

2009 年 10 月 18 日

市场数据(人民币)

市价(元)	14.09
已上市流通 A 股(百万股)	515.26
总市值(百万元)	8,636.03
年内股价最高最低(元)	16.91/3.62
沪深 300 指数	3241.71
上证指数	2976.63
2007 年股息率	0.12%



相关报告

- 1 《实质利好出台 搭上教育盘顺风车》，2009.9.29
- 2 《实际销售尚未完全体现至报表中》，2009.7.28
- 3 《未来两年业绩已锁定》，2009.3.31
- 4 《业绩锁定 储备出众》，2009.3.19

曹旭特

 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

冠城大通 (600067.SH)

——从一万七到两万七

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

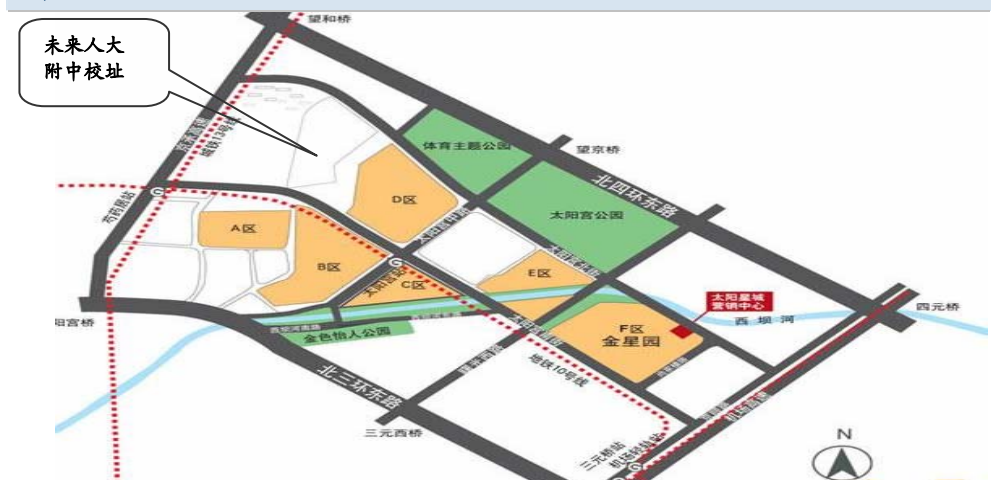
项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.307	0.430	0.284	0.418	1.141	1.823
净利润增长率	16.87%	81.78%	-15.97%	47.24%	173.02%	59.79%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.500	N/A	N/A
市盈率(倍)	23.63	47.44	14.13	33.75	12.36	7.74
行业优化市盈率(倍)	40.46	72.52	22.42	22.42	22.42	22.42
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	1.40	0.58	-0.89	0.71	0.07	0.13
已上市流通 A 股(百万股)	263.96	305.43	399.24	399.24	399.24	399.24
总股本(百万股)	370.99	480.80	612.92	612.92	612.92	612.92

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **项目售价连续超预期。**我们在 3.18 号《业绩锁定 储备出众》报告中曾对公司的太阳星城项目预计售价是 1.75 万元,在人大附中分校选址公司楼盘周边后,我们在 9.28 号《实质利好出台 搭上教育盘顺风车》将项目售价上调至 2.2 万元,而公司项目在 10.17 号开盘时价格达到 2.75 万元,由于本次推盘是精装修产品,扣除每平方米 3000 元成本,实际销售价格为 2.45 万元,比我们前期预测价格仍旧提升了 2500 元。
- **不但价涨而且保证了较高的去化率。**公司本次推出的 12 号楼共约 147 套房源,开盘销售率约 90%。去化速度和售价是一对矛盾,过高的去化速度说明定价偏低,公司未来售价仍有上调空间。
- **仍有丰富储备。**公司目前在太阳星城没有预售的项目还有 30 万平米,并且公司负责太阳星城 D 区的一级开发,预计该区域还有 20 万平米项目可供开发,作为一级开发商,公司很有希望获得后期项目开发权,优质的项目储备将对公司未来业绩构成重要支撑。
- **估值及投资建议。**由于本次销售的 12 号楼为精装修,所以结算期将由 09 年延至 10 年。重新调整后公司业绩为 0.42、1.14 和 1.82 元,动态市盈率分别为 33.7、12.7、7.7 倍。在 12 号楼销售完毕后,公司已销售未结转金额已达到 44.7 亿元,业绩实现较为确定,赋予公司 10 年 16 倍市盈率,合理价格 18.2 元,建议买入。

图表1：太阳星城各区规划图



来源：国金证券研究所

图表2：公司整售且未结转项目

项目	面积	售价	总金额
名敦道A区A1写字楼	2.55	14745	37600
太阳星城太阳广场	7.98	15163	121001
太阳星城B区住宅	21.7	9497	206085
太阳星城12号楼	3	27500	82500
总计	32.23		447186

来源：国金证券研究所

图表3：公司项目盈利预测

开发类	结算面积			结算均价			毛利率			权益	土地增值税		
项目	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011		2009	2010	2011
北京太阳星城F区										95%	0	0	0
北京太阳星城C区			6.0	23000	25000	25000	57%	60%	60%	100%	0	0	173
北京太阳星城C区广场		7.98		15163	15163	15163	27%	27%	27%	100%	0	0	0
北京太阳星城B区1-8#	0.0	21.7	0.0	9497	9497	9497	9%	9%	10%	60%	0	0	0
北京太阳星城B区	0.0	3.0	8.0	22000	24000	24000	55%	59%	59%	100%	0	81	216
名敦道B区	2.50	0.0		19500	19500		59%	59%		80%	44	0	0
名敦道A区公寓	5.0	0.0		14000	14000		38%	38%		80%	19	0	0
名敦道商业		3.4	0.0	20000	20000	20000	53%	53%	53%	80%	0	49	0
名敦道写字楼A1	0.00	2.5		13500	13500	13500	31%	31%	31%	80%	0	0	0
名敦道写字楼A2	0.00	3.0		17000	17000	17000	45%	45%	45%	80%	0	25	0
桂林清秀小区	0.0									75%	0	0	0
桂林甲山路	3.0	0.0		4200	4200		26%	26%		75%	0	0	0
衡阳冠城江景	0.7			2400			18%			51%	0	0	0
苏州	9.0	0.0	0.0	6800	6800	6800	49%	53%	53%	100%	45	0	0
南京万盛世纪新城			0.0			3800			40%	76%	0	0	0
深圳市南山区月亮湾			6.0		12000	12000		41%	41%	70%	0	0	23

来源：国金证券研究所

图表4：公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,434	4,625	4,486	5,142	8,718	7,340
增长率		34.7%	-3.0%	14.6%	69.5%	-15.8%
主营业务成本	-3,014	-4,026	-3,689	-4,252	-7,056	-4,968
% 销售收入	87.8%	87.1%	82.2%	82.7%	80.9%	67.7%
毛利	419	599	797	890	1,662	2,372
% 销售收入	12.2%	12.9%	17.8%	17.3%	19.1%	32.3%
营业税金及附加	-52	-87	-240	-216	-458	-640
% 销售收入	1.5%	1.9%	5.3%	4.2%	5.3%	8.7%
营业费用	-52	-57	-61	-77	-87	-117
% 销售收入	1.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.0%	1.6%
管理费用	-66	-66	-79	-103	-105	-110
% 销售收入	1.9%	1.4%	1.8%	2.0%	1.2%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	250	389	418	495	1,012	1,504
% 销售收入	7.3%	8.4%	9.3%	9.6%	11.6%	20.5%
财务费用	-53	-66	-79	-26	-20	-14
% 销售收入	1.5%	1.4%	1.8%	0.5%	0.2%	0.2%
资产减值损失	0	-8	-29	-63	17	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-11	6	19	0	0	0
% 税前利润	n.a	1.8%	5.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	185	321	328	406	1,009	1,536
营业利润率	5.4%	6.9%	7.3%	7.9%	11.6%	20.9%
营业外收支	4	14	1	0	0	0
税前利润	189	335	329	406	1,009	1,536
利润率	5.5%	7.2%	7.3%	7.9%	11.6%	20.9%
所得税	-67	-102	-107	-101	-252	-384
所得税率	35.7%	30.4%	32.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	122	233	222	304	757	1,152
少数股东损益	8	26	48	48	58	35
归属于母公司的净利	114	207	174	256	699	1,117
净利率	3.3%	4.5%	3.9%	5.0%	8.0%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	114	233	222	304	757	1,152
少数股东损益	8	0	0	0	0	0
非现金支出	50	41	61	74	-5	-34
非经营收益	64	48	65	34	20	15
营运资金变动	-801	-779	-682	860	-51	-538
经营活动现金净流	-566	-457	-334	1,272	720	595
资本开支	-68	17	-28	149	-49	-50
投资	-292	-225	-81	-1	0	0
其他	4	-172	0	0	0	0
投资活动现金净流	-356	-381	-109	148	-49	-50
股权募资	25	18	499	0	-94	0
债权募资	1,190	1,246	-50	-1,632	-526	-690
其他	-161	-120	-380	-36	-51	-46
筹资活动现金净流	1,054	1,144	70	-1,668	-671	-736
现金净流量	132	306	-374	-248	0	-191

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	660	1,122	748	500	500	309
应收款项	404	733	782	775	1,314	1,106
存货	2,544	3,932	4,627	4,422	5,077	5,240
其他流动资产	132	122	353	133	217	154
流动资产	3,739	5,909	6,510	5,830	7,108	6,809
% 总资产	84.9%	86.4%	88.3%	89.3%	90.6%	89.8%
长期投资	221	212	182	183	182	182
固定资产	420	439	447	477	506	535
% 总资产	9.5%	6.4%	6.1%	7.3%	6.5%	7.1%
无形资产	26	272	228	37	47	56
非流动资产	667	927	867	699	736	774
% 总资产	15.1%	13.6%	11.7%	10.7%	9.4%	10.2%
资产总计	4,407	6,835	7,377	6,529	7,844	7,583
短期借款	2,079	3,559	3,337	1,517	790	0
应付款项	738	1,097	1,002	1,708	2,854	2,197
其他流动负债	45	117	321	125	188	154
流动负债	2,862	4,774	4,660	3,350	3,833	2,351
长期贷款	730	827	998	1,198	1,398	1,498
其他长期负债	5	17	12	0	0	0
负债	3,597	5,618	5,669	4,548	5,231	3,849
普通股股东权益	628	990	1,447	1,673	2,247	3,334
少数股东权益	182	228	260	308	366	401
负债股东权益合计	4,407	6,835	7,377	6,529	7,844	7,583

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.307	0.430	0.284	0.418	1.141	1.823
每股净资产	1.692	2.059	2.362	2.729	3.666	5.439
每股经营现金净流	-1.526	-0.952	-0.546	2.075	1.175	0.970
每股股利	0.017	0.010	0.017	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	18.13%	20.91%	12.01%	15.31%	31.11%	33.51%
总资产收益率	2.58%	3.03%	2.36%	3.92%	8.91%	14.73%
投入资本收益率	4.50%	4.83%	4.66%	7.90%	15.81%	21.56%
增长率						
主营业务收入增长率	55.32%	34.68%	-2.99%	14.63%	69.54%	-15.81%
EBIT增长率	34.14%	53.74%	7.37%	18.43%	104.64%	48.64%
净利润增长率	16.87%	81.78%	-15.97%	47.24%	173.02%	59.79%
总资产增长率	48.01%	55.11%	7.92%	-11.50%	20.15%	-3.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.1	28.5	28.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	224.8	293.6	423.4	385.0	265.0	385.0
应付账款周转天数	34.4	33.9	42.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	44.9	28.9	32.1	28.7	17.3	21.0
偿债能力						
净负债/股东权益	265.34%	268.05%	209.89%	111.62%	64.48%	31.76%
EBIT利息保障倍数	4.8	5.9	5.3	19.1	51.4	105.4
资产负债率	81.62%	82.19%	76.86%	69.65%	66.69%	50.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	38	38
买入	0	1	2	20	20
持有	0	0	0	7	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.75	1.54	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-19	买入	7.53	N/A
2 2009-03-31	买入	7.95	N/A
3 2009-07-28	买入	15.85	N/A
4 2009-09-29	买入	12.93	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。