

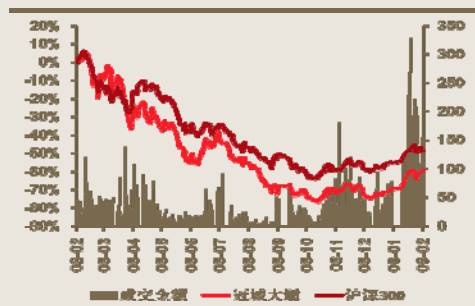
方正证券研究中心

房地产行业分析师：周伟

TEL: (0731)5832370

E-mail: zhouwei@foundersc.com

历史表现



市场数据

	一个月	近三月	近六月
涨跌幅 (%)	30.42	40.67	-6.85
相对大盘	17.18	15.18	-5.84
涨跌幅 (%)			

日期：2009年2月25日

股票数据

总股本 (万股)	61291.88
流通股 (万股)	50325.57
第一大股东	福建丰榕投资有限公司

盈利预测

	08E	09E	10E
每股收益 (元)	0.56	0.7	0.81
每股净资产 (元)	2.94	3.64	4.45
净利润 (亿元)	3.4	4.3	5.0
市盈率	11.5	9	8

注：未考虑未来增发及送股摊薄的情况

请务必阅读最后特别声明与免责条款

整体销售：利大于弊

冠城大通 (600067) 跟踪报告

公司研究·跟踪报告

2008.2.25 增持

当前股价：6.42 元

房地产行业

事件：

2009年2月25日，公司公布重大销售合同，公司控股60%的北京冠城正业房地产开发公司将太阳宫新区B区项目二、三组团中全部住宅（即1#至8#住宅楼）及B号写字楼以约人民币20.6亿元的总价出售给中信信托投资有限责任公司指定的买受人，其中住宅房屋可预售面积约为16.5万平方米；B号写字楼建筑面积约为5.15万平方米（具体以实测报告确定）。中信信托在公司完成上述出售约定后，以人民币800万元转让其持有的40%冠城正业股权给公司或公司指定的第三方。

点评：

1、此项目的整体预售金额高达20亿元，能够有效缓解公司现金流紧缺的状况。由于2008年公开增发实募资金远低于预期且公司债发行申请未获通过，而公司的资产负债率却高达70%以上、净负债率高达200%，所以采取整体销售是公司快速回笼资金、加快后续项目开发的重大举措。

2、整体低价销售将影响公司业绩。按照打包销售的住宅面积16.5万平米、B号写字楼5.15万平米及销售金额20.6亿元计算，每平米的销售均价略超过10000元（除去写字楼中不可销售的部分），远低于此前公司周边项目的均价16000元以及我们此前的预测。根据公司此前在可行性报告中的预测，B组项目的楼板价大约是4000元每平方米，单位开发成本约在3000元每平方米，如果再考虑土地增值税占销售收入10%左右，那么，该整体预售项目的毛利率大约在20%左右，与公司其他太阳宫项目超过40%的毛利率相比，下降幅度较大，将影响到公司2009年的业绩。

3、完全控股冠城正业，提高剩余项目的受益比例。中信信托承诺将持有的冠城正业40%的股权在公司履约后按照800万元转让给公司或公司制定的第三方，而之后公司将持有100%冠城正业的股份，由于太阳宫B区的1组团大约有20万平方米，此部分大约在2010年完工并销售，届时该部分的收益将完全由公司所有。

4、整体销售视为双赢。在此次整体销售过程中，其实是一个双赢的局面，对于公司来说，以比市场价还低的价格整体出售项目，有利于公司一次性大规模回笼资金，且完全控股冠城正业以后，能够全部享有1组团未来的收益；对于中信信托来说，以股权转让换取较低的价格买到优质的住宅和写字楼，也是合情合理。

5、下调评级为“增持”。由于此次整体销售均价较低、面积超预期，虽然能较快回笼资金，但侵蚀了公司2009年一部分利润，我们相应下调公司2009、2010年的盈利预测至0.7元、0.81元，对应2009年2月25日的动态PE分别为9、8，相对于行业2009和2010年的整体PE分别为15和12倍，依然具有估值优势，考虑到我们首次推荐时涨幅已高达30%，且房地产行业的发展规划可能落空将对行业产生整体影响，从而，我们下调评级至“增持”。

图表 1 房地产业务盈利预测表（单位：万元）

利润表项目	2008 年	2009 年	2010 年
营业总收入	149,240	324,144	433,416
营业总成本	95,631	242,727	338,329
营业成本	75,484	202,857	285,019
营业税金及附加	7,462	16,207	21,671
销售费用	3,582	7,779	10,402
管理费用	3,731	8,104	10,835
财务费用	5,373	7,779	10,402
营业利润	53,609	81,417	95,087
利润总额	53,609	81,417	95,087
减：所得税	13,402	20,354	23,772
净利润	40,206	61,063	71,315
减：少数股东损益	8,041	18,319	21,394
归属于母公司所有者的净利润	32,165	42,744	49,920

数据来源：方正证券研究中心

图表 2 公司整体业务盈利预测表（单位：万元）

利润表项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业总收入	389,687	462,455	515,388	726,906	876,455
营业总成本	361,401	430,955	461,779	645,489	781,368
营业成本	336,179	402,584	426,986	589,509	710,336
营业税金及附加	7,358	8,733	9,293	18,221	23,886
销售费用	5,574	5,696	5,412	9,793	12,617
管理费用	6,897	6,551	11,054	16,159	19,696
财务费用	5,208	6,595	9,034	11,807	14,832
资产减值损失	184	797	200	0	0
投资净收益	-74	605	1,800	0	0
营业利润	28,212	32,105	55,209	81,417	95,087
加：营业外收入	180	1,542	5,000	0	0
减：营业外支出	146	141	3,100	0	0
利润总额	28,246	33,505	57,109	81,417	95,087
减：所得税	9,441	10,183	14,277	20,354	23,772
净利润	18,805	23,322	42,831	61,063	71,315
减：少数股东损益	716	2,628	8,566	18,319	21,394
归属于母公司所有者的净利润	18,089	20,695	34,265	42,744	49,920
每股收益	0.30	0.34	0.56	0.70	0.81

数据来源：方正证券研究中心 注：按照增发后总股本 61291.88 计算，2006 和 2007 年追溯调整。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 (310006)
电话：	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真：	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com