

分析师： 苏雪晶 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209010200

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

股权激励预期内，关注未来收购

事件描述与点评

冠城大通今日发布股权激励方案，其主要内容为：

- 激励计划拟授予的股票期权数量共 2000 万份，涉及标的股票数量占公司股本总额的比例为 2.72%；
- 本次股票期权的行权价格为 10.39 元，即满足行权条件后，激励对象获授的每份期权可以 10.39 元的价格购买一股公司股票；
- 行权条件为：公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%；公司 2010、2011、2012 年扣除非经营性损益后的净利润与 2009 年扣除非经营性损益后的净利润相比，增长率不低于 25%、55%、95%。

事件点评：

- 公司在这个时候推出股权激励计划基本在预期之内，行权条件方面根据我们的预测未来三年公司业绩将会达到行权的条件，另外在行权价格的设定方面彰显了公司管理层对于未来的信心。
- 上半年的销售主要来自北京 B 区两栋楼总计 6 万平米，预计销售金额超过 20 个亿，另外苏州的项目剩余的尾盘（现房）在卖。下半年推盘方面，太阳星城 C 区，B 区一栋面积 3 万可首，南京项目可以推出 10 万平米，名敦道可以推出一万平米纯住宅，3 万平米的商业，下半年可售面积将在 20 万平方米左右。
- 公司董事长年初曾经公开表态 2010 年是冠城大通第二个五年计划的元年，公司目标是在未来 5 年实现净资产规模 100 亿元，要实现第二个五年计划，并购是一个重要的途径。我们认为公司未来并购时有可能的，在海科健的股权上存在进一步增持的可能。海科健目前仍有一级开发 120 万平米，二级项目开发有 80 万平米，二级项目每年按照投资收益 8%协议开发，所以大部分并没有结算。另外，我们了解到福清的创意园项目进展顺利，未来将成为新的利润增长点。
- 公司 10 年可结算重点是太阳星城 B 区、苏州项目。11 年结算重点是南京项目，广渠门以及太阳星城 C 区。预计公司 10-11 年每股收益分别为 0.80，1.23，对应目前股价 PE 分别为 12.98，8.47 倍，考虑到公司未来三年净利润复合增长率高速增长，维持“推荐”评级。

第一，股权激励计划彰显管理层信心

公司在这个时候推出股权激励计划基本在预期之内，行权条件方面根据我们的预测未来三年公司业绩将会达到行权的条件，另外在行权价格的设定方面彰显了公司管理层对于未来的信心。

表 1：激励计划分配

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万股）	占授予的股权期权总量的比例（%）	标的股票占授予时公司总股本的比例（%）
----	----	----	---------------	------------------	---------------------

1	刘 华	董事、常务副总经理	205	10.25	0.28
2	韩国建	副总裁	205	10.25	0.28
3	官伟源	副总裁	205	10.25	0.28
4	林思雨	副总裁	205	10.25	0.28
5	商建光	董事	50	2.50	0.07
6	林 湜	财务总监	180	9.00	0.24
7	肖林寿	董事会秘书	180	9.00	0.24
8	其他 29 名激励对象		770	38.50	1.05
	总计		2000	100%	2.72%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：各行权期行权比例

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自授予日后起满一年后的下一交易日起至以后可行权年度	40%
第二个行权期	自授予日后起满两年后的下一交易日起至以后可行权年度	30%
第三个行权期	自授予日后起满三年后的下一交易日起至以后可行权年度	30%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司上半年销售良好，结转面积有保障

上半年的销售主要来自北京 B 区两栋楼总计 6 万平米，预计销售金额超过 20 个亿，另外苏州的项目剩余的尾盘（现房）在卖。下半年推盘方面，太阳星城 C 区，B 区一栋面积 3 万可售，南京项目可以推出 10 万平米，名敦道可以推出一万平米纯住宅，3 万平米的商业，下半年可售面积将在 20 万平方米左右。

表 3：公司上半年项目销售情况

项目名称	权益	城市	行政区域	销售状态	物业类型	开盘时间	2010 年以来批准 上市面积 (m²)	2010 年以来成交 面积 (m²)	成交均价
太阳星城	100%	北京	朝阳	在售	普通住宅	2009-7-31	-	35594.26	35873
冠城水岸风景	100%	苏州	相城	在售	普通住宅	2009-7-4	5784.99	3921.22	9000

资料来源：长江证券研究部

表 4：冠城大通结算进度预测

名称	权益	规划建筑面积	未未结算面积	10 年结算面积	11 年结算面积	12 年结算面积
北京太阳星城 F 区	95%	40.46	2.54	2.54		
北京太阳星城 B 区	100%	46.37	41.4	25.74	5	10.66
北京太阳星城 C 区	100%	32.8	28.19		15.98	12.21
北京太阳星城 E 区	100%	15.56	0.6	0.6		
冠城名敦道(广渠门)	80%	56.16	11.26	3	8.28	
桂林清秀庭院	75%	4.88	1.95	1.95		
冠城鼓楼庭院	100%	10.56	0.36	0.36		
福州井大路以西	100%	2.6795	2.6795			

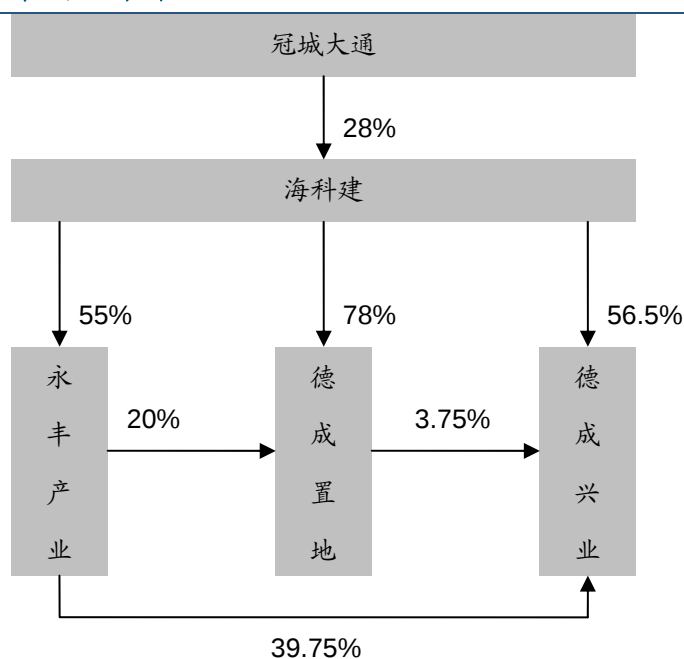
衡阳冠城江景项目	51%	5.63	0.65		
衡阳朱陵阁项目	51%	0.78	0.71		
南京万盛置业项目	80%	85	83.42	8	10
苏州相城区黄埭镇	100%	15.3	15.3		
苏州华事达项目	100%	12	4.31	4.31	
深圳月亮湾	70%	25	20.57		

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，关注公司未来收购

公司董事长年初曾经公开表态 2010 年是冠城大通第二个五年计划的元年,公司目标是在未来 5 年实现净资产规模 100 亿元,要实现第二个五年计划,并购是一个重要的途径。我们认为公司未来并购时有可能的,在海科健的股权上存在进一步增持的可能。海科健目前仍有一级开发 120 万平米,二级项目开发有 80 万平米,二级项目每年按照投资收益 8%协议开发,所以大部分并没有结算。另外,我们了解到福清的创意园项目进展顺利,未来将成为新的利润增长点。

图 1：海科健及子公司股权关系图



资料来源：长江证券研究部

第四，盈利预测与评级

公司 10 年可结算重点是太阳星城 B 区、苏州项目。11 年结算重点是南京项目，广渠门以及太阳星城 C 区。预计公司 10-11 年每股收益分别为 0.80, 1.23, 对应目前股价 PE 分别为 12.98, 8.47 倍, 考虑到公司未来三年净利润复合增长率高速增长, 维持“推荐”评级。自从我们推荐冠城大通以来已有 40% 的涨幅。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4393	7245	9670	10165	货币资金	2298	1904	2160	2965
营业成本	3572	5311	6474	6350	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	822	1934	3195	3815	应收账款	506	887	1183	1244
% 营业收入	18.7%	26.7%	33.0%	37.5%	存货	6155	8356	11435	12399
营业税金及附加	195	724	1257	1321	预付账款	935	1284	1461	1408
% 营业收入	4.4%	10.0%	13.0%	13.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	68	109	193	203	流动资产合计	9942	12510	16346	18128
% 营业收入	1.5%	1.5%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	80	130	193	203	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	长期股权投资	180	180	180	180
财务费用	40	50	65	63	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	固定资产合计	390	381	398	425
资产减值损失	18	-31	0	0	无形资产	27	26	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	184	184	184	184
投资收益	27	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	449	951	1486	2024	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	10.2%	13.1%	15.4%	19.9%	资产总计	10736	13290	17141	18948
营业外收支	21	0	0	0	短期贷款	1593	0	0	0
利润总额	469	951	1486	2024	应付款项	859	1170	1331	1283
% 营业收入	10.7%	13.1%	15.4%	19.9%	预收账款	4245	7027	9379	9860
所得税费用	121	238	372	506	应付职工薪酬	2	5	5	5
净利润	348	713	1115	1518	应交税费	105	337	570	640
归属于母公司所有者					其他流动负债	575	772	897	870
的净利润	283.7	589.3	906.8	1234.6	流动负债合计	7379	9311	12182	12657
少数股东损益	64	124	208	283	长期借款	1312	1312	1312	1312
EPS（元/股）	0.39	0.80	1.23	1.68	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	3033	1359	505	1114	负债合计	8693	10623	13495	13970
取得投资收益	26	0	0	0	归属于母公司	1689	2190	2960	4010
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-40	0	0	0	少数股东权益	354	477	685	969
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2042	2667	3646	4978
固定资产投资	23	-22	-48	-61	负债及股东权益	10736	13290	17141	18948
其他	209	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	191	-22	-48	-61		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.386	0.801	1.233	1.679
股权融资	30	0	0	0	BVPS	2.76	3.57	4.02	5.45
银行贷款增加（减少）	-1430	-1593	0	0	PE	26.94	12.97	8.43	6.19
筹资成本	287	-139	-201	-248	PEG	0.43	0.20	0.13	0.10
其他	-638	0	0	0	PB	3.77	2.91	2.58	1.91
筹资活动现金流净额	-1751	-1732	-201	-248	EV/EBITDA	15.93	6.83	4.29	2.82
现金净流量	1473	-395	256	805	ROE	16.8%	26.9%	30.6%	30.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。