



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

田世欣

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230  
(8621) 2032 8519  
shixin.tian@bocichina.com

\*张严为本报告重要贡献者

# 冠城大通销售稳健，业绩略低于预期

2012年前3季度，冠城大通(600067.CH/人民币 4.98, 买入)实现营业收入45.27亿元，较去年同期下降25%；归属于母公司股东的净利润4.93亿元，较去年同期下降11.01%，合每股收益0.42元，略低于我们的预期。净利润下降主要是由于：1) 漆包线业务收入下滑29%，下滑速度与12年中报显示的下滑速度相同；房地产业务受第3季度结算进度安排的影响结算较少。(2) 三项费用率由去年3季度4%上升至6%。其中受本期贷款同比增加影响所致，财务费用同比增长46.88%；同时销售费用同比增长33.27%。

图表 1. 冠城大通营业收入按行业分类

分行业或分产品	营业收入(人民币, 亿元)		营业收入比上年同期增减(%)
	2012年3季度	2011年3季度	
漆包线行业	24.14	34.11	(29)
房地产行业	21.13	26.29	(20)
合计	45.27	60.40	(25)

资料来源: 公司数据

公司第3季度仅结算太阳星城B区约3.4亿，主要是由于公司放缓了结算进度。公司可结资源丰富：3季度末，账上19亿的预收账款主要为太阳星城C区，太阳星城C区已于5月竣工，预计该19亿预收账款年底可结算；第4季度太阳星城还有约35亿货值现房可售并可结算，名敦道有约2亿可售并可结算；苏州项目今年不进入结算。由于公司放缓结算进度，我们预计全年结算为45亿左右。毛利率方面，公司实现了22%的综合毛利率，同比提高5个百分点；净利率为11%，同比提高2个百分点。

图表 2. 冠城大通截至2012年三季报完工及在建项目

项目名称	总可售面积	截至11年	截至12年	12年	剩余可结面积
		年底已确认收入面积	3季报已确认收入面积	前三季度确认收入	
太阳星城F区	35.94	33.61	33.68	0.07	2.26
太阳星城B区	41.7	34.78	37.28	2.5	4.42
太阳星城C区	28.19	13.9	18.47	4.57	9.72
太阳星城E区	15.25	14.82	14.82	0	0.43
冠城名敦道	28.78	25.32	26.27	0.95	2.51
桂林青秀花园	2.87	2.85	2.86	0.01	0.01
桂林青秀庭院	4.26	3.73	3.73	0	0.53
冠城鼓楼庭院	10.56	10.55	10.55	0	0.01
冠城水岸风景	10.2	8.93	8.93	0	1.27
冠城新地家园	83.42	0	0	0	83.42
冠城观湖湾	19.14	0	0	0	19.14
冠城三牧苑	2.68	0	0	0	2.68
深圳月亮湾地块	20.57	0	0	0	20.57
总计	303.56	148.49	156.59	8.1	146.97

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

销售方面，公司表现稳健。公司在第3季度实现合同销售约13亿，前3季度累计实现合同销售约25亿，已超过11年全年20亿的合同销售金额。第3季度未推出新楼盘，主要仍销售太阳星城B区、C区。第4季度而言，太阳星城C区已于10月推出剩余三栋住宅，货值9亿左右，截至10月中旬已签约4个多亿合同金额；公司计划11月初推出福州项目，货值13-15亿。其余无新推项目。预计全年销售将在11年全年20亿基础上翻倍至40亿左右。

图表 3.深振业 2012 年销售测算 (人民币, 亿元)

	前三季度 (A)	第四季度 (F)	
		存量盘	加推盘
可售货值	50	25	23
销售额	25	2.5	14
去化率	50%	10%	60%

资料来源：中银国际研究

3季度末，公司预收账款19.5亿，加上前3季度房地产营业收入21.13亿元，相当于锁定了我们2012年房地产收入预测的90%，锁定性较差。

2012年3季度末，公司负债率为63.03%，净负债率仅为27.72%。净负债率下降，主要是由于报告期内资金回笼较好，且仅4月拿地一块所致。第4季度，永泰项目一期可能有部分土地挂牌，公司预计有3-4亿的拿地支出。此外没有其他拿地计划。公司短期内有一定偿债压力，短期负债总计15.58亿，大于手持货币资金11.48亿。

公司在第3季度完成对海科健20%股权的增持，目前共计持有海科健69%股权。海科健旗下有两个项目公司，分别开发杏林湾项目和百旺新城项目，合计约70万方；另外负责永丰产业基地工业用地约40-50万方的一级开发。目前海科健旗下项目全部处于暂停阶段，公司将用一到两年的时间对海科健项目进行整理，我们预计海科健最早15年才能为公司带来收入。截至3季度报告，海科健还未并表。

总体而言，公司北京项目盈利能力优异、销售顺畅，是今明两年业绩的强力支撑，但由于公司在北京地区的优质土地储备在近两年将消耗完毕，海科健增持短期内难以产生实质效益，深圳月亮湾和永泰项目也无法在2014年之前有所贡献，公司近两年业绩增长能力比较有限。我们维持公司今年0.76元的盈利预测，考虑到海科健在未来较长时期内为公司带来的北京优质土地储备潜力，我们维持对公司的买入评级。

图表 4.冠城大通 2012 年三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 3 季度	2012 年 3 季度	同比变动%
营业收入	6,040	4,527	(25.0)
营业成本	(4,712)	(3,282)	(30.3)
营业税	(324)	(256)	(21.0)
毛利润	1,005	990	(1.5)
其他收入	4	5	8.9
销售费用	(55)	(74)	33.3
管理费用	(117)	(95)	(19.2)
营业利润	837	826	(1.3)
投资收益	2	(13)	NA
财务费用	(61)	(90)	46.9
营业外收支	1	7	510.2
税前利润	779	730	(6.3)
所得税	(207)	(221)	6.8
少数股东权益	(17)	(15)	(11.0)
归属上市公司股东净利润	554	493	(11.0)
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	17	22	
经营利润率	14	18	
净利率	9	11	

资料来源: 公司数据

### 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。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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