：

1、具体而言，2014年主要项目尚未具备可结转收入条件导致营业收入降低，同时公司强化销售回笼，降价加快存量去化，导致2015年结转收入总额也不高，最终导致2014、2015年毛利率连续降低；

2、2014、2015年的期间费用率显著升高，达到33%和34%。其中，财务费用增量较大，占比较高，主要是因为公司带息负债的规模有所增加的同时公司融资成本偏高，且利息资本化的比例有所降低；

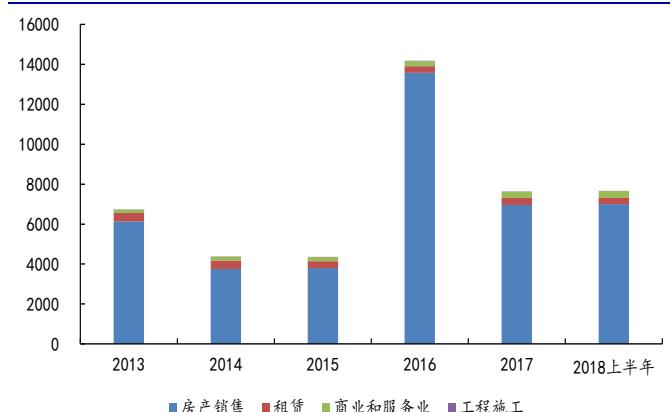
3、2015年净利润大幅降低主要是因为对在开发项目杭州中企御品湾、上海朱家角古北香堤艺墅、上海美兰湖铂珏公寓、上海松江誉品谷水湾豪庭一期、江阴中企上城、江阴誉品尚海荟共计提存货跌价准备21.67亿元，产生了资产减值损失。其中杭州中企御品湾项目总共计提了12.9亿元，是2009年拿地地价过高所致。

2015年公司以推进销售去化和资金回笼为第一要务。公司通过加大促销力度等一系列措施尽一切努力推动项目加快实现去化。公司共签订合同金额约80亿元，实现资金回笼约91亿元（不包含股权转让）。因此，2016年公司经营状况有所好转。实现营业收入141.9亿元，净利润8.87亿元，归母净利6.55亿元。同时，2016年销售毛利率升高、期间费用率降低，最终导致较高的ROE（20.12%）。

2017年营业收入有所减少，为76.59亿元，净利润5.18亿元，归母净利3.67亿元。2017年租赁业务毛利率继续攀升，达到75.66%，而总体销售毛利率有所降低，主要是房产销售业务毛利率降低了9.5个百分点。期间费用率有所回升，但是公司借款规模和借款利率水平较上年同期下降，导致财务费用占比依旧在降低。另外，2016、2017年存货跌价准备都有所减少，资产减值损失占营业收入比重都较低。

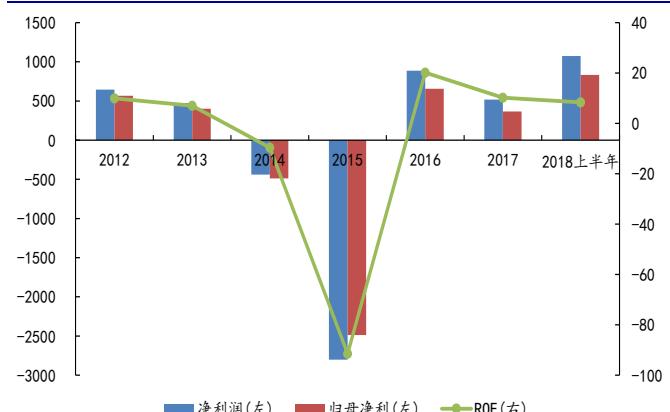
2018年公司完成对中星的收购后，中星并表使得公司业绩大幅提升。2018年上半年公司实现营业收入76.67亿元，较去年同期增长41.21%，公司实现归属于母公司净利润为8.34亿元。同时，销售毛利率有所回升，期间费用率依旧保持低位，公司盈利能力向好。

图 31：公司营业收入（百万元）



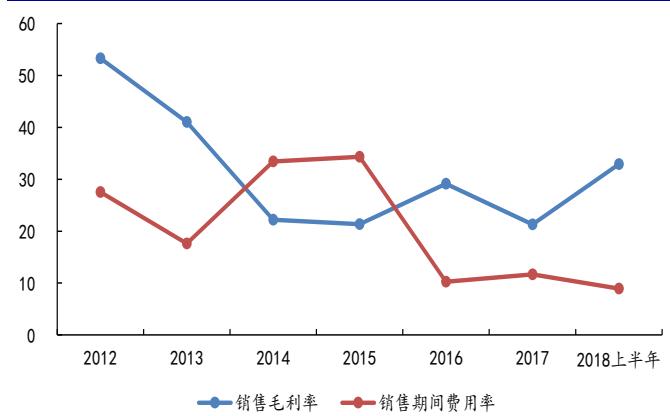
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 32：公司净利润、归母净利润（百万元）、ROE(%)



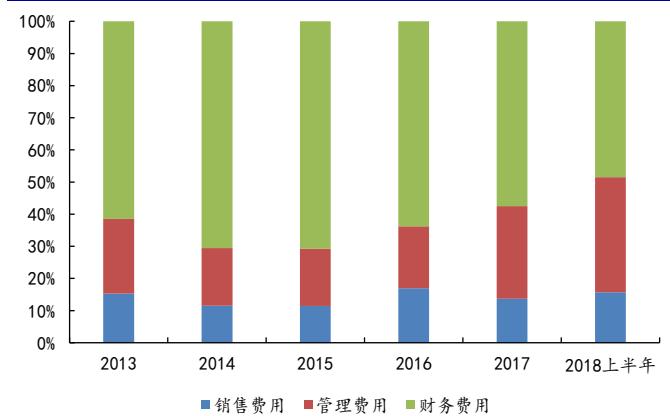
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 33：公司销售毛利率（%）、期间费用率（%）



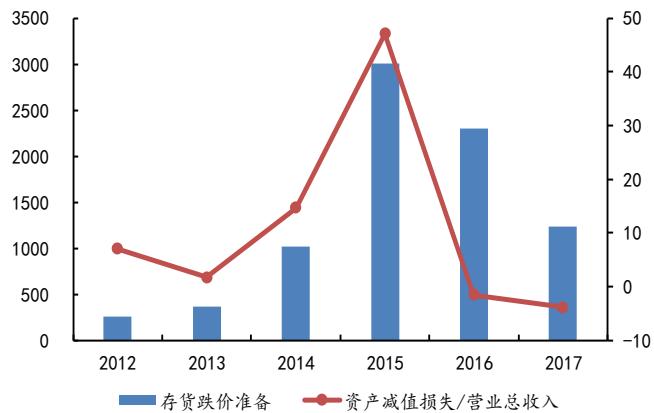
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 34：公司净利润、归母净利润（百万元）、ROE(%)



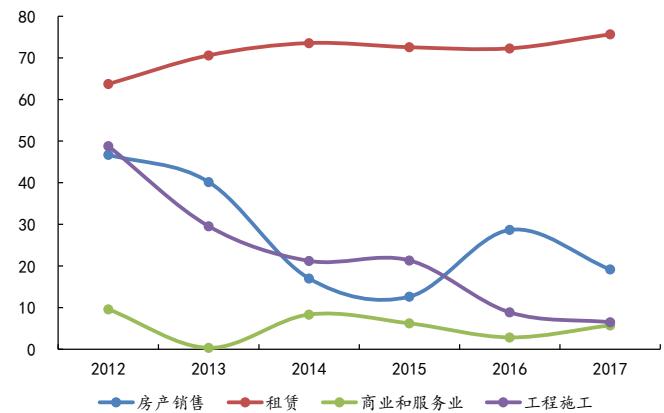
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 35：公司存货跌价准备(百万元)、资产减值损失占比(%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

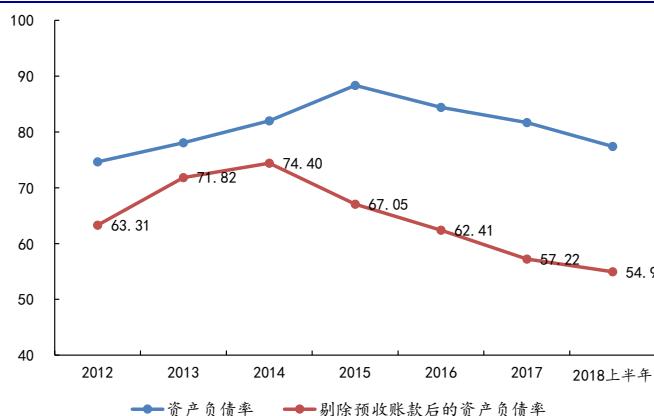
图 36：公司各业务毛利率(%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

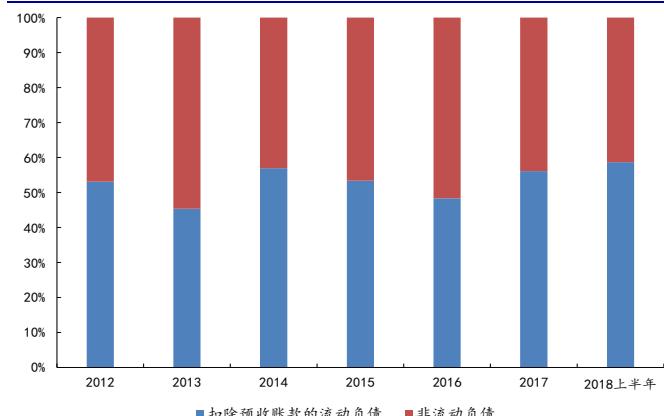
公司近几年的资产负债率都在 80% 至 90% 之间，并且逐年降低。2017 年为 81.68%，2018 年二季度末为 77.41%。而剔除了预收账款影响后的资产负债率从 2014 年的 74.4% 逐年降低到 2018 年二季度末的 54.96%，表现较好。从负债结构来看，扣除预收账款的流动负债和非流动负债较为均衡，且非流动负债占比有降低的趋势。中华企业 2015 年至 2017 年经营活动现金流量为正，分别为 49.28 亿元、89.86 亿元和 52.69 亿元。同时，2016 年利息保障倍数为 9.2，虽然 2017 年营业收入规模缩小，但是利息保障倍数仍保持到 8.6，偿债能力稳健。另外，中华企业加权平均融资成本逐年降低，虽然 2017 年市场整体信贷环境收紧，为优化公司资本结构，公司积极推进“资金池”建设，完成 26 家子公司资金入池工作，进一步统筹资金管理，减少资金沉淀。2017 年公司融资总额由年初 111.78 亿元下降至 95.91 亿元，贷款资金成本从年初 6.3% 降至 5.83%。但是根据亿翰智库统计，中华企业以 5.83% 的融资成本位列全国第 35 名。

图 37：公司资产负债率(%)

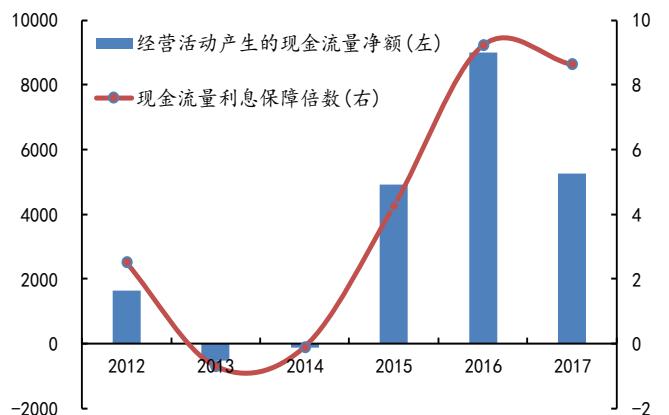


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

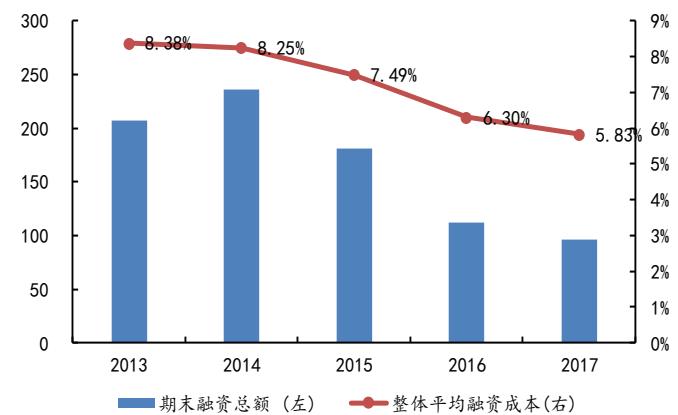
图 38：公司负债结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 39: 公司现金流量情况


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 40: 公司期末融资总额(亿元)、整体平均融资成本(%)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 盈利预测

基于对公司开发项目储备以及对上海房地产市场销售行情的考虑，我们预计公司2018-2020年的每股收益分别为0.53元、0.61元和0.65元，以10月29日6.01元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为11.3倍、9.85倍和9.2倍，市净率4.14倍。参照可比公司估值水平，公司2018年的动态市盈率为11.3倍，低于均值12.22倍，具有吸引力。

表 13: 可比公司盈利预测与估值

代码	证券简称	最新收盘价(10.29)	每股收益 EPS			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
600177.SH	雅戈尔	17.07	0.08	0.47	0.52	87.26	15.53	13.96
000961.SZ	中南建设	5.36	0.16	0.59	1.03	38.41	10.51	6.04
600415.SH	小商品城	3.62	0.27	0.21	0.23	14.92	19.36	17.55
000656.SZ	金科股份	5.88	0.35	0.47	0.62	13.8	10.92	8.36
000671.SZ	阳光城	5.36	0.51	0.78	1.1	11.61	7.57	5.38
600208.SH	新湖中宝	3.12	0.39	0.57	0.72	8.02	5.4	4.31
						平均值	12.22	9.76

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (EPS 预测值为 wind 一致预期值)

根据公司目前储备项目，我们计算的RNAV为7.78元。当前A股价格相对于RNAV折价23%。

表 14: NAV 估值结果汇总

A股价格	6.01
NAV 估值	单位: ￥M
在建项目预期收益的净增值	27,547
出租物业评估净增值	5,459
年底帐面净资产	3,610
小计	36,616

股本	4,707
每股净资产值	7.78
估值相对于股价溢(折)价%	29%
A股价格相对于估值折价%	23%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 投资建投

房地产市场宏观调控力度不减，上海土地市场准入资格趋严，凭借母公司上海地产集团作为上海地方大型国有综合开发企业的优势，公司作为母公司旗下唯一住宅、商业开发销售平台，具有极高的拿地优势。中星集团优质资产的注入，使得公司业绩在较长的一定时期内都有所提升。而华润高管的进驻更将优化公司在房地产开发销售各环节的经营效率。公司业绩存在向好趋势，未来成长空间广阔，我们首次覆盖给予“推荐”评级。

七、风险因素分析

房地产市场调控政策力度不减，拿地条件设限、新房限价等可能对企业开发销售业绩带来压力。

房地产行业融资难度依旧较高，融资成本升高可能降低企业利润率。

公司部分项目面向高端客户群体，售价较高，有一定销售难度，可能对销售业绩带来压力。

公司目前专注于上海地区房地产开发，而上海土地市场近期更多提供租赁住房用地，租赁公寓的提供可能在一定程度上降低商品住宅的需求，在较长久的未来可能发展空间不足。

表 15：公司财务报表预测

利润表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7659	25059	27641	29288	现金及现金等价物	9685	13955	17208	20578
营业成本	5675	15799	17419	18469	应收款项	824	3245	3579	3793
营业税金及附加	437	2130	2349	2490	存货净额	13038	35549	39195	41553
销售费用	122	417	460	488	其他流动资产	264	401	442	468
管理费用	257	1005	1108	1174	流动资产合计	23870	53150	60425	66393
财务费用	513	225	114	82	固定资产	99	132	163	194
投资收益	45	0	0	0	无形资产及其他	77	75	72	70
资产减值及公允价值变动	281	0	0	0	投资性房地产	3230	3230	3230	3230
其他收入	(351)	(2130)	(2349)	(2490)	长期股权投资	581	581	581	581
营业利润	630	3353	3840	4097	资产总计	27858	57168	64472	70468
营业外净收支	63	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	2700	350	455	592
利润总额	693	3353	3840	4097	应付款项	2719	8083	8913	9449
所得税费用	175	848	971	1036	其他流动负债	10341	34131	37633	39895
少数股东损益	151	10	10	15	流动负债合计	15760	42565	47001	49936
归属于母公司净利润	367	2494	2859	3046	长期借款及应付债券	5374	5374	5374	5374
发行在外股份数量(百万股)	1867	4707	4707	4707	其他长期负债	1622	1622	1622	1622
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	长期负债合计	6996	6996	6996	6996
每股收益	0.20	0.53	0.61	0.65	负债合计	22755	49560	53996	56931
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	1493	1503	1513	1528
每股净资产	1.93	1.30	1.90	2.55	股东权益	3610	6104	8963	12009
ROIC	7%	47%	72%	57%	负债和股东权益总计	27858	57168	64472	70468
ROE	10%	41%	32%	25%	现金流量表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
ROA	1.3%	4.4%	4.4%	4.3%	净利润	367	2494	2859	3046
毛利率	20%	28%	28%	28%	资产减值准备	0	0	0	0
净利润率	5%	10%	10%	10%	折旧摊销	87	10	10	11
EBIT Margin	10%	14%	14%	14%	公允价值变动损失	(281)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	14%	14%	14%	财务费用	513	225	114	82
收入增长	-46%	227%	10%	6%	营运资本变动	3874	4087	309	201
净利润增长率	-44%	580%	15%	7%	其它	151	10	10	15
资产负债率	87%	89%	86%	83%	经营活动现金流	4197	6601	3188	3273
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.3	资本开支	(371)	(40)	(40)	(40)
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	其它投资现金流	13	59	0	0
资产负债率	82%	87%	84%	81%	投资活动现金流	140	19	(40)	(40)
利息覆盖倍数	2	25	55	82	权益性融资	0	0	0	0
应收账款周转率	9.29	7.72	7.72	7.72	负债净变化	(345)	0	0	0
存货周转率	0.44	0.44	0.44	0.44	支付股利、利息	0	0	0	0
应付账款周转率	2.09	1.95	1.95	1.95	其它融资现金流	(475)	(2350)	105	137
固定资产周转率	77.47	190.48	169.14	150.71	融资活动现金流	(1164)	(2350)	105	137

资料来源：中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展战略	4
图 2: 公司 2017 年各业务营收占比	5
图 3: 公司 2017 年营业收入（亿元）、毛利率	5
图 4: 开发项目规划建筑面积（万平方米）、数量（个）	5
图 5: 签约金额（亿元）、面积（万平方米）	5
图 6: 印象春城照片	6
图 7: 印象春城位置	6
图 8: 美兰湖中华园照片	7
图 9: 美兰湖中华园位置	7
图 10: 尚汇豪庭照片	7
图 11: 尚汇豪庭位置	7
图 12: 淮海公寓照片	8
图 13: 淮海公寓位置	8
图 14: 古北国际财富中心照片	9
图 15: 古北国际财富中心位置	9
图 16: 商品住宅属性用地成交情况	9
图 17: 商品住宅类用地溢价率	9
图 18: 公司 2018 年 8 月股权结构	13
图 19: 公司定增募集配套资金后股权结构	13
图 20: 中星集团公司架构	14
图 21: 中星集团黄浦江沿岸项目位置	15
图 22: 公园道壹号项目位置	16
图 23: 中星城商办楼照片	17
图 24: 中星城商办楼位置	17
图 25: 金丰易居签约代理情况	18
图 26: 华润置地销售业务营业收入（亿港元）	19
图 27: 华润置地物业投资与管理营业收入（亿港元）	19
图 28: 平安不动产营收、归母净利（亿元），营收同比（%）	20
图 29: 平安不动产资金来源	20
图 30: 平安不动产国内分支机构布局	21
图 31: 公司营业收入（百万元）	22
图 32: 公司净利润、归母净利（百万元）、ROE(%)	22
图 33: 公司销售毛利率（%）、期间费用率（%）	22
图 34: 公司净利润、归母净利（百万元）、ROE(%)	22
图 35: 公司存货跌价准备（百万元）、资产减值损失占比（%）	23
图 36: 公司各业务毛利率（%）	23
图 37: 公司资产负债率（%）	23
图 38: 公司负债结构	23
图 39: 公司现金流量情况	24

图 40: 公司期末融资总额 (亿元)、整体平均融资成本 (%) 24

表 格 目 录

表 1: 公司发展历程	3
表 2: 公司 2017 年房产销售情况	6
表 3: 公司 2017 年房产出租情况	8
表 4: 2018 年 1 月至 8 月上海市成交土地面积排行前二十(住宅用地,商服用地)	10
表 5: 上海地产业务	10
表 6: 2017 年上海拿地数量前十	11
表 7: 上海地产集团 2017 年获取租赁住房用地情况	12
表 8: 公司发展历程	14
表 9: 公园道壹号项目位置特点	15
表 10: 中星集团投资性物业	16
表 11: 2017 年房企销售权益金额排名	19
表 12: 华润置地开业购物中心 2017 年经营情况	19
表 13: 可比公司盈利预测与估值	24
表 14: NAV 估值结果汇总	24
表 15: 公司财务报表预测	26

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。

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。

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院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际公司大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际公司大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际公司大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区： 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构： 尚 薇 010-83571359 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区： 王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构： 舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区： 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn