



## 拥有优质资源保证快速发展

### ——冠城大通（600067）2012 年年报点评

2013 年 3 月 18 日

推荐/维持

冠城大通

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	Zhengmgdxx@hotmail.com	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031		
张鹏	房地产行业分析师	电话: 010-66554029	执业资格证号: S1480512060003

#### 事件:

公司日前发布年报。2012 年, 公司实现营业收入 62.56 亿元, 同比下降 32.85%; 归属于母公司的净利润 8.3 亿元, 同比增长 4.4%; 基本每股收益 0.71 元, 同比增长 4.4%。

#### 公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	1908.62	2420.93	1710.59	3279.92	1911.77	1510.83	1104.66
增长率(%)	35.10%	77.71%	59.57%	-28.32%	0.17%	-37.59%	-35.42%
毛利率(%)	25.67%	17.81%	23.82%	26.71%	33.29%	24.05%	22.23%
期间费用率(%)	4.06%	3.25%	4.54%	2.46%	4.18%	5.78%	8.26%
营业利润率(%)	16.41%	10.22%	12.68%	11.17%	21.32%	12.63%	11.27%
净利润(百万元)	229.02	186.79	155.41	253.21	296.56	135.29	76.44
增长率(%)	53.91%	146.84%	443.24%	-20.77%	29.49%	-27.57%	-50.81%
每股盈利(季度, 元)	0.307	0.238	0.209	0.329	0.390	0.117	0.058
资产负债率(%)	72.64%	68.28%	67.65%	62.25%	59.08%	60.97%	63.03%
净资产收益率(%)	8.27%	5.95%	4.77%	7.16%	7.72%	3.70%	2.05%
总资产收益率(%)	2.26%	1.89%	1.54%	2.70%	3.16%	1.44%	0.76%

#### 评论:

##### 积极因素:

- **公司房地产业务结算毛利大幅增长。**2012年公司房地产业务共实现合同销售面积14.35万平方米, 合同销售额34.18亿元; 房地产业务结算面积为16.19万平方米, 同比下降35.98%; 实现主营业务收入29.43亿元, 同比下降42.03%。2012年公司房地产业务实现净利润7.21亿元, 同比下降23.38%。公司2012年结算的项目主要是太阳星城B区和太阳星城C区, 受现有项目结算周期的影响, 公司房地产结算面积较2011年度有所减少, 导致公司主营业务毛利率出现下降。但是公司2012年房地产业务毛利率为48.22%, 较2011年提高7.3个百分点。我们认为公司毛利率的提升主要得益于公司过去2年项目售价的不断走高, 因此未来一段时间内公司地产业务的毛利率仍然可以保持较高水平。
- **漆包线业务向结构调整要效益。**2012年, 受国内宏观经济因素影响, 公司的漆包线产品下游需

求萎靡不振。因此期内公司企业先业务产量5.57万吨，同比减少11.45%；实现销售量5.59万吨，同比减少11.41%；实现主营业务收入31.56亿元，同比下降22.55%。但是公司及时调整产品结构，扩大毛利率较高产品的销售量，使得公司漆包线业务毛利率达到4.21%，较2011年提高1.05个百分点，最终实现净利润673.74万元，成功扭亏为盈。

- **预收款项大幅增长。**报告期末未结算的预收账款为27.80亿元，较2011年末增长11.19亿元。主要原因1、公司销售金额大于结算金额；2、公司合并了海科建的报表。
- **公司财务状况稳健。**期末公司资产负债率为65.99%，扣掉预收款项的资产负债率为47.11%。公司资产负债率较2011年末提高部分原因是因为收到转让深圳冠洋股权款尚未结转。

表1: 公司营业收入情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
漆包线	3,155,956,695.03	3,023,159,617.50	4.21	-22.55	-23.38	增加 1.05 个百分点
房地产	2,943,262,783.91	1,523,923,848.67	48.22	-42.03	-49.2	增加 7.30 个百分点

资料来源：公司公告、东兴证券

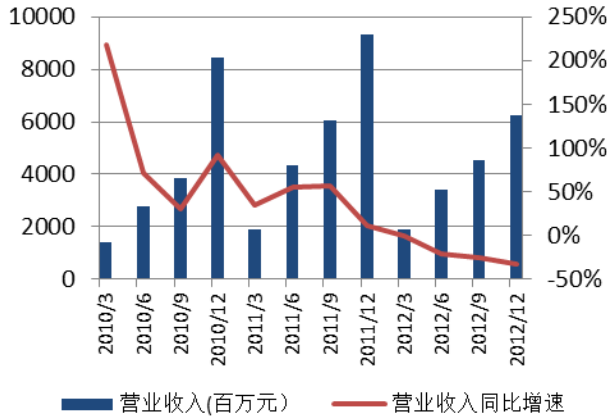
#### 公司展望:

- **双业务稳步推进。**2013年，公司将密切跟踪政策及市场变化，把握市场走向，及时调整房地产经营策略，加快现有项目开发进度，计划全年开复工面积达到110万平方米，房地产业务营业收入达到50亿元。漆包线业务全年计划销量约6万吨，实现销售收入约为35亿元。

#### 投资建议:

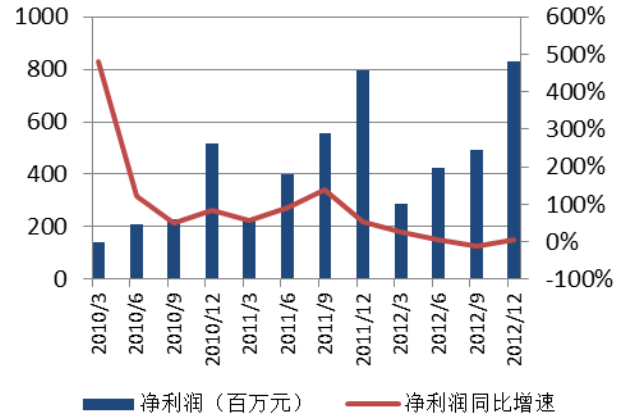
- 我们认为，公司是一家稳健经营，漆包线和房地产双轴驱动的地产开发公司。公司的发展以环渤海、长三角、珠三角和海西四个地区为重点，目前布局的城市包括北京、南京、苏州、福州、桂林等地区。公司项目的获取方式以股权收购为主，项目成本一般较低，这让公司在地产调控期有较大的灵活性；公司目前开始逐步涉足小额贷款公司，这让公司在双轴驱动的模式下再添一增长极，形成三足鼎立的稳定盈利模式，未来小额贷款公司还有可能发展为村镇银行，这为公司整体资产升值带来巨大的空间。我们预计公司2013-2015年的营业收入分别为82.17亿元、96.74亿元和125.09亿元，归属于母公司净利润分别为10.78亿元、13.55亿元和18.39亿元，对应PE分别为6.69、5.33和3.92。维持公司“推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



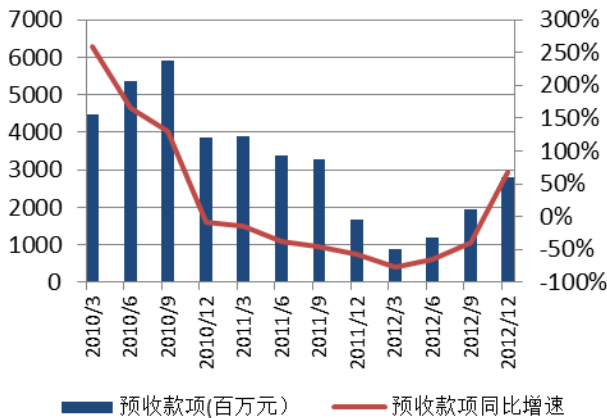
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



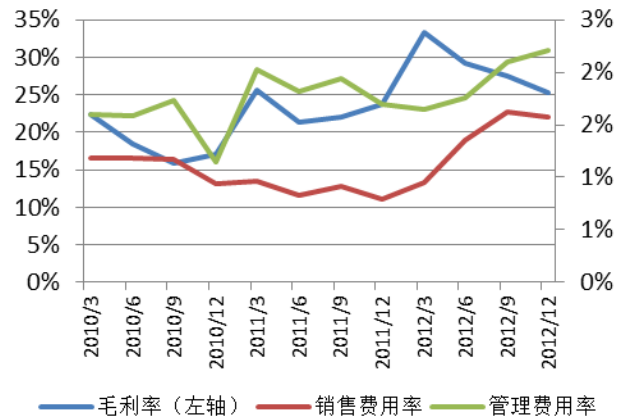
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



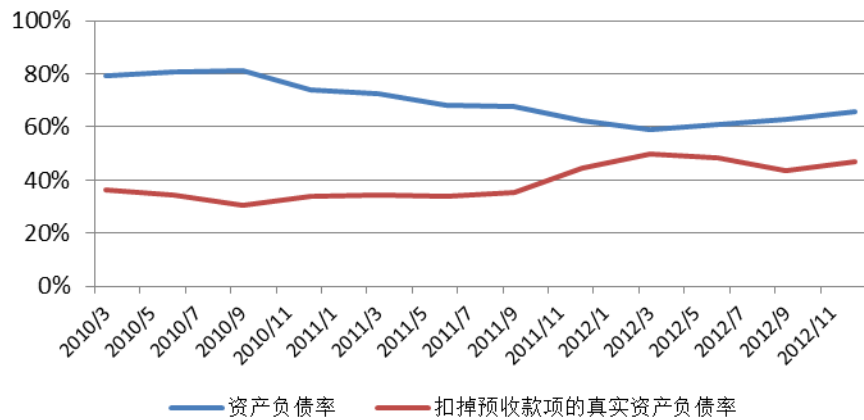
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	12957	13752	16426	19372	<b>营业收入</b>	6256	8217	9674	12509
货币资金	2000	5649	5933	5009	<b>营业成本</b>	4670	5998	6965	9006
应收账款	680	900	1060	1371	营业税金及附加	338	493	580	625
其他应收款	94	123	145	187	营业费用	98	123	145	188
预付款项	838	2037	3431	5232	管理费用	138	164	193	250
存货	9256	4930	5725	7403	财务费用	115	6	-21	-18
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-4.60	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1838	1792	1660	1528	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	491	670	670	670	投资净收益	233.02	10.00	10.00	10.00
固定资产	1004.24	935.59	809.44	683.28	<b>营业利润</b>	1134	1437	1816	2463
无形资产	60	54	48	42	营业外收入	10.89	0.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	1.45	0.00	50.00	50.00
<b>资产总计</b>	14795	15544	18086	20900	<b>利润总额</b>	1144	1437	1806	2453
<b>流动负债合计</b>	8821	7519	9172	10814	所得税	282	359	452	613
短期借款	1199	0	0	0	<b>净利润</b>	862	1078	1355	1839
应付账款	2416	1150	1336	1727	少数股东损益	31	0	0	0
预收款项	2794	3615	4583	5834	归属母公司净利润	831	1078	1355	1839
<b>非流动负债合计</b>	943	1362	1302	1186	EBITDA	1352	1575	1927	2576
长期借款	801	1301	1301	1301	<b>EPS (元)</b>	0.71	0.92	1.15	1.56
其他非流动负债	141	61	1	-114	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	9764	8881	10474	12001		2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	1453	1453	1453	1453	<b>成长能力</b>				
实收资本(或股本)	1177	1177	1177	1177	营业收入增长	-32.9%	31.33%	17.74%	29.30%
资本公积	60	938	938	938	营业利润增长	385.7%	26.70%	26.36%	35.59%
未分配利润	2164	2810	3623	4727	归属于母公司净利润增长	244.7%	29.75%	25.67%	35.78%
归属母公司股东权益合计	3578	5211	6159	7447	<b>获利能力</b>				
<b>负债和所有者权益</b>	14795	15544	18086	20900	毛利率(%)	25%	27%	28%	28%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	14%	13%	14%	15%
					总资产净利润率(%)	6%	7%	7%	9%
					ROE(%)	23%	21%	22%	25%
<b>经营活动现金流</b>	1050	3487	224	-280	<b>偿债能力</b>				
净利润	862	1078	1355	1839	资产负债率(%)	66%	57%	58%	57%
折旧摊销	102.20	0.00	132.16	132.16	流动比率	1.47	1.83	1.79	1.79
财务费用	115	6	-21	-18	速动比率	0.42	1.17	1.17	1.11
应付帐款的变化	0	-1266	186	391	<b>营运能力</b>				
预收帐款的变化	0	822	967	1251	总资产周转率	0.52	0.54	0.58	0.64
<b>投资活动现金流</b>	0	-69	5	5	应收账款周转率		10.40	9.87	10.29
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率		4.61	7.78	8.17
长期投资	491	670	670	670	<b>每股指标(元)</b>				
投资收益	233	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.92	1.15	1.56
<b>筹资活动现金流</b>	0	230	56	-649	每股净现金流(最新摊薄)	0.96	3.10	0.24	-0.79
短期借款	1199	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.04	4.43	5.23	6.33
长期借款	801	1301	1301	1301	<b>估值比率</b>				
普通股增加	441	0	0	0	P/E	8.63	6.69	5.33	3.92
资本公积增加	-358	878	0	0	P/B	2.02	1.38	1.17	0.97
财务费用	0.00	-6	21	18	EV/EBITDA	5.55	2.33	2.02	1.87
<b>现金净增加额</b>	1050	3648	284	-924					

## 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年起在证券业从事房地产、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責任。

## 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。