



买入

50% ↑

目标价格:人民币 13.09

600067.CH

价格:人民币 8.74

目标价格基础:净资产值折价

板块评级:增持

冠城大通

京内销售结算放慢致季报低于预期，北京储备价值飙升，多元化布局推进

2015年1-9月，公司主营业务收入39.9亿元，同比减少13.78%；实现净利润2.42亿元，同比减少28.95%，每股收益0.18元。由于地产结算较少，3季度单季营收10.68亿元，亏损6,642万元，低于预期；我们下调了2015年每股收益预测至0.56元，但维持16-17年0.75和0.87的预测不变。公司北京地产未结储备64万平米，随北京房价飙升大幅增值，未来盈利能力可观；同时公司坚定转型新能源，积极推进产业链上布局，我们重申买入建议。

支撑评级的要点

- **三季度结算量偏低，单季亏损。**前三季度39.9亿元营业收入中，地产约贡献19亿元，漆包线21亿元；前三季累计结算面积18.2万平方米，累计结算约19亿，由于3季度仅结算地产销售面积3.44万平方米（约4亿元），且结算项目基本为京外项目，利润率偏低，费用率上升，导致单季度出现0.66亿元的亏损。三季末预收账款31亿元，较年初增加5.2亿元，已锁定今年全年预测地产收入。
- **前9月京内销售偏少致均价下跌。**2015年1-9月，公司房地产开发复工面积130.9万平方米，较上年同期增加5.15%；竣工面积29.1万平方米，较上年同期增加108.64%；前9月公司销售面积21.35万平方米，同比增加29.71%；销售金额26.27亿元，同比减少13.27%，其中3季度完成销售面积10.48万平方米，销售金额13.39亿元；销售下降的主要原因是销售结构中京外项目如南京、南通等区域占比提高，京内海科建储备项目未进入大规模销售，均价同比下降33%至12,304元/平米。
- **北京土储价值飙升，增持海科建股权推进中。**今年以来，北京住宅用地价格飙升，位于海科建储备项目周边的中关村永丰地块今年4月被首创以楼面价4.3万元/平方米（剔除保障房后）拿下，未来区域楼价有望从4万元/平米涨升至6万元以上。由于公司正在推进海科建剩余31%股权的收购事项，有意识控制杏林湾销售进度，如果4季度能顺利完成收购，杏林湾将成为4季度销售和结算的重要贡献，我们暂不调整全年40亿商品房销售目标，如果太阳星城D区25-30亿一级开发能达成，预计仍有望达到65亿元。
- **新能源继续向产业链各部推进，多产业投资平台搭建完成。**新能源是公司重点转型方向，5月成立瑞闽新能源，进入汽车锂电池电芯制造，开工准备正在进行，8月收购福建创鑫，进入电解液及添加剂领域，公司亦会在产业链上寻求新的合作和收购；与西安物华在军用和民用锂电池组组装厂方面的合作也在进行中；9月福州大通从控制人手中收购江苏大通股权，江苏大通已转型新能源汽车配套漆包线业务，今年效益显著提升；另外，公司以全资子公司冠城投资为多元化投资平台，与大股东合作设立基金管理公司、与省创新创投合作设立股权投资合伙企业，投资新兴产业，寻求新的产业机会。
- **公司债发行降低财务成本，员工持股计划尚待完成，证金系高比例持股。**28亿公司债发行已于8月26日完成，票面利率5.1%，置换高息信托负债，每年将为公司减少超过1亿元利息支出；第一期员工持股计划累计耗资5,608万元买入818万股，均价约为人民币6.86元/股，仅完成总额的19%，目前季报窗口期已结束，料将加快购买进度。三季报显示，证金系持股1.24亿股，汇金持股0.295亿股，合计占比10.4%，证金系2个多月以来再度增持2,000万股。

评级面临的主要风险

- 转型业务进度慢于预期，房地产市场超预期恶化。

估值

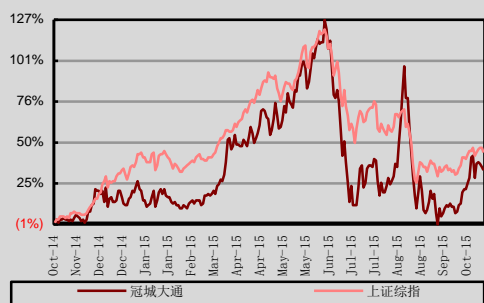
- 我们下调15年每股收益预测21%至0.56元，但维持16-17年盈利预测，维持13.09元目标价，重申买入评级。

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	8,211	9,908	11,247
变动(%)	31	(8)	9	21	14
净利润(人民币 百万)	1,278	751	826	1,119	1,286
全面摊薄每股收益(人民币)	1.073	0.63	0.56	0.75	0.87
变动(%)	52	(41)	(12)	36	15
先前预测每股收益(人民币)			0.707	0.752	0.856
调整幅度(%)			(21)	0	1
全面摊薄市盈率(倍)	8.1	13.9	15.7	11.6	10.1
每股现金流量(人民币)	(0.2)	1.1	0.3	(0.5)	0.2
价格/每股现金流量(倍)	(39.7)	7.7	32.1	(18.1)	46.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	14.1	14.8	13.2	11.9
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	2.3	2.3	1.3	1.7	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.7	21.1	13.7	33.2
相对上证指数	5.0	12.2	21.5	(11.1)

发行股数(百万)	1,483
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	12,961
3个月日均交易额(人民币 百万)	684
净负债比率(%) (2015E)	28
每股重估净资产值(人民币) (2015E)	16.61
主要股东(%)	
福建丰榕投资有限公司	30

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2015年10月28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) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

图表 1. 2015 年三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 1-3 季度	2015 年 1-3 季度	同比变动(%)
营业收入	4,628	3,991	(13.8)
营业成本	(3,598)	(3,117)	(13.4)
营业税	(270)	(246)	(8.6)
毛利润	760	627	(17.5)
其他收入	4	(2)	(144.5)
销售费用	(81)	(84)	3.4
管理费用	(129)	(137)	5.9
营业利润	554	405	(27.0)
投资收益	15	84	477.2
财务费用	(100)	(144)	44.6
营业外收支	15	63	306.6
税前利润	485	407	(16.0)
所得税	(149)	(130)	(12.7)
少数股东权益	5	(35)	(857.5)
归属上市公司股东净利润	341	242	(28.9)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	16.4	15.7	(0.7)
经营利润率	12.0	10.1	(1.8)
净利率	7.4	6.1	(1.3)

资料来源: 公司数据, 中银国际证券

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	8,211	9,908	11,247
销售成本	(6,878)	(5,927)	(6,477)	(7,757)	(8,735)
经营费用	(232)	(226)	(236)	(304)	(356)
息税折旧前利润	1,115	1,411	1,498	1,847	2,156
折旧及摊销	(69)	(72)	(88)	(87)	(88)
经营利润(息税前利润)	1,047	1,339	1,411	1,761	2,068
净利息收入/(费用)	(9)	(116)	(75)	(73)	(87)
其他收益/(损失)	613	38	37	45	55
税前利润	1,626	1,232	1,342	1,695	1,994
所得税	(341)	(325)	(336)	(424)	(498)
少数股东权益	(7)	(156)	(181)	(153)	(209)
净利润	1,278	751	826	1,119	1,287
核心净利润	1,278	751	826	1,119	1,287
每股收益(人民币)	1.086	0.631	0.557	0.754	0.868
核心每股收益(人民币)	1.086	0.631	0.557	0.754	0.868
每股股息(人民币)	0.202	0.200	0.111	0.151	0.173
收入增长(%)	31	(8)	9	21	14
息税前利润增长(%)	3	28	5	25	17
息税折旧前利润增长(%)	5	27	6	23	17
每股收益增长(%)	54	(42)	(12)	36	15
核心每股收益增长(%)	54	(42)	(12)	36	15

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	1,342	1,695	1,994
折旧与摊销	69	72	88	87	88
净利息费用	33	145	106	111	129
运营资本变动	(1,115)	175	(759)	(2,142)	(1,377)
税金	(341)	(325)	(336)	(424)	(498)
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	404	(718)	278
购买固定资产净值	(109)	(309)	0	0	0
投资减少/增加	(155)	(1,046)	31	37	43
其他投资现金流	(982)	22	312	0	(106)
投资活动产生的现金流	(1,245)	(1,332)	343	38	(64)
净增权益	163	17	0	0	0
净增债务	930	2,927	(370)	1,652	739
支付股息	(583)	(514)	(165)	(224)	(257)
其他融资现金流	3	(154)	312	0	(106)
融资活动产生的现金流	512	2,276	(223)	1,428	375
现金变动	(995)	2,304	524	748	589
期初现金	2,000	908	3,335	3,620	4,368
公司自由现金流	(1,508)	28	747	(680)	214
权益自由现金流	(578)	2,955	377	972	953

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	3,620	4,368	4,958
应收帐款	949	803	871	1,051	1,193
库存	10,888	10,904	11,906	14,862	16,870
其他流动资产	996	493	313	372	417
流动资产总计	13,741	15,535	16,710	20,653	23,439
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	2,802	3,037	3,409
长期资产总计	1,977	4,258	4,407	4,685	5,101
总资产	15,718	19,793	21,117	25,338	28,540
应付帐款	3,135	2,401	2,505	2,979	3,341
短期债务	2,329	1,943	2,426	4,077	4,816
其他流动负债	2,628	3,807	4,123	4,978	5,650
流动负债总计	8,092	8,151	9,053	12,034	13,807
长期借款	1,382	4,414	3,561	3,561	3,561
其他长期负债	157	172	179	213	238
股本	1,191	1,193	1,483	1,483	1,483
储备	3,501	4,336	5,169	6,253	7,489
股东权益	4,692	5,529	6,652	7,736	8,972
少数股东权益	1,395	1,527	1,672	1,794	1,961
总负债及权益	15,718	19,793	21,117	25,338	28,540
每股帐面价值(人民币)	3.99	4.64	4.49	5.22	6.05
每股有形资产(人民币)	3.84	4.16	4.11	4.85	5.70
每股净负债/(现金)(人民币)	2.38	2.54	1.60	2.21	2.31

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	18.2	18.6	19.2
息税前利润率(%)	12.7	17.7	17.2	17.8	18.4
税前利润率(%)	19.8	16.3	16.3	17.1	17.7
净利率(%)	15.5	9.9	10.1	11.3	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	18.3	7.7	10.3	11.9	12.0
净权益负债率(%)	46.1	42.8	28.4	34.3	31.3
速动比率(倍)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	8.1	13.9	15.7	11.6	10.1
核心业务市盈率(倍)	8.1	14.4	15.7	11.6	10.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.2	21.5	23.5	17.3	15.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.2	1.9	1.9	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	(39.7)	7.7	32.1	(18.1)	46.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	14.1	14.8	13.2	11.9
周转率					
存货周转天数	534.5	671.0	642.7	629.8	663.0
应收帐款周转天数	40.0	42.3	37.2	35.4	36.4
应付帐款周转天数	156.1	133.6	109.0	101.0	102.5
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	13.6	15.6	15.4
资产收益率(%)	5.4	5.6	5.2	5.7	5.8
已运用资本收益率(%)	12.5	11.8	10.4	11.4	11.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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