

2005 年 3 月 1 日

资产价值被严重低估的价值股

评级： 最优 - 2

当前价格 5.09 元
目标价格 6.65 元

赵强

(8621)68768800-2524
zhaoliang@ebsecn.com

股票数据

总股本	69746 万股
流通股本	31856 万股
总市值	3550 百万元
流通市值	1621 百万元

联系人：邓文静

(8621)68768800-2515
dengwj@ebsecn.com

主要结论

- **具有 50 年专业开发经验的上海本地发展商** 从 50 年代开始，中华企业就开始从事高档侨汇房的开发，90 年代以后，公司又成功开发了多幢甲级写字楼；近年来，公司开发的东方中华园（第五大道）等项目均在市场上取得良好的声誉。2001 年，上海房地集团又将旗下的两大优势企业—古北集团和上海房地经营集团的资产和业务注入上市公司，奠定了三块业务错位发展，齐头并进的良性发展局面。
- **拥有充足而优质的土地储备，05 年起业绩高速增长** 中华企业拥有的开发项目共有 17 个，总建筑面积为 215 万平米，我们估计权益可售面积约为 156 万平米。其中，12 个项目均已开工，在建项目的建筑面积超过 70 万平米。我们认为，从 2005 年起，公司前几年投资的项目将分别进入竣工销售期，推动公司业绩大幅增长。我们预测，未来两年公司的净利润将分别增长 85% 和 50%。
- **土地及物业大幅升值，股价折让约 25%** 我们采用重置成本及现金流贴现的方法对公司的资产进行详尽地评估。我们发现，中华企业存货的权益重估增值约为 31.16 亿元，折合为每股增值 4.47 元，其有形资产重估价值 (NAV) 为 6.65 元/股，目前股价折让约 25%。因此，我们认为公司的价值被市场所低估，故再次重申“最优-2”的评级。

业绩预测和估值指标

	2002	2003	2004E	2005F	2006F
主营业务收入	2072	1886	1951	2713	3018
增长率 (%)	-	-8.9%	3.5%	39.0%	11.3%
净利润	161	175	202	374	562
增长率 (%)	-	8.8%	15.3%	84.8%	50.4%
每股收益	0.231	0.251	0.290	0.536	0.806
市盈率	21.7	19.9	17.3	9.4	6.2
每股净资产	2.20	2.21	2.25	2.55	3.1
市净率	2.3	2.3	2.2	2.0	1.6

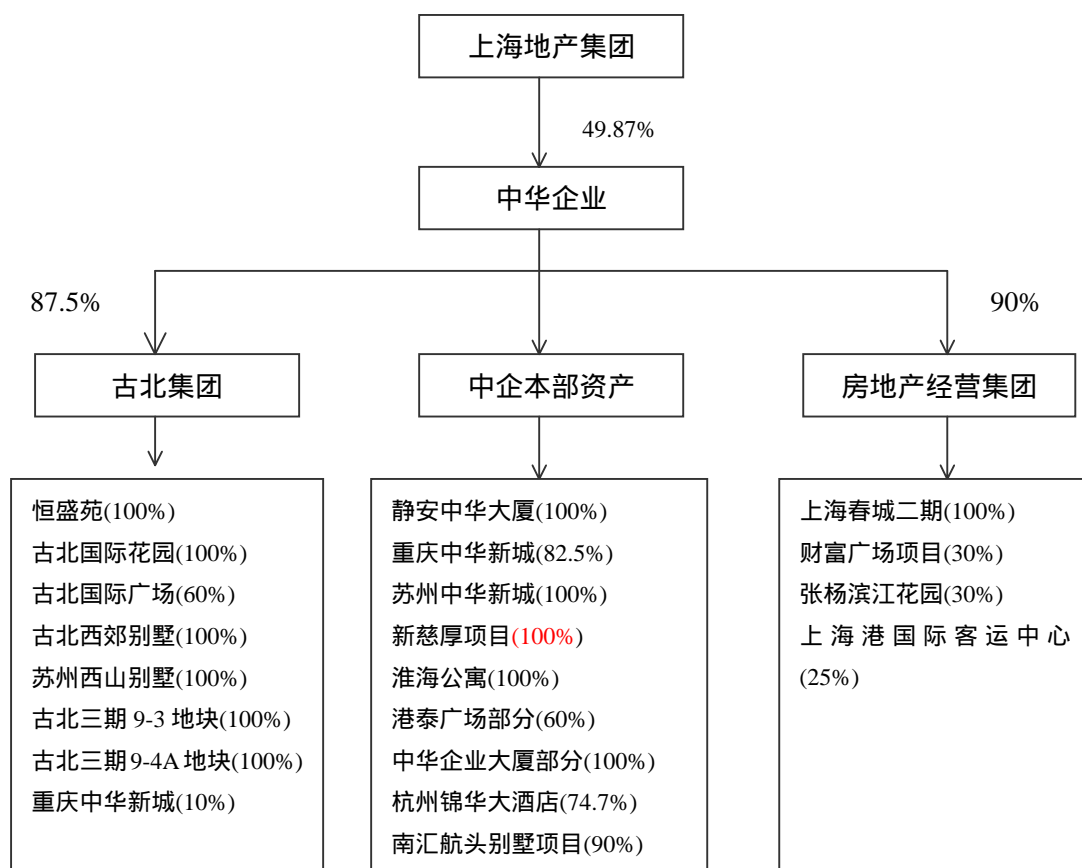
资料来源： 公司数据，光大证券研究所

一、公司概况

中华企业是一家具有 50 年专业开发经验的上海本地房地产开发商。80 年代以前，公司主要从事专门面向海外归侨的侨汇房，开发的标志性楼盘包括第一幢华侨居住的公寓楼房——华侨公寓、第一幢别墅式的侨汇房——中华别墅；90 年代以后，顺应当时的市场需求，中华企业开发了多幢甲级写字楼，其中包括外滩第一幢新建的经营性写字楼——光明大厦；上海房地局的办公地——房地大厦、中华企业大厦和港泰广场等。近年来，公司进入住宅开发领域，所开发的虹桥中华园、东方中华园（第五大道）均在市场上享有良好的声誉。

2001 年，公司原大股东——上海房地集团为整合旗下资源，将旗下两大优势企业——古北集团和上海房地经营集团的资产和业务注入上市公司。古北集团主要从事古北新区内的土地和高档项目的开发；而房地经营集团则重点参与黄浦江两岸的项目开发。总体上，三块业务在定位上互相错位，具有互补的效应。

图 1、中华企业的股权及业务架构

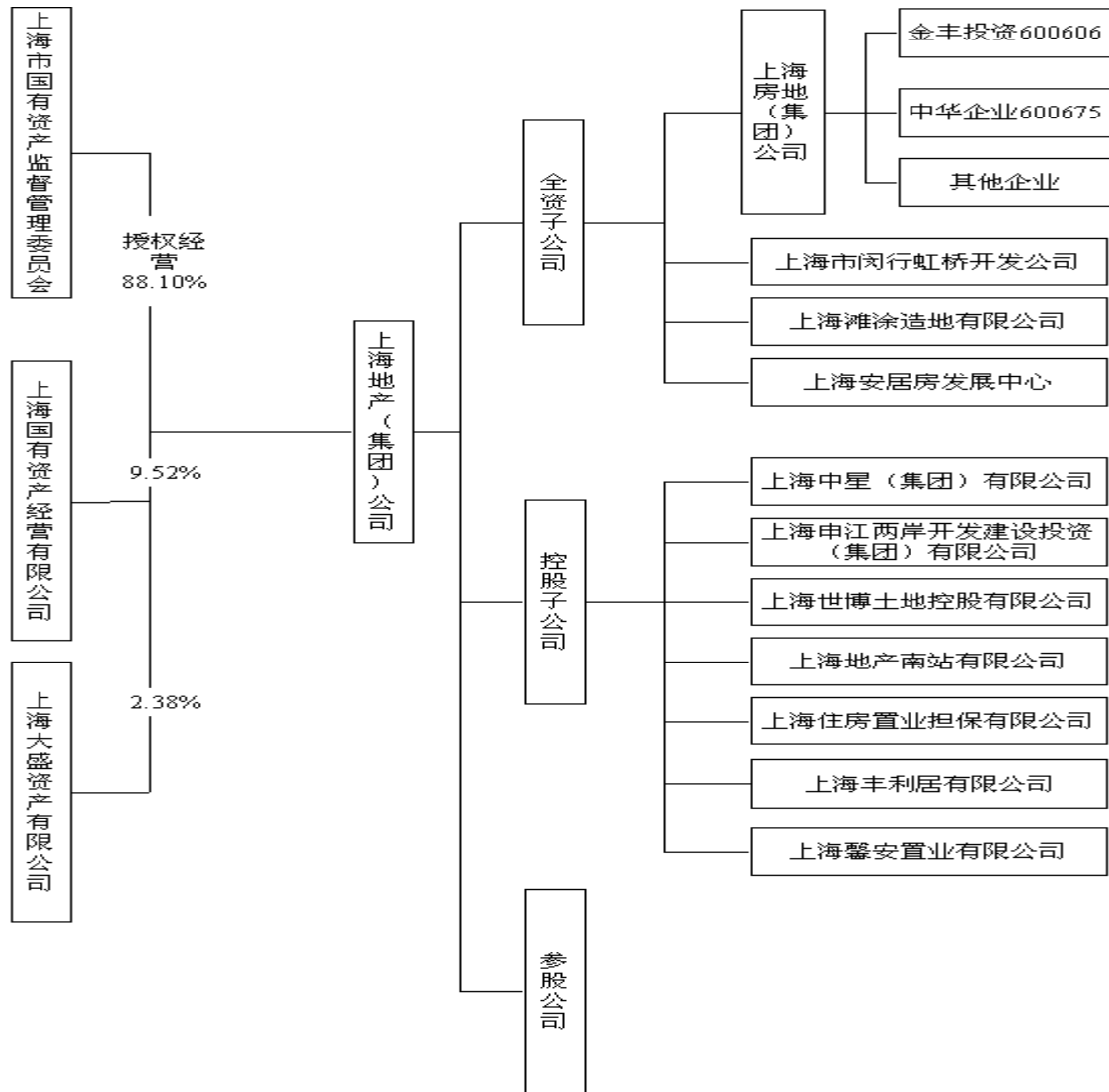


资料来源：公司资料、光大证券研究所

本报告由光大证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。

光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。光大证券有限责任公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

图 2：上海地产集团的组织架构



资料来源：上海地产收购公告书(需要说明收购的情况)

二、主要发展项目及土地储备

目前，中华企业拥有的开发项目共有 17 个，总建筑面积为 215 万平米，我们估计权益可售面积约为 156 万平米。其中，12 个项目已开工，在建项目的建筑面积超过 70 万平米。我们认为，从 2005 年起，公司前几年投资的项目将分别进入竣工销售期，推动公司业绩大幅增长。

上海春城位于上海闵行区春申路，毗邻万科假日风景，是一个大型的中档住宅社区。该项目分为南、北两区。北区在 03 年底大部分已经竣工销售。南区大部分住宅在 04 年实现销售，并将分批在 04 年底和 05 年上半年竣工入帐。与上海楼市的表现同步，该项目的售价也呈现一路上扬的态势，从最初的 3000 元/平米左右，上涨到尾盘的 7000 多元/平米，涨幅超过一倍。我们估计，北区的平均售价应该在 5700 元/平米左右（含商铺），项目的毛利率在 30% 左右。**剩余的 100 多套房，已经买到 6000-7000 元/平方米（www.fangdi.com.cn）。**

恒盛苑位于上海古北新区二期规划区内，是一个中高档的住宅项目。该项目将近三分之一的住宅用以动迁补偿之用，其余部分对外销售。由于销售时间较早，所以我们估计平均售价大约为 6500 元/平米。由于古北新区的土地开发成本相当低，所以项目的毛利率仍将在 40% 左右。按计划，该项目将在 04 年底竣工结算。

静安中华大厦位于上海北京西路延线，为一高级写字楼项目。该项目是中华企业在 2000 年前后收购的四个烂尾楼改造项目（其余三个均已经完成改造并实现了销售）。由于收购时，上海写字楼市场正处于谷底，所以收购价较为低廉。当前，上海写字楼市场正处于 98 年以来最好的年景，租金和售价持续上涨。可见，公司的投资时机把握相当准确。去年下半年开始，该项目对外发售，目前大约售出 60% 左右，价格则由开盘之初的 19000 元/平米上涨到 22000 元/平米。正常情况下，该项目预计可在 05 年内竣工入帐。

古北国际花园位于上海古北新区二期规划区内，为一高档住宅项目。该项目目前已经完成结构封顶。原计划于 04 年 11 月份预售，由于近期上海房价仍在上涨过程中，公司将其销售时间推迟到 05 年 3 月以后。目前，周边可比楼盘的售价已经上涨到 25000 元/平米左右。由于该项目的土地成本极低，故毛利率将在 60% 以上。我们预计，05 年该项目将有部分可

竣工结算。

古北国际广场位于上海古北新区二期规划区内。除了高档住宅以外，该项目中还包含较多的商铺。目前，该项目正在进行主体施工，预计将在 06 年产生利润贡献。值得关注的是，该项目周边商铺的市场价格已经上涨到 30000/平米，因此该项目的回报也将极其丰厚。

古北西郊别墅位于上海青浦赵巷镇的别墅区内，为一花园式高档独栋别墅项目。该项目于 04 年 11 月份曾推出首批房源，销售状况上佳，平均售价接近 15000 元/平米。预计 05 年有部分别墅可竣工入帐，项目毛利率在 50%左右(请参考 www.fangdi.com.cn)。

重庆中华新城是一个特大型的商住综合项目，位于重庆市的袁家岗，毗邻规划中的体育中心，地理位置相当优越，前景可好。在项目的可售面积中，住宅和商业将各占一半。我们对该项目的前景持乐观看法。

苏州西山别墅是古北集团在异地发展的一个项目。与古北新区内的项目相比，由于采取市场化方式拿地，故项目的利润率稍低。目前，一期 19 幢别墅已开工，预计 06 年将提供利润贡献。

苏州中华新城位于苏州工业区内的金鸡湖片区。由于具有规划方面的优势，该区域是苏州住宅开发的热点区域，地价逐级提高，项目周边地区近期拍卖价已经较公司的拿地成本高出约 70%。目前，该项目已开工建设，预期在 06 年后可开始销售。

古北三期地块属于历史遗留问题，即当年政府将该区域交由古北集团开发，后者不需支付土地出让金但需要承担土地及市政开发成本。去年上海市在地块清理过程中，公司以每平米楼面地价 426 元和 632 元的代价取得了 9-3 号地块 9-4A 号地块的产权。古北三期目前仍在重新规划过程中，不排除公司再以上述方式获取土地的可能性。

新慈厚项目位于上海市南京西路黄金地段，为一酒店式公寓项目。由于涉及到动迁问题，故项目进展较慢。由于地段优越，我们预计项目的毛利率应该在 30% 以上。

南汇航头别墅项目目前仍在前期规划之中，由于拿地较早，地价已有数倍的升值。

顾村项目位于上海外环线北部地区，为一政府动迁配套房基地。项目建成后，政府负责收购，但利润率极低。

财富广场位于上海黄浦江延岸浦东陆家嘴一侧，共由 7 幢写字楼组成。该项目地段极其优越、设计新颖，成为跨国公司争先抢购的对象。该项目将在 05 年内竣工，目前已经完成销售。由于该项目在建设期间，因规划原因大幅调低容积率，因此回报率较低。（请参考 www.fangdi.com.cn，取名“东昌滨江园”），

张杨滨江花园也位于上海浦东的陆家嘴区域，毗邻知名楼盘仁恒滨江花园，同为高档住宅项目。目前，周边楼盘的售价已经上涨到 30000 元以上，我们预计该项目的毛利率至少在 30% 以上。

上海港国际客运中心，该项目位于上海北外滩地区，具体规划尚未最终确定，预计将包括一幢五星级的酒店。

港泰广场位于上海延安东路，为一甲级写字楼项目。该项目原为公司收租之用。去年下半年开始，公司决定将其出售套现。

表 1：中华企业主要开发的项目及土地储备

项目名称	位置	权益	占地面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	容积率	权益可售面积 (平方米)	总投资 (百万元)
上海春城	闵行区春申路	90.0%	155,000	240,000	1.5	153,000	650
恒盛苑	古羊路，姚虹路	87.5%	51,300	122,000	2.4	70,875	294
静安中华大厦	北京路、胶州路	100.0%	3,657	41,982	11.5	35,685	384
新慈厚项目	南京西路	49.5%	15,155	45,465	3.0	19,129	615
古北国际花园	古北新区	87.5%	NA	136,000	NA	101,150	830
古北国际广场	古北新区	52.5%	26,200	107,000	4.1	47,749	600
古北西郊国际别墅	青浦赵巷镇	87.5%	280,000	71,000	0.3	52,806	461
重庆中华新城	袁家岗体育中心	91.3%	112,719	650,000	5.8	504,156	2,500
苏州西山别墅	苏州西山	87.5%	NA	25,000	NA	18,594	120
苏州中华新城	苏州工业区金鸡湖	100.0%	117,728	247,918	2.1	210,730	1,000
顾村项目	宝山区	87.5%	72,000	110,000	1.5	81,813	370
古北 9-3	酒店公寓	87.5%	18,943	117,220	6.2	87,182	697
古北 9-4A	写字楼	87.5%	7,967	34,058	4.3	25,331	203
南汇航头	别墅	90.0%	533,600	204,000	0.4	156,060	943
财富广场	东昌路、浦明路	27.0%	28,900	42,130	1.5	9,669	1,233
张杨滨江花园	浦东新区	27.0%	16,286	68,662	4.2	15,758	1,133
上海港国际客运中心	东大名路高阳港	22.5%	136,300	160,000	1.2	30,600	2,200
合计			1,394,269	2,151,643		1,564,260	9,668

资料来源：公司资料、光大证券研究所

三、盈利预测

根据公司的计划，并结合实地调研的情况，我们参照当前的市场销售价格对公司 2004—2006 年的项目销售及结算情况做逐个项目的预测，并在此基础上完成对公司的盈利预测。根据我们的预测，未来两年公司的净利润将分别增长 85%和 50%。

表 2：中华企业未来两年的项目结算假设

	结算面积（平米）			销售单价（元/平米）			单位成本（元/平米）		
	2004(2H)	2005F	2006F	2004(2H)	2005F	2006F	2004(2H)	2005F	2006F
上海春城二期（北区）	100,000	50,000	-	5,300	5,600	-	3,500	3,800	-
上海春城商铺	2,000	3,000	-	10,000	10,000	-	4,000	4,000	-
恒盛苑	80,000	-	-	6,500	-	-	3,600	3,600	-
静安中华大厦	-	30,000	5,000	-	19,500	20,500	-	10,800	10,800
古北国际花园	-	50,000	60,000	-	18,000	20,000	-	7,100	7,100
古北国际广场	-	-	25,000	-	-	22,000	-	-	6,600
古北西郊国际别墅	-	10,000	12,000	-	14,500	16,000	-	7,600	7,600
顾村项目	-	62,000	30,000	-	3,480	3,600	-	3,300	3,300
重庆中华新城	-	-	50,000	-	-	3,500	-	-	3,000
苏州西山别墅项目	-	5,000	17,000	-	8,500	9,500	-	5,700	5,700
苏州中华新城	-	-	40,000	-	-	7,500	-	-	4,800
港泰广场	15,000	20,000	6,000	17,000	17,000	18,000	11000	11,000	11,000
东方中华园商铺	-	2,500	2,000	-	13,000	15,000	-	4,500	4,500
淮海中华大厦裙楼	-	4,500	1,500	-	18,000	20,000	-	8,800	8,800
小计	197,000	230,000	245,000						

资料来源：光大证券研究所

表 3：中华企业未来两年的盈利预测

单位：百万元	2002	2003	2004F	2005F	2006F
主营业务收入	2,072	1,886	1,951	2,713	3,018
减：主营业务成本	1,347	1,214	1,145	1,482	1,384
主营业务税金及附加	92	95	96	138	154
主营业务利润	633	576	711	1,092	1,480
加：其他业务利润	6	7	6	6	6
营业费用	59	117	159	180	210
管理费用	173	148	161	221	250
财务费用	90	70	88	95	105
营业利润	318	249	308	602	921
加：投资收益	15	24	25	35	50
补贴收入	13	37	74	30	30
营业外收入	9	24	0	-	-
减：营业外支出	3	8	6	5	6
利润总额	351	326	351	662	995
减：所得税	147	113	116	218	328
少数股东损益	35	29	34	70	105
加：未确认投资损失	-8	-9	1	-	-
税后利润	161	175	202	374	562
总股本	697	697	697	697	697
每股收益	0.231	0.251	0.290	0.536	0.806

资料来源：光大证券研究所

四、估值

由于当初拿地成本相当便宜，随着上海房价和地价的持续上升，我们认为中华企业的土地已经发生了大幅度的增值。其中，我们认为增值幅度最显著的土地是古北集团所开发的两个住宅项目和去年获得产权的两幅土地。主要的原因有两方面：第一、这些土地的获取是以非市场的方式获得，而去年补付的地价只是象征性的；第二、古北新区是上海最早出现也是当今最成熟的国际性住宅社区，购房者主要是来自日本、韩国、台湾的境外人士，具有坚实的需求基础。

我们运用重置成本法对这四幅土地的市场价值进行了重估。参照的市场成交案例是 04 年 12 月长宁区公开拍卖的结果。由于该地块附近的楼盘售价大约在 16000—17000 元/平米，比古北地区的 22000—25000 元大约低了 5000—6000 元/平米，因此我们认为古北的地价也要相应高 5000 元/平米左右。

表 4：2004 年上海市第 3 号住宅土地招标结果

地块	位置	占地面积(平米)	容积率	总地价(万元)	楼面地价(元/平米)	中标人
长宁区 191 号地块	长宁路、威宁路	75327	2.2	88062	5314	新长宁集团

资料来源：上海房屋土地资源管理局

我们的重估结果表明：这四块土地的权益重估增值高达 22.3 亿元，折合每股 3.20 元。需要说明的是：第一、我们的重置单价估计仍是偏保守的，因为从去年 12 月以来的几个月内，上海环线内的房价平均上涨了 800 元/平米，而古北地区的涨幅大约在 2000 元左右。第二、我们的评估过程中已经按 33% 的税率扣除了所得税。

表 5：中华企业位于古北新区的土地价值重估

项目名称	物业类别	权益	总建筑面积 (平方米)	土地成本 (百万元)	楼面成本 (元/平米)	重置单价 (元/平米)	重估地价 (百万元)	权益增值 (百万元)
古北国际花园	住宅	87.5%	136,000	50	368	10,300	1,401	733
古北国际广场	住宅	52.5%	107,000	50	467	12,000	1,284	434
古北 9-3	酒店公寓	87.5%	117,220	50	426	12,000	1,407	795
古北 9-4A	写字楼	87.5%	34,058	22	632	14,000	477	267
合计							4,568	2,229

资料来源：光大证券研究所

由于我们暂时无法找到其他项目的可参照的市场成交案例，因此暂无法对所有项目的地价进行全面的评估。尽管如此，参考项目的售价和开发成本，我们相信静安中华大厦、古北西郊别墅、重庆中华新城的土地升值也很明显。

除此以外，我们还采用净现值法对中华企业的存货进行了重估，折现率采用市场公认的 10%，计算公式如下：

现金流入= 预计销售收入—营业税—营业费用—管理费用—所得税

现金流出= 总投资—帐面金额

净现值= (现金流入—现金流出) x 贴现因子

权益重估增值= (净现值-帐面值) x 权益比例

本报告由光大证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。

光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。光大证券有限责任公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

根据我们的评估，中华企业存货的权益重估增值约为 31.16 亿元，折合为每股增值 4.47 元。因此，中华企业的有形资产重估价值为 6.65 元/股，目前股价有 25% 的折让。

表 4：中华企业的存货价值重估

项目名称	权益	可售面积 (平方米)	帐面值 (百万元)	预计售价 (元/平米)	毛利率	现金流入 (百万元)	现金流出 (百万元)	NAV (百万元)	权益增值 (百万元)	增值率
在建项目										
上海春城	90.0%	170,000	442	5,700	27%	819	264	555	102	26%
恒盛苑	87.5%	81,000	212	6,500	39%	445	132	313	89	48%
静安中华大厦	100.0%	35,685	252	19,500	39%	588	200	377	125	50%
新慈厚项目	49.5%	38,645	542	25,000	31%	816	140	508	-17	-6%
古北国际花园	87.5%	115,600	70	21,000	60%	2,051	1,163	808	645	1054%
古北国际广场	52.5%	90,950	182	23,000	66%	1,768	803	797	323	338%
古北西郊国际别墅	87.5%	60,350	170	16,000	47%	816	409	337	146	98%
重庆中华新城	91.3%	552,500	259	8,500	41%	3,968	2,725	849	538	228%
苏州西山别墅	87.5%	21,250	29	7,500	19%	135	96	32	3	11%
苏州中华新城	100.0%	210,730	489	6,500	21%	1,157	563	469	-21	-4%
顾村项目	87.5%	93,500	121	4,300	2%	340	239	101	-18	-17%
古北 9-3	87.5%	99,637	81	24,000	65%	2,021	1,053	727	565	794%
古北 9-4A	87.5%	28,949	24	26,000	68%	636	322	236	186	899%
南汇航头	90.0%	173,400	186	7,500	22%	1,099	808	219	29	17%
财富广场	27.0%	35,811	1,110	37,350	2%	1,130	89	1,041	-19	-6%
张杨滨江花园	27.0%	58,363	1,020	30,000	30%	1,479	228	1,138	32	12%
上海港国际客运中心	22.5%	136,000	220	25,000	30%	2,873	2,202	504	64	129%
其他			92.9							
小计		1,772,197	5,501			22,141	11,436	9,009	2,773	
完工项目										
东方中华园	100.0%	10,839	47	14,000	64%	128	27	101	55	116%
淮海中华大厦	100.0%	6,504	57	17,000	43%	93	12	81	25	44%
其他			81							
小计			184						79	
投资物业										
淮海公寓	100.0%	9,499	105	30,000	32%	241	45	196	91	87%
杭州锦华大酒店	74.7%	21,129	74	10,000	28%	179	34	144	52	94%
港泰广场	60.0%	43,000	462	17,000	31%	618	52	566	63	23%
中华企业大厦	100.0%	20,000	201	17,000	35%	287	29	259	58	29%
其他			175							
小计			1,016					1,165	264	
总计			6,701					10,174	3,116	

资料来源：光大证券研究所

五、投资建议

无论是股价相对于 NAV 的折让还是盈利增长，中华企业在地产股中都是相当具有吸引力的。我们认为，造成公司股价被低估的主要原因包括：第一、投资者对公司的资产价值及项目的盈利能力缺乏了解；第二、市场担心其国有股东的背景会影响公司的营运效率。第三、对上海房价的担心。

对此，我们的看法是：第一、随着前述项目的竣工结算，必将体现到公司的盈利上；第二、上海地产集团成为公司大股东之后，减少了管理层级，增加了中华企业获得股东支持的可能性。从业务及项目运作的层面，中华企业、古北集团和房地产经营集团都是上海本地颇具实力的公司，尤其是古北集团的开发能力在上海应该排名前 20 位。第三、虽然从长期来看，上海房价确实已经超出了本地居民的购买力，但公司开发的楼盘中相当大部分的客户来自海外，有着扎实的现实需求。何况，公司的地产开发业务相当多元化，在类别上涵盖写字楼、商业和住宅，地区分布上也已经拓展到苏州和重庆。因此，投资者对此不应一概而论。总体上，我们认为中华企业的价值被市场所低估，故再次重申“最优-2”的评级。