

中企滨江七子筑梦金融港，管理优化三费率持续下降

——中华企业(600675.SH)动态跟踪报告

公司动态

◆2019H1 公司营收同比+19.22%，毛利率提升 23.12pc 至 56%

2019年上半年，公司营收91.41亿同比+19.22%，归母净利润16.72亿同比+100.56%。上半年整体毛利率56.02%，同比提升23.12pc，主要受房地产结转区域结构影响。公司管理持续优化，三项费用率持续下降，上半年销售、管理、财务费用率分别同比下降0.52pc、1.13pc、2.62pc。

◆开发板块：开发重心回归上海，毛利率有望维持高位

2019年上半年，公司签约面积13.57万平米，签约金额66.34亿元，分别同比+10.86%和+155.23%。签约均价4.89万/平米同比+130.2%，主要系上海地区签约占比提升。从结构上看，2018年4季度上海地区住宅放量，2019年1季度上海地区商办入市。考虑到上海地区销售占比提升较快，未来毛利率有望维持高位。

◆租赁板块：加大持有规模，滨江七子全面开工，打造陆家嘴金融港

2019年上半年，公司出租建面327309平米，同比减少16.39%，租赁业务收入3.04亿，同比减少2.56%，主要原因系淮海公寓重新装修。

公司“陆家嘴北滨江-东外滩”为起点，由“中企滨江七子”组成陆家嘴金融港，规划总建面约37万平方米（其中杨浦东外滩约7万平方米，陆家嘴北滨江约30万平方米），目前已全部开工，预计2020年起陆续入市。

◆净负债率仍处低位，后续杠杆有空间，融资优势持续凸显

2019年上半年带息负债增加3.8亿至158.7亿，在手现金减少33.7亿至142.4亿，净负债率较2018年末提升23.48pc至9.92%，仍处于较低水平，后续杠杆有空间。现金短债比4.28，较2018年末提升1.73，在手现金充沛，短期偿债压力较小。2019上半年加权平均融资成本进一步下降0.3pc至5%，最新一期私募债票面利率4.35%，融资优势持续凸显。

◆高基数下结算或放缓，目标价5.70元，下调至“增持”评级

公司房地产销售重心重回上海，签约均价大幅提升，结构改善带动毛利率稳步上行。同时公司加大持有规模，依托“中企滨江七子”打造陆家嘴金融港，租赁板块中长期发展值得期待。鉴于2018年高基数及在手结算资源有限，我们下调2019-2021年预测EPS至0.44/0.52/0.59元（原为0.57/0.65/0.76元）。鉴于行业估值中枢下移，我们下调2019年PE至13倍，目标价5.70元，下调至“增持”评级。

◆风险提示：租赁板块建设进度有不及预期可能，推盘有不及预期的可能。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,659	19,286	16,314	18,641	21,169
营业收入增长率	-46.05%	151.81%	-15.41%	14.27%	13.56%
净利润(百万元)	367	2,592	2,675	3,146	3,623
净利润增长率	-44.04%	606.82%	3.17%	17.61%	15.16%
EPS(元)	0.06	0.43	0.44	0.52	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.16%	18.87%	17.25%	17.78%	17.94%
P/E	79	11	11	9	8
P/B	8.0	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年09月09日

增持(下调)

当前价/目标价：4.73/5.70元

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801

hemiannan@ebsec.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855

wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

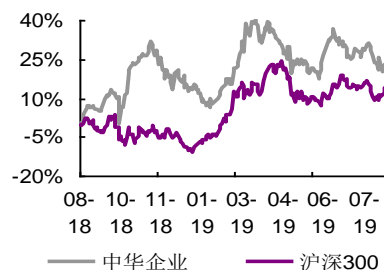
总股本(亿股)：60.96

总市值(亿元)：288.35

一年最低/最高(元)：3.97/5.64

近3月换手率：6.70%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.74	-12.96	-8.22
绝对	-3.47	-1.51	12.99

资料来源：Wind

相关研报

2019：聚焦管理效率提升红利——中华企业(600675.SH)动态跟踪报告

.....2019-03-16

64岁新中企，奋发再起航——中华企业(600675.SH)动态跟踪报告

.....2018-10-31

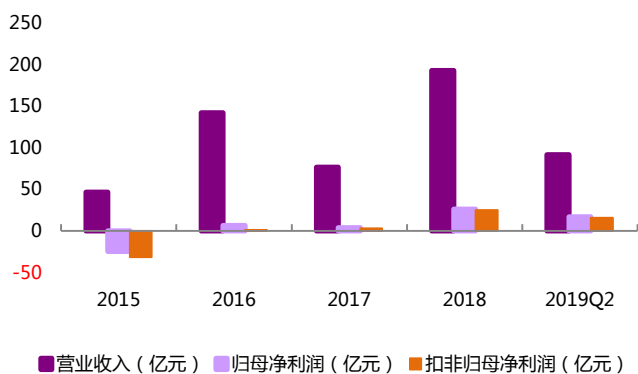
1、营收同比+19.22%，毛利率提升 23.12pc

2019 年上半年，公司实现营业收入 91.41 亿元，同比增加 19.22%，归母净利润 16.72 亿元，同比增加 100.56%。

上半年整体毛利率 56.02%，同比提升 23.12pc，较 2018 年全年提升 12.98pc，主要受房地产结转区域结构影响。

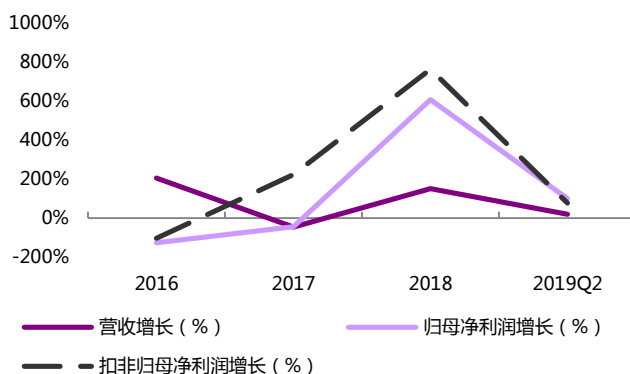
上半年三项费用率继续呈现下降趋势，销售、管理、财务费用率分别同比下降 0.52、1.13、2.62pc，主要系公司管理持续优化。

图 1：营收和归母净利润



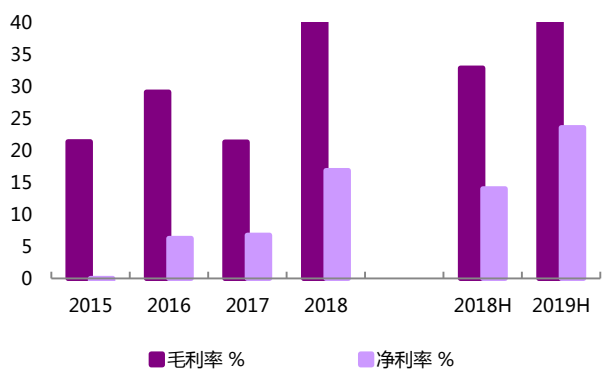
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 2：营收和归母净利润增速



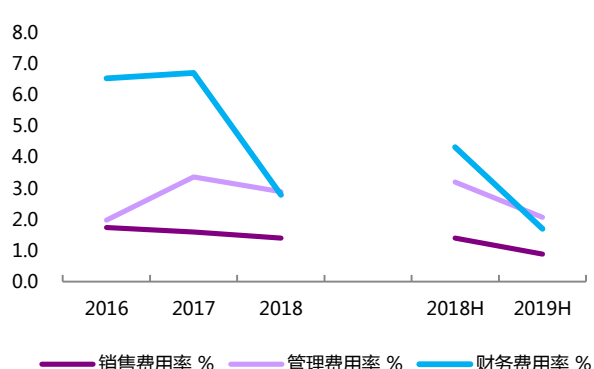
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 3：毛利率和净利率变动



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：三项费用率变动情况



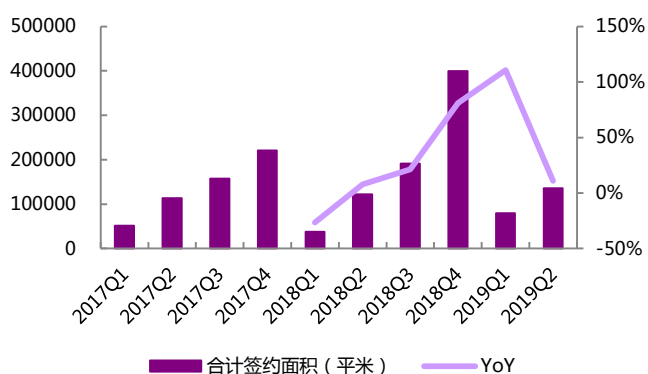
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、开发板块：开发重心回归上海，毛利率有望高位稳定

2019 年上半年签约面积 13.57 万平米，签约金额 66.34 亿元，分别同比增加 10.86%和 155.23%。

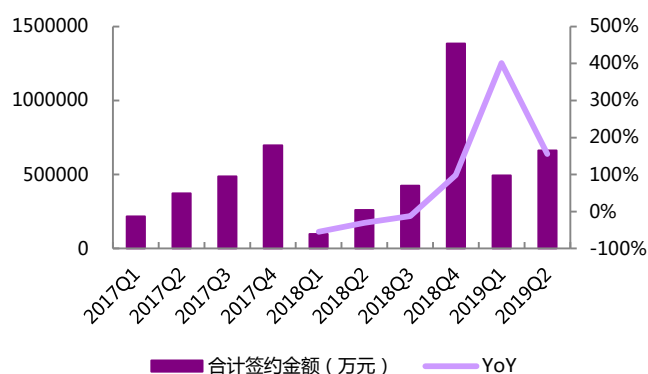
签约均价 4.89 万/平米，同比提升 130.2%，主要系上海地区签约占比提升。

图 5：分季度累计签约面积



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 6：分季度累计签约金额

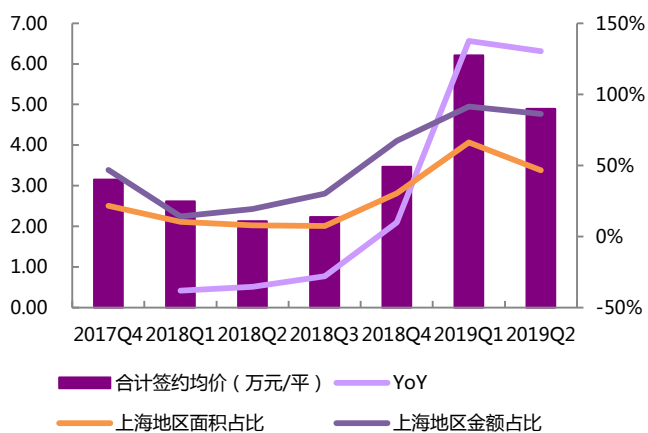


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2018 上半年、2018 全年、2019 上半年上海地区签约面积占比分别为 7.8%、30.2%、46.6%，对应签约金额占比为 19.21%、67.37%、86.25%，对应均价为 2.12、3.46、4.89 万元/平米。

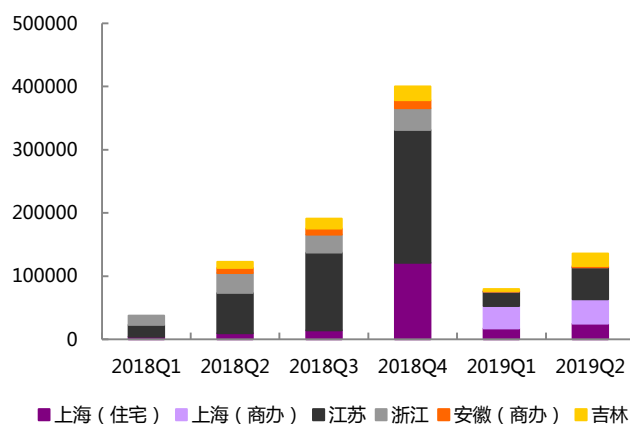
从结构上看，2018 年 4 季度上海地区住宅销售放量（结算基数较高），2019 年 1 季度上海地区商办入市。

图 7：签约均价与上海地区销售占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

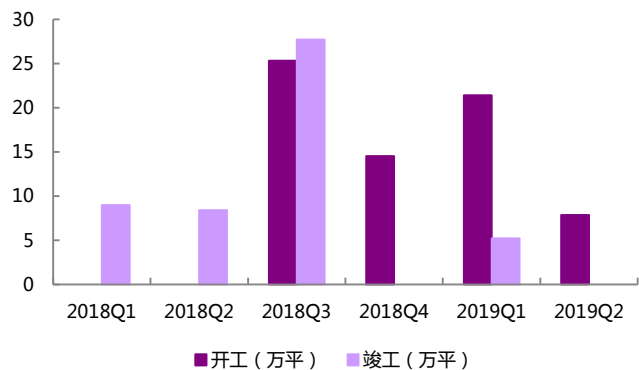
图 8：分区域销售结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；单位：平米

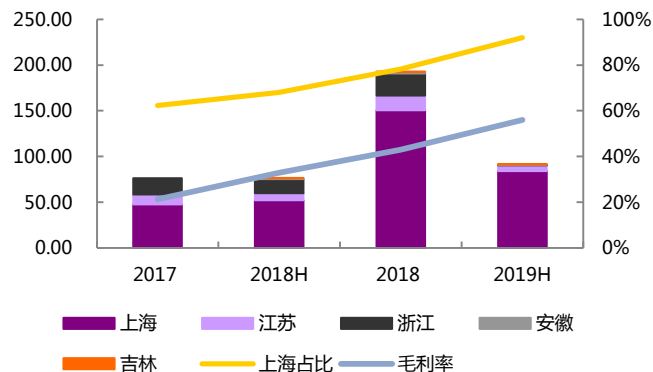
从结转上看，上海地区营收占比呈上升趋势，带动毛利率不断提升。考虑到上海地区销售占比提升较快，未来毛利率有望维持高位。

图 9：分季度开竣工情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 10：分区域营收占比

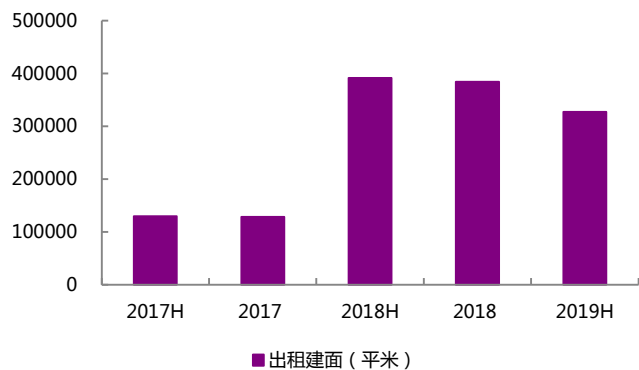


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；单位：亿元

3、租赁板块：加大持有规模，打造陆家嘴金融港

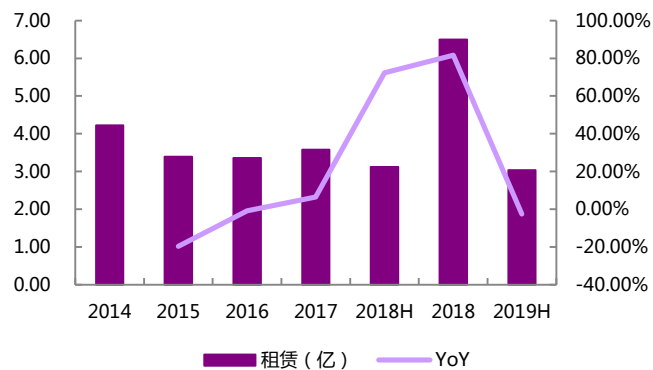
上半年出租建面 327309 平米，同比减少 16.39%，租赁业务收入 3.04 亿，同比减少 2.56%。主要系淮海公寓重新装修导致出租建面减少。

图 11：出租建面略有下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 12：历年租赁收入情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

以“陆家嘴北滨江-东外滩”为起点，利用“中企七子”打造陆家嘴金融港，规划总建面 36.78 万方（小部分出售），目前已全部开工，预计 2020 年起陆续入市。

图 13：陆家嘴金融港七座核心商办建筑



资料来源：百度地图，公司公告，光大证券研究所整理

表 1：陆家嘴金融港组成

位置	名称	项目名称	权益	占地面积 (万平方米)	规划总建面 (万平方米)	累计开工 (万平方米)	进度
浦东新区	中企国际金融中心	黄浦江沿岸 E10 单元 E06-2 地块商业办公项目	100%	1.87	12	12	在建
浦东新区	中企未来世纪大厦	黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	100%	0.77	3.28	3.28	在建
浦东新区	中企滨江金融中心	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-4 项目	53%	1.4	8.1	8.1	在建
浦东新区	中企环球世纪大厦	黄浦江沿岸 E10 单元 E08-1 地块商业办公项目	100%	0.6	2.5	2.5	在建
杨浦区	中企滨江世纪大厦	黄浦江沿岸 W7 单元 03I3-06 地块商业项目	100%	1.1	6	6	在建
杨浦区	中企滨江智慧广场	杨浦区平凉社区 02I5-03 地块商办楼项目	75%	0.7	1.1	1.1	在建
浦东新区	中企财富世纪大厦	黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块项目	100%	1	3.8	3.8	在建
					36.78		

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

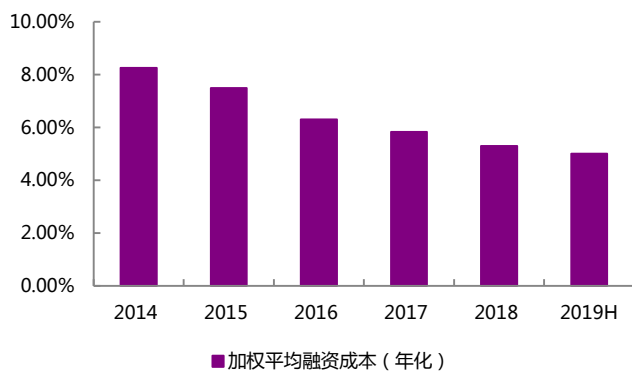
4、净负债率仍处低位，融资优势持续凸显

2019年上半年带息负债增加3.8亿至158.7亿，在手现金减少33.7亿至142.4亿，净负债率较2018年末提升23.48pc至9.92%，仍处于行业较低水平。

现金短债比4.28，较2018年末提升1.73，在手现金充沛，短期偿债压力较小。

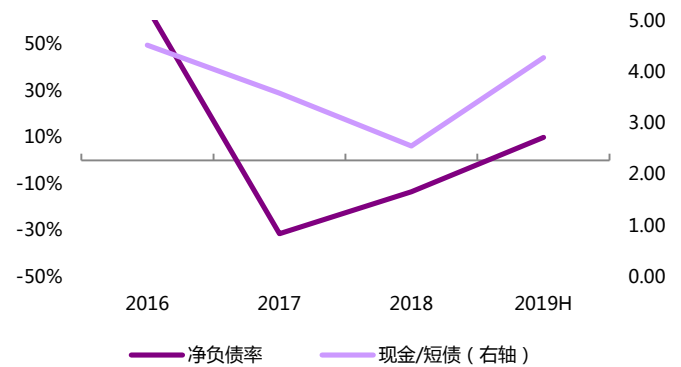
2019年上半年加权平均融资成本进一步下降0.3pc至5%，最新一期私募债票面利率4.35%，融资优势持续凸显。

图 14：加权平均融资成本进一步下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 15：净负债率仍处较低水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

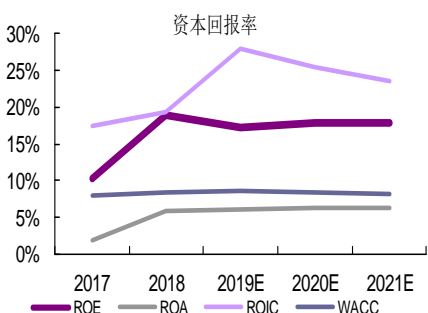
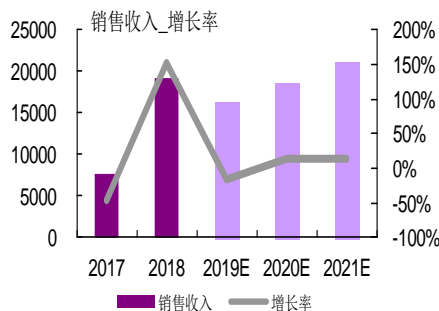
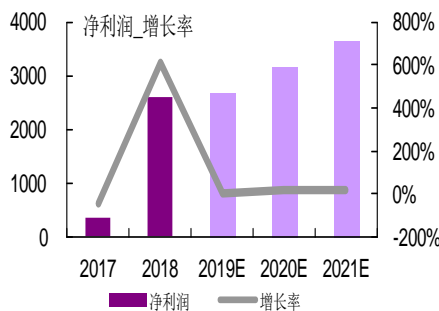
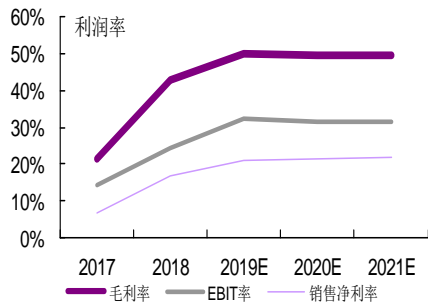
5、目标价 5.70 元，下调至“增持”评级

公司房地产销售重心重回上海，签约均价大幅提升，结构改善带动毛利率稳步上行。同时公司加大持有规模，依托“陆家嘴北滨江-东外滩”打造陆家嘴金融港，商办租赁板块后续中长期发展值得期待。

受到2018年高基数影响，以及当前在手结算资源有限，我们下调公司2019-2021年盈利预测EPS至0.44/0.52/0.59元(原为0.57/0.65/0.76元)。鉴于行业估值中枢下移，我们下调2019年PE至13倍，目标价5.70元，下调至“增持”评级。

6、风险提示

租赁项目建设进度有不及预期的可能，推盘有不及预期的可能。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,659	19,286	16,314	18,641	21,169
营业成本	6,027	10,984	8,114	9,419	10,671
折旧和摊销	88	264	225	272	407
营业税费	437	2,628	2,223	2,540	2,885
销售费用	122	270	228	280	339
管理费用	257	558	473	541	614
财务费用	513	538	412	436	515
公允价值变动损益	-13	-19	39	0	0
投资收益	45	470	10	300	300
营业利润	630	4,641	4,898	5,725	6,445
利润总额	693	4,707	4,963	5,791	6,511
少数股东损益	151	659	750	850	1,000
归属母公司净利润	367	2,592	2,675	3,146	3,623

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	27,858	56,631	57,346	64,975	73,903
流动资产	23,870	43,702	44,099	50,359	54,919
货币资金	9,685	17,605	23,679	26,276	25,478
交易型金融资产	59	40	180	180	180
应收帐款	43	127	108	123	140
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	781	3,446	2,915	3,331	3,782
存货	13,038	21,987	16,310	19,992	24,881
可供出售投资	118	86	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	581	1,624	1,631	1,859	2,087
固定资产	99	175	211	245	276
无形资产	77	75	67	61	55
总负债	22,755	40,995	39,201	43,793	49,217
无息负债	14,682	25,512	22,107	24,300	27,124
有息负债	8,074	15,483	17,093	19,493	22,093
股东权益	5,103	15,635	18,145	21,182	24,686
股本	1,867	5,080	6,096	6,096	6,096
公积金	552	3,928	3,179	3,494	3,856
未分配利润	1,200	4,776	6,269	8,141	10,282
少数股东权益	1,493	1,895	2,645	3,495	4,495

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5,269	8,554	6,001	2,580	2,223
净利润	367	2,592	2,675	3,146	3,623
折旧摊销	88	264	225	272	407
净营运资金增加	-7,506	7,858	-4,195	2,866	4,051
其他	12,320	-2,161	7,296	-3,704	-5,858
投资活动产生现金流	272	-5,173	-211	-988	-3,988
净资本支出	-39	-49	-60	-60	-60
长期投资变化	581	1,624	-8	-228	-228
其他资产变化	-270	-6,748	-143	-700	-3,700
融资活动现金流	-2,380	-1,456	284	1,005	966
股本变化	0	3,213	1,016	0	0
债务净变化	-1,557	7,410	1,610	2,400	2,600
无息负债变化	-1,366	10,831	-3,405	2,193	2,824
净现金流	3,161	1,925	6,075	2,597	-798

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-46.05%	151.81%	-15.41%	14.27%	13.56%
净利润增长率	-44.04%	606.82%	3.17%	17.61%	15.16%
EBITDA 增长率	-43.76%	315.05%	10.34%	11.79%	15.23%
EBIT 增长率	-45.53%	324.20%	11.75%	11.41%	13.63%
估值指标					
PE	79	11	11	9	8
PB	8	2	2	2	1
EV/EBITDA	10	6	5	5	5
EV/EBIT	10	6	5	5	5
EV/NOPLAT	14	9	8	8	7
EV/Sales	1	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	21.30%	43.05%	50.26%	49.47%	49.59%
EBITDA 率	15.64%	25.78%	33.63%	32.90%	33.38%
EBIT 率	14.49%	24.41%	32.25%	31.44%	31.46%
税前净利润率	9.05%	24.41%	30.42%	31.06%	30.76%
税后净利润率 (归属母公司)	4.79%	13.44%	16.39%	16.87%	17.11%
ROA	1.86%	5.74%	5.97%	6.15%	6.25%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.16%	18.87%	17.25%	17.78%	17.94%
经营性 ROIC	17.42%	19.27%	28.06%	25.36%	23.48%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.41	1.68	1.74	1.70
速动比率	0.69	0.70	1.06	1.05	0.93
归属母公司权益/有息债务	0.45	0.89	0.91	0.91	0.91
有形资产/有息债务	3.37	3.51	3.21	3.20	3.22
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.06	0.43	0.44	0.52	0.59
每股红利	0.00	0.15	0.16	0.18	0.21
每股经营现金流	0.86	1.40	0.98	0.42	0.36
每股自由现金流(FCFF)	1.33	-0.70	1.28	0.19	0.10
每股净资产	0.59	2.25	2.54	2.90	3.31
每股销售收入	1.26	3.16	2.68	3.06	3.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼