



买入

59% ↑

目标价格:人民币 13.09

原目标价格:人民币 17.33

600067.CH

价格:人民币 8.24

目标价格基础:净资产值

板块评级:增持

冠城大通

转型进入正轨, 下半年地产贡献将加大

2015年上半年, 公司实现主营业务收入14.61亿元, 同比减少19.41%; 实现净利润3.24亿元, 同比减少14.28%, 每股收益0.24元。公司目前计划完成率不高, 但下半年预期随着西北旺二期及太阳宫D区结算, 公司仍有望达成计划。目前公司正在向金融控股及锂电池新能源业务转型布局, 两方面推进都比较顺利, 股东增持及员工持股计划的推出彰显了公司对未来的信息; 目前NAV折价37%, 15年市盈率11.6倍, 建议买入, 目标价格下调至13.09元。

支撑评级的要点

- 上半年计划完成率29%, 下半年如项目顺利结算可贡献可观地产收入。公司15年度计划收入拟定100亿元, 目前完成率29%, 其中地产已提前完成开复工计划130万方, 上半年合同销售面积10.87万平方米, 较去年同期减少19.36%; 合同销售额12.88亿元, 同比减少51.10%; 结算营收14.96亿元, 下半年西北旺二期5万方开售, 部分可结, 南京项目销售良好, 有望小幅提价, 再加太阳星城D区25-30亿一级开发结算, 预计仍有望完成年初计划65亿元。漆包线实现销量3.1万吨, 实现营收14.27亿元, 同比下降18%。
- 新能源锂电池转型进入正轨。公司与福建省投合资设立的瑞闽新能源, 进行动力电池、电池组及充电技术等研发、生产、销售运营管理。该项目公司已经成立, 技术班子到位, 厂房正在建设, 各方面进展顺利。其产品计划切入金龙客车等当地新能源客车供应链, 下游市场空间巨大。
- 金融业务首获收益, 推进战略转型。上半年, 参股的富滇银行2014年度利润分配为公司带来7,500万元的投资收益, P2P网贷平台“海投汇”于2015年6月1日正式上线运营。“海投汇”为互联网金融服务平台, 有助于公司进一步整合旗下各类金融资源, 加快公司发展战略转型步伐。
- 公司债发行可有效降低财务成本, 推出股东增持及员工持股计划彰显信心。近期公司推出28亿公司债发行计划, 期末, 公司长期借款17.7亿元, 短期借款24.3亿元, 公司债可有效降低资金成本。另外大股东丰裕投资近期增持59.82万股, 并提出累计投入不超过3.27亿元的增持计划; 公司亦公告了员工持股计划, 以1:2的杠杆比例和3亿元的总资金规模制定员工持股计划, 实现公司、股东和员工利益的一致性。

评级面临的主要风险

- 转型业务盈利进度低于预期, 一级开发项目收储进度慢于预期。

估值

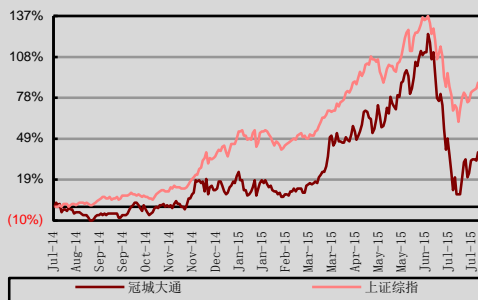
- 我们维持盈利预测但根据最新股本下调15-17年每股收益预测至0.71和0.75和0.86元, 目标价由17.33元下调至13.09元, 相当于15年每股NAV。重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	8,225	7,564	10,099	10,770	12,035
变动(%)	31	(8)	34	7	12
净利润(人民币 百万)	1,278	751	1,049	1,115	1,268
全面摊薄每股收益(人民币)	1.086	0.631	0.707	0.752	0.856
变动(%)	52	(41)	12	6	14
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	13.1	11.7	11.0	9.6
每股现金流量(人民币)	(0.2)	1.1	(0.8)	0.2	0.2
价格/每股现金流量(倍)	(37.4)	7.2	(10.9)	38.4	34.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	10.8	8.5	8.6	7.5
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	2.4	2.4	1.7	1.8	2.1

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	(0.4)	(20.5)	(23.8)	27.0
相对上证指数	(11.6)	(9.4)	(6.1)	(48.2)

发行股数(百万)	1,483
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	12,219
3个月日均交易额(人民币 百万)	886
净负债比率(%) (2015E)	45
每股重估净资产值(人民币) (2015E)	13.09
主要股东(%)	
福建丰裕投资有限公司	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年7月27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

房地产: 房地产开发

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

图表 1. 2015 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 6 月 30 日	2015 年 6 月 30 日	同比变动(%)
营业收入	3,585	2,923	(18.5)
营业成本	(2,642)	(2,172)	(17.8)
营业税	(249)	(201)	(19.0)
毛利润	694	550	(20.8)
其他收入	(2)	(5)	165.7
销售费用	(54)	(52)	(4.1)
管理费用	(88)	(84)	(4.3)
营业利润	550	408	(25.8)
投资收益	11	84	634.9
财务费用	(65)	(87)	33.8
营业外收支	12	63	410.4
税前利润	509	467	(8.1)
所得税	(140)	(117)	(17.0)
少数股东权益	4	(42)	(1091.3)
归属上市公司股东净利润	373	309	(17.2)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	19.4	18.8	(0.6)
经营利润率	15.3	14.0	(1.4)
净利率	10.4	10.6	0.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2015 年上半年分产品营业收入及利润率

	营业收入(亿元)	同比增长(%)	毛利率(%)	同比变动(百分点)
漆包线	13.91	(17.9)	5.57	0.65
房地产业	41.96	(19.4)	44.87	(1.78)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 2014 年主要参控股公司业绩

	股权比例(%)	主营收入(亿元)	净利润(亿元)
南京万盛置业	100	6.96	1.73
德成置地	53.82	2.26	1.06
		初始投资金额(万元)	报告期损益(万元)
隆达典当	27.63	1,399	7.8
武夷山市华兴小贷	6.67	1,000	0
莆田区华兴小贷	10	1,200	36
漳州芗城区华兴小贷	10	1500	0
长泰华兴小贷	10	1500	0
富滇银行	10.53	121,000	7500

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 2015 年中期项目储备未结面积

项目名称	公司权益(%)	占地面积	总建筑面积	可售面积	本期销售面积	本期结算面积	累计未售面积	累计未结面积
太阳星城 B 区	100	11.89	46.8	42.04	0.08	0.1	1.14	1.17
太阳星城 C 区	100	5.67	34.76	31.14	0	0.28	0.15	1.46
冠城大通蓝郡	100	60.74	101.25	92.16	3.52	9.54	68.76	74.39
冠城观湖湾	85	7.65	25.31	20.2	1.9	0.11	7.42	12.73
冠城三牧苑	100	0.54	3.59	3.3	0.38	0.23	2.14	2.39
冠城大通华郡	100	5.31	10.89	8.39	0.92	0.5	4.73	5.8
西北旺新村项目	53.82	47.65	85.05	43.9	0.13	1.01	5.8	5.94
百旺杏林湾	41.00	39.4	63.96	53.47	1.41	0.22	25.01	29.28
冠城大通珑湾	100	9.53	8.07	8.03	0.31	0.31	4.28	4.55
骏和棕榈湾	100	15.5	48.24	45.48	2.21	2.46	27.24	29.61
霸州项目	100	10.93	12.98	7.49	0	0	7.49	7.49
福州会展岛项目	100	7.03						
永泰赤壁项目	93	15.95						
合计					10.86	14.76	154.16	174.81

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：北京西北旺 A3 地块经调整规划地上建筑面积 19.1 万平米，暂未计入可售面积

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	8,225	7,564	10,099	10,770	12,035
销售成本	(6,878)	(5,927)	(7,912)	(8,561)	(9,505)
经营费用	(232)	(226)	(310)	(338)	(387)
息税折旧前利润	1,115	1,411	1,877	1,871	2,143
折旧及摊销	(69)	(72)	(88)	(87)	(88)
经营利润(息税前利润)	1,047	1,339	1,789	1,784	2,056
净利息收入/(费用)	(9)	(116)	(83)	(98)	(98)
其他收益/(损失)	613	38	37	45	55
税前利润	1,626	1,232	1,705	1,690	1,967
所得税	(341)	(325)	(426)	(423)	(491)
少数股东权益	(7)	(156)	(230)	(152)	(206)
净利润	1,278	751	1,049	1,115	1,268
核心净利润	1,278	751	1,049	1,115	1,268
每股收益(人民币)	1.086	0.631	0.707	0.752	0.855
核心每股收益(人民币)	1.086	0.631	0.707	0.752	0.855
每股股息(人民币)	0.202	0.200	0.141	0.150	0.171
收入增长(%)	31	(8)	34	7	12
息税前利润增长(%)	3	28	34	(0)	15
息税折旧前利润增长(%)	5	27	33	(0)	15
每股收益增长(%)	54	(42)	12	6	14
核心每股收益增长(%)	54	(42)	12	6	14

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	1,626	1,232	1,705	1,690	1,967
折旧与摊销	69	72	88	87	88
净利息费用	33	145	121	139	143
运营资本变动	(1,115)	175	(2,577)	(1,130)	(1,293)
税金	(341)	(325)	(426)	(423)	(491)
其他经营现金流	(534)	61	(37)	(45)	(58)
经营活动产生的现金流	(262)	1,360	(1,126)	318	356
购买固定资产净值	(109)	(309)	0	0	0
投资减少/增加	(155)	(1,046)	38	41	46
其他投资现金流	(982)	22	372	(55)	(117)
投资活动产生的现金流	(1,245)	(1,332)	410	(14)	(72)
净增权益	163	17	0	0	0
净增债务	930	2,927	1,910	269	643
支付股息	(583)	(514)	(210)	(223)	(254)
其他融资现金流	3	(154)	372	(55)	(117)
融资活动产生的现金流	512	2,276	2,072	(9)	272
现金变动	(995)	2,304	1,356	296	557
期初现金	2,000	908	3,335	4,452	4,748
公司自由现金流	(1,508)	28	(715)	304	284
权益自由现金流	(578)	2,955	1,194	573	928

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	908	3,335	4,452	4,748	5,306
应收帐款	949	803	1,072	1,143	1,277
库存	10,888	10,904	14,644	16,155	18,053
其他流动资产	996	493	380	412	456
流动资产总计	13,741	15,535	20,548	22,458	25,092
固定资产	1,004	983	1,047	1,111	1,176
无形资产	174	582	559	537	516
其他长期资产	785	2,693	2,997	3,126	3,491
长期资产总计	1,977	4,258	4,602	4,774	5,182
总资产	15,718	19,793	25,150	27,232	30,274
应付帐款	3,135	2,401	3,049	3,304	3,655
短期债务	2,329	1,943	4,705	4,974	5,617
其他流动负债	2,628	3,807	5,076	5,412	6,047
流动负债总计	8,092	8,151	12,830	13,691	15,320
长期借款	1,382	4,414	3,561	3,561	3,561
其他长期负债	157	172	217	236	260
股本	1,191	1,193	1,483	1,483	1,483
储备	3,501	4,336	5,347	6,429	7,651
股东权益	4,692	5,529	6,830	7,912	9,134
少数股东权益	1,395	1,527	1,711	1,833	1,998
总负债及权益	15,718	19,793	25,150	27,232	30,274
每股帐面价值(人民币)	3.99	4.64	4.61	5.34	6.16
每股有形资产(人民币)	3.84	4.16	4.23	4.97	5.81
每股净负债/(现金)(人民币)	2.38	2.54	2.57	2.55	2.61

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.6	18.7	18.6	17.4	17.8
息税前利润率(%)	12.7	17.7	17.7	16.6	17.1
税前利润率(%)	19.8	16.3	16.9	15.7	16.3
净利率(%)	15.5	9.9	10.4	10.4	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	18.3	7.7	11.2	9.9	10.9
净权益负债率(%)	46.1	42.8	44.7	38.9	34.8
速动比率(倍)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	7.7	13.1	11.7	11.0	9.6
核心业务市盈率(倍)	7.6	13.1	11.7	11.0	9.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.1	20.7	18.5	17.4	15.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.1	1.8	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	(37.4)	7.2	(10.9)	38.4	34.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	10.8	8.5	8.6	7.5
周转率					
存货周转天数	534.5	671.0	589.3	656.5	656.8
应收帐款周转天数	40.0	42.3	33.9	37.5	36.7
应付帐款周转天数	156.1	133.6	98.5	107.6	105.5
回报率					
股息支付率(%)	23.6	43.1	26.7	26.7	26.6
净资产收益率(%)	30.9	14.7	17.0	15.1	14.9
资产收益率(%)	5.4	5.6	6.0	5.1	5.4
已运用资本收益率(%)	12.5	11.8	12.1	10.4	10.9

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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，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
西单北大街 110 号 7 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