



# 稳健经营，新业务开拓发展空间

## ——冠城大通（600067）调研快报

2013年1月21日

推荐/首次

冠城大通

调研快报

房地产行业分析师

郑岗钢	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480510120012
张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480512060003

### 事件:

近期我们与冠城大通的高管进行了会面，交流了公司的经营情况。

**关注 1: 公司 2012 销售情况略低于预期，2013 年可售货量较大**

公司 2012 年全年销售额大概在 36 亿元左右，主要的销售收入来源于北京的太阳星城项目。公司 2012 年销售低于预期的主要原因在于福州项目未能按照预期计划开盘，由于学区房的“划片”问题，导致该项目已经拿到预售证但并未出售。目前这一问题已经基本解决，预计该楼盘将于 2013 年一季度开盘。

公司 2013 年的可售货值较大，包括北京的太阳星城（35 亿元）、福州的三牧苑（10 亿元）和南京的冠城新地家园（约 7 亿元）是主要可售部分，再加上苏州、桂林等地的项目，总体货值可达 60 亿元左右。公司 2013 年结算的主要项目还是太阳星城 B、C 区，D 区的一级开发很可能挂牌，也将为公司贡献一部分利润。

**关注 2: 盘活资产，快速发展**

公司 2012 年 11 月发布公告称，将公司持有的深圳冠洋房地产有限公司 100% 股权，以人民币 73,320 万元的价格转让给上海诚盈一期股权投资中心（有限合伙）。深圳冠洋房地产公司目前拥有位于深圳市月亮湾的 T101-0047、T101-0051 宗地土地使用权和开发建设权。该地块总规划建筑面积 20.5 万方，其中酒店和办公 10.5 万方，住宅面积 10.5 万方。该项目的位置并不理想，前面就是集装箱的高架桥。公司曾接触过的酒店管理公司均不太看好，酒店和办公楼极有可能去化速度很慢，因此公司将该项目出售将有效地盘活公司资产，加大公司的存货周转速度。我们认为，本次交易标志着公司一改以往的经营模式，逐步盘活周转速度慢的资产，增加周转速度快的资产，公司将在运营效率方面进一步提升。

**关注 3: 小额贷款打开公司发展蓝海**

2013 年 1 月，公司与漳州市人民政府、福建省投资开发集团有限责任公司（以下简称“省投资集团”）签订了《关于设立小额贷款公司的合作框架协议》，由三方在漳州市 11 个县（市、区）共同推进设立小额贷款公司。

公司成立小额贷款公司意味着公司的业务将深入金融领域，将给公司带来更多的盈利点。目前公司已经在武夷山和莆田参股两家小额贷款公司，加上漳州的 11 家，共计 13 家小额贷款公司。另外，公司在北京以及福建的其他县市都在接洽小额贷款项目，未来公司还将继续参股，最终公司参股的小额贷款公司将达到 20-30 家左右。

### 结论:

公司是一家稳健经营，漆包线和房地产双轴驱动的地产开发公司。公司的发展以环渤海、长三角、珠三角和海西四个地区为重点，目前布局的城市包括北京、南京、苏州、福州、桂林等地区。公司项目的获取方式以股权收购为主，项目成本一般较低，这让公司在地产调控期有较大的腾挪空间；公司目前开始逐步涉足小额贷款公司，这让公司在双轴驱动的模式下再添一增长极，形成三足鼎立的稳定盈利模式，未来小额贷款公司还有可能发展为村镇银行，这为公司整体资产升值带来巨大的空间。我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 72.86 亿元、82.48 亿元和 103.68 亿元，归属于母公司净利润分别为 8.71 亿元、10.75 亿元和 14.19 亿元，对应 PE 分别为 9.57、7.75 和 5.87。首次关注给予公司“推荐”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产合计</b>	8090	11078	13321	15705	<b>营业收入</b>	9320	7286	8248	10368
货币资金	845	3916	4376	3696	<b>营业成本</b>	7115	5245	5831	7395
应收账款	459	798	904	1136	营业税金及附加	714	729	825	881
其他应收款	166	130	147	185	营业费用	74	58	66	83
预付款项	774	1823	2989	4468	管理费用	158	80	91	114
存货	5768	4311	4792	6078	财务费用	83	17	-3	-2
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	31.70	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1274	1210	1156	1103	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	679	670	670	670	投资净收益	-0.86	10.00	10.00	10.00
固定资产	387.04	350.10	302.91	255.72	<b>营业利润</b>	1144	1161	1444	1902
无形资产	62	55	49	43	营业外收入	3.03	0.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	0.62	0.00	50.00	50.00
<b>资产总计</b>	9365	12288	14478	16808	<b>利润总额</b>	1146	1161	1434	1892
<b>流动负债合计</b>	4945	5440	6877	8214	所得税	322	290	358	473
短期借款	826	0	0	0	<b>净利润</b>	824	871	1075	1419
应付账款	904	1006	1118	1418	少数股东损益	29	0	0	0
预收款项	1674	2403	3228	4264	归属母公司净利润	796	871	1075	1419
<b>非流动负债合计</b>	885	1384	1384	1384	EBITDA	1322	1232	1494	1953
长期借款	868	1368	1368	1368	<b>EPS (元)</b>	1.08	0.74	0.91	1.21
其他非流动负债	16	16	16	16	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	5829	6824	8261	9598		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	354	354	354	354	<b>成长能力</b>				
实收资本(或股本)	736	1177	1177	1177	营业收入增长	10.7%	-21.83%	13.20%	25.71%
资本公积	418	1295	1295	1295	营业利润增长	385.7%	1.49%	24.37%	31.76%
未分配利润	1856	2378	3023	3875	归属于母公司净利润增长	244.7%	9.39%	23.50%	31.99%
归属母公司股东权益合计	3182	5110	5863	6856	<b>获利能力</b>				
<b>负债和所有者权益</b>	9365	12288	14478	16808	毛利率(%)	24%	28%	29%	29%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元				
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率(%)	9%	12%	13%	14%
<b>经营活动现金流</b>	445	1620	274	-261	总资产净利润(%)	8%	7%	7%	8%
净利润	824	871	1075	1419	ROE(%)	25%	17%	18%	21%
折旧摊销	95.45	0.00	53.35	53.35	<b>偿债能力</b>				
财务费用	83	17	-3	-2	资产负债率(%)	62%	56%	57%	57%
应付帐款的变化	0	101	112	300	流动比率	1.64	2.04	1.94	1.91
预收帐款的变化	0	729	825	1037	速动比率	0.47	1.24	1.24	1.17
<b>投资活动现金流</b>	0	41	5	5	<b>营运能力</b>				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.98	0.67	0.62	0.66
长期投资	679	670	670	670	应收账款周转率		11.59	9.69	10.16
投资收益	-1	10	10	10	应付账款周转率		7.63	7.77	8.18
<b>筹资活动现金流</b>	0	1410	181	-424	<b>每股指标(元)</b>				
短期借款	826	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.08	0.74	0.91	1.21
长期借款	868	1368	1368	1368	每股净现金流(最新摊薄)	-0.36	2.61	0.39	-0.58
普通股增加	0	441	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.34	4.98	5.83
资本公积增加	190	878	0	0	<b>估值比率</b>				
财务费用	0.00	-17	3	2	P/E	6.56	9.57	7.75	5.87
<b>现金净增加额</b>	445	3071	460	-680	P/B	1.64	1.63	1.42	1.22
					EV/EBITDA	4.66	5.40	4.48	3.77

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。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）。

### 张 鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

## 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。