

## 冠城大通 (600067)

### 投资要点:

**一季报业绩增长稳定, 现金充裕:** 2011年, 公司一季报显示, 营业收入 19.1 亿元, 同比增长 35%; 实现净利润 2.3 亿元, 同比增长 58%, 合每股 0.31 元。1 季报末, 公司手持货币资金为 6.23 亿, 长期借款为 3.54 亿, 净负债率为 50%, 远低于公司历史同期水平。

**漆包线产品结构调整, 房地产未来三年稳定增长确定性高:** 在房地产业务上, 公司将调整产品结构, 并计划在未来 5 年内将产能提升至 15 万吨; 在房地产业务上, 由于公司的低价拿地和稳健推盘政策, 未来 3 年的增长确定性高。

**未来亮点不断:** 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。

**盈利预测与评级:** 我们预计公司 2011 年~2012 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.47 元, 动态市盈率分别为 8.48 倍和 6.05 倍, 考虑到公司正在与北京科技园建设股份有限公司谈判收购其拥有的 20% 海科健股权, 以及公司摘牌整个海西文化创意产业园项目可能性较大, 因此给予首次评级为“增持”, 目标价 11.5 元。

**主要风险:** 漆包线消费需求增长下降; 漆包线原材料价格大幅上涨; 房价大幅下滑; 房地产市场出现长期萧条。

|            |       |
|------------|-------|
| 评级:        | 增持    |
| 目标价格:      | 11.50 |
| 当前价格:      | 8.90  |
| 2011.05.27 |       |

#### 交易数据

|                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 总市值(百万元)          | 6,546            |
| 总股本/流通A股<br>(百万股) | 735.5/727.1      |
| 流通B股/H股<br>(百万股)  | 0/0              |
| 流通股比例             | 100%             |
| 52周内股价区间<br>(元)   | 7.60~11.51       |
| 上证指数/深证<br>成指     | 2709.95/11492.71 |

### 厦门证券研究所

#### 分析师:

王永进

wangyj@xmzq.com.cn

执业证书编号:

S0200511010004

#### 联系人:

戴晓彬

daixiaobin@xmzq.com.cn

0592-5161816

地址: 厦门市莲前西路2号

莲富大厦17楼

厦门证券有限公司

## 目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图表目录.....                     | 3 |
| 1 冠城大通财务状况点评 .....            | 4 |
| 2 漆包线产品结构调整，房地产未来三年稳定增长确定性高.. | 6 |
| 2.1 漆包线业务 .....               | 6 |
| 2.2 房地产业务 .....               | 6 |
| 3 未来新亮点 .....                 | 8 |
| 3.1 海科健股权收购注入新活力 .....        | 8 |
| 3.2 海西文化创意园引发未来憧憬 .....       | 8 |
| 4 投资评级 .....                  | 9 |

## 图表目录

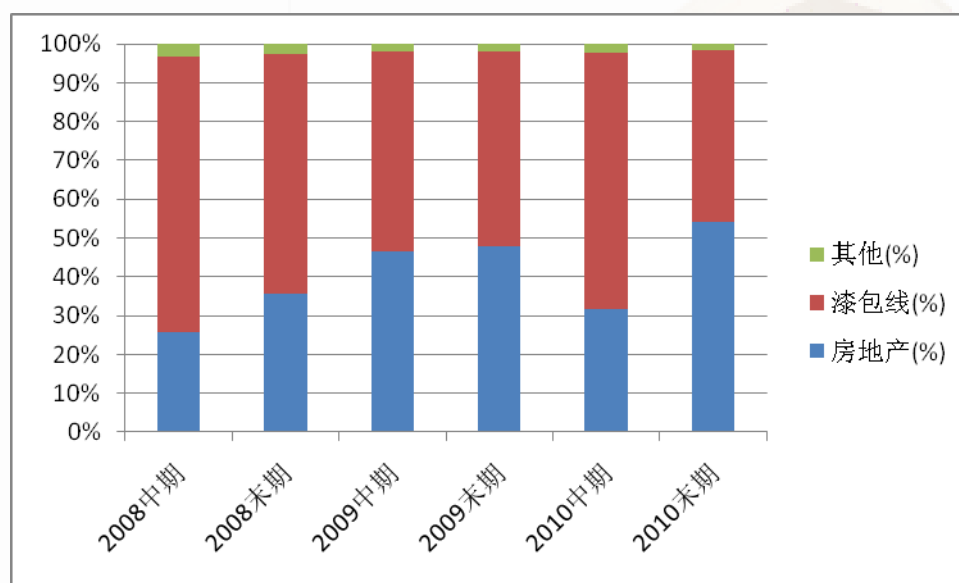
|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1: 公司收入构成 .....                | 4 |
| 图表 2: 公司毛利率结构 .....               | 5 |
| 表格 1: 公司单季度财务数据 .....             | 5 |
| 表格 2 近几年公司地产项目竣开工时间 .....         | 7 |
| 表格 3 近几年公司地产项目面积清算（单位：万平方米） ..... | 7 |

## 1 冠城大通财务状况点评

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%。公司房地产主营业务收入占公司主营业务收入的比例为55.12%，房地产业务主营业务收入首次超过漆包线业务。2011年，公司一季报显示，营业收入19.1亿元，同比增长35%；实现净利润2.3亿元，同比增长58%，合每股0.31元。公司营业收入的稳定增长得益于本期房地产结算收入以及漆包线销量/价格的双提升。公司净利润增长主要得益于房产结算毛利率大幅度提升。本期房地产结算利润贡献占比超过90%，其中结算收入为7亿元，结算净利为2亿左右，结算毛利率超过60%，净利率达到30%，较去年1季度结算毛利率提升超过10个百分点左右。

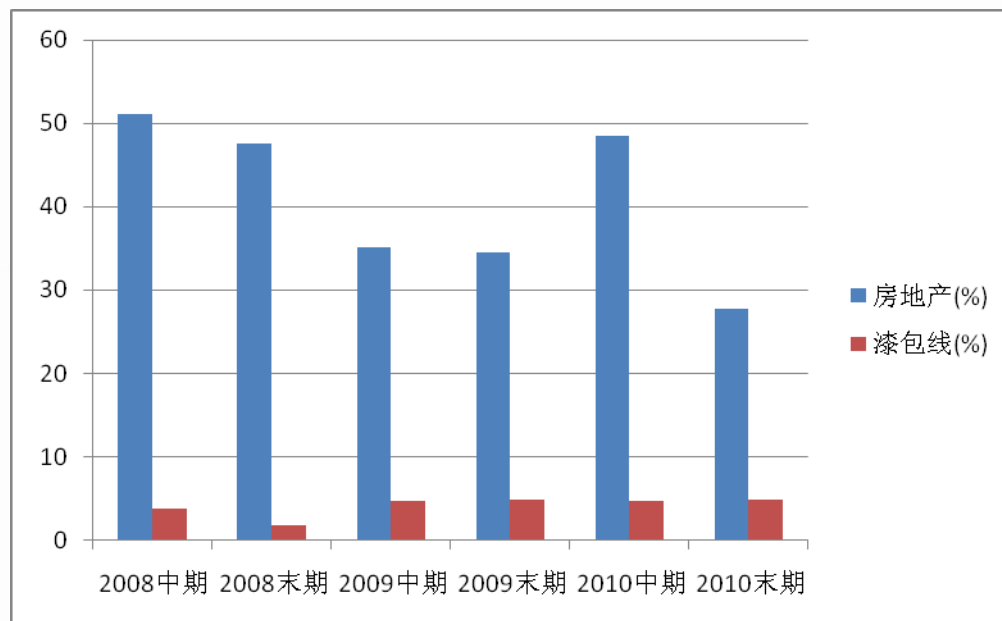
2010年末，公司资产负债率从09年期末的81.0%回落至73.9%，净负债率则微升至32.8%，负债尚属于合理区间；每股经营活动产生的现金净流出为0.14元，现金流控制情况良好。截至1季报末，公司手持货币资金为6.23亿，长期借款为3.54亿，净负债率为50%，远低于公司历史同期水平。公司计划2011年度资本性支出所需资金约为35亿元，45~50亿的销售回款完全能够应对资金需求。因此，可以预见，2011年公司整体资金状况将进一步改善，未来可以拓展的现金仍然充沛。

图表 1：公司收入构成



数据来源：WIND，厦门证券整理

图表 2: 公司毛利率结构



数据来源: WIND, 厦门证券整理

表格 1: 公司单季度财务数据

|                  | 11S1  | 10S4  | 10S3  | 10S2  | 10S1  | 09S4  | 09S3  | 09S2   | 09S1  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| <b>单季度财务指标</b>   |       |       |       |       |       |       |       |        |       |
| 每股收益(元)          | 0.31  | 0.39  | 0.03  | 0.09  | 0.23  | 0.21  | 0.10  | 0.11   | 0.04  |
| 销售毛利率(%)         | 25.67 | 18.24 | 9.36  | 14.21 | 22.36 | 21.72 | 15.99 | 21.19  | 10.38 |
| 销售净利率(%)         | 12    | 6.98  | 2.67  | 5.56  | 10.53 | 10.98 | 5.93  | 7.43   | 5.03  |
| 净资产收益率           | 9.83  | 14.14 | 1.17  | 3.57  | 8.13  | 7.95  | 3.84  | 4.58   | 1.68  |
| ROE(%)           |       |       |       |       |       |       |       |        |       |
| 总资产净利率           | 2.32  | 2.98  | 0.25  | 0.69  | 1.41  | 1.59  | 0.9   | 1.06   | 0.28  |
| ROA(%)           |       |       |       |       |       |       |       |        |       |
| <b>单季度财务摘要</b>   |       |       |       |       |       |       |       |        |       |
| 营业总收入(百万元)       | 1,909 | 4,576 | 1,072 | 1,362 | 1,413 | 1,457 | 1,323 | 1,170  | 443   |
| 营业总成本(百万元)       | 1,595 | 4,142 | 1,032 | 1,257 | 1,212 | 1,265 | 1,219 | 1,051  | 437   |
| 营业收入(百万元)        | 1,909 | 4,576 | 1,072 | 1,362 | 1,413 | 1,457 | 1,323 | 1,170  | 443   |
| 营业利润(百万元)        | 313   | 433   | 40    | 106   | 200   | 192   | 104   | 119    | 34    |
| 利润总额(百万元)        | 314   | 438   | 39    | 104   | 200   | 207   | 106   | 121    | 35    |
| 净利润(百万元)         | 229   | 320   | 29    | 76    | 149   | 160   | 79    | 87     | 22    |
| 归属母公司股东的净利润(百万元) | 226   | 287   | 22    | 66    | 143   | 129   | 60    | 70     | 25    |
| 经营活动产生的现金流量(百万元) | -54   | 452   | 91    | -66   | -581  | 1,125 | 398   | 481    | 1,029 |
| 投资活动产生的现金流量(百万元) | -316  | -30   | -29   | -13   | -10   | 5     | 3     | 181    | 3     |
| 筹资活动产生的现金流量(百万元) | -38   | -693  | 30    | 109   | -498  | -71   | 278   | -1,602 | -357  |

金流量(百万元)

|          |      |      |    |    |        |       |     |      |     |
|----------|------|------|----|----|--------|-------|-----|------|-----|
| 现金及现金等价物 | -409 | -270 | 91 | 30 | -1,088 | 1,059 | 679 | -940 | 675 |
| 净增加(百万元) |      |      |    |    |        |       |     |      |     |

数据来源: WIND, 厦门证券整理

## 2 漆包线产品结构调整, 房地产未来三年稳定增长确定性高

虽然目前漆包线业务毛利率较低, 只有 5% 左右, 行业内一些企业正在考虑退出, 但是公司考虑到其在漆包线业务的龙头地位, 并且在房地产市场在严厉的政策调控下, 房地产市场将更为复杂, 因此保证房地产及漆包线业务的稳健增长是公司在未来的主要战略方针。

### 2.1 漆包线业务

目前的产品结构较单一, 主要是运用在空调电机上, 客户主要是世界 500 强企业。未来将调整产品结构, 研发客户需要的新产品, 提高市场占有率, 例如已经小规模供货的汽车和风电领域, 以及在积极介入的高铁领域。漆包线业务产能也计划在未来 5 年内有现有的 7 万吨提升至 15 万吨。

### 2.2 房地产业务

未来几年内, 在房地产业务上, 公司的发展方针是在房地产调控从紧的背景下, 采取谨慎的推盘与适时增加低价土地储备相结合的策略, 持有足够的现金以应对政策的寒冬。

截止 2010 年底, 公司账面未结算的预收账款为 38.62 亿, 考虑到已经销售但未回款的 C 区的商业和写字楼, 公司实际尚未结算预收款应该在 45 亿左右。

公司预计 11 年可售面积约为 15~25 万平方米, 销售金额 30 亿元。预计太阳星城 B 区 4 万平方米住宅; 太阳星城 C 区约 6 万平方米住宅; 新盘南京万盛世纪新城推出约 10 万平方米住宅。据统计, 太阳星城附近住宅楼盘售价 4 万元/平方米, 南京万盛世纪新城附近住宅楼盘售价 6 千元/平方米, 预计公司 11 年可实现的销售额在 45~50 亿元左右。

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。公司获得的地价较便宜，因此，毛利率均在 60%-65%左右。高毛利的预收款的大幅增加使得公司未来业绩锁定度大幅提高。

**表格 2 近几年公司地产项目竣工开工时间**

| 项目名称     | 开工时间        | 预计竣工时间      |
|----------|-------------|-------------|
| 太阳星城 C 区 | 2009 年 3 月  | 2012 年 10 月 |
| 太阳星城 B 区 | 2008 年 1 月  | 2011 年 9 月  |
| 冠城新地家园   | 2009 年 7 月  | 2013 年 9 月  |
| 冠城名敦道    | 2007 年 3 月  | 2010 年 6 月  |
| 深圳月亮湾    | 2011 年 10 月 | 2013 年 12 月 |
| 冠城观湖湾    | 2011 年 3 月  | 2013 年 6 月  |
| 冠城三牧苑    | 2011 年 3 月  | 2012 年 12 月 |

数据来源：公司年报，厦门证券整理

**表格 3 近几年公司地产项目面积清算（单位：万平方米）**

| 项目名称     | 公司权益 | 项目位置          | 状态 | 占地面<br>积 | 总建筑<br>面积 | 总可售<br>面积 | 截止报告期已<br>确认收入面积 |
|----------|------|---------------|----|----------|-----------|-----------|------------------|
| 太阳星城 F 区 | 95%  | 北京东北三<br>四环之间 | 完工 | 10.75    | 40.46     | 35.94     | 33.5             |
| 太阳星城 B 区 | 100% |               | 在建 | 11.9     | 46.37     | 41.7      | 26.01            |
| 太阳星城 C 区 | 100% |               | 在建 | 5.69     | 34.78     | 28.19     | 0                |
| 太阳星城 E 区 | 100% |               | 完工 | 4.59     | 18.46     | 15.25     | 14.77            |
| 冠城名敦道    | 80%  | 北京东二环<br>广渠门桥 | 完工 | 5.05     | 33.13     | 28.78     | 23.64            |
| 桂林青秀花园   | 75%  | 桂林甲山路         | 完工 | 3.41     | 3.09      | 2.87      | 2.85             |
| 桂林青秀庭院   | 75%  |               | 完工 | 3.94     | 4.26      | 4.26      | 3.61             |
| 冠城鼓楼庭院   | 100% | 福州鼓楼区         | 完工 | 5.87     | 12.48     | 10.56     | 10.5             |
| 冠城水岸风景   | 100% | 苏州黄埭镇         | 完工 | 6.69     | 12        | 10.2      | 8.45             |
| 冠城新地家园   | 80%  | 南京六合区         | 在建 | 60       | 85        | 83.42     | 0                |
| 深圳月亮湾地块  | 70%  | 深圳月亮湾<br>大道   | 拟建 | 4.96     | 25        | 20.57     | 0                |
| 冠城三牧苑    | 100% | 福州鼓楼区         | 拟建 | 0.54     | 3.5       | 2.68      | 0                |
| 冠城观湖     | 70%  | 苏州黄埭镇         | 拟建 | 7.65     | 25.6      | 19.14     | 0                |

湾

|    |    |    |    |        |        |        |        |
|----|----|----|----|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | -- | -- | -- | 131.04 | 344.13 | 303.56 | 123.33 |
|----|----|----|----|--------|--------|--------|--------|

数据来源：公司年报，厦门证券整理

## 3 未来新亮点

### 3.1 海科健股权收购注入新活力

2011年1月19日，公司受让海科建21%股权交易完成，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。海科健的股权收购使得公司以较低的成本丰富和补充在京的资源储备。海科建总资产评估值为193,328.73万元，净资产评估值为148,238.78万元，总资产和净资产增值率35.6%和52%。2011年参与并表，将增厚每股盈利。

而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，公司即将派员进驻海科建从而真正对经营施加影响力。同时，公司正在与北京科技园建设股份有限公司谈判，计划收购其拥有的20%海科健股权，若收购完成，冠城大通股份有限公司将持有海科健69%股权，另外31%的股权由北京海淀区国有资产投资经营公司持有。股权的集中有利于冠城大通股份有限公司整体决策的执行，而北京海淀区国有资产投资经营公司的国资背景有助于冠城大通深化京城开发，包括未来的一级土地开发和保障房建设项目的参与。

### 3.2 海西文化创意园引发未来憧憬

2010年8月，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。项目位于福州市永泰县葛岭镇赤壁村，面积预计约为202公顷（合3030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。4月26日，公司已竞得第一期940亩项目用地，成本约15万元/亩。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。如该项目顺利摘牌，能为公司带来至少65万平方米的土地储备。目前公司正进行一级开发，预计2011年2月前完成第一期约为1000亩项目用地的征地、拆迁及公开挂牌出让；其余项目于2011年10月31日前完成征地、拆迁及公开挂牌出让工作。预计总投资32.5亿元。



虽然短期内该项目不会对公司经营业绩产生影响，但是公司看重的是海西经济区建设的前景。而该项目带给公司的盈利能力也是不言而喻的，假设总体项目的购置成本约 15 万元/亩，并假设创意产业项目的购置成本为 0，那么生活配套商住用地项目的购置成本约 45 万元/亩，而万科在与该项目仅一溪之隔的永泰赤壁项目的购置成本就高达 85 万元/亩。福州市区至永泰县的高速公路预计 2012 年底通车，届时由福州市中心到海西文化创意产业园的车程约 30 分钟，海西文化创意产业园将成为福州乃至全省的一个休闲度假的好去处，其有望成为公司未来的一大投资亮点。

## 4 投资评级

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 2011 年~2012 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.47 元，动态市盈率分别为 8.48 倍和 6.05 倍。考虑到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，以及公司摘牌整个海西文化创意产业园项目可能性较大，为公司带来投资亮点，因此给予首次评级为“增持”，目标价 11.5 元。

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

厦门证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。