

## 投资评级

投资评级 推荐

上次评级 首次评级

目标价格 15-17

当前市场价格 13.17

## 基础数据

总股本(百万股) 613

流通股(百万股) 515

总市值(亿元) 8073.21

流通市值(亿元) 6782.55

每股净资产(元) 2.76

资产负债率(%) 80.98%

## 股价相对市场表现



## 相关研究:

德邦证券房地产研究小组

行业分析师

黄玉梅 郑庆平

TEL:8621-68761616-8288

EMAIL:huangym@tebon.com.cn

地址: 上海市福山路 500 号 26 楼

德邦证券有限责任公司

## 冠城大通 (600067)

## 业绩增长确定, 布局国家重点规划区域

## 投资要点:

1、立足北京开发, 太阳星城未来两年还将为公司带来丰厚的利润。公司从 03 年开始分区开发太阳星城, 从当年的 7000 元/m<sup>2</sup>, 到最新的 35000 元/m<sup>2</sup>, 为公司带来了丰厚的利润。太阳星城目前可售面积还有 70 万 m<sup>2</sup>, 还将继续成为公司的盈利支柱。

2、向经济发达区域扩张, 已布局国家重点规划区域。公司目前的项目储备主要分布在环渤海、长三角等经济发达区域, 并且在国家重点规划区域, 如前海地区、海西经济区等布局。我们认为未来经济发达的一线区域将成为商品房供应的稀缺地带, 部分区域还将受到国家政策重点扶持。公司目前的战略布局已经为未来的发展赢得了较大的竞争优势。

3、开发节奏较好, 预计未来两年净利润平均增长率 21%, 业绩确定性强。2010-2012 年 EPS1.17 元 (考虑一级开发收益 1.37 元), 1.48 元, 1.72 元, 当前股价对应的 PE10.8X, 8.55X, 7.35X。估值具有优势。不考虑海科健股权增值, 当前 RNAV13.2 元。我们认为可以给予 10 年 PE13-15X, 对应目标价 15-17 元。

4、股价催化剂: 配股方案通过; 海科健股权顺利增持; 区域振兴规划

5、投资风险: 行业政策性风险; 配股方案未通过; 开发进度低于预期

## 盈利预测与财务指标

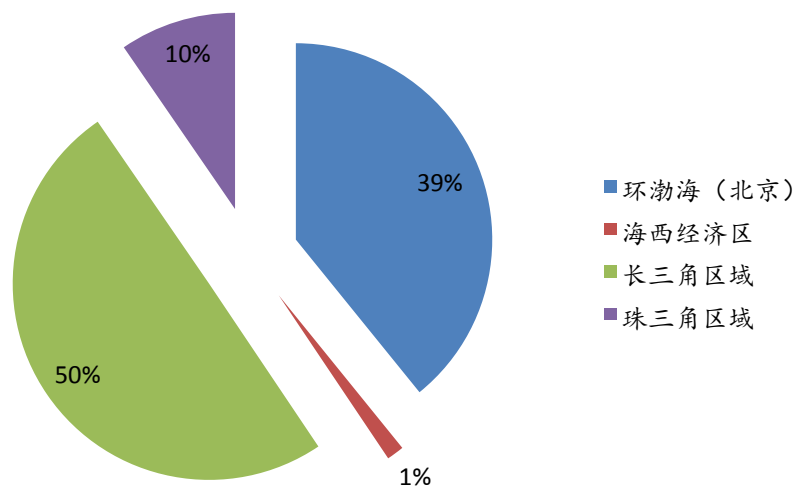
|          | 2008A    | 2009A    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 主营收入(万元) | 448612   | 439332   | 899289  | 787556  | 804721  |
| (+/-)%   | -2.99%   | -2.07%   | 104.69% | -12.42% | 2.18%   |
| 净利润(万元)  | 22184.58 | 34767.18 | 71432   | 90513   | 1,05275 |
| (+/-)%   | -15.97%  | 63.11%   | 151.83% | 26.71%  | 16.31%  |
| EPS(元)   | 0.3      | 0.46     | 1.17    | 1.48    | 1.72    |

## 1.起步福州，立足京城，经济发达区域扩张

冠城大通前身是创立于 1956 年的福州电线厂。2001 年，福州丰榕投资入主后，将北京“太阳星城”项目分步注入上市公司，公司开始引入房地产业，并逐步形成了漆包线、房地产双业并举的产业格局。06 年完成股权分置改革后，公司发展战略明确为“成为一家专门从事大规模综合性中高档社区开发的上市地产蓝筹公司”。漆包线业务年均收入 20 亿，由于近年来成本提升，竞争加大，业务盈利微弱，公司打算逐步剥离。

公司 02 年重组后的项目储备较为单一，主要集中在北京地区。目前公司的发展战略定位：以北京为重点，向经济发达地区扩张，包括环渤海、长三角、珠三角（前海地区）、海西经济区。我们认为未来经济发达的一线区域将成为商品房供应的稀缺地带，部分区域还将受到国家政策重点扶持，例如前海、海西。公司目前已经在这些地方布局，并有较大盘的低价项目储备，将为公司赢得了较大的竞争优势。

图表 1 公司项目分布于经济发达区域



资料来源：公司公告、德邦证券经济研究所

## 2.主要项目近期销售状况

### 太阳星城

北京太阳宫新区项目位于北京市区东北部，该项目规划总占地面积 298.18

公顷，其中绿化隔离带达到 158.64 公顷，居住用地约 72.15 公顷。项目居北京东北三环与四环之间，距天安门 6 公里，临京顺路、机场高速路，与地铁 10 号线、13 号线站点的距离都在 500 米之内，交通极为便捷。另外区内引入人大附中朝阳分校，教育资源丰富。

截止到 09 年底，E、F 区基本销售完毕，B 区剩余面积 41.4 万 m<sup>2</sup>，C 区剩余面积 28.19 万 m<sup>2</sup>。

B 区中已预售未结的 1-8 号楼约 20 万 m<sup>2</sup>，整栋销售给中信信托指定人，约 20.6 亿；另有 7 万 m<sup>2</sup>市场价销售。太阳城 C 区，已售未结的约有 7 万 m<sup>2</sup>。

目前 B 区 11 号尾盘在售，13、14 号楼预计于 2010 年 3 月底开盘销售。销售均价预计达到 35000 元/m<sup>2</sup>，比 09 年底 28000 元/m<sup>2</sup>，价格提升了 25%。这个超级大盘在未来两年还将为公司贡献丰厚的利润。

图表 2 太阳星城历史销售均价



资料来源：搜房网、德邦证券经济研究所

太阳星城 D 区，公司目前正在做一级开发，预计年底能挂牌。公司也将参与拿地。即使没有拿到这块地，公司也将获得大约 1.2 亿净利润（计划总投资 15.32 亿，8%的收益率）。

### 冠城·名敦道

冠城·名敦道位于崇文区东二环广渠门桥东南，占地面积为 52893 平方米，总建筑面积近 331276 平方米。由 4.7 万平方米写字楼、4 万平方米商务公寓、4.2 万平方米国际名店商街、8.3 万平方米花园公寓和近 3 万平方米服务式公寓组成，为“商业、办公、居住”等于一体的多功能国际社区。

截止到 09 年底，项目剩余建筑面积 11 万方。其中 A2 住宅已预售完毕。

目前名敦商街,均价 35000 元/平方米,B 区少量 170-220 平米精品公寓(现房),均价 33000 元/平米,A 区商务公寓均价 25000 元/平米,车位售价 16 万/个。

### 苏州冠城水岸风景

冠城水岸风景项目用地面积 66690 平方米,总建筑面积 124820 平方米,容积率 1.4,绿化率 37%,由 11 栋高层住宅及少量低层住宅(联栋别墅)构成。位于苏州市相城区黄埭镇中心,太阳路与中市路的交汇处,南临城市景观绿化带,与苏州第五大湖——春申湖及公园隔路相望;西依黄埭镇中心区,生活配套丰富;规划中轻轨 2、4 号直达至此,未来交通更加便捷。

截止到 09 年底,项目剩余可售面积 4.3 万 m<sup>2</sup>,已预售未结 2 万 m<sup>2</sup>。当前住宅的销售价格 6500 元/m<sup>2</sup>。

### 南京冠城·新地

南京“冠城·新地”是由冠城大通属下公司——南京万盛置业有限公司开发。该项目位于江苏省南京市六合区经济开发区内,西望千年生态湖“龙池”,东靠宁连高速,北靠古镇-雄洲,西靠江北大道及规划中的城铁 3 号线。该项目占地约 60 万平方米,拟开发建设 80 万平方米集商业、住宅为一体的大型综合性高档社区。整个社区将由 74 栋小高层,66 栋高层住宅组成。

项目目前正在做一级开发,预计今年下半年开始预售 A2 组团(由 8 栋高层,9 栋小高层组成),共计约 10 万平方米。平均楼面地价仅 500 多元。

### 深圳前海项目,月亮湾项目

深圳南山月亮湾项目前期是由公司做的一级开发。2008 年 11 月,公司参与联合竞拍,土地款 8 亿,平均楼面地价 3889 元/m<sup>2</sup>,公司权益比例 70%。

该项目位于深圳市南山区月亮湾大道、棉山路交汇处,占地面积 49581.66 m<sup>2</sup>,规划建面 205693 m<sup>2</sup>(其中,住宅 91419 m<sup>2</sup>,商务公寓 11427 m<sup>2</sup>,办公 51240 m<sup>2</sup>,酒店 51287 m<sup>2</sup>)。交通便利性好,靠近公交车站,且有地面停车场;周边丰富的山景资源,项目能享受前海中心规划的利好。

目前正在前期规划设计阶段。预计年内动工,2011 年预售。

### 3.继续努力增持海科健项目

北京海淀科技园建设股份有限公司（简称北京海科建）是2000年成立的一家大型国有控股股份制企业。2007年5月公司与大地科技签订了《股权转让合同》，约定公司出资17,808万元收购大地科技持有的海科建28%股权。其他股权分别由海淀国资（31%），科技园建设（20%），北京海淀区商业设施建设经营公司（简称“海商建”）（15%）和北京海开房地产集团公司（简称“海开集团”）（9%）持有。

海科健控股3个子公司，包括北京中关村永丰产业基地有限公司、北京德成置地房地产开发有限公司和北京德成兴业房地产开发有限公司，主要负责中关村科技园开发建设。目前公司开发的项目有百旺家苑、大河庄苑、海淀欣苑、百旺新城、百旺新城A3公建项目、百旺新城B3、B4安置房项目、百旺新城三期北安置房项目、百旺茉莉园、永丰嘉园、百旺新城A4公建项目、西北旺三期（南）、海淀工人文化宫和西北旺二期汽车城等项目开发。其中百旺家苑、大河庄苑、海淀欣苑等为一级土地开发项目。

07年公司与北京海淀区商业设施建设经营公司（以下简称“海商建”）及北京海开房地产集团公司（以下简称“海开集团”）分别签订了《股权转让意向》合同，拟分别受让上述两公司所持有的海科建12%和9%的股权。目前此股权转让事宜还在政府部门审批进程中。如上述股权转让意向实施，将使公司增持海科建21%的股权，公司将合计持有海科建49%的股权。公司正在积极洽谈中，公司的最终目标是达到绝对控股。

海科健具有丰厚的土地储备，能解决公司在北京的后续土地储备问题，为未来公司持续快速增长奠定基础。如果增持海科健事宜落实，必将成为公司股价的催化剂。

### 4.财务状况良好，配股增强开发能力

09年房地产业务销售良好，共实现销售面积59.57万平方米，较上年增长741.38%；实现销售额71.73亿元，较上年增长664.71%，报告期末未结算

的预收账款为 42.39 亿。

全年资金回笼快，09 年货币资金 23 亿，是 08 年货币资金的 3 倍。一年内到期的短期负债合计约 15.88 亿，现金状况良好。公司资产负债率 80.98%，扣除预收账款的资产负债率为 41.43%。公司从 06 年开始一直保持较为激进的财务杠杆，这也是公司保持快速增长的重要原因。

2010 年公司开复工计划 130 万 m<sup>2</sup>，与 09 年持平。预计 10 年资本性开支 30 亿。出于对资金的需求，2009 年 8 月，公司提出配股议案，按每 10 股配 3 股的比例向全体股东配售，拟募集资金不超过 16 亿元，主要用于太阳宫 C 区开发、偿还 B 区贷款以及补充流动资金。公司融资方案现已提交证监会，属于第一批。由于证监会在 09 年下半年禁止房地产公司融资用于补充流动资金。公司配股方案可能会做一些调整。不过，我们认为，公司融资后，有利于公司未来坚实的发展。

## 5. 开发节奏较好，未来两年高增长确定

09 年旺盛的销售为 2010 年奠定了基础。09 年底账面预收账款 42.45 亿，另外有 17 亿销售金额正在办理贷款，合计收入达到我们预测收入的 92%。高度锁定 2010 年高增长。

10 年主推的楼盘有太阳宫 B、C 区，广渠门剩余住宅和商业，苏州冠城水岸风景，南京冠城新地，预计总推盘量 30 万 m<sup>2</sup>。由于 09 年部分楼盘的降价销售以及太阳星城整栋优惠出售（中石油），致使 10 年结算的毛利较低。我们认为 11 年的结算毛利将大幅提高，11 年的高增长确定性强。

我们预测，2010-2012 年，公司净利润平均增长 21%。

图表 3 主要楼盘结算进度（单位：万方，元/m<sup>2</sup>，万元）

| 项目       | 结算面积 |      |      | 结算单价  |       |       | 结算金额   |        |        |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|          | 2010 | 2011 | 2012 | 2010  | 2011  | 2012  | 2010   | 2011   | 2012   |
| 太阳星城 F 区 | 1    | 0    | 0    | 18000 |       |       | 18000  |        |        |
| 太阳星城 B 区 | 28   | 8    | 5.4  | 13571 | 30000 | 30000 | 380000 | 240000 | 162000 |
| 太阳星城 C 区 | 7    | 7    | 7    | 25000 | 25000 | 25000 | 175000 | 175000 | 175000 |
| 太阳星城 E 区 | 0.6  | 0    | 0    | 18000 |       |       | 10800  |        |        |

|                 |      |       |       |       |       |       |        |        |        |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 广渠门 (冠城·名敦道) 项目 | 4    | 4     | 3.26  | 11000 | 16000 | 18000 | 44000  | 64000  | 58680  |
| 桂林清秀花园          | 0.06 |       |       |       |       |       | 16     |        |        |
| 桂林清秀庭院          | 1.89 | 0     |       | 4000  |       |       | 7650   |        |        |
| 冠城鼓楼庭院          |      |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 冠城江景            | 0.65 |       |       | 3000  |       |       | 1950   |        |        |
| 朱陵阁             | 0.4  | 0.31  |       | 6000  | 6000  |       | 2400   | 1860   |        |
| 冠城水岸风景          | 2    | 2.4   |       | 5500  | 5500  |       | 11000  | 12705  |        |
| 万盛世纪新城          | 0    | 5     | 12    | 4500  | 5000  | 5000  | 0      | 25000  | 60000  |
| 深圳月亮湾地块         |      |       | 3     |       |       | 20000 |        |        | 60000  |
| 福州井大路项目         |      |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 苏州黄埭镇项目         |      |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 合计              | 45.6 | 26.71 | 30.66 |       |       |       | 650276 | 518565 | 515680 |

资料来源：德邦证券经济研究所

### 合并利润表

假设：

(1) 10 年漆包线业务收入 25 亿，以后每年收入增长率为 5%，毛利率与 09 年持平 (4.9%)。

(2) 不考虑太阳宫 D 区一级开发挂牌确认收益，预计总收益 1.2 亿，增厚 EPS0.2 元。

(3) 不考虑配股摊薄，按照现有股本 6.13 亿股计算。

图表 4 预测利润表

|                  | 2010E            | 2011E            | 2012E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 一、营业总收入(元)       | 8,992,896,770.51 | 7,875,568,609.03 | 8,047,214,539.48 |
| 二、营业总成本(元)       | 6,621,145,740.00 | 4,469,987,567.82 | 4,731,863,531.71 |
| 营业税金及附加(元)       | 826,652,585.15   | 1,595,572,835.84 | 1,256,895,708.54 |
| 销售费用(元)          | 134,893,451.56   | 118,133,529.14   | 120,708,218.09   |
| 管理费用(元)          | 161,872,141.87   | 141,760,234.96   | 144,849,861.71   |
| 财务费用(元)          | 80,936,070.93    | 70,880,117.48    | 72,424,930.86    |
| 四、营业利润(元)        | 1,167,396,780.99 | 1,479,234,323.79 | 1,720,472,288.57 |
| 五、减：所得税(元)       | 291,849,195.25   | 369,808,580.95   | 430,118,072.14   |
| 六、净利润(元)         | 875,547,585.74   | 1,109,425,742.84 | 1,290,354,216.43 |
| 减：少数股东损益(元)      | 161,221,109.31   | 204,286,839.31   | 237,602,549.03   |
| 归属于母公司所有者的净利润(元) | 714,326,476.44   | 905,138,903.54   | 1,052,751,667.40 |
| 七、每股收益：          |                  |                  |                  |
| 基本每股收益(元)        | 1.17             | 1.48             | 1.72             |

资料来源：德邦证券经济研究所

## 6. 投资意见

我们认为，公司未来两年净利润平均增长率都将保持 20%左右的增长，并且确定性强。当前股价对应 2010-2011 年的 PE10.8X, 8.55X, 7.35X, 低于行业平均估值。估值具有优势。

不考虑海科健股权的价值，公司 RNAV 为 13.21 元。具有较强的安全边际。

由于公司在国家重点规划区域都有土地储备的布局，未来还将受到区域经济规划的刺激和带动，例如前海区域，海西经济区。

给予公司推荐评级，目标价 15-17 元。

图表 5 预测 RNAV

|              | 建筑面积（万 m <sup>2</sup> ） | 净利润现值（万）  |
|--------------|-------------------------|-----------|
| 在建项目         | 196                     | 386870.77 |
| 拟建项目         | 17.5                    | 18450     |
|              |                         |           |
| 房地产业务增值(亿)   | 405320.77               |           |
| 漆包线业务（亿）     | 200000.00               |           |
| 账面净资产（09 年底） | 204232.76               |           |
| 总股本          | 61291.88                |           |
| 每股重估价值（元）    | 13.21                   |           |

资料来源：德邦证券经济研究所

## 一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

## 二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅  $\geq 20\%$   
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\%-20\%$   
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅  $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。