



中国：房地产行业

中华企业(600675/13.01 元)：推荐

2006 年业绩回顾：净利润同比增长 21%，略低于预期 3.5%

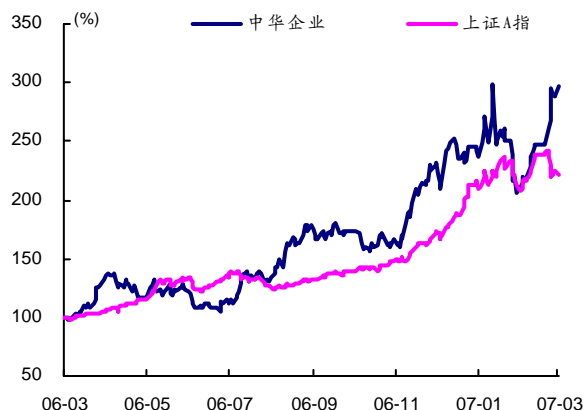
分析员：白宏伟

Email: baihw@cicc.com.cn

2007 年 3 月 6 日

中华企业的财务预测和股价表现

(百万元)	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E
主营业务收入	2,110	2,339	1,978	3,076	4,319
(+/-)	12%	11%	-15%	55%	40%
主营业务利润	743	728	590	1,054	1,424
(+/-)	29%	-2%	-19%	79%	35%
净利润	217	354	430	527	666
(+/-)	24%	64%	21%	23%	26%
摊薄每股盈利 (元)	0.31	0.51	0.62	0.76	0.96
市盈率	41.9	25.6	21.1	17.2	13.6
市净率	5.4	4.7	4.0	3.3	2.6
EV/EBITDA	21.7	15.3	13.5	11.4	9.4
净资产收益率(%)	12.9	18.2	19.1	19.0	19.4
现金分红收益率(%)	0.96	1.38	-	2.06	2.60



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

事件：

中华企业公布 2006 年报，主营业务收入 19.78 亿元，同比减少 15%；净利润 4.3 亿元，合每股收益 0.62 元，同比增加 21%。同时，公司董事会审议通过利润分配预案：以 2006 年末总股本 6.97 亿股计算，拟按 10: 1 的比例派送红股，并拟按 10: 2 的比例用资本公积金转增股本。

简评：

受土地增值税影响，公司 06 年业绩略低于我们预期 3.5%

➤ 公司 2006 年度主营业务收入同比下降 15%，净利润同比增长 21%

公司 2006 年度实现主营业务收入 19.78 亿元，同比下降 15%，房地产开发业务占 90% 以上。期内房地产结算面积 17 万平方米，同比下降 35% (详见表 2)。结算的项目主要是古北国际花园、苏州第五元素和古北西郊国际别墅；公司结算面积的减少是主营业务收入同比下降的主要原因，净利润同比增长 21%，低于我们预期 3.5%。投资收益和营业外收入的大幅度增长是净利润同比增长的主要原因，二者同比分别增长了 70% 和 1274%。投资收益的增加主要来自于重庆中华企业、上海中企建筑等获得的 1.1 亿元转让收益；营业外收入主要来自于南汇东滩项目补偿费 2.3 亿元。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。



➤ **土地增值税提取额 2.07 亿元，同比增长 86%**

虽然公司销售收入同比下降,但由于土地增值税的计提增量达 9,600 万元,使得公司主营业务税金同比增长 36%。公司上海项目较高的毛利率水平是该项费用增加的主要原因,我们认为 07 年及 08 年结算的主要项目仍来自上海,所以仍将有较大比例的土地增值税费用发生。需要注意的是公司计提了一部分原已售项目的增值税,体现了公司谨慎性原则,我们预计最终土地增值税增收可能不会这么严格。

**各项财务指标保持稳定**

报告期末,公司资产负债率达到了 65.8%,与年初的 66.6%基本持平,公司融资压力仍然较大。公司的净负债率从年初的 37%上升到目前的 43%。目前账面拥有现金 13 亿元,同比略有下降,预收账款近 16 亿元,同比增长 32%,开发项目的增加使得经营活动现金流为负的 2 亿元。公司主营业务利润率维持在 30%左右的水平,而净利率仍维持在 22%的高位(详见表 3)。

**小幅度下调 07 及 08 年盈利预测**

考虑土地增值税的影响,我们小幅度下调公司 07 及 08 年盈利预测,下调幅度分别为 3.8%和 2.7%,调整后 07 及 08 年每股收益分别为 0.76 元和 0.96 元。我们认为未来两年公司业绩增长仍然需要通过一部分非经营性收益来实现。公司目前拥有较多有价值的物业和投资为其近几年业绩增长提供了一定保障(详见表 1)。

**维持“推荐”的投资评级不变**

公司当前股价对应 07、08 年预测市盈率分别为 17.2 倍和 13.6 倍,我们认为虽然公司近期股价有 20%以上的涨幅,但受益于回暖的上海房地产市场以及作为一个上海老牌的国有房地产企业,公司未来在土地及项目获得方面具有优势,且可能受益于母公司层面的资产及资源整合。公司未来可持续增长潜力较大,我们维持“推荐”的投资评级不变。

**表 1: 公司盈利预测调整**

		2007E	2008E
主营业务收入 (百万元)	调整前	3,076	4,755
	调整后	3,076	4,319
	(+- %)	0.0%	-9.2%
净利润 (百万元)	调整前	548	685
	调整后	527	666
	(+- %)	-3.8%	-2.7%
摊薄每股盈利 (人民币元)	调整前	0.79	0.98
	调整后	0.76	0.96
	(+- %)	-3.8%	-2.7%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



表 2: 中华企业 2006 年业绩对比

(百万元)	2006	2005	YoY%	1H06	1H05	YoY%
<b>主营业务收入</b>	<b>1,978</b>	<b>2,339</b>	<b>-15.4%</b>	<b>505</b>	<b>903</b>	<b>-44.1%</b>
<b>结算面积(千平方米)</b>	170	262	-35.0%	26	53	-50.6%
主营业务成本	1,064	1,373	-22.5%	263	503	-47.7%
主营业务税金及附加	324	238	36.2%	35	58	
<b>主营业务利润</b>	<b>590</b>	<b>728</b>	<b>-18.9%</b>	<b>206</b>	<b>342</b>	<b>-39.7%</b>
<b>主营业务利润率</b>	<b>29.8%</b>	<b>31.1%</b>		<b>40.9%</b>	<b>37.9%</b>	
其他业务利润	11	13		5	5	
营业费用	74	73		23	34	
管理费用	211	145		108	89	
财务费用	98	28		57	64	
<b>营业利润</b>	<b>219</b>	<b>494</b>	<b>-55.7%</b>	<b>23</b>	<b>159</b>	<b>85.4%</b>
<b>营业利润率</b>	<b>11.1%</b>	<b>25.7%</b>		<b>4.6%</b>	<b>17.6%</b>	
投资收益	194	113	70.8%	159	149	
补贴收入	36	35		7	24	
营业外收入	237	17	1273.9%	233	0	
营业外支出	3	6		8	6	
<b>税前利润</b>	<b>682</b>	<b>654</b>	<b>4.4%</b>	<b>416</b>	<b>327</b>	<b>27.1%</b>
<b>税前利润率</b>	<b>34.5%</b>	<b>31.3%</b>		<b>82.3%</b>	<b>36.2%</b>	
所得税	203	244		93	95	
少数股东权益	57	59		49	34	
未确认的投资损失	-8	-4		3	-0	
<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>354</b>	<b>21.2%</b>	<b>272</b>	<b>198</b>	<b>36.8%</b>
<b>净利润率</b>	<b>21.7%</b>	<b>21.6%</b>		<b>53.8%</b>	<b>22.0%</b>	
<b>摊薄每股盈利(元)</b>	<b>0.62</b>	<b>0.51</b>	<b>21.2%</b>	<b>0.39</b>	<b>0.28</b>	<b>36.8%</b>

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 3: 公司核心财务指标

(%)	2006	2005	Ppt	1H06	2005	Ppt
资产负债率	66%	67%	(1)	68%	67%	2
净负债率	43%	37%	6	7%	37%	(30)
银行贷款占负债比率	50%	51%	(1)	44%	51%	(7)
主营业务利润率	30%	31%	(1)	41%	38%	3
净利润率	22%	22%	0	54%	22%	32
(人民币百万元)	2006	2005	YoY%	1H06	2005	YoY%
货币资金	1,349	1,563	-14%	2,153	1,563	38%
预收帐款	1,558	1,177	32%	2,216	1,177	88%
经营活动现金流	(196)	528	-137%	597	528	-13%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



表 4: 中华企业的财务预测

截至12月31日	2003A	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E
<b>损益表 (人民币百万元)</b>						
主营业务收入	1,886	2,110	2,339	1,978	3,076	4,319
主营业务利润	576	743	728	590	1,054	1,424
减: 营业费用	117	118	73	74	114	160
管理费用	148	177	145	211	232	278
财务费用	70	58	28	98	101	105
营业利润	249	395	494	219	620	894
税前利润	326	429	654	682	829	1,030
减: 所得税	113	156	244	203	249	289
减: 少数股东损益	29	60	59	57	57	80
净利润	175	217	354	430	527	666
<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
应收款项	736	568	350	530	636	764
存货	3,286	4,227	4,228	4,280	5,136	6,163
货币资金	1,189	1,525	1,563	1,349	1,730	2,067
流动资产合计	5,221	6,322	6,142	6,200	7,543	9,035
固定资产	182	209	218	211	253	304
应付款项	2,099	2,564	2,371	2,498	2,998	3,598
短期借款	1,841	2,335	1,615	1,197	1,645	1,645
流动负债合计	3,940	4,902	4,239	3,727	4,797	5,398
长期借款	150	360	590	1,236	1,090	1,440
负债合计	4,091	5,262	4,830	4,963	5,887	6,838
股东权益	1,542	1,684	1,948	2,247	2,774	3,440
总资产	5,898	7,254	7,251	7,548	9,065	10,766
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						
经营活动现金流	471	-97	528	-196	188	338
投资活动现金流	31	-51	-9	109	-44	-119
筹资活动现金流	-156	486	-483	-126	237	117
现金及现金等价物净增加额	346	337	36	-213	381	337
期初现金及现金等价物余额	843	1,189	1,526	1,562	1,349	1,730
期末现金及现金等价物余额	1,189	1,526	1,562	1,349	1,730	2,067
<b>财务指标</b>						
毛利率	31%	35%	31%	30%	34%	33%
经营利润率	13%	19%	21%	11%	20%	21%
净利率	9%	10%	15%	22%	17%	15%
股息收益率	0.8%	1.0%	1.4%	0.0%	2.1%	2.6%
资产收益率	3.0%	3.0%	4.9%	5.7%	5.8%	6.2%
净资产收益率	11.4%	12.9%	18.2%	19.1%	19.0%	19.4%
资产负债率	69%	73%	67%	66%	65%	64%
净现金/股东权益	52%	69%	46%	50%	42%	34%
每股盈利	0.25	0.31	0.51	0.62	0.76	0.96
每股分红	0.10	0.12	0.18	-	0.27	0.34
每股净资产	2.2	2.4	2.8	3.2	4.0	4.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座6层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海陆家嘴环路证券营业部  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期23楼2307室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期23楼2307室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期23楼2314室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳深南大道证券营业部  
中国 深圳 518040  
深南大道7088号  
招商银行大厦25层2503室  
电话: (86755) 8319-5000  
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。