

# 主业稳定 转型初成

——冠城大通（600067）2015 年年报点评

2016 年 03 月 27 日

推荐/维持

冠城大通

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

## 事件:

公司 3 月 26 日公布 2015 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 740,220.51 万元, 同比下降 2.14%, 营业利润 70,365.80 万元, 同比下降 41.30%, 归属于母公司所有者净利润 21,245.05 万元, 同比下降 71.71%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产 1,988,909.06 万元, 比年初增长 0.4%; 归属于上市公司股东的所有者权益 706,182.16 万元, 比年初增长 27.72%。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入(百万元)	2232.07	1043.57	2935.9	1164.33	1758.31	1067.88	3411.68
增长率(%)	-29.04%	-32.79%	26.65%	-13.92%	-21.22%	2.33%	16.21%
毛利率(%)	29.97%	8.38%	39.02%	25.07%	26.11%	11.46%	37.51%
期间费用率(%)	4.46%	9.83%	5.52%	8.98%	6.73%	13.24%	5.09%
营业利润率(%)	17.26%	-2.59%	24.84%	11.92%	15.13%	-5.63%	10.52%
净利润(百万元)	288.11	-32.16	571.31	112.83	238.01	-73.19	177.69
增长率(%)	-38.03%	-121.08%	-4412.30%	40.71%	-17.39%	127.62%	-68.90%
每股盈利(季度, 元)	0.24	-0.03	0.34	0.05	0.16	-0.04	-0.02
资产负债率(%)	63.48%	65.84%	64.35%	63.75%	54.29%	57.89%	56.11%
净资产收益率(%)	4.47%	-0.50%	8.10%	1.61%	2.75%	-0.86%	2.04%
总资产收益率(%)	1.63%	-0.17%	2.89%	0.58%	1.26%	-0.36%	0.89%

## 观点:

- **营业收入和净利润均有所减少。**截至2015年年末, 公司实现营业收入740,220.51万元, 同比下降2.14%, 营业利润70,365.80万元, 同比下降41.30%。一方面, 公司的主营房地产业务虽然整体保持稳健, 但受到房地产市场整体环境和项目结算周期影响, 不同区域结算面积有差异, 同时, 年内针对部分项目计提存货减值, 致使利润表现为一定水平的下滑。另一方面, 作为公司另一主营业务的漆包线下游行业需求减少以及铜价持续波动的影响, 公司漆包线业务实现净利润 5,011.59 万元, 同比下降 11.40%。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析 (单位: 亿元、百分比)**

项目	2015 年	2014 年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	29.09%	27.76%	1.12%	营业成本和期间费用降幅较小
净利率 (%)	4.55%	9.07%	-71.71	净利润总额降幅较大
资产负债率 (%)	56.11%	64.35%	-12.81%	“冠城转债”转股减少负债
费用比率 (%)	7.27%	6.24%	16.51%	各项费用均有增加
加权 ROE (%)	2.48%	13.77%	-11.29%	净利润大幅下滑
总资产	198.89	197.93	0.49%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	38.69	33.35	5.34%	28 亿公司债发行
预收账款	19.32	25.81	-6.49%	同比变化较大
一年内到期非流动负债	4.84	10.22	-52.64%	负债正常到期
经营活动净现金流	11.94	13.60	-16.18%	购地支出保持在稳定水平
稀释 EPS	0.15	0.58	-74.14%	净利润大幅降低

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

到目前为止, 房地产业务仍然是公司的主要收入和利润来源, 贡献了营业收入的60%以上, 地产业务以商品住宅、写字楼和商业为主, 主要布局除了在北京和南京等一二线城市, 部分业务布局在三四线城市。报告期内, 受到房地产行业大环境的影响, 各地量价走势差别较大, 中央与地方改善房地产行业的刺激政策对一二线城市的作用较为明显, 成交量有所提升, 房价高涨。公司在北京、南京的项目贡献收入较大, 涨幅明显, 对于利润提升起到了极大的作用。但是三四线城市去化压力仍然较大, 市场仍然低迷。另外, 公司双主业之一的漆包线业务营业收入和利润均大幅下滑, 主要受行业内产能过剩、需求减少共同作用影响。但是随着我国新型高端制造产业的快速发展, 漆包线产品需求有望在未来会逐步扩大, 市场前景看好。

- **土地储备良好, 区域结构优化。**公司土地储备布局良好, 报告期内适量收购了北京和南京等区域的一些重点地块, 加强了土地储备。与此同时, 北京的地价飙升, 南京地价房价齐涨, 楼市各项指标抢眼, 消化周期均低于全国平均水平。展望2016年, 北京和南京房地产行业依然走势向好, 而公司在两地的可售面积依然充足, 预计2016年公司盈利能力将显著提升。

**表 2: 公司目前在建或者在售主要项目及土地储备状况 (单位: 万平方米)**

项目名称	公司权益	项目位置	状态	占地面积	总建筑面积	总可售面积	本期销售面积	累计销售面积	本期结算面积	累计结算面积
太阳星城B区	100%	北京东北三	完工	11.89	46.8	42.06	0.18	41.01	0.22	40.99
太阳星城C区	100%	四环之间	完工	5.67	34.76	31.14	0.01	31.00	1.61	31.00
冠城大通蓝郡	100%	南京六合区	在建	60.74	101.25	91.12	10.73	30.62	10.37	18.60
冠城观湖湾	85%	苏州黄埭镇	完工	7.65	25.31	20.19	4.68	15.56	6.99	14.34
冠城三牧苑	100%	福州鼓楼区	完工	0.54	3.59	3.30	1.26	2.03	1.08	1.76
冠城大通华郡	100%	桂林建干北路	完工	5.31	10.89	8.39	2.55	5.29	2.13	4.21
西北旺新村项目	53.82%	北京海淀区西北旺镇	在建	41.66	78.77	43.91	0.17	38.13	1.06	38.01
百旺杏林湾	41.003%	北京中关村永丰高新技术产业基地东北侧	在建	38.62	63.83	53.66	4.65	31.70	4.01	27.98
冠城大通珑湾	100%	苏州浒关分区	完工	9.53	8.07	8.03	1.33	4.76	0.95	4.13
骏和棕榈湾	100%	南通市崇川区	完工	15.5	48.05	45.46	5.24	21.27	6.25	19.66
霸州项目	100%	霸州市泰山路东、黄河道北侧	在建	10.93	12.98	7.49	0	0	0	0
福州会展岛项目	100%	福州海峡会展中心东北路西南侧	拟建	7.03	7.17	-	0	0	0	0
永泰县樟[2015]拍04、05、06号土地	93%	永泰赤壁	拟建	15.95	-	-	0	0	0	0
合计	--	--	--	231.02	441.47	354.75	30.8	221.37	34.67	200.68

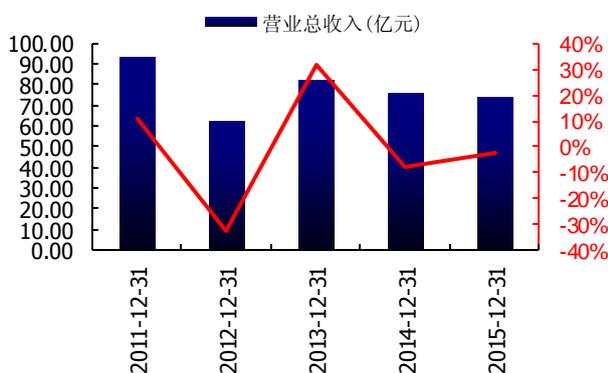
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **公司债券发行降低融资成本, 员工持股计划促进团队稳定。**2015年4月, 公司完成了18亿元可转换公司债券的转股及赎回, 公司年末净资产规模也因此增加至70.62亿元。8月, 公司定向发行了28亿元公司债, 通过低成本融资方式替代旧负债, 每年将为公司减少超过1亿元利息支出, 不仅增加了资金流动性, 使公司财务状况更趋稳健, 优化了公司债务结构, 降低了财务成本。
- **员工持股计划实现员工利益绑定。**2015年7月, 公司实施员工持股计划, 通过了《冠城大通股份有限公司第一期员工持股计划(草案)》, 截止目前已经完成了全部股票的购买。此举将有利于公司团队的长期

稳定和团结, 增强公司的活力和市场竞争能力。

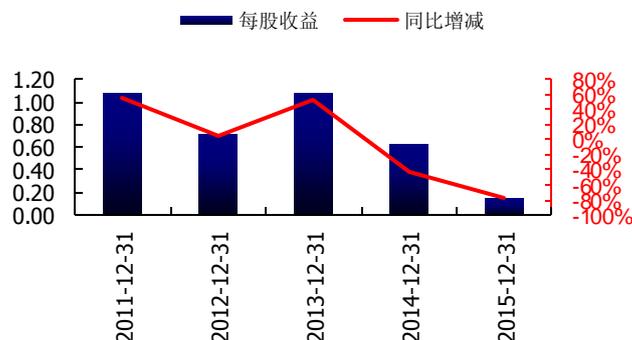
- **新能源转型, 转型平台初步建立。** 顺应整个行业谋求转型大趋势, 公司确定的转型方向之一是新能源。报告期内, 公司成立瑞闽新能源, 进入汽车锂电池电芯制造业。自此逐渐形成新能源汽车行业锂离子电池、充电器、电动汽车电池模组、储能电池及电源管理系统等环节的研发、生产和销售上下游一体的布局。预期未来投产后, 新能源业务将成为公司新的盈利增长点。
- **互联网金融带来新的利润增长点。** 2015年年中, 公司投资建立的P2P 网贷平台“海投汇”正式上线。截至报告期末, “海投汇”平台累计成交金额为1.83亿元。公司作为富滇银行第三大股东, 本身在金融行业就有一定基础, 新平台的良好运营无疑为公司带来了新的增长动力。鉴于国内P2P平台非法集资事件频发, 公司在平台风险和合规控制方面的格外重视保证了“海投汇”的健康运转。

图 3: 营业收入情况



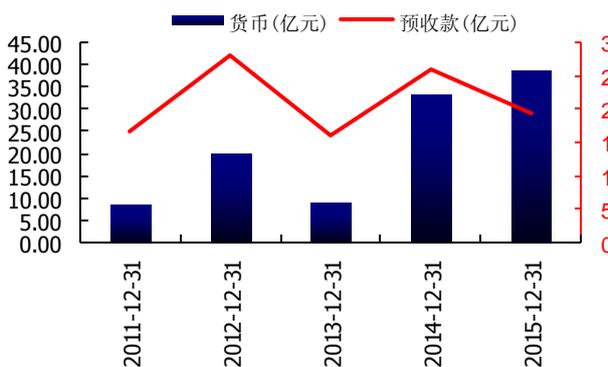
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



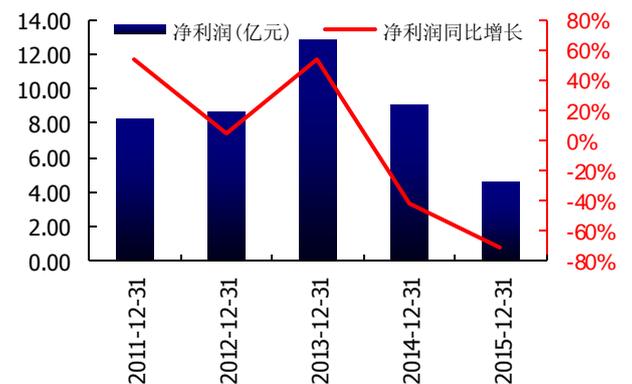
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



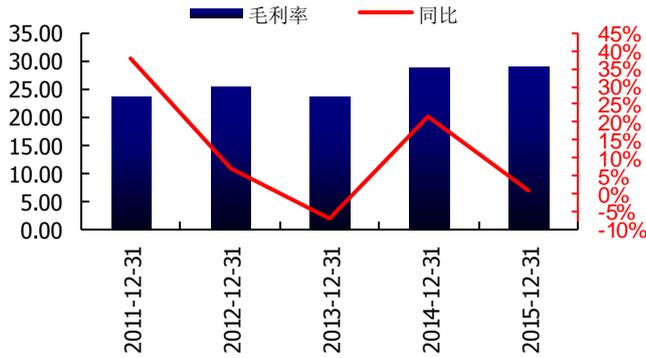
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



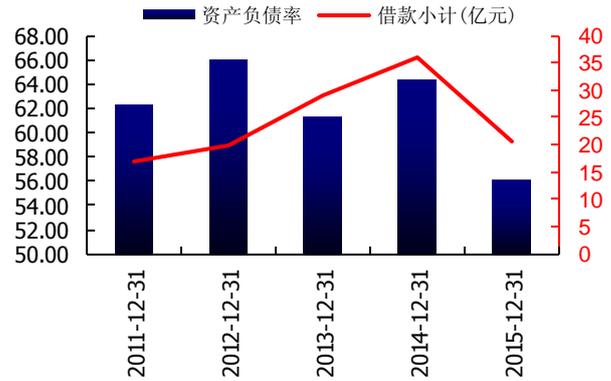
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



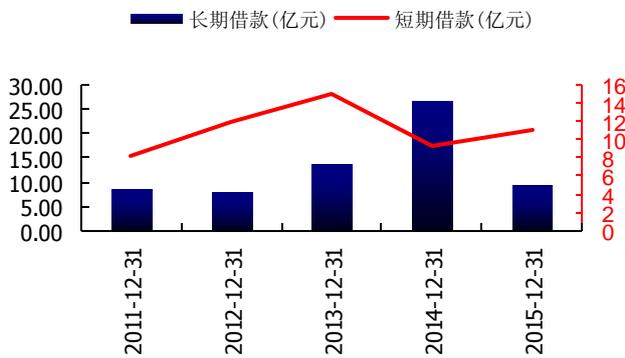
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 资产负债率情况



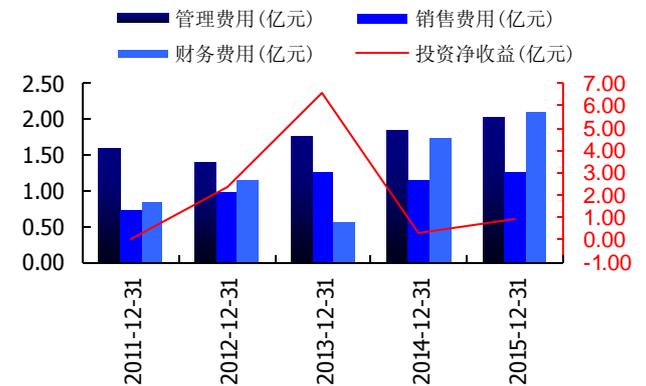
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 结论:

2015 年, 公司完成了可转换公司债券的赎回, 新增 28 亿公司债, 并开始推进员工持股计划, 保证了财务稳健和团队凝聚力。同时也致力于转型, 整合资源布局新能源产业上下游, 互联网金融成果初现。虽然短期内转型对利润贡献并不能显著呈现, 但中长期来看, 公司良好的产业布局和新利润增长点的打造必将有力提升公司的盈利能力。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 86.61 亿元、100.46 亿元和 115.53 亿元, 每股收益分别为 0.5 元、0.56 元和 0.61 元, 对应 PE 分别为 13.32、11.93 和 10.88, 维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	15535	15281	18198	21212	24305	<b>营业收入</b>	7564	7402	8661	10046	11553
货币资金	3335	3869	5195	6156	7013	<b>营业成本</b>	5388	5249	6062	7032	8087
应收账款	585	578	664	771	886	营业税金及附加	539	810	866	1005	1155
其他应收款	109	84	98	114	131	营业费用	115	127	173	201	231
预付款项	300	284	345	415	496	管理费用	184	201	217	251	289
存货	10904	10232	11627	13487	15510	财务费用	174	210	117	206	330
其他流动资产	193	143	269	269	269	资产减值损失	-1.40	193.25	72.00	69.00	69.00
<b>非流动资产合计</b>	4258	4608	4877	4806	4725	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	34	165	165	165	165	投资净收益	31.90	91.76	100.00	100.00	100.00
固定资产	982	980	1019	882	744	<b>营业利润</b>	1199	704	1254	1382	1491
无形资产	466	480	432	384	336	营业外收入	36.70	71.24	70.00	70.00	70.00
其他非流动资产	598	699	701	702	711	营业外支出	3.22	2.95	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	19793	19889	23075	26017	29030	<b>利润总额</b>	1232	772	1319	1447	1556
<b>流动负债合计</b>	8151	7254	7079	7499	7961	所得税	325	317	330	362	389
短期借款	921	1114	0	0	0	<b>净利润</b>	907	455	989	1085	1167
应付账款	1557	1558	1661	1927	2216	少数股东损益	156	243	243	252	254
预收款项	2581	1932	2019	2119	2235	归属母公司净利润	751	212	746	833	913
一年内到期的非流	1022	484	1120	1120	1120	EBITDA	1903	1462	1556	1774	2007
<b>非流动负债合计</b>	4586	3905	5920	7941	9963	<b>BPS (元)</b>	0.63	0.15	0.50	0.56	0.61
长期借款	2690	959	2959	4959	6959	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1725	2755	2754	2754	2754		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	12737	11159	12999	15439	17924	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1527	1668	1911	2163	2417	营业收入增长	-8.04%	-2.14%	17.00%	16.00%	15.00%
实收资本(或股本)	1193	1488	1488	1488	1488	营业利润增长	-26.28%	-41.30	78.17%	10.21%	7.94%
资本公积	144	1689	2567	2567	2567	归属于母公司净利润	251.16%	11.66%	251.16%	11.66%	9.63%
未分配利润	3786	3538	3165	2749	2292	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	5529	7062	8165	8415	8689	毛利率(%)	28.76%	29.09%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>负债和所有者权益</b>	19793	19889	23075	26017	29030	净利率(%)	12.00%	6.15%	11.42%	10.80%	10.10%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	3.79%	1.07%	3.23%	3.20%	3.15%
						ROE(%)	13.58%	3.01%	9.14%	9.90%	10.51%
<b>经营活动现金流</b>	1360	1194	29	-187	-122	<b>偿债能力</b>					
净利润	907	455	989	1085	1167	资产负债率(%)	64%	56%	56%	59%	62%
折旧摊销	531.20	548.78	0.00	185.59	185.59	流动比率	1.91	2.11	2.57	2.83	3.05
财务费用	174	210	117	206	330	速动比率	0.57	0.70	0.93	1.03	1.10
应收账款减少	0	0	-86	-106	-116	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	87	100	116	总资产周转率	0.43	0.37	0.40	0.41	0.42
<b>投资活动现金流</b>	-1332	-493	-427	-83	-74	应收账款周转率	12	13	14	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.87	4.75	5.38	5.60	5.58
长期股权投资减少	0	0	-453	-113	-96	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	32	92	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.15	0.50	0.56	0.61
<b>筹资活动现金流</b>	2276	-33	1723	1231	1053	每股净现金流(最新)	1.93	0.45	0.89	0.65	0.58
应付债券增加	0	0	-1	0	0	每股净资产(最新摊)	4.63	4.75	5.49	5.66	5.84
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	3	294	0	0	0	P/E	10.60	44.53	13.32	11.93	10.88
资本公积增加	12	1545	878	0	0	P/B	1.44	1.41	1.22	1.18	1.14
<b>现金净增加额</b>	2304	669	1326	961	857	EV/EBITDA	5.78	7.78	7.44	7.11	6.85

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

### 秦苏

实习生，北京外国语大学硕士，对此报告有贡献。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。