

冠城大通 (600067.SH)

股权提升带来业绩增长，关注新能源业务兑现

核心观点:

● 股权收购助力业绩增长

16 年公司实现营业收入 61.29 亿元，同比减少 17.2%；归母净利润 3.22 亿元，同比上升 51.3%，每股收益 0.22 元。目前的主业收入及结算毛利率均有所下降，而税费规模下降、资产减值准备降低以及少数股东权益占比回落是净利润增长的原因。16 年公司实现签约销售金额 43.85 亿元，同比增长 9.4%，南京蓝郡、北京西北旺是主要存量资源，合计货值 287 亿元。

● 专注新能源+股权投资业务转型

从 14 年开始，公司在原有业务的基础之上，积极探索新的业务拓展方向，现有项目拓展主要围绕新能源和金融股权项目展开。16 年公司控股子公司福建冠城瑞闽实现销量 864 千瓦时，PACK 自动生产线、电芯中试研发线、电芯生产线正在加紧推进，预计 2017 年内实现全面投产。电解液业务方面，随着新购置的生产设备全面投入使用，产品生产规模将进一步扩大。

● 杠杆水平下降，融资规模收缩成本回落

16 年公司杠杆水平进一步下降，截止报告期末有息负债规模 45.7 亿元，在手货币现金 40.35 亿元，净负债率仅 6.9%，而且公司的平均融资成本也有所下降，综合成本仅 5.1%，融资结构大幅优化。

● 预计 16-17 年 EPS 分别为 0.24、0.27 元，维持“买入”评级。

16 年全年公司利润规模增加主要是由于少数股东权益占比下降。业务拓展方面公司出售了部分非核心的转型项目，巩固了以新能源业务为核心的转型方向。17 年关注公司锂电池的订单以及电解液的业务拓展情况。

● 风险提示

地产业务销售受到市场影响，新业务项目进展存在一定不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,402	6,129	7,026	7,575	8,231
增长率(%)	-2.14%	-17.20%	14.63%	7.81%	8.67%
EBITDA(百万元)	1096	780	824	927	989
净利润(百万元)	212	322	363	396	440
增长率(%)	-71.71%	51.34%	12.82%	9.12%	11.09%
EPS(元/股)	0.14	0.22	0.24	0.27	0.29
市盈率(P/E)	49.16	32.49	28.79	26.39	23.75
市净率(P/B)	1.47	1.53	1.46	1.38	1.31
EV/EBITDA	5.40	10.57	11.76	12.26	14.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

7.06 元

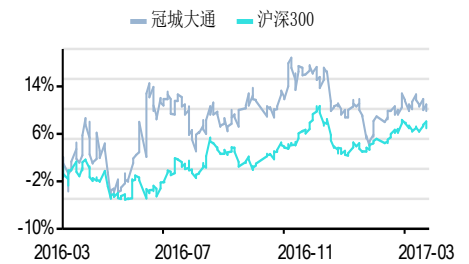
前次评级

买入

报告日期

2017-03-27

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究:

新能源拓展踏实推进	2016-08-29
锁定目标，扎实向前	2016-06-16
多线程发展，期待新能源项目加速落地	2016-03-29

联系人: 李飞

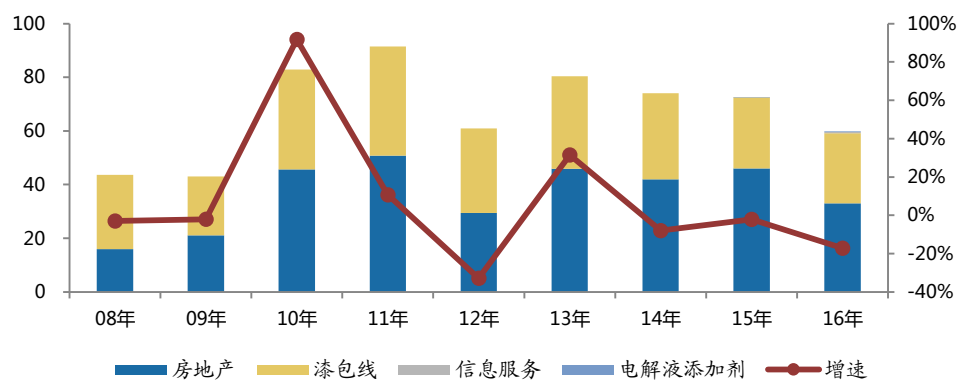
glifei@gf.com.cn

股权收购助力业绩增长

16年公司实现营业收入61.29亿元，同比减少17.2%；营业利润5.85亿元，与去年同期相比下降16.9%；实现归属母公司所有者净利润3.22亿元，同比上升51.3%，每股收益0.22元。全体股东每10股派现金红利1元，分红比例为45.5%。

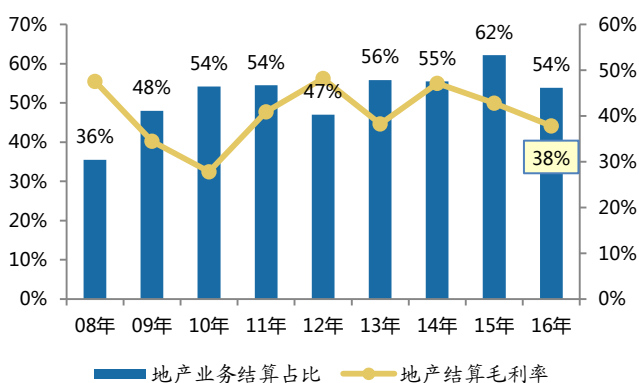
冠城大通整体收入水平有所下降，从14年开始公司向新能源产业业务进行业务转型阶段，但从收入结构来看，还没有对公司主营业务形成较强的支持。目前的收入依旧依靠传统地产业务和漆包线业务，其中结算毛利较高的地产业务收入规模以及毛利率均有所下降，全年结算收入约33亿，从结算结构来看，高毛利的太阳宫和海科建项目在16年结算比例有所下降，合计贡献收入仅8.28亿，南京蓝郡项目和南通棕榈湾项目贡献了较多的结算面积，整体结算利润率水平有所下降。

图1：冠城大通收入（亿元）结构及增速



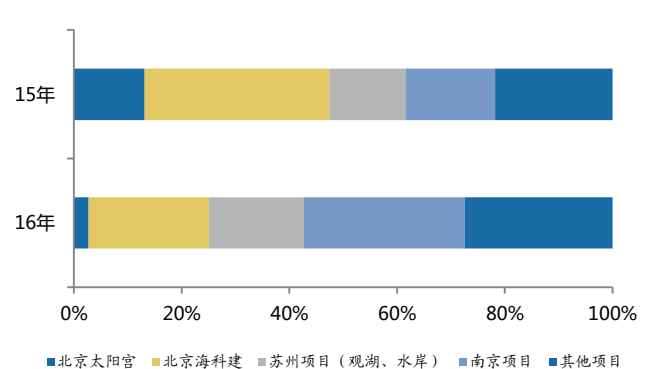
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：冠城大通房地产结算毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：冠城大通结算结构

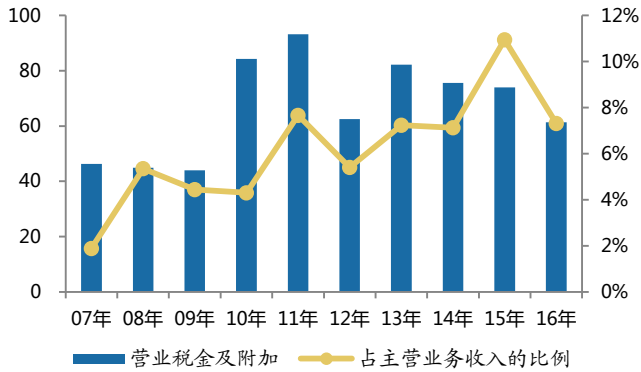


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

在毛利率有所下降的情况下，公司利润增速维持稳定一方面是由于期内结算营业税金及附加同比下降44.7%，15年公司由于项目清盘等原因，税费结算比例提升较大，

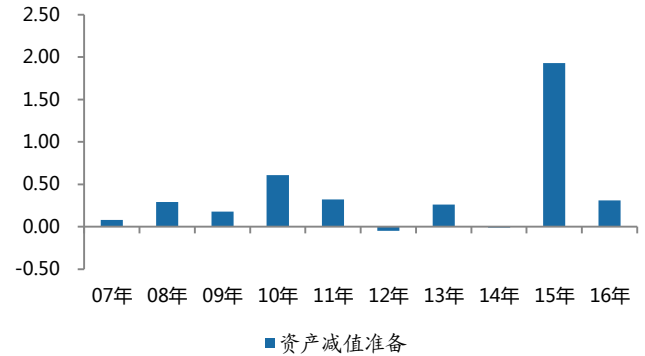
16年税金结算归回到正常水平，需要注意的是在营改增在本期并未影响公司的税费缴纳结构。另一方面，16年资产减值准备的规模与15年年相比下降84.2%，变相增厚了公司的业绩水平。

图4：冠城大通营业税金及附加规模及占收入比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

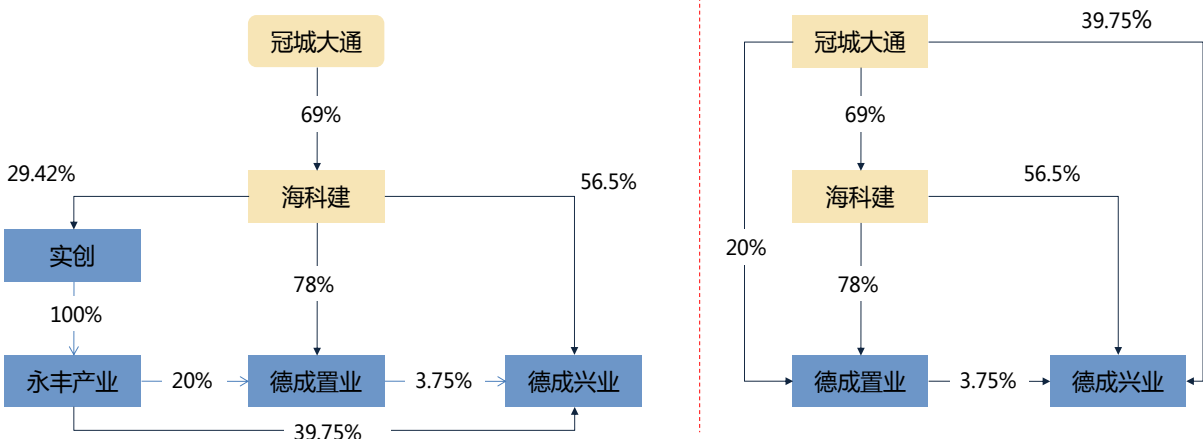
图5：冠城大通资产减值准备规模



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

16年公司净利润规模实现大幅增长，主要是由于少数股东权益比例下降所致，公司于报告期内通过竞买增持了下属控股公司北京德成置地房地产开发有限公司20%股权和北京德成兴业房地产开发有限公司39.75%股权，德成置地目前主要运营西北旺新村土地一、二级开发项目，德成兴业主要开发百旺杏林湾项目，这两个项目结算利润十分丰厚，收购不但增加公司在北京的土地储备的，也保证未开几年的主营业务结算规模。

图6：德成兴业和德成置地收购前后权益变化

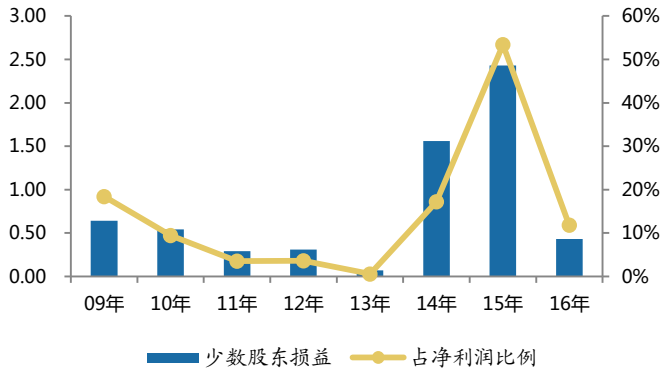


数据来源：广发证券发展研究中心

销售方面，16年公司实现签约销售金额43.85亿元，同比增长9.4%，实现销售面积34.81万方，同比增长12.7%，销售结构来看南京冠城蓝郡项目实现销售面积15万

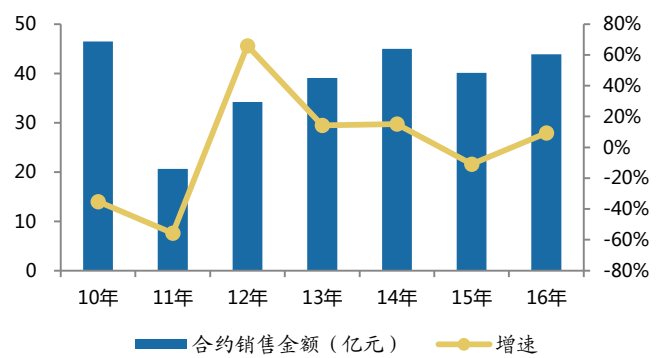
方，根据16年销售均价13500元/平米计算，贡献销售额约20亿元，其他项目中桂林冠城大通华郡贡献销售面积3.06万方，南通骏和棕榈湾贡献销售面积7.53万方。

图7: 冠城大通少数股东权益规模及占比



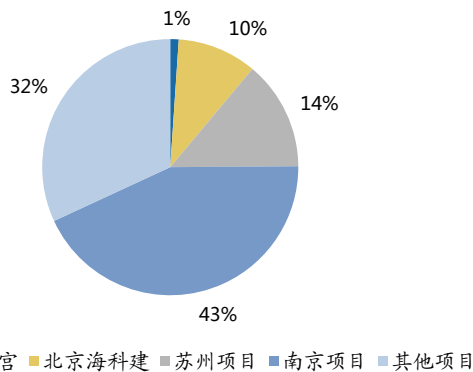
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图8: 冠城大通房地产销售金额及增速



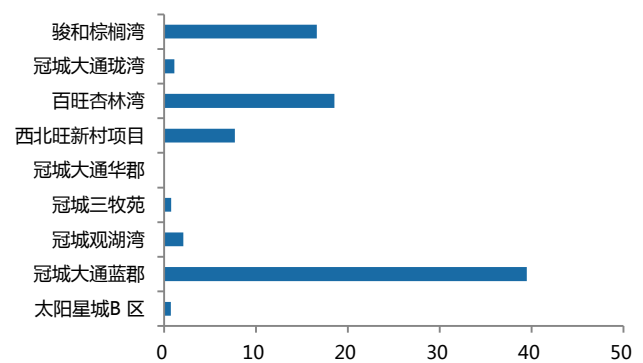
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图9: 冠城大通16年当期销售结构 (按面积)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图10: 冠城大通项目未售面积 (万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 1: 冠城大通当前项目情况

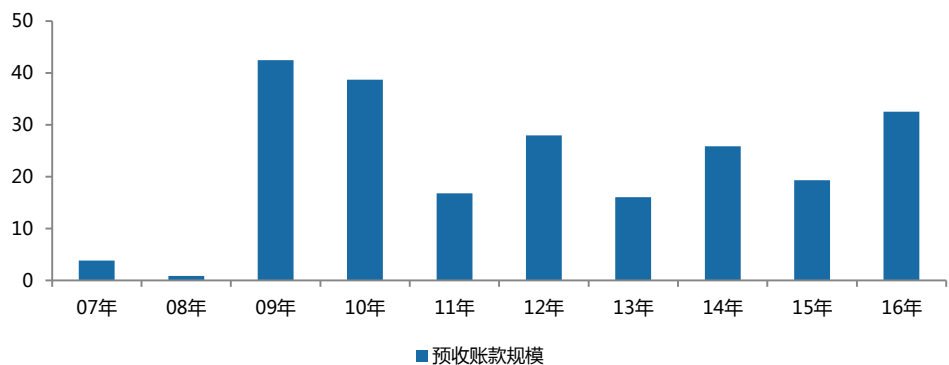
项目名称	公司权益	项目位置	状态	占地面积	总建筑面积	总可售面积	未售面积
				(万方)	(万方)	(万方)	(万方)
太阳星城B区	100%	北京东北三四环之间	完工	11.89	46.8	42.06	0.76
冠城大通蓝郡	100%	南京六合区	在建	60.74	101.25	85.10	39.46
冠城观湖湾	85%	苏州黄埭镇	完工	7.65	25.31	20.19	2.10
冠城三牧苑	100%	福州鼓楼区	完工	0.54	3.59	3.30	0.78
冠城大通华郡	100%	桂林建干北路	完工	5.31	10.89	8.38	0.03
西北旺新村项目	73.82%	北京海淀区西北旺镇	在建	41.66	78.77	45.88	7.71
百旺杏林湾	81.5%	北京中关村	在建	38.62	63.83	53.71	18.56
冠城大通珑湾	100%	苏州浒关分区	完工	9.53	8.07	8.03	1.13
骏和棕榈湾	100%	南通市崇川区	完工	15.50	48.05	45.43	16.62
福州会展岛项目	100%	福州海峡会展中心	在建	7.03	10.18		

永泰县 15 年土拍项目	93%	永泰赤壁	拟建	15.95			
--------------	-----	------	----	-------	--	--	--

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司自上市以来主要的资源获取方式为股权收购，近些年由于业务转型的原因，地产业务资源获取规模较小，主要以存量项目销售为主。从目前的存货结构来看，南京冠城大通蓝郡，北京西北旺和骏和棕榈湾是未来能共贡献货值的主要项目，合计未售货值87万方。西北旺项目在北京市整体限价的情况下，当前售价已经达到8万元/平方米，可售资源规模达到210亿元，公司合计未售货值约287亿元。

图11：冠城大通预收账款规模（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

截止到16年底公司预收账款规模为32.52亿元，与15年同期相比13.2亿元，其中北京百旺杏林湾的预售账款规模达到19.44亿元，对于17年的业绩有较强的保障。而且我们注意到，公司目前大部分项目都已竣工，尚在建设中的项目基本上也都会在1-2年内完成工程，届时北京等项目的销售价格不受预售证价格的限制，有望进一步提高。

17年公司计划竣工15万方，与16年相比降幅较大，但其中多数为高均价高毛利项目，且现房销售可直接结转的业绩，整体收入增加并不缺乏弹性。预计公司17年全年的地产业务收入规模增长在20%左右，共计划实现收入70亿，增长14.2%，预计全年业绩增速13%左右。

专注新能源+基金投资，期待花开落地

从14年开始，公司在原有业务的基础之上，积极探索新的业务拓展方向，现有项目拓展主要围绕新能源和金融股权项目展开。新能源方面，公司控股子公司福建冠城瑞闽新能源科技有限公司在报告期内完成了厂房购买；引进了一支由具有多年从事新能源业务经验的海归领衔的强大的技术研发团队，团队技术体系涵盖动力电池产品研发、工程设计、测试验证、制造等领域；动力锂电池PACK手工电池包开始小批量试生产和销售，2016年实现销量864千瓦时，实现主营业务收入177.44万元。PACK自动生产线、电芯中试研发线、电芯生产线正在加紧推进，预计在2017年内实现全面投产。

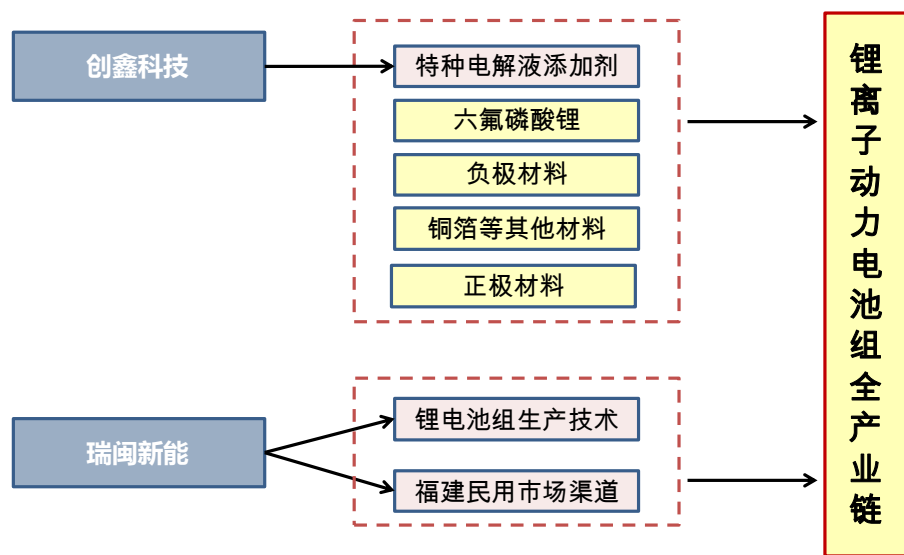
电解液业务方面，福建创鑫购置了VEC产品自动化控制生产系统，阻燃剂NPCF产品新生产线完成中试。由于上述生产设备尚未全面投入使用，导致福建创鑫产能未能得到有效释放。2017年，随着新购置的生产设备全面投入使用，产品生产规模将进一步扩大，产品品质和生产效率将大幅提高，同时公司添加剂产品的种类也将更加丰富。

表 2: 14-16 年公司签署转型相关合作协议内容

时间	布局进展
2014年5月	江西国科军工集团签订了《战略合作协议》，将与江西科军联合， 将以此为平台开拓军品市场 ，培育在该领域的业务能力。
2014年7月7日	拟以增资方式投资创鑫科技并成为其第一大股东。创鑫科技目前主要从事 锂离子电池电解液添加剂 的研发、生产和销售。
2014年7月28日	以增资方式投资入股西安物华，公司从事 锂动力电池、锂离子电池正极材料 及光伏电能储存使用系统的研发、生产与销售。
2014年8月19日	董事会议案通过冠城大通（香港）有限公司进行 镍、钴、钨、铜、锂等矿石 及矿产品进出口贸易
2014年10月14日	公司取得《国军标质量管理体系认证证书》 ，漆包线生产符合 GJB 9001B-2009 标准
2015年1月18日	公司出资人民币 8,480 万元通过增资入股方式认购西安物华 44.92% 股权 。将与与西北工业并列第一大股东。
2015年5月6日	与福建省国资委下属清洁能源企业福投新能源合作，成立瑞闽新能， 从事民用锂离子动力电池组、电池组等产品的开发生产以及在新能源汽车、储能元件上的应用

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 12: 冠城大通锂离子电池产业链布局情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

金融业务方面，公司在17年1月月转让原控股公司北京冠城瑞富信息技术有限公司，退出P2P网贷行业，同时加大基金投资业务方面投资，福建省新兴产业股权投资有限合伙企业完成在中国证券投资基金业协会的私募基金备案，已累计投资项目5个；福建冠城华汇股权投资有限合伙企业投资项目1个，2016年实际获得分红615万元；福建冠城股权投资合伙企业（有限合伙）投资项目1个。

表 3: 冠城大通金融及投资业务发展状况

时间	布局进展
2015年3月1日	冠城大通与京榕商共同组建北京冠城瑞富信息技术有限公司，并与4月13日公告已经完成工商注册。
2015年10月14日	冠城投资与福建创新创投共同发起设立股权投资有限合伙企业。该股权投资有限合伙企业总出资额不低于1.5亿元，其中冠城投资出资1.3亿（LP），主要用于非上市公司的股权投资，涵盖新能源、新能源车等战略性新兴产业。
2015年11月20日	冠城投资与福建省产业股权投资基金有限公司等相关方合作，共同发起设立福建省新兴产业股权投资有限合伙企业，该项目为福建省新兴产业创投引导基金（30亿）的第一期，总规模不超过15.3亿元，其中冠城投资（LP）出资7.5亿元。标的企业重点投向福建省战略性新兴产业
2015年12月15日	冠城大通通过子公司淮安市冠城医疗投资管理有限公司，进行医疗及相关产业的投资和运营，计划出资人民币8500万元与淮安市中医院共同设立淮安市冠城医院有限公司，负责淮安“冠城医院”项目运营管理。
2016年8月20日	发起设立航科智汇股权投资基金（平潭）合伙企业，航科基金总出资额为人民币5亿元，其中，冠城投资（LP）出资额为人民币2.999亿元，占总出资份额的59.98%；中航国际投资（LP）出资额为人民币1亿元，占总出资份额的20%；厦门航空开发股份有限公司（LP）出资额为人民币1亿元，占总出资份额的20%；中航国际投资基金管理（深圳）有限公司（以下简称“中航深圳”）（GP）出资额为人民币0.001亿元，占总出资份额的0.02%。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

医疗方面，公司终止淮安“冠城医院”项目运营，但在对外投资力度方面有所加强，16年公司全资子公司冠城大通（香港）有限公司拟在瑞士以3.07亿元（4500万瑞士法郎）的价格收购Wilhelm Hermes Steinkipper AG持有的HL Le Mirador International SA（简称“Mirador公司”）100%股权。Mirador公司拥有Le Mirador度假酒店以及下属的Mirador医疗中心。

Le Mirador度假酒店是一家五星级豪华酒店，位于佩勒兰山上，在瑞士“20个最好的温泉酒店”评选排名中排行第五。酒店拥有61间客房、Mirador医疗中心、纪梵希七星级SPA中心、餐厅、会议室、健身房、室内恒温泳池等设施，享有日内瓦湖、阿尔卑斯山的全景美景。

图13: Le Mirador度假酒店位置



数据来源：官方网站，广发证券发展研究中心

图14: Le Mirador度假酒店实景

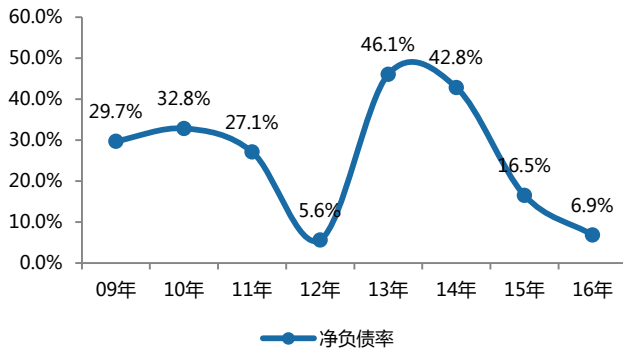


数据来源：官方网站，广发证券发展研究中心

杠杆水平下降，融资规模收缩成本回落

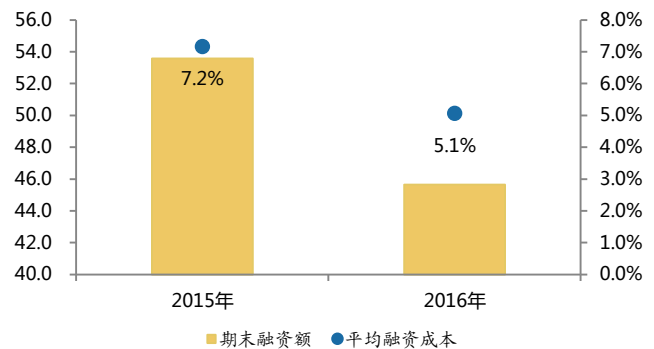
16年公司在较好的地产项目回款的保障下，杠杆水平进一步下降，截止报告期末有息负债规模45.7亿元，在手货币现金40.35亿元，净负债率仅6.9%，而且公司的平均融资成本也有所下降，综合成本仅5.1%，融资结构大幅优化。

图15: 冠城大通净负债率水平



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图16: 冠城大通期末融资规模及平均成本



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司在下半年推行了第二次员工持股计划，截止到16年12月7日共买入3812.2万股，成交金额2.8亿元，平均成本7.34元/股，已经完成增持。公司在年初的第一次员工持股计划累计买入公司股票2964万股，成交均价7.77元/股，总金额2.3亿元，两次合计买入公司股票共5.1亿元。

盈利预测与投资评级

16年全年公司收入水平和利润率水平都有所下滑，新业务还未能有效贡献业绩，净利润规模增加主要是由于少数股东权益占比下降所带来。业务拓展方面公司出售了部分非核心的转型项目，巩固了以新能源业务为核心的转型方向。2017年我们关注公司锂离子电池的订单以及锂电池电解液的业务拓展情况。预计16-17年EPS分别为0.24、0.27元，维持“买入”评级。

风险提示

地产业务销售受到市场影响，新业务项目进展存在一定不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	15,281	14,637	17,465	20,224	23,222
货币资金	3,869	4,035	4,950	5,170	5,500
应收及预付	1,037	1,144	1,675	1,801	1,931
存货	10,232	9,294	10,677	13,089	15,628
其他流动资产	143	164	164	164	164
非流动资产	4,608	5,237	5,691	6,169	6,664
长期股权投资	165	589	692	813	955
固定资产	980	1,363	1,432	1,518	1,609
在建工程	177	46	328	599	860
无形资产	640	615	615	615	615
其他长期资产	2,646	2,624	2,624	2,625	2,625
资产总计	19,889	19,874	23,156	26,393	29,887
流动负债	7,254	8,479	9,505	12,159	15,037
短期借款	1,114	921	1,384	613	629
应付及预收	5,656	7,398	7,906	10,771	13,590
其他流动负债	484	160	216	774	818
非流动负债	3,905	3,661	5,524	5,672	5,799
长期借款	959	721	2,580	2,726	2,852
应付债券	2,755	2,764	2,764	2,764	2,764
其他非流动负债	192	177	180	182	183
负债合计	11,159	12,140	15,029	17,830	20,836
股本	1,488	1,492	1,492	1,492	1,492
资本公积	1,689	1,236	1,308	1,388	1,476
留存收益	3,887	4,060	4,350	4,666	5,018
归属母公司股东权	7,062	6,816	7,150	7,546	7,986
少数股东权益	1,668	918	977	1,016	1,065
负债和股东权益	19,889	19,874	23,156	26,393	29,887

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,194	2,356	-453	1,106	981
净利润	455	364	422	435	489
折旧摊销	81	96	115	137	129
营运资金变动	149	2,611	-1,407	327	150
其它	509	-715	417	207	214
投资活动现金流	-493	-1,027	-842	-562	-563
资本支出	-95	-129	-798	-508	-498
投资变动	-336	-1,512	-45	-54	-65
其他	-62	614	0	0	0
筹资活动现金流	-33	-1,147	2,210	-324	-89
银行借款	1,536	1,715	3,459	1,534	1,573
债券融资	-1,144	-2,466	-1,081	-1,600	-1,387
股权融资	58	39	0	0	0
其他	-482	-436	-168	-258	-275
现金净增加额	658	210	915	220	330
期初现金余额	3,096	3,754	3,964	4,878	5,098
期末现金余额	3,754	3,964	4,878	5,098	5,428

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.1%	-17.2%	14.6%	7.8%	8.7%
营业利润增长	-41.3%	-16.9%	2.7%	4.1%	11.0%
归属母公司净利润增长	-71.7%	51.3%	12.8%	9.1%	11.1%
获利能力(%)					
毛利率	29.1%	24.4%	22.1%	22.3%	22.1%
净利率	6.2%	5.9%	6.0%	5.7%	5.9%
ROE	3.0%	4.7%	5.1%	5.2%	5.5%
ROIC	6.0%	5.4%	5.3%	5.8%	6.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	56.1%	61.1%	64.9%	67.6%	69.7%
净负债比率	16.5%	6.8%	24.5%	19.9%	17.3%
流动比率	2.11	1.73	1.84	1.66	1.54
速动比率	0.66	0.59	0.64	0.52	0.45
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.31	0.33	0.31	0.29
应收账款周转率	12.73	10.00	10.77	11.45	12.26
存货周转率	0.50	0.47	0.55	0.50	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.22	0.24	0.27	0.29
每股经营现金流	0.80	1.58	-0.30	0.74	0.66
每股净资产	4.75	4.57	4.79	5.06	5.35
估值比率					
P/E	49.2	32.5	28.8	26.4	23.8
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.4	10.6	11.8	12.3	14.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,402	6,129	7,026	7,575	8,231
营业成本	5,249	4,635	5,471	5,883	6,409
营业税金及附加	810	448	456	494	531
销售费用	127	143	152	160	169
管理费用	201	217	236	247	262
财务费用	210	192	168	234	248
资产减值损失	193	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	92	123	59	69	81
营业利润	704	585	601	626	694
营业外收入	71	22	0	0	0
营业外支出	3	10	0	0	0
利润总额	772	597	601	626	694
所得税	317	232	179	191	206
净利润	455	364	422	435	489
少数股东损益	243	43	59	39	49
归属母公司净利润	212	322	363	396	440
EBITDA	1,096	780	824	927	989
EPS(元)	0.14	0.22	0.24	0.27	0.29

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 九年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 五年房地产研究经验, 2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 四年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。