

冠城大通 (600067.SH) 房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

曹旭特

分析师 SAC 执业编号: S1130208060236
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

未来两年业绩锁定

事件

公司在北京明顿道的写字楼实现整体销售, 面积约为 0.6 万平方米, 每平方米售价 3 万元, 回款约 1.8 亿元。本次销售价格高于预期, 我们前期盈利预测中仅按每平方米一万八测算。该项目尚有 3 万平方米写字楼和 3.4 万平方米商业待售, 预计仍将采取整体销售方式, 如果能够按照目前价格出售, 还能实现回款 19.2 亿元。

锁定未来两年业绩: 公司的三季报显示账面预收款为 59 亿元, 考虑本次整售实现的 1.8 亿元, 以及已经整售但尚未体现在报表中的 C 区写字楼实现的 7.2 亿元, 公司已售未结算收入达到 68 亿元。我们预计公司 10 年四季度和 11 年合计需要结算的收入是 64 亿元, 也即目前公司未来两年业绩已全部实现。

表面的平淡和实际的销售潜力。 公司的主力项目北京太阳星城在二、三季度基本没有推盘, 所以公司的市场表现也很平淡。但对公司价值的认识更应关注其项目的销售潜力, 我们认为即使在目前市场环境下, 该楼盘一经推出仍会取得不错销售成绩。因为近期开盘的红玺台项目, 目前在售价格已经达到每平方米 5.4 万元, 而公司上一期项目的销售价格仅为每平方米 3.8 万, 但公司项目的地理位置更为优越, 并且能够为子女落户北京重点中学人大附中。所以我们认为公司后期项目一旦达到销售条件, 如果不提价就会取得不错销售成绩, 而即使按照前期销售价格, 公司毛利率也能达到 66% 左右。在销售的空白期, 正是价值低估值得买入的时机。

所处区域市场已经历调控的检验。 在九月底出台的二次调控会引起市场的担心, 但对北京市场的影响环比变化不大。因为二次调控有三个重点, 一是限制购房套数; 二是买房需要提供纳税或社保证明; 三是暂停第三套房贷, 但北京在四月份即已经开始执行上述政策, 但在三季度北京市场同样明显回暖, 已经经历了调控的检验, 所以我们不担心公司未来经营会受二次调控而产生过多负面影响。

在北京的持续发展看收购海科健进程。 公司在北京尚未销售项目约 46 万平方米, 市场会担心公司未来在北京发展的可持续性。我们认为公司在北京的潜在开发资源主要应关注其参股 28% 的海科健公司。海科建属海淀区国资房企, 承担海淀西北部土地一级开发职能, 对北京这种外地企业很难介入的城市而言, 土地一、二级市场联动恐怕是拿地的最实用方式, 公司已经公告继续收购其 21% 股权, 如果进展顺利, 将合计拥有海科建 49% 股权, 海科健有望成为公司未来拿地的潜在途径。

投资建议

预计公司 10-11 年每股收益分别为 0.76 和 1.15 元, 目前市盈率 13.4 和 8.9 倍, 公司重估净资产为 14.2 元, 目前折价幅度约 28%, 估值比较安全, 并且上述估值已得到预收款的保证, 维持公司买入建议, 目标价格 13.8 元, 对应于 11 年 12 倍市盈率。

图表1: 公司的太阳星城和红玺台项目对比



来源: 国金证券研究所

图表2: 公司项目盈利预测

开发类		结算面积		结算均价	毛利率		公司权益
项目	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
北京太阳星城F区							95%
北京太阳星城C区		0.0	29000	31000	66%	68%	100%
北京太阳星城C区太阳广场	7.98		15163	15163	27%	27%	100%
北京太阳星城B区1-8#	21.7	0.0	9497	9497	9%	10%	60%
北京太阳星城B区	3.0	6.0	27000	30000	52%	57%	100%
名敦道B区	0.0		18500		57%		80%
名敦道A区公寓	0.0		14000		38%		80%
名敦道商业	0.0	3.4	20000	25000	53%	62%	80%
名敦道写字楼A1		2.5	18500	18500	50%	50%	80%
名敦道写字楼A2	0.0		30000	30000	69%	69%	80%
桂林清秀小区							75%
桂林甲山路	0.0		4200		26%		75%
衡阳冠城江景							51%
苏州	4.0	0.0	6000	6000	47%	47%	100%
南京万盛世纪新城		0.0		5500		49%	76%
深圳市南山区月亮湾大道		0.0	22000	22000	68%	68%	70%
总计	37	12	13041	26153	25%	55%	100%
漆包线					3.70%	3.70%	75%

来源: 国金证券研究所

图表3: 公司重估净资产

项目名称	未结算面积	均价	毛利率	账面值	尚需投资	税费合计	净现值	公司权益	权益增值	竣工期
太阳星城9号楼	6.20			3.540		0.0000		95%		
太阳星城9号楼	6.20	27000	52%	3.540	4.520	4.7710	7.322	95%	3.59	2008
名敦道B区	2.50					0.0000		80%	0.00	
名敦道一期	2.50	18500	57%	1.990	0.000	1.4491	3.108	80%	0.89	2008
名敦道公寓	4.50			8.640		0.0000		80%	0.00	
名敦道公寓	4.50	14000	38%	2.160	1.778	1.3254	3.315	80%	0.92	2010
名敦道商业	3.20			1.536		0.0000		80%	0.00	
名敦道商业	3.20	25000	62%	1.536	1.472	2.7188	3.509	80%	1.58	2011
名敦道写字楼	5.50			2.640		0.0000		80%	0.00	
名敦道写字楼	5.50	17000	69%	2.640	0.290	3.4823	5.418	80%	2.22	2011
名敦道B区	3.80			1.824		0.0000		80%	0.00	
名敦道二期1	3.80	30000	57%	1.824	3.044	3.5719	4.718	80%	2.32	2010
苏州	10.00			0.750		0.0000		100%	0.00	
苏州1	5.00	4958	29%	0.375	1.375	0.3960	0.613	100%	0.24	2009
苏州2	5.00	7500	47%	0.375	1.625	0.9677	1.068	100%	0.69	2010
太阳星城B区	42.00			16.800		0.0000			0.00	
太阳星城B区1	21.70	9497	9%	6.781	12.076	1.4428	7.328	60%	0.33	2009
太阳星城B区2	7.00	38000	57%	2.188	9.339	8.2471	8.571	100%	6.38	2011
太阳星城B区3	13.30	38000	74%	4.156	9.144	20.1419	18.594	100%	14.44	2012
太阳星城C区	28.00			8.750		0.0000		100%	0.00	
太阳星城C区1	8.00	38000	74%	2.500	5.500	12.1154	13.246	100%	10.75	2009
太阳星城C区2	8.00	38000	74%	2.500	5.500	12.1154	11.967	100%	9.47	2011
太阳星城C区3	12.00	38000	74%	3.750	8.250	18.1731	16.777	100%	13.03	2012
南京万盛世纪新城	80.00			1.620		0.0000		76%	0.00	
南京万盛世纪新城1	13.33	5500	49%	0.771	2.935	1.9986	2.215	76%	1.10	2011
南京万盛世纪新城2	13.33	5500	49%	0.771	2.935	1.9986	2.283	76%	1.15	2012
南京万盛世纪新城3	13.33	5500	52%	0.771	2.754	2.0929	2.205	76%	1.09	2013
南京万盛世纪新城4	13.33	5500	55%	0.771	2.564	2.1919	2.382	76%	1.22	2011
南京万盛世纪新城5	13.33	5500	57%	0.771	2.364	2.2959	2.442	76%	1.27	2012
南京万盛世纪新城6	13.33	5500	60%	0.771	2.154	2.4050	2.440	76%	1.27	2013
深圳月亮湾	20.00			0.000		0.0000		70%	0.00	
深圳月亮湾1	0.00	22000	68%	0.000	0.000	0.0000	0.000	70%	0.00	2011
深圳月亮湾2	7.00	22000	75%	0.000	3.927	6.2027	5.046	70%	3.53	2012
深圳月亮湾3	13.00	22000	82%	0.000	5.162	12.6273	9.594	70%	6.72	2013
合计							105.55		84.19	

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-03-31	买入	7.95	N/A
2	2009-07-28	买入	15.85	N/A
3	2009-10-19	买入	14.93	N/A
4	2009-11-09	买入	15.73	N/A
5	2009-11-12	买入	16.35	N/A
6	2010-03-29	买入	14.10	N/A
7	2010-10-26	买入	10.35	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室