

**强烈推荐-A (首次)****冠城大通 600067.SH**

目标估值: 15.75 元

当前股价: 7.36 元

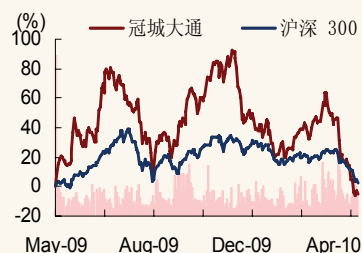
2010 年 5 月 12 日

**北京沉淀资源释放、业绩增长高且确定性高****基础数据**

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2648      |
| 总股本(万股)    | 73550     |
| 已上市流通股(万股) | 61831     |
| 总市值(亿元)    | 54        |
| 流通市值(亿元)   | 46        |
| 每股净资产(MRQ) | 2.5       |
| ROE(TTM)   | 21.9      |
| 资产负债率      | 79.2%     |
| 主要股东       | 福建丰裕投资有限公 |
| 主要股东持股比例   | 19.1%     |

**股价表现**

|      |     |     |     |
|------|-----|-----|-----|
| %    | 1m  | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -36 | -44 | -5  |
| 相对表现 | -21 | -25 | -8  |

**相关报告**

1、《估值见低，静待反弹—房地产行业 2010 年二季度投资策略》2010/4/13

2、《对当前房地产股票走势的看法—龙头股见底，买入质地优良小公司股票》2010/1/20

**贾祖国**

010-88088569  
 jiazg@cmschina.com.cn  
 S1090205070135

**研究助理****孟群**

0755-25310921  
 mengqun@cmschina.com.cn

北京项目占 43%，且都是 2002 年以前拿地，位置好而不愁销售，净利润三年复合增长 64%；现金流好转有助于缓解对可持续发展的担忧。送转股后，预计 2010 年 EPS1.05 元，15 倍 PE 对应目标价 15.75 元，首次给予评级“强烈推荐-A”。

- **2009 年经营回顾：**主营收入 43.9 亿元，EPS0.46 元，高于市场预期。房地产销售收入 71.7 亿元，结算收入 21.1 亿元，预售帐款高达 42.45 亿元。资产负债率 81%，扣除预售帐款后的资产负债率 41%，净负债率 29.7%；计划每 10 股送 1 股转增 1 股；
- **北京沉淀资源释放，抗周期能力强：**未来 3 年主售项目北京太阳星城和冠城名敦道都是 2002 年以前拿的地，步入“后期放量获利”阶段；而且一个在东三四环间，一个在二环，是北京市内稀缺资源，销售不愁，地价低，抗周期能力强；
- **关于可持续发展问题的讨论：**公司近年新增项目少，主要是因为太阳星城和冠城名敦道是大体量项目，资金投入大而前期回流有限，缺少新项目又限制了再融资。目前形势发生了积极的变化：首先，大体量项目进入“后期放量获利阶段”，现金流将持续好转，公司 2009 年经营现金净流量高达 30 亿，即是这一变化的具体体现；其次，配股再融资一旦通过将增强公司资金实力；再者，战略重点向二三线城市转移，而二三线城市对资金实力的要求低很多；
- **业绩预测与投资评级：**送转股摊薄后，2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.05 元、1.32 元和 1.71 元。给予 2010 年 15 倍 PE，目标价 15.75 元，首次覆盖给予公司股票“强烈推荐-A”的投资评级。

**财务数据与估值**

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4486 | 4393 | 7669  | 6307  | 7365  |
| 同比增长      | -3%  | -2%  | 75%   | -18%  | 17%   |
| 营业利润(百万元) | 328  | 449  | 956   | 1371  | 1787  |
| 同比增长      | 2%   | 37%  | 113%  | 43%   | 30%   |
| 净利润(百万元)  | 174  | 284  | 770   | 971   | 1254  |
| 同比增长      | -16% | 63%  | 172%  | 26%   | 29%   |
| 每股收益(元)   | 0.28 | 0.46 | 1.05  | 1.32  | 1.71  |
| PE        | 25.9 | 15.9 | 7.0   | 5.6   | 4.3   |
| PB        | 3.1  | 2.7  | 2.2   | 1.6   | 1.2   |

资料来源：招商证券

## 正文目录

|                                                              |   |
|--------------------------------------------------------------|---|
| 一、冠城大通简介及 09 年业绩回顾.....                                      | 3 |
| 1、公司历史沿革.....                                                | 3 |
| 2、房地产利润贡献接近 90%.....                                         | 3 |
| 3、土地储备.....                                                  | 3 |
| 4、2009 年业绩回顾.....                                            | 4 |
| 二、优质资源沉淀，抗周期能力强，三年业绩无忧.....                                  | 5 |
| 1、沉淀资源步入“放量获利”阶段，毛利稳步上升.....                                 | 5 |
| 2、主售项目位置好，成本低，抗周期能力强.....                                    | 5 |
| 3、三年业绩无忧.....                                                | 5 |
| 三、现金流好转和战略重点下沉，可缓解对可持续的担忧.....                               | 6 |
| 四、盈利预测、估值与投资建议.....                                          | 7 |
| 1、2010-2012 年房地产结算面积和收入预测.....                               | 7 |
| 2、2010-2012 年 EPS 分别为 1.05 元，1.32 元和 1.71 元，净利润复合增长 64%..... | 7 |
| 3、2010 年 RNAV10.8 元，当前股价折价 32%.....                          | 8 |
| 4、三重催化剂.....                                                 | 8 |
| 5、首次给予“强烈推荐-A”评级.....                                        | 9 |
| 6、风险提示.....                                                  | 9 |

## 图表目录

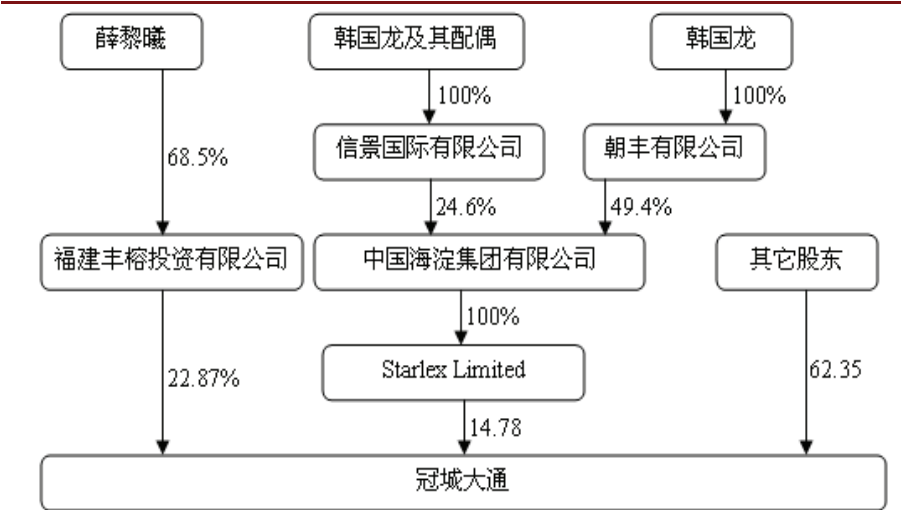
|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1：冠城大通控股结构.....                        | 3  |
| 图 2：冠城大通主营收入构成.....                      | 3  |
| 图 3：冠城大通营业利润构成.....                      | 3  |
| 表 1：冠城大通房地产项目情况.....                     | 4  |
| 表 2：2010-2012 年结算收入区域分布预测（不考虑非并表项目）..... | 5  |
| 表 3：2010-2012 年公司结算项目，结算面积和收入预测.....     | 7  |
| 表 4：冠城大通盈利预测简表.....                      | 7  |
| 表 5：冠城大通 RNAV 测算.....                    | 8  |
| 表 6：重点公司估值表.....                         | 9  |
| 附：财务预测表.....                             | 11 |

## 一、冠城大通简介及 09 年业绩回顾

### 1、公司历史沿革

冠城大通主营房地产开发和特种漆包线。公司的前身福州电线厂于 1956 年成立，1997 年在上交所上市；2001 年，福建丰榕投资有限公司成为公司第一大股东；2003 年，公司名称由福州大通机电股份有限公司变更为冠城大通股份有限公司；

图 1：冠城大通控股结构



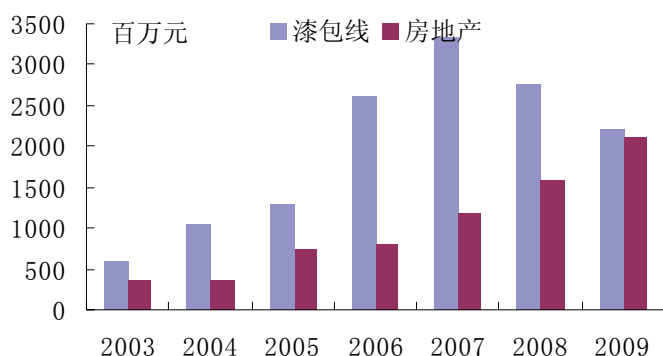
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

### 2、房地产利润贡献接近 90%

主营收入方面：2010 年房地产结算收入将超过漆包线业务收入；

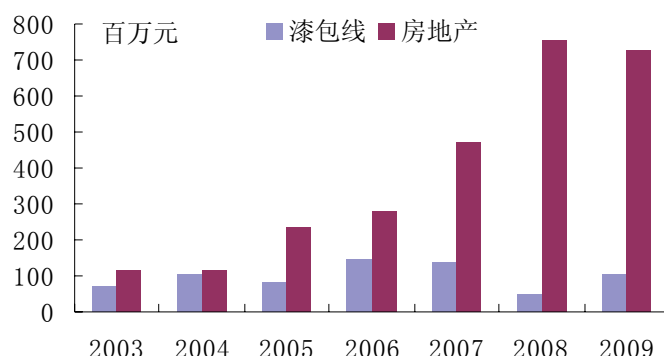
营业利润方面：近 90%的营业利润来自于房地产业务；

图 2：冠城大通主营收入构成



资料来源：招商证券研发中心

图 3：冠城大通营业利润构成



### 3、土地储备

公司项目未结算面积合计 196.3 万平米，权益未结面积 161.2 万平米，其中北京项目未结面积 84.4 万平米，占比 43%，北京项目权益未结面积 73 万平米，占比 45.4%。拥有北京太阳星城，冠城名敦道，深圳月亮湾等优质项目；

另外还有一个一级开发项目：太阳星城 D 区，将于 2010 年 7 月份前后完成；

**表 1：冠城大通房地产项目情况**

| 项目名称                | 类型     | 规划建面<br>(万平) | 可售面积<br>(万平) | 未结面积<br>(万平) | 占比          | 权益比例 | 权益未结<br>(万平) | 占比          |
|---------------------|--------|--------------|--------------|--------------|-------------|------|--------------|-------------|
| 北京太阳星城 F 区          | 住宅     | 10.8         | 40.5         | 2.5          | 1.3%        | 95%  | 2.4          | 1.5%        |
| 北京太阳星城 E 区          | 住宅     | 4.6          | 18.5         | 0.6          | 0.3%        | 100% | 0.6          | 0.4%        |
| 北京太阳星城 B 区(1-8 栋住宅) | 住宅     | 11.9         | 46.4         | 21.7         | 11.1%       | 60%  | 13.0         | 8.1%        |
| 北京太阳星城 B 区剩余项目      | 住宅及商业  | 0.0          | 0.0          | 20.0         | 10.2%       | 100% | 20.0         | 12.4%       |
| 北京太阳星城 C 区商业        | 住宅     | 5.7          | 34.8         | 8.0          | 4.1%        | 100% | 8.0          | 5.0%        |
| 北京太阳星城 C 区综合        | 综合     | 0.0          | 0.0          | 20.2         | 10.3%       | 100% | 20.2         | 12.5%       |
| 北京冠城名敦道             | 住宅/两限房 | 5.1          | 33.1         | 11.3         | 5.7%        | 80%  | 9.0          | 5.6%        |
| 桂林清秀花园              | 商业金融   | 3.4          | 3.1          | 0.1          | 0.0%        | 75%  | 0.0          | 0.0%        |
| 桂林清秀庭院              | 商业     | 3.9          | 4.3          | 1.9          | 1.0%        | 75%  | 1.4          | 0.9%        |
| 福州冠城鼓楼庭院            | 经济适用房  | 5.9          | 12.5         | 0.4          | 0.2%        | 100% | 0.4          | 0.2%        |
| 衡阳冠城江景              | 综合     | 0.6          | 5.6          | 0.7          | 0.3%        | 51%  | 0.3          | 0.2%        |
| 衡阳朱陵阁               | 综合     | 0.2          | 0.8          | 0.7          | 0.4%        | 51%  | 0.4          | 0.2%        |
| 苏州冠城水岸风景            | 住宅     | 6.7          | 12.0         | 4.3          | 2.2%        | 100% | 4.3          | 2.7%        |
| 南京万盛世纪新城            | 住宅     | 60.0         | 85.0         | 83.4         | 42.5%       | 80%  | 66.7         | 41.4%       |
| 深圳月亮湾地块             | 住宅     | 5.0          | 25.0         | 20.6         | 10.5%       | 70%  | 14.4         | 8.9%        |
| 福州井大路项目             | 商业     | 0.5          | 2.7          | 0.0          | 0.0%        | 100% | 0.0          | 0.0%        |
| 苏州黄埭镇项目             | 住宅     | 7.7          | 19.1         | 0.0          | 0.0%        | 100% | 0.0          | 0.0%        |
| <b>合计</b>           |        | <b>131.9</b> | <b>343.3</b> | <b>196.3</b> | <b>100%</b> |      | <b>161.2</b> | <b>100%</b> |
| <b>北京项目</b>         |        | <b>38.0</b>  | <b>173.2</b> | <b>84.4</b>  |             |      | <b>73.3</b>  |             |
| <b>北京项目占比</b>       |        | <b>28.8%</b> | <b>50.5%</b> | <b>43.0%</b> |             |      | <b>45.4%</b> |             |
| <b>深圳项目</b>         |        | <b>5.0</b>   | <b>25.0</b>  | <b>20.6</b>  |             |      | <b>14.4</b>  |             |
| <b>深圳项目占比</b>       |        | <b>3.8%</b>  | <b>7.3%</b>  | <b>10.5%</b> |             |      | <b>8.9%</b>  |             |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

#### 4、2009 年业绩回顾

- **2009 年主要经营情况：**全年实现房地产销售面积 59.6 万平方米，同比增长 741%，实现销售金额 71.7 亿元，同比增长 665%，全年实现开复工面积 132.3 万平米，新开工面积 56.9 万平米，竣工面积 27.4 万平米；
- **主营收入 43.9 亿元，同比下降 2%。**房地产主营收入 21.1 亿元，同比增长 32.4%，实现利润总额 4.58 亿元；漆包线业务主营收入 22 亿元，同比下降 20.7%，实现净利润 1613 万元；
- **EPS0.46, 公司计划每 10 股送 1 股转增 1 股：**归属母公司净利润 2.84 亿元, EPS0.46 亿元，高于市场预期；
- **预售帐款达到 42.45 亿，财务风险较小：**2009 年末预售帐款高达 42.45 亿元，比 2009 年房地产结算收入高出 100%。年末货币资金 23 亿元，而短期贷款和一年内到期的非流动负债合计 15.9 亿元，短期偿债风险较小。年末资产负债率 81%，扣除预售帐款后的资产负债率 41%，净负债率 29.7%。

## 二、优质资源沉淀，抗周期能力强，三年业绩无忧

### 1、沉淀资源步入“放量获利”阶段，毛利稳步上升

大项目的特点是：前期控量培育，后期放量获利。未来 3 年主要结算项目即是两个位于北京的大型项目，北京太阳星城和北京冠城名敦道。

太阳星城项目是在 2001 年拿地，项目总规划建筑面积 200 万平米，其中住宅约 150 万平米，一期项目 2003 年 3 月开盘，开盘价格 7100 元/平米，2010 年 3 月底太阳星城 B 区 13#和 14#住宅开售，开盘价格分别高达 39000 元/平米和 41000 元/平米。

冠城名敦道项目是 2002 年前后拿的地，项目总规划建筑面积 56 万平米（其中拆迁安置住房 23 万平米），2007 年 6 月首期开盘价格 14500 元/平米，2010 年 2 月初开盘价格提高到 25000 元/平米。

另外公司由于前期资金紧张，先后通过中信信托，凯德置地等企业融资开发，并签订了整售协议，整售项目毛利率较低，主要在 2010 年结算。

但目前已整体进入后期放量获利阶段，成本锁定，而价格不断上扬，毛利率将稳步上升。

### 2、主售项目位置好，成本低，抗周期能力强

**北京太阳星城项目**，位于北京东北三环与四环间，距天安门 6 公里，临京顺路，机场高速路，是 2001 年通过协议拿地获取；

**北京冠城名敦道项目**，位于广渠桥东南角，崇文区东二环辅路以东，广渠门外大街以南，广渠北四巷以西，崇文区界以北，是 2002 年前后拿地；

两个项目一个在北京二环，一个在北京三四环间，是市区（一般指四环以内）稀缺优质项目。销售好，地价低，抗周期能力很强；

**深圳月亮湾项目**：位于深圳前海区域，虽然是通过招牌挂程序以 8 亿元的价格获取该项目，但项目的一级开发是由关联公司森帝木业完成，8 亿元拍卖款扣除其中的 10.5%交回区政府用于政府收回的地块开发建设外，余下款项全部作为森帝木业进行搬迁，人员安置及土地前期整理开发的补偿。公司在成本方面有优势。根据目前相关规划，前海地区将成为港深合作先导区和深圳的第二个城市中心，项目前景非常好。

**表 2：2010-2012 年结算收入区域分布预测（不考虑非并表项目）**

|           | 拿地时间<br>/方式     | 10 年结算<br>面积(万平) | 11 年结算<br>面积(万平) | 12 年结算<br>面积(万平) | 10 年结算<br>收入(亿元) | 11 年结算<br>收入(亿元) | 12 年结算<br>收入(亿元) |
|-----------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 北京太阳星城    | 2001 年          | 73.6%            | 40.0%            | 44.4%            | 79.4%            | 64.3%            | 71.5%            |
| 北京冠城名敦道   | 2002 年          | 9.5%             | 26.9%            | 0.0%             | 13.2%            | 27.6%            | 0.0%             |
| 深圳月亮湾     | 2008 年一<br>二级联动 | 0.0%             | 0.0%             | 16.2%            | 0.0%             | 0.0%             | 18.8%            |
| <b>合计</b> |                 | <b>83.2%</b>     | <b>66.8%</b>     | <b>60.6%</b>     | <b>92.6%</b>     | <b>91.9%</b>     | <b>90.3%</b>     |

资料来源：招商证券研发中心

### 3、三年业绩无忧

截至 2009 年末，太阳星城 B 区和 C 区尚余可结算面积 81.2 万平米，保守估算能形成约 133 亿元的收入，包括已整售给中信信托的 C 区 21.7 万平米住宅 20.6 亿元，整售



给凯德置地的 B 区 8 万平米商业 12.1 亿元;加上 E 区和 F 区剩余 3.1 万平米未售部分。

冠城名敦道尚余可结算面积 11.3 万平米,保守估算能形成约 18 亿元的收入,包括已整售给山西银源的 A2 楼的 4.88 亿元收入,整售给北京石油的 A1 楼的 3.44 亿元收入;

**两个项目将在 2010 年到 2012 年陆续结算完成。已实现销售收入约 42 亿元,尚有约 109 亿收入需要通过销售来实现。**

两个项目位置较好,而且太阳星城还有人大附中支持,销售风险相对较小。

### 三、现金流好转和战略重点下沉,可缓解对可持续的担忧

公司近两年拿地很少,主售项目是较早拿下的北京太阳星城和北京冠城名敦道项目,接下来将通过一二级联动获取的深圳月亮湾项目,虽然三年内业绩无忧,但存在可持续的隐忧。

我们认为主要原因有以下几点:

首先,太阳星城和冠城名敦道项目体量大,对资金需求大;

其次,大项目的特点是“前期控量培育,后期放量获利”。前期实现的收入和利润较低;

再次,缺少新项目,影响了公司在资本市场的再融资能力;

由于资金流紧张,导致公司先后通过信托,委托贷款等方式与中信信托,凯德置地等合作,并以目前看来较优惠的价格将项目整售给对方。包括整售给中信信托的太阳星城 B 区 1-8 栋住宅合计 21.7 万平米,总价 20.6 亿,均价 9497 元/平米;整售给凯德置地的太阳星城 C 区商业项目合计约 8 万平米,总价 12.1 亿,均价 15163 元/平米,但目前太阳星城剩余项目的结算均价应该在 2.5 亿以上,新盘销售均价达到 39000 元/平米。

**但随着北京房地产价格的大幅度上升,以及太阳星城和冠城名敦道步入“后期放量获利”阶段,公司的状况有所改观:**

首先,未来 3 年现金流将持续好转。目前已基本支付土地价款,房地产相关的经营支出约 20-25 亿/年,而漆包线业务基本能保持平衡;但由于太阳星城和冠城名敦道进入后期放量获利阶段,我们预计有约 109 亿元的销售收入在未来 3-4 年内实现;

其次,2009 年公司经营性现金流量净额高达 30 亿,已反映出了这一趋势。

再次,配股再融资目前正在进行中,若能实现,将进一步增强公司的资金实力;

最后,公司目前正在调整战略重点,开始大力拓展二三线城市。以公司现有资本实力和潜在的现金流入,在北京继续拿地的难度是非常大的,但有实力应对二三线城市市场;

## 四、盈利预测、估值与投资建议

### 1、2010-2012 年房地产结算面积和收入预测

2010 年预计结算面积 47.4 万平米，结算收入 54.7 亿元，主要结算楼盘包括北京太阳星城 B 区（整售 1-8 栋住宅），太阳星城 C 区整售商业，北京冠城名敦道，苏州冠城水岸风景等项目；

2011 年预计结算面积 25.2 万平米，结算收入 41.1 亿元，主要结算楼盘包括北京太阳星城 B 区和 C 区，北京冠城名敦道和南京万盛世纪新城等项目；

2012 年预计结算面积 31.7 万平米，结算收入 51.7 亿元，主要结算楼盘包括北京太阳星城 B 区和 C 区，南京万盛世纪新城和深圳月亮湾等项目。

表 3：2010-2012 年公司结算项目，结算面积和收入预测

| 万平，亿元               | 类型     | 10 年结<br>算面积 | 11 年结<br>算面积 | 12 年结<br>算面积 | 10 年结<br>算收入 | 11 年结<br>算收入 | 12 年结<br>算收入 |
|---------------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 北京太阳星城 F 区          | 住宅     | 2.54         | 0.00         | 0.00         | 4.6          | 0.0          | 0.0          |
| 北京太阳星城 E 区          | 住宅     | 0.60         | 0.00         | 0.00         | 1.1          | 0.0          | 0.0          |
| 北京太阳星城 B 区(1-8 栋住宅) | 住宅     | 21.74        | 0.00         | 0.00         | 20.6         | 0.0          | 0.0          |
| 北京太阳星城 B 区剩余项目      | 住宅及商业  | 2.00         | 5.00         | 7.00         | 5.0          | 13.1         | 18.4         |
| 北京太阳星城 C 区商业        | 住宅     | 8.00         | 0.00         | 0.00         | 12.1         | 0.0          | 0.0          |
| 北京太阳星城 C 区综合        | 综合     | 0.00         | 5.05         | 7.07         | 0.0          | 13.3         | 18.6         |
| 北京冠城名敦道             | 住宅/两限房 | 4.50         | 6.76         | 0.00         | 7.2          | 11.4         | 0.0          |
| 桂林清秀花园              | 商业金融   | 0.06         | 0.00         | 0.00         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 桂林清秀庭院              | 商业     | 1.89         | 0.00         | 0.00         | 0.9          | 0.0          | 0.0          |
| 福州冠城鼓楼庭院            | 经济适用房  | 0.36         | 0.00         | 0.00         | 0.2          | 0.0          | 0.0          |
| 衡阳冠城江景              | 综合     | 0.65         | 0.00         | 0.00         | 0.2          | 0.0          | 0.0          |
| 衡阳朱陵阁               | 综合     | 0.71         | 0.00         | 0.00         | 0.3          | 0.0          | 0.0          |
| 苏州冠城水岸风景            | 住宅     | 4.31         | 0.00         | 0.00         | 2.4          | 0.0          | 0.0          |
| 南京万盛世纪新城            | 住宅     | 0.00         | 8.34         | 12.51        | 0.0          | 3.3          | 5.0          |
| 深圳月亮湾地块             | 住宅     | 0.00         | 0.00         | 5.14         | 0.0          | 0.0          | 9.7          |
| 福州井大路项目             | 商业     | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 苏州黄埭镇项目             | 住宅     | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>合计</b>           |        | <b>47.4</b>  | <b>25.2</b>  | <b>31.7</b>  | <b>54.7</b>  | <b>41.1</b>  | <b>51.7</b>  |
| <b>北京项目</b>         |        | <b>39.4</b>  | <b>16.8</b>  | <b>14.1</b>  | <b>50.6</b>  | <b>37.7</b>  | <b>36.9</b>  |
| <b>北京项目占比</b>       |        | <b>83.2%</b> | <b>66.8%</b> | <b>44.4%</b> | <b>92.6%</b> | <b>91.9%</b> | <b>71.5%</b> |
| <b>深圳项目</b>         |        | <b>0.00</b>  | <b>0.00</b>  | <b>5.14</b>  | <b>0.00</b>  | <b>0.00</b>  | <b>9.72</b>  |
| <b>深圳项目占比</b>       |        | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>16.2%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>18.8%</b> |

资料来源：招商证券研发中心

### 2、2010-2012 年 EPS 分别为 1.05 元，1.32 元和 1.71 元，净利润复合增长 64%

基于上述收入与成本假设，我们预计公司 2010 年到 2012 年，EPS 分别为 1.05 元，1.32 元和 1.71 元，净利润复合增长率 64%。

表 4：冠城大通盈利预测简表

| 单位：百万元  | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入 | 4393  | 7669  | 6307  | 7365  |
| 二、营业总成本 | 3972  | 6712  | 4936  | 5578  |

|                |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 其中：营业成本        | 3572        | 6040        | 4018        | 4455        |
| 营业税金及附加        | 195         | 433         | 723         | 930         |
| 营业费用           | 68          | 97          | 83          | 94          |
| 管理费用           | 80          | 130         | 110         | 125         |
| 财务费用           | 40          | 13          | 3           | -26         |
| 资产减值损失         | 18          | 0           | 0           | 0           |
| 三、其他经营收益       | 27          | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益       | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益           | 27          | 0           | 0           | 0           |
| 四、营业利润         | 449         | 956         | 1371        | 1787        |
| 加：营业外收入        | 21          | 123         | 0           | 0           |
| 减：营业外支出        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 五、利润总额         | 469         | 1079        | 1371        | 1787        |
| 减：所得税          | 121         | 270         | 343         | 447         |
| 六、净利润          | 348         | 809         | 1028        | 1341        |
| 减：少数股东损益       | 64          | 39          | 57          | 86          |
| 七、归属母公司所有者净利润  | 284         | 770         | 971         | 1254        |
| 股本（百万）         | 613         | 736         | 736         | 736         |
| <b>每股收益（元）</b> | <b>0.46</b> | <b>1.05</b> | <b>1.32</b> | <b>1.71</b> |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

### 3、2010 年 RNAV10.8 元，当前股价折价 32%

按当前房价计算，公司 10 年的 RNAV 是 10.8 元，当前股价相对 RNAV 折价 32%。

**表 5：冠城大通 RNAV 测算**

|                |             |
|----------------|-------------|
| 开发项目评估溢价（亿元）   | 59.2        |
| 长期股权投资评估溢价（亿元） | 1.8         |
| 帐面净资产（亿元）      | 18.4        |
| 重估净资产（亿元）      | 79.4        |
| 总股本（亿股）        | 7.4         |
| <b>RNAV</b>    | <b>10.8</b> |

资料来源：招商证券研发中心

### 4、三重催化剂

一是配股获批：2009 年 7 月 28 日公司提出配股融资方案，以公司截止 2009 年 6 月 30 日总股本 6.13 亿股为基数，按每 10 股配 3 股的比例向全体股东配售，控股股东福建丰榕投资有限公司承诺以现金全额认配其应认配的股份。配股预计募集资金净额计划不超过 16 亿元，募投项目为太阳宫 C 区。目前，配股方案尚在证监会审核当中；

二是海科建股权增持：北京海淀科技园建设股份有限公司是 2000 年成立的一家大型国有控股股份制企业，宗旨是按照北京市、海淀区两级政府建设中关村科技园区的战略部署和建设发展总体规划要求，对中关村科技园区内的建设项目进行一级土地开发，同时也进行二级开发。公司于 2007 年以 1.78 亿元的价格收购海科建 28% 股权，并于 2007 年 10 月公告拟受让北京海开房地产集团（9%）和北京海淀区商业设施建设经营公司（12%）海科健的股权；

三是北京太阳星城和冠城名敦道项目售价超预期。



## 5、首次给予“强烈推荐-A”评级

给予公司 2010 年 15 倍 PE，目标价 15.75 元，首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。

## 6、风险提示

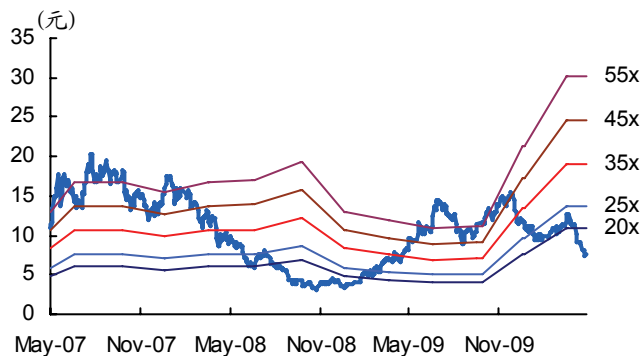
房地产市场，尤其是北京市场调整，导致北京项目销售放缓。

表 6：重点公司估值表

|       | 股价   | 每股净资产 | PB  | RNAV | P/RNAV | 10EPS | 10PE | 评级     |
|-------|------|-------|-----|------|--------|-------|------|--------|
| 招商地产  | 15.8 | 9.70  | 1.6 | 28.4 | 0.56   | 1.60  | 9.9  | 强烈推荐—A |
| 金融街   | 8.3  | 6.29  | 1.3 | 16.4 | 0.51   | 0.70  | 11.9 | 强烈推荐—A |
| 世茂股份  | 10.3 | 5.30  | 1.9 | 22.9 | 0.45   | 1.11  | 9.2  | 强烈推荐—A |
| 鲁商置业  | 7.3  | 0.65  | 11  | 7.9  | 0.92   | 0.81  | 9.0  | 强烈推荐—A |
| 苏宁环球  | 8.1  | 1.69  | 4.8 | 12.0 | 0.68   | 0.96  | 8.4  | 强烈推荐—A |
| 华业地产  | 5.7  | 3.25  | 1.8 | 10.6 | 0.54   | 0.50  | 11.4 | 强烈推荐—A |
| 世联地产  | 25.4 | 8.36  | 3.0 |      |        | 1.73  | 14.7 | 强烈推荐—A |
| 万科 A  | 7.3  | 3.55  | 2.0 | 8.1  | 0.90   | 0.69  | 10.5 | 审慎推荐—A |
| 保利地产  | 10.7 | 5.53  | 1.9 | 14.9 | 0.72   | 1.33  | 8.0  | 审慎推荐—A |
| 金地集团  | 6.1  | 3.56  | 1.7 | 11.0 | 0.55   | 0.47  | 12.9 | 审慎推荐—A |
| 华发股份  | 10.4 | 6.40  | 1.6 | 22.4 | 0.46   | 1.00  | 10.4 | 审慎推荐—A |
| 北京城建  | 11.8 | 6.60  | 1.8 | 20.9 | 0.57   | 1.23  | 9.6  | 审慎推荐—B |
| ST 松江 | 6.9  | 1.20  | 5.8 | 6.1  | 1.14   | 0.75  | 9.3  | 审慎推荐—A |
| 格力地产  | 8.0  | 2.98  | 2.7 | 9.5  | 0.85   | 0.90  | 8.9  | 审慎推荐—A |
| 新湖中宝  | 4.9  | 1.24  | 3.9 | 5.1  | 0.97   | 0.37  | 13.3 | 审慎推荐—A |
| 龙元建设  | 10.4 | 4.89  | 2.1 |      |        | 0.63  | 16.4 | 审慎推荐—A |
| 浙江广厦  | 5.8  | 2.17  | 2.6 | 5.1  | 1.13   | 0.43  | 13.4 | 审慎推荐—A |
| 张江高科  | 10.1 | 3.74  | 2.7 | 14.2 | 0.72   | 0.60  | 16.9 | 审慎推荐—A |
| 浦东金桥  | 9.7  | 3.97  | 2.5 | 13.0 | 0.75   | 0.46  | 21.2 | 审慎推荐—A |
| 滨江集团  | 9.6  | 2.66  | 3.6 | 12.7 | 0.76   | 0.79  | 12.1 | 审慎推荐—A |
| 信达地产  | 6.7  | 3.45  | 1.9 | 8.0  | 0.84   | 0.6   | 11.2 | 审慎推荐—A |
| 荣盛发展  | 13.1 | 4.37  | 3.0 | 16.4 | 0.80   | 1.01  | 12.9 | 审慎推荐—A |
| 首开股份  | 13.3 | 8.51  | 1.6 | 18.5 | 0.72   | 1.18  | 11.2 | 审慎推荐—A |

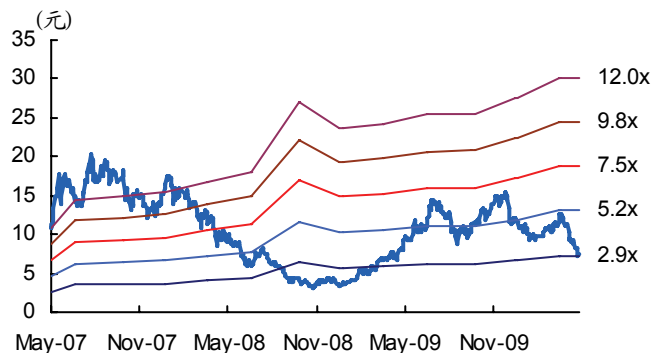
资料来源：招商证券研发中心

图 1：冠城大通历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：冠城大通历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

**参考报告:**

**中国当代房地产研究专题系列:**

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

**海外房地产企业研究专题系列:**

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

**全球房地产月报系列:**

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》2010/01/25
- 《全球房地产行业 2010 年 3 月月报》2010/04/22

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 6510        | 9942         | 13828        | 11739        | 13885        |
| 现金             | 748         | 2298         | 300          | 3412         | 5946         |
| 交易性投资          | 3           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 61          | 47           | 77           | 63           | 74           |
| 应收款项           | 311         | 420          | 613          | 505          | 589          |
| 其它应收款          | 410         | 86           | 153          | 126          | 147          |
| 存货             | 4627        | 6155         | 12081        | 7232         | 6683         |
| 其他             | 350         | 935          | 604          | 402          | 446          |
| <b>非流动资产</b>   | 867         | 794          | 572          | 537          | 508          |
| 长期股权投资         | 180         | 180          | 180          | 180          | 180          |
| 固定资产           | 395         | 388          | 356          | 325          | 298          |
| 无形资产           | 28          | 27           | 25           | 22           | 20           |
| 其他             | 264         | 198          | 12           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>    | <b>7377</b> | <b>10736</b> | <b>14400</b> | <b>12275</b> | <b>14392</b> |
| <b>流动负债</b>    | 4660        | 7379         | 10265        | 7113         | 7889         |
| 短期借款           | 2670        | 1504         | 596          | 500          | 500          |
| 应付账款           | 494         | 600          | 2416         | 1607         | 1782         |
| 预收账款           | 82          | 4245         | 6040         | 4018         | 4455         |
| 其他             | 1414        | 1030         | 1213         | 988          | 1152         |
| <b>长期负债</b>    | 1010        | 1314         | 1314         | 1314         | 1314         |
| 长期借款           | 998         | 1312         | 1312         | 1312         | 1312         |
| 其他             | 12          | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>负债合计</b>    | <b>5669</b> | <b>8693</b>  | <b>11579</b> | <b>8426</b>  | <b>9203</b>  |
| 股本             | 613         | 613          | 736          | 736          | 736          |
| 资本公积金          | 283         | 289          | 228          | 228          | 228          |
| 留存收益           | 552         | 787          | 1465         | 2436         | 3690         |
| 少数股东权益         | 260         | 354          | 393          | 450          | 536          |
| 母公司所有者权益       | 1447        | 1689         | 2428         | 3399         | 4654         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>7377</b> | <b>10736</b> | <b>14400</b> | <b>12275</b> | <b>14392</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008         | 2009          | 2010E         | 2011E       | 2012E       |
|----------------|--------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(334)</b> | 3033          | <b>(1136)</b> | 3220        | 2519        |
| 净利润            |              |               | 770           | 971         | 1254        |
| 折旧摊销           |              |               | 48            | 44          | 40          |
| 财务费用           |              |               | 13            | 3           | <b>(26)</b> |
| 投资收益           |              |               | 0             | 0           | 0           |
| 营运资金变动         |              |               | <b>(1998)</b> | 2144        | 1165        |
| 其它             |              |               | 31            | 58          | 85          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(109)</b> | 191           | 179           | <b>(10)</b> | <b>(10)</b> |
| 资本支出           |              |               | <b>(10)</b>   | <b>(10)</b> | <b>(10)</b> |
| 其他投资           |              |               | 189           | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | 70           | <b>(1751)</b> | <b>(1041)</b> | <b>(99)</b> | 26          |
| 借款变动           |              |               | <b>(997)</b>  | <b>(96)</b> | 0           |
| 普通股增加          |              |               | 123           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         |              |               | <b>(61)</b>   | 0           | 0           |
| 股利分配           |              |               | <b>(92)</b>   | 0           | 0           |
| 其他             |              |               | <b>(13)</b>   | <b>(3)</b>  | 26          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(374)</b> | 1473          | <b>(1998)</b> | 3112        | 2535        |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008       | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E       |
|------------------|------------|------|-------|-------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | 4486       | 4393 | 7669  | 6307  | 7365        |
| 营业成本             | 3689       | 3572 | 6040  | 4018  | 4455        |
| 营业税金及附加          | 240        | 195  | 433   | 723   | 930         |
| 营业费用             | 61         | 68   | 97    | 83    | 94          |
| 管理费用             | 79         | 80   | 130   | 110   | 125         |
| 财务费用             | 79         | 40   | 13    | 3     | <b>(26)</b> |
| 资产减值损失           | 30         | 18   | 0     | 0     | 0           |
| 公允价值变动收益         | <b>(0)</b> | 0    | 0     | 0     | 0           |
| 投资收益             | 19         | 27   | 0     | 0     | 0           |
| <b>营业利润</b>      | 328        | 449  | 956   | 1371  | 1787        |
| 营业外收入            | 4          | 21   | 123   | 0     | 0           |
| 营业外支出            | 3          | 0    | 0     | 0     | 0           |
| <b>利润总额</b>      | 329        | 469  | 1079  | 1371  | 1787        |
| 所得税              | 107        | 121  | 270   | 343   | 447         |
| <b>净利润</b>       | 222        | 348  | 809   | 1028  | 1341        |
| 少数股东损益           | 48         | 64   | 39    | 57    | 86          |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 174        | 284  | 770   | 971   | 1254        |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.28       | 0.46 | 1.05  | 1.32  | 1.71        |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | -3%   | -2%   | 75%   | -18%  | 17%   |
| 营业利润           | 2%    | 37%   | 113%  | 43%   | 30%   |
| 净利润            | -16%  | 63%   | 172%  | 26%   | 29%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 17.8% | 18.7% | 21.2% | 36.3% | 39.5% |
| 净利率            | 3.9%  | 6.5%  | 10.0% | 15.4% | 17.0% |
| ROE            | 12.0% | 16.8% | 31.7% | 28.6% | 27.0% |
| ROIC           | 4.5%  | 7.3%  | 15.4% | 18.2% | 18.9% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 76.9% | 81.0% | 80.4% | 68.6% | 63.9% |
| 净负债比率          | 58.8% | 27.1% | 13.2% | 14.8% | 12.6% |
| 流动比率           | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.7   | 1.8   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.5   | 0.2   | 0.6   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.6   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 1.0   | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 1.1   |
| 应收帐款周转率        | 12.7  | 12.0  | 14.8  | 11.3  | 13.5  |
| 应付帐款周转率        | 8.5   | 6.5   | 4.0   | 2.0   | 2.6   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.28  | 0.46  | 1.05  | 1.32  | 1.71  |
| 每股经营现金         | -0.55 | 4.95  | -1.54 | 4.38  | 3.42  |
| 每股净资产          | 2.36  | 2.76  | 3.30  | 4.62  | 6.33  |
| 每股股利           | 0.10  | 1.10  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 25.9  | 15.9  | 7.0   | 5.6   | 4.3   |
| PB             | 3.1   | 2.7   | 2.2   | 1.6   | 1.2   |
| EV/EBITDA      | 50.8  | 43.0  | 21.9  | 15.7  | 12.3  |

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**贾祖国**，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

**孟群**，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。