

2011年3月16日

冠城大通

借势海西东风，开启崭新里航

买入(↑持有)
A

600067.SS - 人民币 9.13

目标价格: 人民币 11.60(↓12.23)

田世欣*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

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(%)	5	4	2	(12)
相对新华富时A50指数(%)	3	6	4	(1)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	736
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	4,233
3个月日均交易额(人民币 百万)	122
11年净负债比率(%)	28
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

*程冬为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司10年主营业务收入同比增长91.72%至84.23亿元, 归属于母公司的净利润同比增长82.8%至5.19亿元, 合每股收益0.70元。海科健股权收购为公司拓展京内储备引入源头活水, 文化创意园借助海西东风有望成为投资亮点, 而股权激励方案的推出也将充分激发管理层改善经营、提升业绩的动能, 良好的预售锁定和丰富可售使得业绩稳步增长可期。预计公司2010-2013年净利润复合增长率将达到32%。我们对冠城大通的评级从持有上调至买入, 但将公司目标价从12.23元下调至11.60元。

支撑评级的要点

- 报告期内, 公司归属于母公司的净利润5.19亿元, 同比增长82.8%, 合每股收益0.70元。
- 2010年, 公司房地产业务实现销售面积22.8万平方米, 实现销售额46.45亿元。期末预收帐款38.6亿元, 对11年预测收入的锁定率为83%, 预售锁定表现良好。
- 11年可售资源丰富, 预计销售稳中有升的概率较大。结算价格大幅上涨将有力提升未来两年的毛利水平。
- 公司通过海科健股权收购获得新增资源并有望借助海科健海淀区国资背景平台为北京项目拓展注入源头活水。
- 海西经济区整体规划使公司海西业务可能成为投资亮点。
- 公司期末财务状况较为健康, 资产负债率回落至73.9%, 净负债率微升至32.8%, 负债尚属于合理区间。

评级面临的主要风险

- 北京严厉的限购政策对公司销售的影响大于预期。

估值

- 海科健股权收购、海西经济区整体规划为公司带来多重利好, 股权激励激发管理层提升业绩动能, 良好预售锁定和丰富可售使得业绩稳步增长可期。我们对冠城大通的评级从持有上调至**买入**, 综合考虑NAV估值和市盈率估值, 将公司目标价从12.23元下调至11.60元, 相当于11倍2011年市盈率和10%的2011年末NAV折价。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,393	8,423	8,669	9,194	10,368
变动(%)		92	3	6	13
净利润(人民币 百万)	284	519	780	948	1,172
全面摊薄每股收益(人民币)	0.386	0.700	1.061	1.289	1.594
变动(%)		82.8	50.5	21.5	23.7
原先预测每股收益(人民币)	-	-	1.186	1.369	-
调整幅度(%)	-	-	(10.6)	(5.8)	-
市盈率(倍)	23.7	13.0	8.6	7.1	5.7
每股现金流量(人民币)	4.95	(0.15)	0.13	(0.03)	0.48
价格/每股现金流量(倍)	1.8	(59.2)	70.6	(346.6)	19.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	7.4	6.3	5.3	3.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.021	0.026	0.032
股息率(%)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年净利润同比增长 82.8%

2010 年，公司实现营业收入 84.23 亿元，同比增长 91.72%，实现利润总额 7.82 亿元，同比增长 66.67%，实现净利润 5.19 亿元，同比增长 82.8%，合每股收益 0.70 元。

分业务来看，公司房地产业务共实现结算面积 36.55 万平方米，较上年同期增长 71.44%；实现主营业务收入 45.66 亿元，较上年同期增加 116.48%；实现利润总额 8.08 亿元，较上年同期增长 76.57%。漆包线业务产量 6.46 万吨，同比增长 22.35%；实现销售量 6.62 万吨，同比增长 29.30%；实现主营业务收入 37.18 亿元，同比增长 69.02%；实现净利润 6,279.73 万元，同比增长 289.23%。

从 2010 年收入构成来看，公司房地产业务占公司主营业务收入的比例为 55.12%，房地产业务收入首次超过漆包线，显示公司战略转型正逐步有序的推进。房地产业务比重的不断扩大将有利于提升公司的整体毛利率水平和综合盈利能力。

2011 年可售丰富，预售锁定良好

报告期内，公司全年开复工面积为 106 万平方米，低于 2010 年初制定的全年开复工 130 万平方米的目标，主要为深圳项目规划调整推迟开工所致。2011 年，公司计划全年开复工面积达到 126 万平方米，较 10 年实际开复工量增加 19%。其中，深圳月亮湾和福州项目已纳入今年新开工计划。

2010 年，公司房地产业务共实现销售面积 22.8 万平方米，较上年同期减少 61.73%；实现销售额 46.45 亿元，较上年同期减少 35.24%。受 09 年销售大年及去年可售资源量同比下降的影响，公司销售出现较大幅度的下滑也在预期之内。

2010 年末公司预收帐款为 38.6 亿元，预收账款对我们 2011 年预测收入的锁定率为 83%，如果包括在途的 12 亿已签约未到帐的合同金额，公司对 2011 年的锁定率已经达到 100%，预售锁定表现良好。

据我们调研了解，11年公司重点可售资源包括：太阳星城B区4万平方住宅；太阳星城C区7万平方住宅；新盘南京万盛世纪新城推出10-15万平方；及福州井大路项目2.6万平方，仅以上资源总可售量就达到60多亿元。除此以外，太阳星城B区和C区未售的十几万平米商业及地下车库今年也可达到预售条件，公司将根据市场情况确定开盘节奏。按照60多亿重点可售资源和70%的去化率计算，我们预计，公司11年可实现的销售额在45-50亿元左右。

海科健股权收购为京内储备引入源头活水

2011年1月19日，公司以31,134万元总价受让海科建21%股权，本次交易完成后，公司共持有海科建49%股权，成为其第一大股东。海科建及下属主要控股子公司正在开发和拟开发的项目包括“百旺杏林湾”、“百旺新城一期”共计约80万平方米的二级土地开发项目及百旺新城三期部分一级土地开发项目。

公司即将派员进驻海科建从而真正对起经营施加影响力，我们认为，市场很可能低估了海科建对公司的意义，公司并非仅仅看重海科建现有项目利润，更大程度上是公司在京的资源拓展平台。

北京土地资源已日渐稀缺，拿地竞争也日益激烈。公司近年来在北京一直无新增土地储备，随着太阳星城和名敦道结算正常推进，公司在北京拥有的可开发资源面临不断萎缩局面。而本次股权收购的成功则以较低的成本在一定程度上丰富和补充了公司在京的资源储备。除既有储备外，公司今后可依靠海科健海淀区国资背景这一平台拓展新项目；海科健在北京保障房建设方面的经验将使其在获取商品房和保障房配套项目时有较大优势。未来随着国家对地价的控制，北京土地出让方式可能进行改革，保障房配建商品房等拿地方式逐渐增加，海科建的国资和保障房建设背景将成为优势。

公司下一步计划继续收购北京科技园建设股份有限公司拥有的20%海科健股权，目前谈判正在进行中，收购进程存在一定的不确定性。

海西文化创意园得天时地利

2010年，公司与福州市永泰县政府正式签定了海西文化创意产业园项目合同书。项目总占地约3,000亩，总面积的三分之二用于创意产业项目建设，三分之一用于产业园生活配套商住用地，预计总投资约为32.5亿元。目前公司正进行一级开发。据调研了解信息，第一期约800多亩项目用地的挂牌将于近期推出，冠城大通摘牌具有一定优势。由于该项目为一个整体，实行统一规划、整体推进、分块分批公开出让，因此，开发商一期摘牌成功可能意味着能够锁定整个项目开发权。

经济结构面临转型，文化创意园项目是国家及地方政府扶持性产业，而国务院关于海西经济区的规划未来也将逐步落实到各项实惠举措。我们认为，海西文化创意园项目的前景值得期待，它有望成为公司未来的一大投资亮点。

财务状况健康

公司期末财务状况较为健康。2010年末，资产负债率从09年期末的81.0%回落至73.9%，净负债率则微升至32.8%，负债尚属于合理区间；每股经营活动产生的现金净流出为0.14元，现金流控制情况良好。

2011年，公司继续坚持稳健发展的原则，加快现有土地项目的开发，并适时增加土地储备。公司计划2011年度资本性支出所需资金约为35亿元，45-50亿的销售回款完全能够应对资金需求。

上调投资评级

我们预计公司房地产开发类业务2011-13年结算面积为25.5、23.8和37.4万平方米，结算金额分别为46.5、49.8和59.4亿元。由于推迟了部分项目的结算进度，我们下调公司2011和12年的盈利预测10.6%和5.8%至1.06和1.29元。2011年末NAV为12.89元，目前股价较11年末NAV折价率为29%；现价对应的11年市盈率尚不到9倍。

公司 10 年项目售价较 09 年涨幅明显，尤其京内大体量项目太阳星城价格涨幅达到 40% 左右；月亮湾、井大路等优质项目在未来两年也将陆续进入结算，这都将显著提升公司的毛利率水平和盈利空间。股权激励方案的推出也将充分激发公司管理层改善经营、提升业绩的动能。而良好的预售锁定和未来两年丰富可售使得业绩稳步增长可期，我们预计，公司 2010-2013 年净利润复合增长率将达到 32%。

在北京可开发资源面临不断萎缩之际，公司通过海科健股权收购获得新增资源并有望借助海科健海淀区国资背景平台为北京项目拓展注入源头活水，海西经济区整体规划为公司带来投资亮点。我们对冠城大通的评级从持有上调至买入，综合考虑 NAV 估值和市盈率估值，将公司目标价从 12.23 元下调至 11.60 元，相当于 11 倍 2011 年市盈率和 10% 的 2011 年末 NAV 折价。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
营业收入	4,393	8,423	92
营业成本	3,572	6,978	95
营业税	195	362	86
毛利润	627	1,082	73
其他收入	(18)	(61)	243
销售费用	68	79	16
管理费用	80	97	21
营业利润	462	846	83
投资收益	27	(0)	(100)
财务费用	40	67	67
营业外收支	21	3	(87)
税前利润	469	782	67
所得税	121	209	72
少数股东权益	64	54	(15)
归属上市公司股东净利润	284	519	83
主要比率(%)			
毛利率	14	13	
经营利润率	11	10	
净利率	6	6	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,393	8,423	8,669	9,194	10,368
销售成本	(3,766)	(7,340)	(7,216)	(7,472)	(8,164)
经营费用	(117)	(143)	(229)	(231)	(203)
经营利润(息税前利润)	510	940	1,224	1,490	2,001
折旧及摊销	(31)	(33)	(39)	(35)	(35)
息税折旧前利润	479	907	1,184	1,455	1,966
净利息收入(费用)	(40)	(67)	(67)	(78)	(80)
其他收益/(损失)	30	(58)	(43)	(46)	(52)
税前利润	469	783	1,073	1,331	1,834
所得税	(121)	(209)	(290)	(359)	(495)
少数股东权益	(64)	(54)	(3)	(24)	(166)
净利润	284	519	780	948	1,172
核心净利润	297	564	812	981	1,210
每股收益(人民币)	0.386	0.700	1.061	1.289	1.594
核心每股收益(人民币)	0.403	0.766	1.104	1.334	1.646
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.021	0.026	0.032
收入增长(%)	n.a.	92	3	6	13
息税前利润增长(%)	n.a.	89	31	23	35
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	84	30	22	34
每股收益增长(%)	n.a.	83	50	21	24
核心每股收益增长(%)	n.a.	90	44	21	23

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,295	1,016	1,040	1,103	1,244
应收帐款	553	772	780	827	933
库存	6,155	5,920	6,935	8,275	9,331
其他流动资产	935	1,141	880	884	928
流动资产总计	9,939	8,849	9,636	11,089	12,436
固定资产	390	413	377	344	312
无形资产	211	204	201	198	195
其他长期资产	196	199	271	277	289
长期资产总计	797	816	849	819	796
总资产	10,736	9,665	10,485	11,908	13,233
应付帐款	1,414	985	880	884	928
短期债务	1,504	1,004	1,713	1,918	1,817
其他流动负债	4,461	5,004	4,453	4,715	4,784
流动负债总计	7,379	6,994	7,046	7,517	7,528
长期借款	1,312	128	128	128	128
其他长期负债	2	17	16	16	16
股本	613	736	736	736	736
储备	1,076	1,441	2,206	3,135	4,285
股东权益	1,689	2,176	2,941	3,871	5,020
少数股东权益	354	350	354	377	540
总负债及权益	10,736	9,665	10,485	11,908	13,233
每股帐面价值(人民币)	2.76	2.96	4.00	5.26	6.83
每股有形资产(人民币)	2.41	2.68	3.73	4.99	6.56
每股净负债/(现金)(人民币)	0.84	0.16	1.09	1.28	0.95

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	469	783	1,073	1,331	1,834
折旧与摊销	31	33	39	35	35
净利息费用	40	67	67	78	80
运营资本变动	2,623	(821)	(838)	(1,150)	(1,152)
税金	(121)	(209)	(290)	(359)	(495)
其他经营现金流	(9)	44	43	46	52
经营活动产生的现金流	3,033	(104)	95	(19)	353
购买固定资产净值	26	(52)	3	3	3
投资减少/增加	26	0	0	0	0
其他投资现金流	140	(29)	(512)	(71)	(61)
投资活动产生的现金流	191	(81)	(509)	(68)	(58)
净增权益	30	60	0	0	0
净增债务	(1,430)	(1,058)	709	205	(101)
支付股息	(287)	(127)	(16)	(19)	(23)
其他融资现金流	60	29	(256)	(35)	(30)
融资活动产生的现金流	(1,627)	(1,097)	438	150	(155)
现金变动	1,597	(1,282)	24	63	141
期初现金	748	2,298	1,016	1,040	1,103
公司自由现金流	3,224	(185)	(414)	(87)	296
权益自由现金流	1,794	(1,243)	295	117	195

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.6	11.2	14.1	16.2	19.3
息税前利润率(%)	10.9	10.8	13.7	15.8	19.0
税前利润率(%)	10.7	9.3	12.4	14.5	17.7
净利率(%)	6.5	6.2	9.0	10.3	11.3
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	10.2	11.6	16.9	18.0	23.7
净权益负债率(%)	29.7	32.8	27.8	24.9	14.7
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	23.7	12.9	8.6	7.1	5.7
核心业务市盈率(倍)	22.6	11.9	8.3	6.8	5.5
目标价对应市盈率(倍)	27.5	15.1	10.0	8.2	6.6
市净率(倍)	3.3	3.1	2.3	1.7	1.3
价格/现金流(倍)	1.8	(59.2)	70.6	(346.6)	19.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	7.4	6.3	5.3	3.9
周转率					
存货周转天数	596.5	300.2	325.1	371.5	393.6
应收帐款周转天数	46.0	28.7	32.7	31.9	31.0
应付帐款周转天数	117.5	52.0	39.3	35.0	31.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0
净资产收益率(%)	16.8	26.9	30.5	27.8	26.4
资产收益率(%)	3.3	6.5	8.6	9.5	11.4
已运用资本收益率(%)	10.0	21.6	27.0	25.5	28.5

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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(“上市集团”)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