

2011年8月26日

# 冠城大通

## 海西规划增添投资亮点

**买入**

**A** 600067.SS - 人民币 8.42

目标价格: 人民币 11.03 (▼11.60)

田世欣\*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	(1)	(8)	(13)
相对新华富时A50指数(%)	3	1	(4)	(9)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	736
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	3,904
3个月日均交易额(人民币 百万)	60
11年净负债比率(%)	34
主要股东(%)	
福建丰榕投资有限公司	29.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*程冬为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

报告期内, 公司实现营业收入 43.30 亿元, 同比增长 56.04%; 实现净利润 4.00 亿元, 同比增长 91.39%; 合每股收益 0.54 元, 略高于我们预期。业绩同比大增主要由于报告期内房地产结算收入实现翻番以上增长所致。永泰文化创意园借助海西东风有望成为投资亮点, 良好的预售锁定和股权激励推出将共促业绩稳步增长, 目前公司估值优势也较为突出, 我们重申买入评级, 但将公司目标价从 11.60 元下调至 11.03 元。

### 支撑评级的要点

- 受制可推楼盘较少, 上半年公司实现销售额 10.14 亿元, 完成预期比例较低。下半年可售资源将有显著增长, 我们预计的全年 45-50 亿元销售额仍存完成希望。
- 期末, 公司预收帐款为 33.9 亿元, 较 2010 年末减少 12%, 预售锁定 2011 年房地产预测收入的 100% 和 2012 年的 14%, 预售锁定表现良好。
- 海西文化创意园项目报告期内取得较大进展, 前景亦值得期待, 海西经济区整体规划将增添投资亮点。
- 公司期末财务状况总体健康, 资产负债率回落至 68.3%, 净负债率上升至 44.8%, 负债尚属合理区间。

### 评级面临的主要风险

- 下半年旺季来临, 销售不达预期。

### 估值

- 我们基本维持 2011-12 年结算进度和盈利预测不变。海科健股权收购、海西经济区整体规划为公司带来多重利好, 良好的预售锁定和股权激励的推出将共促业绩稳步增长, 目前公司估值优势也较为突出。我们重申买入评级, 但将公司目标价从 11.60 元下调至 11.03 元, 相当于 10.4 倍 2011 年市盈率和 20% 的 2011 年末 NAV 折价。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,393	8,423	8,669	9,194	10,368
变动(%)		92	3	6	13
净利润(人民币 百万)	284	519	779	942	1,173
全面摊薄每股收益(人民币)	0.386	0.705	1.059	1.281	1.595
变动(%)		82.8	50.2	21.0	24.5
原先预测每股收益(人民币)	-	-	1.061	1.289	1.594
调整幅度(%)	-	-	(0.2)	(0.6)	0.1
市盈率(倍)	20.6	11.3	7.5	6.2	5.0
每股现金流量(人民币)	4.95	(0.15)	(0.54)	0.57	0.48
价格/每股现金流量(倍)	1.6	(51.6)	(14.6)	14.1	16.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	6.5	5.8	4.6	3.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.021	0.026	0.032
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 净利润同比增长九成，略高于我们预期

报告期内，公司实现营业收入 43.30 亿元，同比增长 56.04%；实现利润总额 5.62 亿元，较上年同期数增长 84.87%；实现归属于母公司的净利润 4.00 亿元，较上年同期数增长 91.39%；合每股收益 0.54 元，略高于我们预期。上半年业绩同比大幅增长主要由于报告期内房地产结算收入实现翻番以上增长所致。

分业务来看，报告期内公司房地产业务结算面积为 9.02 万平方米，较上年同期增长 50.33%。受益于结算面积及结算均价的增长，上半年房地产业务实现主营业务收入 19.62 亿元，较上年同期增长 122.20%；实现净利润 4.34 亿元。

报告期内，公司实现漆包线产量 3.46 万吨，同比增长 2.37%；实现销售量 3.41 万吨，同比增长 3.02%；实现主营业务收入 226,801.69 万元，同比增长 24.15%；实现净利润 1,375.26 万元，较上年同期减少 33.24%。报告期内公司漆包线业务产销量增加但净利润减少，主要是由于报告期内原材料铜价格及人工成本、资金成本上升，导致漆包线整体毛利率有所下降。

## 上半年销售完成比例低，预售锁定良好

由于公司楼盘工期安排，上半年公司可推楼盘较少，可售资源主要是南京项目以及苏州项目尾盘，上半年公司房地产业务销售面积相比去年同期有所下降，共实现销售面积 7.63 万平方米，实现销售额 10.14 亿元，完成我们预计全年销售额的比例仅略高于 20%，完成比例较低。下半年太阳星城 B 区、C 区推盘预售，可售资源将较上半年有显著增长，我们认为公司仍存在完成 45-50 亿元左右销售额的希望。

期末，公司预收帐款为 33.9 亿元，较 2010 年末减少 12%，预售锁定 2011 年房地产预测收入的 100%和 2012 年的 14%，预售锁定表现良好。

## 海西文化创意园前景值得期待

报告期内，公司永泰海西文化创意产业园项目取得较大进展，第一期 940 亩地顺利摘牌，总价款 14,251 万元，地价仅合 15 万/亩。该项目总占地约 3,000 亩，由于实行统一规划、整体推进、分块分批公开出让，因此，一期摘牌成功可能意味着能够锁定整个项目开发权，公司后续摘牌具备明显优势。经济结构面临转型，文化创意园项目是国家及地方政府扶持性产业，而国务院关于海西经济区的规划未来也将逐步落实到各项实惠举措。我们认为，海西文化创意园项目的前景值得期待，它有望成为公司未来的一大投资亮点。

## 财务状况总体健康

本期末资产负债率从 10 年期末的 73.9% 回落至 68.3%，净负债率则从 10 年末的 32.8% 升至 44.8%，负债尚属于合理区间；每股经营活动产生的现金净流出为 0.23 元，现金流控制情况良好。期末公司手持货币资金 5 亿元，短期负债 15 亿元，面临一定的短期偿债压力。

报告期内，受制销售回款不佳，公司拿地较为谨慎，仅新增桂林、永泰两宗地块，拿地总价款 3 亿元。随着下半年土地市场良机增多，公司将寻机新购土地储备，但拿地力度仍需看下半年销售表现。

## 调整目标价格

目前公司预售表现良好，我们基本维持 2011-12 年结算进度和盈利预测不变。由于报告期内新增土地储备，我们将 2011 年末 NAV 小幅调升至 13.78 元，目前股价较 11 年末 NAV 折价率为 39%，现价对应的 11 年市盈率仅为 8 倍，估值优势突出。

公司通过海科健股权收购获得新增资源并有望借助海科健海淀区国资背景平台为北京项目拓展注入源头活水；海西文化创意园项目的前景亦值得期待，海西经济区整体规划将增添投资亮点；良好的预售锁定和未来两年丰富可售是业绩稳步增长的内生力量，而股权激励方案的推出也将充分激发公司管理层改善经营、提升业绩的主观动能。我们重申对公司的 **买入** 评级，综合考虑 NAV 估值和市盈率估值，将公司目标价从 11.60 元下调至 11.03 元，相当于 10.4 倍 2011 年市盈率和 20% 的 2011 年末 NAV 折价。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	2,775	4,330	56
营业成本	2,266	3,408	50
营业税	84	211	151
毛利润	425	710	67
其他收入	(10)	1	(115)
销售费用	33	36	9
管理费用	44	79	79
营业利润	339	597	76
投资收益	0	5	2549
财务费用	33	42	26
营业外收支	(2)	1	(151)
税前利润	304	562	85
所得税	80	146	83
少数股东权益	15	15	2
归属上市公司股东净利润	209	400	91
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	15	16	
经营利润率	12	14	
净利率	8	9	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,393	8,423	8,669	9,194	10,368
销售成本	(3,766)	(7,340)	(7,216)	(7,472)	(8,164)
经营费用	(117)	(143)	(229)	(231)	(203)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>510</b>	<b>940</b>	<b>1,224</b>	<b>1,490</b>	<b>2,001</b>
折旧及摊销	(31)	(33)	(39)	(35)	(35)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>479</b>	<b>907</b>	<b>1,184</b>	<b>1,455</b>	<b>1,966</b>
净利息收入(费用)	(40)	(67)	(70)	(86)	(79)
其他收益/(损失)	30	(58)	(43)	(46)	(52)
<b>税前利润</b>	<b>469</b>	<b>783</b>	<b>1,071</b>	<b>1,323</b>	<b>1,835</b>
所得税	(121)	(209)	(289)	(357)	(495)
少数股东权益	(64)	(54)	(3)	(24)	(166)
<b>净利润</b>	<b>284</b>	<b>519</b>	<b>779</b>	<b>942</b>	<b>1,173</b>
<b>核心净利润</b>	<b>297</b>	<b>564</b>	<b>810</b>	<b>976</b>	<b>1,211</b>
每股收益(人民币)	0.386	0.706	1.059	1.281	1.595
核心每股收益(人民币)	0.403	0.766	1.102	1.327	1.646
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.021	0.026	0.032
收入增长(%)	n.a.	92	3	6	13
息税前利润增长(%)	n.a.	89	31	23	35
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	84	30	22	34
每股收益增长(%)	n.a.	83	50	21	25
核心每股收益增长(%)	n.a.	90	44	20	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,295	1,016	1,040	1,103	1,244
应收帐款	553	772	780	827	933
库存	6,155	5,920	7,369	8,275	9,331
其他流动资产	935	1,141	943	947	994
<b>流动资产总计</b>	<b>9,939</b>	<b>8,849</b>	<b>10,133</b>	<b>11,152</b>	<b>12,503</b>
固定资产	390	413	377	344	312
无形资产	211	204	201	198	195
其他长期资产	196	199	271	277	289
<b>长期资产总计</b>	<b>797</b>	<b>816</b>	<b>849</b>	<b>819</b>	<b>796</b>
<b>总资产</b>	<b>10,736</b>	<b>9,665</b>	<b>10,981</b>	<b>11,972</b>	<b>13,299</b>
应付帐款	1,414	985	880	884	928
短期债务	1,504	1,004	1,806	1,582	1,483
其他流动负债	4,461	5,004	4,632	4,895	4,964
<b>流动负债总计</b>	<b>7,379</b>	<b>6,994</b>	<b>7,318</b>	<b>7,361</b>	<b>7,375</b>
长期借款	1,312	128	354	354	354
其他长期负债	2	17	16	16	16
股本	613	736	736	736	736
储备	1,076	1,441	2,204	3,128	4,278
<b>股东权益</b>	<b>1,689</b>	<b>2,176</b>	<b>2,940</b>	<b>3,864</b>	<b>5,014</b>
少数股东权益	354	350	354	377	540
<b>总负债及权益</b>	<b>10,736</b>	<b>9,665</b>	<b>10,981</b>	<b>11,972</b>	<b>13,299</b>
每股帐面价值(人民币)	2.76	2.96	4.00	5.25	6.82
每股有形资产(人民币)	2.41	2.68	3.72	4.98	6.55
每股净负债/(现金)(人民币)	0.84	0.16	1.52	1.13	0.81

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	469	783	1,071	1,323	1,835
折旧与摊销	31	33	39	35	35
净利息费用	40	67	70	86	79
运营资本变动	2,623	(821)	(1,334)	(717)	(1,156)
税金	(121)	(209)	(289)	(357)	(495)
其他经营现金流	(9)	44	43	46	52
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,033</b>	<b>(104)</b>	<b>(401)</b>	<b>416</b>	<b>350</b>
购买固定资产净值	26	(52)	3	3	3
投资减少/增加	26	0	0	0	0
其他投资现金流	140	(29)	(243)	(75)	(60)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>191</b>	<b>(81)</b>	<b>(240)</b>	<b>(73)</b>	<b>(57)</b>
净增权益	30	60	0	0	0
净增债务	(1,430)	(1,058)	802	(224)	(98)
支付股息	(287)	(127)	(16)	(19)	(23)
其他融资现金流	60	29	(121)	(38)	(30)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,627)</b>	<b>(1,097)</b>	<b>665</b>	<b>(280)</b>	<b>(152)</b>
现金变动	1,597	(1,282)	24	63	141
期初现金	748	2,298	1,016	1,040	1,103
公司自由现金流	3,224	(185)	(641)	343	293
权益自由现金流	1,794	(1,243)	161	119	194

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.6	11.2	14.1	16.2	19.3
息税前利润率(%)	10.9	10.8	13.7	15.8	19.0
税前利润率(%)	10.7	9.3	12.4	14.4	17.7
净利率(%)	6.5	6.2	9.0	10.2	11.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	10.2	11.6	16.4	16.4	23.9
净权益负债率(%)	25.3	4.6	34.0	19.6	10.7
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	20.6	11.3	7.5	6.2	5.0
核心业务市盈率(倍)	19.7	10.4	7.2	6.0	4.8
目标价对应市盈率(倍)	27.3	14.4	10.0	8.3	6.7
市净率(倍)	2.9	2.7	2.0	1.5	1.2
价格/现金流(倍)	1.6	(51.6)	(14.6)	14.1	16.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	6.5	5.8	4.6	3.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	596.5	300.2	336.1	382.1	393.6
应收帐款周转天数	46.0	28.7	32.7	31.9	31.0
应付帐款周转天数	117.5	52.0	39.3	35.0	31.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0
净资产收益率(%)	16.8	26.9	30.4	27.7	26.4
资产收益率(%)	3.3	6.5	8.4	9.3	11.4
已运用资本收益率(%)	10.0	21.6	26.1	25.1	29.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371