


买入
20% ↑

目标价格: 人民币 8.50

原目标价格: 人民币 10.05

600067.CH

价格: 人民币 7.09

目标价格基础: 13年末净资产值 15%折价

板块评级: 中立

冠城大通

受制预售证等因素, 北京销售低于预期

冠城大通前三季度归母净利润同比增长 164%, 每股收益 1.10 元, 扣非后每股收益 0.59 元。三季度由于预售证发放等因素, 北京销售低于预期。公司资产负债率仅为 58%, 可用资金较为充裕, 四季度有扩张投资的需求。我们上调冠城大通 2013 每股收益至 1.19 元, 目前公司预售锁定率偏低, 因此下调 14 年每股收益预测至 1.07 元, 下调目标价至 8.50 元, 由于看好公司在北京海淀等区域的资源, 和海泰、龙岩等项目未来潜力, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- **前三季度每股收益 1.10 元。**冠城大通 2013 年前三季度实现营业收入 59.1 亿元, 归母净利润 13.02 亿元, 同比分别增长 30% 和 164%, 每股收益 1.10 元, 扣非后每股收益 0.59 元; 其中三季度实现营业收入 15.5 亿元, 净利润 1.53 亿元, 同比增长 125%, 每股收益 0.13 元。
- **三季度销售受限, 全年表现将低于预期。**我们在中报预期公司下半年由于百旺杏林湾项目开盘以及太阳星城 C 区写字楼整售, 将能贡献超过 40 亿元销售收入, 但季报显示估计三季度销售额仅为数亿元。百旺项目目前因预售证审批原因延迟开盘, 而 C 区写字楼整售也因中央 7 月份印发《关于党政机关停止新建楼堂馆所和清理办公用房的通知》原因压后销售。目前公司正在争取杏林湾项目预售证, 如能在 11 月获得预售证, 预计可贡献近 10 亿销售额, 但该项目低于原先预期的 20 亿销售额已经难免; 如无写字楼整售, 预计全年销售额为 25-30 亿元。公司季末预收帐款下降至 13.7 亿元, 业绩锁定度较差。
- **新签龙岩一级开发项目明年起有望贡献利润。**公司 10 月 14 日公告与福建龙岩经济技术开发区签订了一级开发协议, 将与开发区管委会合作完成龙岩陆地港片区 5100 亩土地一级开发。开发周期 5-8 年, 土地出让收入扣减一级开发总成本后收益将按约定比例分成, 并将按成熟一块开发一块实现滚动开发和滚动结算, 另外协议还约定公司投入项目的所有资金按 10% 年息计算财务费用, 同时按直接成本 10% 计提管理费用。龙岩是福建第四大经济体, 经济较为发达, 本次一级开发项目规模较大, 分成条件优厚, 预计将从 2014 年开始为公司贡献利润。

评级面临的主要风险

- 北京地区销售风险; 未来海科建股权增持、拿地预期等不能如期兑现。

估值

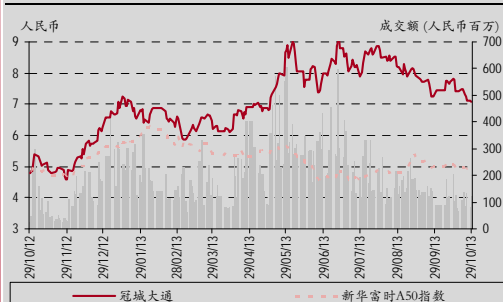
- 我们上调 2013 年每股收益预测至 1.19 元, 但下调 2014 年每股收益至 1.07 元, 下调目标价从 10.05 元至 8.50 元, 相当于 7.1 倍的 2013 年市盈率和 2013 年末 NAV15% 折价。维持公司 **买入** 评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	9,320	6,256	7,391	9,270	11,870
变动 (%)	11	(33)	18	25	28
净利润(人民币 百万)	824	862	1,428	1,389	2,013
全面摊薄每股收益(人民币)	0.670	0.699	1.194	1.069	1.328
变动 (%)	53.5	4.4	70.8	(10.5)	24.3
核心每股收益(人民币)			1.062	1.197	1.464
变动 (%)			12	(11)	(9)
全面摊薄市盈率(倍)	10.6	10.2	5.9	6.6	5.3
核心市盈率(倍)	10.6	14.3	11.2	6.9	5.5
每股现金流量(人民币)	0.63	1.17	(1.62)	(0.21)	(0.22)
价格/每股现金流量(倍)	11.2	6.1	(4.4)	(34.3)	(32.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	6.3	5.3	5.2	3.9
每股股息(人民币)	0.05	0.21	0.06	0.05	0.07
股息率 (%)	0.8	3.5	1.0	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8	(2)	(10)	48
相对新华富时 A50 指数	20	(2)	(20)	44

发行股数(百万)	1,188
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9,979
3个月日均交易额(人民币 百万)	189
13年末净负债率(%)	1.5
13年末每股重估净资产值(人民币)	10.05
主要股东(%)	
福建丰榕投资有限公司	29.67

 资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以 2013 年 10 月 29 日收市价为标准

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

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

图表 1.2013 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年前三季度	2013 年前三季度	同比变动(%)
营业收入	4,527	5,907	30
营业成本	(3,282)	(4,297)	31
营业税	(256)	(413)	62
毛利润	990	1,197	21
其他收入	5	(3)	(159)
销售费用	(74)	(95)	29
管理费用	(95)	(126)	33
营业利润	826	973	18
投资收益	(13)	650	(5035)
财务费用	(90)	(29)	(68)
营业外收支	7	(6)	(186)
税前利润	730	1,588	118
所得税	(221)	(290)	31
少数股东权益	(15)	4	(123)
归属上市公司股东净利润	493	1,302	164
主要比率(%)			变动百分比(%)
毛利率	22	20	(2)
经营利润率	18	16	(2)
净利率	11	22	11

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	9,320	6,256	7,391	9,270	11,870
销售成本	(7,829)	(5,008)	(5,906)	(7,022)	(8,711)
经营费用	(194)	(189)	(175)	(243)	(334)
息税折旧前利润	1,297	1,059	1,311	2,004	2,825
折旧及摊销	(38)	(47)	(92)	(81)	(81)
经营利润(息税前利润)	1,259	1,012	1,218	1,923	2,744
净利息收入/(费用)	(83)	(115)	(97)	(127)	(118)
其他收益/(损失)	(30)	247	664	57	58
税前利润	1,146	1,144	1,785	1,853	2,684
所得税	(322)	(282)	(357)	(463)	(671)
少数股东权益	(29)	(31)	(9)	(119)	(434)
净利润	796	831	1,419	1,271	1,579
核心净利润	820	828	889	1,232	1,540
每股收益(人民币)	0.670	0.699	1.194	1.069	1.328
核心每股收益(人民币)	0.689	0.696	0.748	1.036	1.295
每股股息(人民币)	0.050	0.212	0.060	0.053	0.066
收入增长(%)	NA	(33)	18	25	28
息税前利润增长(%)	NA	(20)	20	58	43
息税折旧前利润增长(%)	NA	(18)	24	53	41
每股收益增长(%)	NA	4	71	(10)	24
核心每股收益增长(%)	NA	1	7	39	25

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,146	1,144	1,785	1,853	2,684
折旧与摊销	38	47	92	81	81
净利息费用	83	115	97	127	118
运营资本变动	(593)	213	(4,166)	(1,372)	(2,208)
税金	(322)	(282)	(357)	(463)	(671)
其他经营现金流	112	(119)	631	(471)	(266)
经营活动产生的现金流	464	1,118	(1,917)	(245)	(262)
购买固定资产净值	(393)	(292)	6	3	4
投资减少/增加	9	0	0	0	0
其他投资现金流	11	611	61	127	133
投资活动产生的现金流	(373)	319	67	130	136
净增权益	10	0	0	0	0
净增债务	(42)	70	2,182	(1,063)	450
支付股息	(225)	(317)	(71)	(64)	(79)
其他融资现金流	22	(101)	31	63	66
融资活动产生的现金流	(235)	(348)	2,141	(1,063)	438
现金变动	(143)	1,089	291	(1,179)	312
期初现金	1,016	845	2,000	2,291	1,112
公司自由现金流	110	1,504	(1,850)	(115)	(126)
权益自由现金流	68	1,574	331	(1,179)	325

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	845	2,000	2,291	1,112	1,424
应收帐款	704	852	1,109	1,205	1,424
库存	5,768	9,256	10,347	12,514	15,668
其他流动资产	774	848	975	877	1,155
流动资产总计	8,090	12,957	14,722	15,708	19,672
固定资产	397	1,062	997	919	840
无形资产	177	176	173	170	167
其他长期资产	700	600	573	611	664
长期资产总计	1,274	1,838	1,743	1,700	1,671
总资产	9,365	14,795	16,465	17,408	21,343
应付帐款	1,450	3,900	2,300	2,474	3,266
短期债务	826	1,199	3,381	2,317	2,768
其他流动负债	2,669	3,722	3,203	3,715	4,495
流动负债总计	4,945	8,821	8,884	8,507	10,529
长期借款	868	801	1,040	1,040	1,040
其他长期负债	17	142	141	141	141
股本	736	1,177	1,189	1,189	1,189
储备	2,446	2,401	3,750	4,958	6,459
股东权益	3,182	3,578	4,939	6,147	7,647
少数股东权益	354	1,453	1,461	1,574	1,987
总负债及权益	9,365	14,795	16,465	17,408	21,343
每股帐面价值(人民币)	4.33	3.04	4.16	5.17	6.43
每股有形资产(人民币)	4.08	2.89	4.01	5.03	6.29
每股净负债/(现金)(人民币)	1.16	(0.00)	1.79	1.89	2.01

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.9	16.9	17.7	21.6	23.8
息税前利润率(%)	13.5	16.2	16.5	20.7	23.1
税前利润率(%)	12.3	18.3	24.2	20.0	22.6
净利率(%)	8.5	13.3	19.2	13.7	13.3
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.7	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	12.1	8.0	11.8	14.8	22.6
净权益负债率(%)	27.1	5.6	51.0	41.2	34.4
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	9.1	8.8	5.1	5.7	4.6
核心业务市盈率(倍)	9.1	12.4	8.2	5.9	4.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.2	18.1	12.0	8.6	6.9
市净率(倍)	1.4	2.0	1.5	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	9.7	5.2	(3.8)	(29.7)	(27.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	19.0	16.4	11.8	9.6
周转率					
存货周转天数	268.9	547.5	605.8	594.1	590.5
应收帐款周转天数	27.6	45.4	48.4	45.6	40.4
应付帐款周转天数	56.8	156.1	153.1	94.0	88.3
回报率					
股息支付率(%)	4.6	30.0	5.0	5.0	5.0
净资产收益率(%)	25.0	24.6	33.3	22.9	22.9
资产收益率(%)	9.7	6.3	6.2	8.5	10.6
已运用资本收益率(%)	24.5	16.7	13.7	17.6	22.4

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。

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