

评级：强烈推荐（首次评级）
房地产
公司调研报告

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 侯丽科 S1080111060021

电话：0755-82480722

邮件：houlike@fcsc.cn

现房销售将令公司业绩身披华丽外衣

—冠城大通调研报告

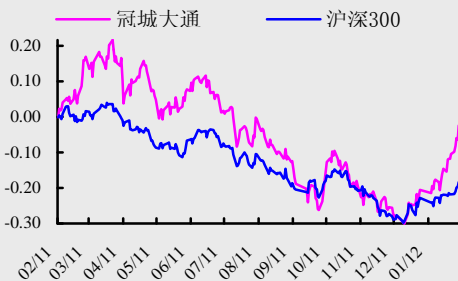
交易数据

上一日交易日股价（元）	8.23
总市值（百万元）	6,053
流通股本（百万股）	727
流通股比率（%）	98.85

资产负债表摘要（09/11）

股东权益（百万元）	2,927
每股净资产（元）	3.98
市净率（倍）	2.07
资产负债率（%）	67.65

公司与沪深300指数比较



相关报告

点评：

- **估值优势尽显。**2011年签约金额约为20亿元，销售面积7万多方，11年业绩预增50-100%，我们预计在1.1元左右，RNAV为13元，目前折价近30%。
- **2012年货量充足，80亿货值现房销售直接增厚当期利润。**公司位于北京东北三环与四环之间的太阳星城项目将直接实现现房销售，其中太阳星城项目B区，3万方存货待售；其中，2万方是商业地产，均价7.5万元，且全为小店面，不受限购影响，市场认可度较高，货值约15亿元；1万方是住宅，均价4万块，货值约4亿元，另尚有部分车库待售，单价40万左右，可实现销售额近一亿元，项目B区累计货值为20亿左右。

太阳星城C区项目累计尚有15万方尚未销售，6万方为住宅，6、7月份即可实现现房销售，货值约25亿元，6万方为写字楼，货值约22亿元，市场认可度较高，由于为北京四环内稀缺项目，公司惜售心理较为严重，因此将择机推出；其余为底商，货量大约3万方，货值约为10亿元，项目C区累计货值为57亿元左右。以上两项目年内均为现房销售，货值接近80亿。

福州三牧苑项目独享地理优势，将于年内择机推出，该项目紧邻福州一中和实验小学，尚有可售面积约3.5万方，均价为3万元/方，货值约10亿元；且仍有4000方商铺待售，均价10万元，可实现销售额近4亿元，所以，该项目货值累计14亿。

苏州冠城观湖湾第一期5万方也将于年内推出，均价约在7000元，今年推出货值约3.5亿元。

南京六合区项目毗邻轻轨站，可供开发面积接近百万方，目前均价在6000元左右，主要针对刚需置业人群，后期随着小区配套逐步完善，公司将考虑推出大户型产品，均价估计在10000元左右，项目盈利前景较好。

- **漆包线业务有望实现升级、转型，拟扩产至15万吨，**作为漆包线行业龙头，目前主要针对空调和洗衣机漆包线，受上下游产业制约，毛利率较低，未来将谋求产业升级，转向汽车、高铁、风电项目漆包线业务，目前已涉入风电、汽车项目，未来基本上可以实现净利润2亿元，增厚EPS 0.25元，有望为公司提供稳定现金流，确立战略联盟。且漆包线业务在地方政府招商引资时



可成为公司与地方政府谈判的筹码，并以优惠渠道获得廉价土地资源。

- **公司项目相继发力，有效增厚公司 RNAV。**2013 年除太阳星城 C 区外，福州冠城首玺和苏州观湖湾项目将进入业绩回报期；2014 年起南京六和项目 and 深圳月亮湾项目将成为主要利润增长点；2015 年的主要看点在海西项目和位于北京的海科建项目。海西文化创业园区占地 3200 亩，1000 亩为配套住宅项目，基本上以别墅项目为主；2000 亩是商业地产，少部分为持有物业，大部分将直接对外销售，4 万方酒店项目即将在一季度开始动工建设；深圳月亮湾项目预计也将于年内动工建设；公司现持有海科建 49% 的股权，预计仍将增持 20%，达到控股目的，由此持有该公司位于中关村科技园区和海淀北部新区中目前剩余约 60 万平方米的土地开发项目。
- **大股东逐步增持尽显公司投资价值**，在 2012 年 1 月 20 日-2 月 24 日期间，公司大股东丰榕投资通过上海证券交易所系统累计增持公司股份 743 万股，约占公司总股本的 1.01%。截至 2 月 24 日，丰榕投资持有公司股份 1.7 亿股，占公司总股本的 23.88%，其一致行动人 STARLEX LIMITED 持有公司股份未发生变化，丰榕投资及一致行动人合计持有公司股份 2.8 亿股，占总股本的 38.67%。
- **预计公司 2011 年、2012 年的 EPS 为 1.14 元和 1.56 元，对应目前股价约为 7 倍和 5 倍，首次给予公司“强烈推荐”评级**



盈利预测

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	439,332	842,288	924,326	1,062,975	1,275,570
同比 (%)	-2.1%	91.7%	9.7%	15.0%	20.0%
营业毛利	82,182	144,464	191,298	219,992	263,991
同比 (%)	3.1%	75.8%	32.4%	15.0%	20.0%
归属母公司净利润	28,365	51,852	84,019	114,855	132,105
同比 (%)	63.1%	82.8%	62.0%	36.7%	15.0%
总股本 (万股)	73,550.3	73,550.3	73,550.3	73,550.3	73,550.3
每股收益 (元)	0.39	0.70	1.14	1.56	1.80
ROE	16.8%	23.8%	26.1%	26.3%	23.2%
P/E (倍)	21.3	11.7	7.2	5.3	4.6

数据来源: 第一创业研究所, 公司公告



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8,849.1	10,191.8	12,896.0	15,752.8	一、营业收入	8,422.9	9,243.3	10,629.8	12,755.7
货币资金	1,016.4	1,730.4	2,966.7	3,832.1	减: 营业成本	6,978.2	7,330.3	8,429.8	10,115.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	362.2	511.0	587.6	705.2
应收款项	631.1	868.4	1,128.4	1,376.7	销售费用	78.8	91.4	119.9	143.9
预付款项	1,141.3	1,211.5	1,492.9	1,807.1	管理费用	97.0	150.6	159.1	225.5
存货	5,919.7	6,220.0	7,146.5	8,575.3	财务费用	67.0	57.1	-16.1	-16.2
其他流动资产	140.6	161.6	161.6	161.6	资产减值损失	60.6	-2.3	10.0	12.2
非流动资产	815.7	1,295.4	1,221.6	1,147.9	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	180.2	694.4	694.4	694.4	投资收益	0.0	50.6	194.4	194.4
债权与公允价值资产	4.2	3.8	3.8	3.8	其中: 联营企业收益	0.0	50.4	194.4	194.4
固定资产	405.8	373.2	306.3	239.4	二、营业利润	779.1	1,155.8	1,533.9	1,763.8
在建工程	7.0	11.6	11.9	12.3	加: 营业外收入	6.8	7.3	7.6	7.8
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	4.1	0.9	0.9	1.1
无形及递延性资产	209.8	206.0	198.8	191.5	三、利润总额	781.8	1,162.2	1,540.5	1,770.5
其它非流动资产	8.7	6.4	6.4	6.4	减: 所得税费用	209.1	303.2	385.1	442.6
资产总计	9,664.8	11,487.2	14,117.7	16,900.7	四、净利润	572.7	859.0	1,155.4	1,327.9
流动负债	6,993.5	7,103.1	8,578.2	10,033.3	归属母公司净利润	518.5	840.2	1,148.6	1,321.0
短期借款	1,718.2	1,021.1	1,021.1	1,021.1	少数股东损益	54.1	18.8	6.8	6.8
应付账款	575.7	990.9	1,362.2	1,683.8	五、总股本(百万股)	735.5	735.5	735.5	735.5
预收帐款	3,870.9	4,346.6	5,511.3	6,712.1	EPS (元)	0.70	1.14	1.56	1.80
其它流动负债	828.7	744.4	683.5	616.3					
非流动负债	144.6	837.5	837.5	837.5	主要财务比率				
长期借款	128.0	821.0	821.0	821.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	16.6	16.5	16.5	16.5	营业收入	91.7%	9.7%	15.0%	20.0%
负债合计	7,138.1	7,940.6	9,415.7	10,870.8	营业毛利	75.8%	32.4%	15.0%	20.0%
少数股东权益	350.3	333.0	339.9	346.7	主业盈利	89.2%	27.9%	14.9%	17.4%
股本	735.5	735.5	735.5	735.5	母公司净利	82.8%	62.0%	36.7%	15.0%
资本公积与其它	362.6	541.8	541.8	541.8	获利能力				
留存收益	1,078.3	1,936.2	3,084.7	4,405.8	毛利率	17.2%	20.7%	20.7%	20.7%
股东权益合计	2,176.4	3,213.5	4,362.1	5,683.1	主业盈利/收入	10.8%	12.5%	12.5%	12.3%
负债和股东权益	9,664.8	11,487.2	14,117.7	16,900.7	ROS	6.8%	9.3%	10.9%	10.4%
					ROE	23.8%	26.1%	26.3%	23.2%
					ROIC	14.2%	17.0%	18.6%	17.6%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	73.9%	69.1%	66.7%	64.3%
经营活动现金流	-103.9	1,245.3	1,026.1	655.2	利息保障倍数	8.6	15.0	-71.7	-82.2
净利润	572.7	859.0	1,155.4	1,327.9	速动比率	0.40	0.54	0.65	0.70
折旧摊销	93.8	20.9	84.1	86.3	经营现金净额/当期债务	-0.06	1.22	1.00	0.64
财务费用	52.9	57.1	-16.1	-16.2	营运能力				
投资损失	0.1	-50.6	-194.4	-194.4	总资产周转率	0.87	0.80	0.75	0.75
营运资金变动	-820.8	691.8	-1.8	-547.5	应收款天数	26.98	33.82	38.22	38.85
其它变动	-2.5	-332.9	-1.0	-0.8	存货天数	305.39	305.47	305.19	305.18
投资活动现金流	-81.2	-283.8	194.1	194.1	每股指标(元)				
资本支出	-51.6	-15.1	-0.4	-0.4	主业盈利/股本	1.23	1.58	1.81	2.13
长期投资	-29.6	-337.1	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.14	1.69	1.40	0.89
其它变动	0.0	68.5	194.4	194.4	每股净资产	2.48	3.92	5.47	7.26
筹资活动现金流	-1,051.4	-347.3	16.1	16.2	估值比率				
债务融资	-1,058.2	-4.2	0.0	0.0	P/E	11.67	7.20	5.27	4.58
权益融资	60.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.31	2.10	1.50	1.13
其它变动	-53.2	-343.1	16.1	16.2	P/S	0.72	-	-	-
汇率变动影响	-0.6	-0.3	0.0	0.0	EV/EBITDA	7.21	5.52	3.77	2.76
现金净增加额	-1,237.0	613.9	1,236.3	865.5					

数据来源: 第一创业证券研究所, 公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135