

2010年3月3日

# 冠城大通

## 蓄势待发

A 持有

600067.SS - 人民币 12.84

目标价格: 人民币 14.68 (↓15.60)

**田世欣**

 +8621 6860 4866 (8519)  
 shixin.tian@bocigroup.com

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	10	(27)	121
相对新华富时A50指数(%)	2	6	(18)	76

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	613
流通股(%)	84
流通股市值(人民币 百万)	6,616
3个月日均交易额(人民币 百万)	153
2010年末每股重估净资产值(人民币)	12.77
2010年末净负债比率(%)	39
主要股东(%)	
福建丰榕投资有限公司	29.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

冠城大通 2009 年实现营业收入 43.9 亿元, 同比下降 2%, 实现净利润 2.84 亿元, 同比增长 63%, 每股收益为 0.46 元, 符合我们的预期。我们维持对公司的持有评级, 但上调 2010-11 年每股盈利预测至 1.14 元和 1.19 元, 根据板块估值变化小幅下调目标价格至 14.68 元。

### 支撑评级的要点

- 期末预收账款达到 42.39 亿元, 已锁定我们对 2010 年房地产开发收入预测的 64%。
- 09 年良好的销售回款使得公司年末货币资金充裕, 负债率得到重大改善。
- 公司项目数量较少, 未来利润贡献集中于太阳星城项目的 B 区和 C 区、深圳月亮湾等少数项目上。资金状况获得大幅改善后, 冠城大通今年有望在对外扩张方面取得突破性的进展。

### 预测和评级的风险

- 货币紧缩以及房地产行业政策变化。

### 估值

- 基于目前太阳星城 B 区的售价上涨和良好销售进度, 我们上调公司的 2010 年和 2011 年每股收益至 1.14 元和 1.19 元。维持持有评级, 目标价由 15.60 元下调至 14.68 元, 相当于 15% 的 2010 年末净资产溢价和约 13 倍的 2010 年市盈率。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	4,486	4,393	8,847	7,255	6,741
变动(%)	-	(2)	101	(18)	(7)
净利润(人民币 百万)	173	324	700	727	839
全面摊薄每股收益(人民币)	0.282	0.528	1.141	1.186	1.369
变动(%)	-	87.2	116.1	3.9	15.4
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.858	1.070	-
调整幅度(%)	-	-	33.1	10.9	N/A
市盈率(倍)	45.5	27.7	11.2	10.8	9.4
每股现金流量(人民币)	(0.55)	4.95	(2.05)	1.00	1.36
价格/每股现金流量(倍)	(23.5)	2.6	(6.2)	12.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.2	16.8	6.4	5.4	6.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.023	0.024	0.027
股息率(%)	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 2009 年度业绩符合预期

冠城大通 2009 年实现营业收入 43.9 亿元，同比下降 2.1%，实现净利润 2.84 亿元，同比增长 63.1%，每股收益为 0.46 元，和我们原先预期的 0.44 元基本相符。

其中，漆包线业务由于报告期内电解铜加权价格低于 2008 年，虽然产销量同比略有增长，但营业收入却略有减少，但营业利润率从 1.8% 提高到 4.8% 使得该项业务扭亏为盈。

房地产业务实现主营业务收入 21.09 亿元，较上年同期增长 32.39%，但营业利润率从上年的 47.6% 下降至 34.5%。由于房地产占主营业务收入比重从 36% 增长至 49%，从而使得综合毛利率从 08 年的 12.42% 小幅提高至 14.28%。

## 预收帐款锁定率达 64%

2009 年公司房地产业务共实现销售面积 59.57 万平方米，较上年增长 741.4%；实现销售额 71.73 亿元，较上年增长 664.7%。实现结算面积 21.32 万平方米，结算收入 21.09 亿元，同比分别增长 103.2% 和 32.4%。

由于大量预售收入因项目未竣工原因未能结算，报告期末公司预收账款达到 42.39 亿元的高峰；其中占比最大的是太阳星城 B 区，为 35.5 亿元，占到总预收帐款的 83.7%，中间包括 20 亿元的中信信托团购的住宅和办公楼款，以及约 15 亿元的商品房销售，其中团购部分利润率偏低，但商品房销售部分价格高达 30,000 元/平米，毛利率在 70% 左右。另外，太阳星城 C 区和冠城名敦道项目也均贡献了超过 3 亿元的预收款。上述预售项目均可在 2010 年结转，年末公司已锁定我们对 2010 年房地产开发收入预测的 64%。

## 净负债率得到显著改善

由于销售回笼情况良好，公司净负债率从 9 月末的 92% 进一步下降至 29.7%，虽然资产负债率仍然处于 81% 的高位上，高于同行业公司，但现金回流已经有效缓解了财务上的压力。公司每股经营性净现金流入达到 4.95 元，年末手持现金 22.98 亿元，较年初上升了 207%，相比 15.9 亿元的短期负债，偿债压力已有明显减轻。公司于 09 年 8 月股东大会通过配股方案，已经向中国证监会报送申请文件。

09年末10年初,公司增加了2块土地储备,分别位于福州市井大路和苏州相城区黄埭镇,合计规划建筑面积21.8万平米,地价8.08亿元。

## 上调盈利预测,维持持有评级

我们上调了公司的2010年和2011年的盈利预测33.1%和10.9%至7亿元和7.27亿元(每股收益1.14元和1.19元),主要是基于目前太阳星城B区对外销售的商品房方面良好的销售情况调整了2010年的结算率,另外该项目去年10月份新推盘超过3万元的销售价格也拉高了我们对整个项目的销售均价预测。

公司项目数量偏少,未来利润贡献集中于太阳星城项目的B区和C区、深圳月亮湾等少数项目上,由于公司近年来对外扩张态势不明朗,年末岁初拍卖获得的福州地块,地价成本偏高;对所收购的海科建股权的增持和整合也停滞不前,我们期待公司通过09年回款大幅改善资金状况后,在对外扩张方面取得突破性的进展。

我们仍然维持**持有**评级。按照我们计算的公司2010年末每股NAV为12.77元,我们将目标价下调至14.68元,相当于15%的2010年末净资产溢价和约13倍的2010年市盈率。

图表2.盈利预测假设

	权益 (%)	可售建 筑面积 (平方米)	年未未 结面积 (平方米)	销售价格 (元/平方米)			结算面积 (平方米)			结算收入 (万元)		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
太阳星城F区	95	359,400	25,400	18,000	18,000	18,360	25,400	-	-	45,720	-	-
太阳星城B区托建住宅	60	199,600	199,600	9,400	9,400	9,400	199,600	-	-	187,624	-	-
太阳星城B区其他	60	217,400	217,400	25,000	25,500	26,010	76,090	138,310	-	190,225	352,691	-
太阳星城C区住宅	100	202,100	202,100	25,000	25,500	26,010	-	-	101,050	-	-	262,831
太阳星城C区商业	100	79,800	79,800	15,163	15,163	15,163	79,800	-	-	121,001	-	-
太阳星城E区	100	152,500	7,800	18,000	18,360	18,727	1,525	4,475	-	2,745	8,216	-
冠城名敦道A区	80	201,963	201,963	12,500	16,814	16,000	60,589	51,874	-	75,736	87,221	-
冠城名敦道B区	80	86,000	33,600	20,900	21,318	21,744	300	-	-	627	-	-
桂林清秀花园	75	28,700	1,000	5,176	5,280	5,386	600	-	-	311	-	-
桂林清秀庭院	75	42,600	40,500	3,850	3,927	4,006	18,900	-	-	7,277	-	-
冠城鼓楼庭院	100	105,600	5,600	4,529	4,620	4,712	3,600	-	-	1,631	-	-
冠城江景	51	52,500	7,400	2,711	2,765	2,821	6,500	-	-	1,762	-	-
朱陵阁	51	7,300	7,300	2,750	2,805	2,861	7,100	-	-	1,953	-	-
苏州宏业(水岸风景)	100	102,000	102,000	5,500	5,610	5,722	43,100	-	-	23,705	-	-
万盛世纪新城	80	834,200	834,200	3,800	3,876	3,954	-	125,130	125,130	-	48,500	49,470
深圳月亮湾地块	70	205,700	205,700	20,000	20,400	20,808	-	-	41,140	-	-	85,604
福州井大路项目	100	26,795	26,795	19,000	19,380	19,768	-	-	-	-	-	-
苏州黄埭镇项目	100	191,357	191,357	5,700	5,814	5,930	-	-	-	-	-	-
<b>总计</b>			2,389,515				523,104	319,789	329,030	660,315	496,628	440,708

资料来源:公司数据

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2008年	2009年	同比变动%
营业收入	4486	4393	(2)
营业成本	(3689)	(3572)	(3)
营业税及附加	(240)	(195)	(19)
毛利润	557	627	13
其他收入	(30)	(18)	(40)
销售费用	(61)	(68)	12
管理费用	(79)	(80)	2
营业利润	388	462	19
投资收益	19	27	43
财务成本	(79)	(40)	(49)
其他	1	21	2158
税前利润	329	469	43
税金	(107)	(121)	13
少数股东权益	(48)	(64)	34
净利润	174	284	63
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	12	14	
经营利润率	9	11	
净利率	4	6	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,486	4,393	8,847	7,255	6,741
销售成本	(3,929)	(3,766)	(7,134)	(5,276)	(5,153)
经营费用	(108)	(117)	(247)	(200)	(184)
息税折旧前利润	449	510	1,465	1,779	1,404
折旧及摊销	(32)	(31)	(36)	(32)	(32)
经营利润(息税前利润)	418	479	1,429	1,747	1,372
净利息收入/(费用)	(79)	(40)	(171)	(165)	(149)
其他收益/(损失)	(10)	30	0	0	0
税前利润	328	469	1,258	1,582	1,224
所得税	(107)	(121)	(314)	(395)	(306)
少数股东权益	(48)	(64)	(244)	(459)	(79)
净利润	173	284	700	727	839
核心净利润	193	297	700	727	839
每股收益(人民币)	0.282	0.463	1.141	1.186	1.369
核心每股收益(人民币)	0.315	0.484	1.141	1.186	1.369
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.023	0.024	0.027
收入增长(%)	n.a.	(2)	101	(18)	(7)
息税前利润增长(%)	n.a.	15	198	22	(21)
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	14	187	21	(21)
每股收益增长(%)	n.a.	64	147	4	15
核心每股收益增长(%)	n.a.	54	136	4	15

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	748	2,298	1,993	1,742	2,414
应收帐款	782	553	708	580	539
库存	4,627	6,155	6,193	6,529	6,741
其他流动资产	350	935	492	328	335
流动资产总计	6,507	9,942	9,385	9,179	10,029
固定资产	447	390	355	324	293
无形资产	224	211	210	208	207
其他长期资产	391	377	458	442	438
长期资产总计	867	794	839	791	755
总资产	7,374	10,735	10,224	9,970	10,784
应付帐款	921	1,414	1,230	820	837
短期债务	2,670	1,504	1,845	1,230	1,255
其他流动负债	1,069	4,461	2,871	2,479	2,350
流动负债总计	4,660	7,379	5,945	4,528	4,442
长期借款	998	1,312	1,312	1,312	1,312
其他长期负债	12	2	0	0	0
股本	613	613	613	613	613
储备	835	1,076	1,762	2,475	3,298
股东权益	1,447	1,689	2,375	3,088	3,911
少数股东权益	260	354	592	1,043	1,120
总负债及权益	7,377	10,736	10,224	9,971	10,784
每股帐面价值(人民币)	2.36	2.76	3.87	5.04	6.38
每股有形资产(人民币)	2.00	2.41	3.53	4.70	6.04
每股净负债(现金)	4.76	0.84	1.90	1.31	0.25

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	328	469	1,258	1,582	1,224
折旧与摊销	32	31	36	32	32
净利息费用	79	40	171	165	149
运营资本变动	(682)	2,623	(2,409)	(774)	(264)
税金	(107)	(121)	(314)	(395)	(306)
其他经营现金流	16	(9)	(1)	0	0
经营活动产生的现金流	(334)	3,033	(1,260)	610	835
购买固定资产净值	(32)	26	5	4	6
投资减少/增加	0	26	0	0	0
其他投资现金流	(77)	140	415	(158)	(118)
投资活动产生的现金流	(109)	191	420	(153)	(112)
净增权益	499	30	0	0	0
净增债务	(50)	(1,430)	340	(615)	25
支付股息	(368)	(287)	(14)	(15)	(17)
其他融资现金流	(12)	(64)	208	(79)	(59)
融资活动产生的现金流	70	(1,751)	534	(708)	(51)
现金变动	(374)	1,473	(305)	(251)	672
期初现金	1,122	748	2,298	1,993	1,742
公司自由现金流	(443)	3,224	(839)	457	723
权益自由现金流	(493)	1,794	(499)	(158)	748

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	10.0	11.6	16.6	24.5	20.8
息税前利润率(%)	9.3	10.9	16.2	24.1	20.4
税前利润率(%)	7.3	10.7	14.2	21.8	18.1
净利率(%)	3.9	6.5	7.9	10.0	12.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.4	1.3	1.6	2.0	2.3
利息覆盖倍数	4.6	10.2	8.1	10.3	8.9
净权益负债率(%)	171.0	25.3	39.2	19.4	3.0
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	45.5	27.7	11.2	10.8	9.4
核心业务市盈率	40.8	26.5	11.2	10.8	9.4
目标价对应核心业务市盈率	45.4	27.7	11.2	10.8	9.4
市净率	5.4	4.7	3.3	2.5	2.0
价格/现金流	(23.5)	2.6	(6.2)	12.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润	24.2	16.8	6.4	5.4	6.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	429.9	522.5	315.9	440.1	469.9
应收帐款周转天数	63.6	55.5	26.0	32.4	30.3
应付帐款周转天数	74.9	97.0	54.5	51.6	44.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0
净资产收益率(%)	11.9	18.1	34.4	26.6	24.0
资产收益率(%)	3.8	3.9	10.2	13.0	9.9
已运用资本收益率(%)	8.0	9.5	26.1	27.4	19.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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