

强烈推荐-A (维持)

冠城大通 600067.SH

目标估值: 15.30 元

当前股价: 10.39 元

2010 年 7 月 29 日

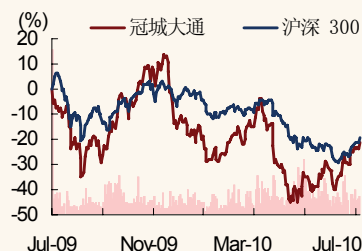
股权激励方案点评

基础数据

上证综指	2634
总股本(万股)	73550
已上市流通股(万股)	72705
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	76
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	17	11	-22
相对表现	12	22	2



相关报告

1、《冠城大通(600067)——北京沉淀资源释放,业绩增长高且确定性高》2010/05/12

2、《冠城大通(600067)——公司高增长无忧》2010/06/16

贾祖国

010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

孟群

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn

2010 年 7 月 29 日公司推出了股权激励方案,进一步加强了我们对公司的信心。我们认为公司属于典型的高增长、低估值、有故事的公司,维持公司股票“强烈推荐-A”评级。

- **事件:** 2010 年 7 月 29 日,公司发布管理层股权激励草案。计划分三期授予激励对象共 2000 万份股票期权,行权价格 10.39 元。行权条件是扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%,2010-2012 年扣除非经常性损益后的净利润与 2009 年相比,增长率分别不低于 25%、55%和 95%;
- **评论 1: 草案通过可能性很大:** 草案尚需证监会和股东大会审议。管理层激励有助于管理层和股东利益达成一致,多方互赢;
- **评论 2: 股权激励提供保底业绩:** 在总股本不变情况下,行权条件所对应的 2010-2012 年扣除非经常性损益之后的 EPS 分别为 0.45 元、0.56 元和 0.70 元。我们认为就目前公司旗下项目的销售来看,达到行权条件没问题;
- **评论 3: 行权价格提振信心,强化公司释放业绩并提升股价的动力:** 管理层行权价格 10.39 元。第一期行权日应该在 2011 年下半年。我们认为地产行业估值受到政策和行业利润率下降影响而难以提高,2011 年 10 倍 PE 要求 EPS1.04 元以上,15 倍 PE 要求 EPS0.7 元以上。公司需要释放业绩,以便于提升股价;
- **评论 4: 投资亮点: 公司属于典型的高增长、低估值、有故事的公司。** 第一,公司未来三年主售项目均在北京,是 2002 年以前拿地,地理位置好而不愁销售;第二,业绩高确定高增长,按最保守的房价和结算面积预计,公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.02 元、1.59 元和 2.04 元,复合增长率高达 64%;第三,海西项目空间较大;
- **业绩预测与投资评级:** 预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.02 元、1.59 元和 2.04 元。给予公司 2010 年 15 倍 PE,目标价 15.3 元。维持“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	6980	7619	8184
同比增长	-3%	-2%	59%	9%	7%
营业利润(百万元)	328	449	933	1621	2072
同比增长	2%	37%	108%	74%	28%
净利润(百万元)	174	284	747	1172	1503
同比增长	-16%	63%	164%	57%	28%
每股收益(元)	0.28	0.46	1.02	1.59	2.04
PE	36.6	22.5	10.2	6.5	5.1
PB	4.4	3.8	3.0	2.0	1.5

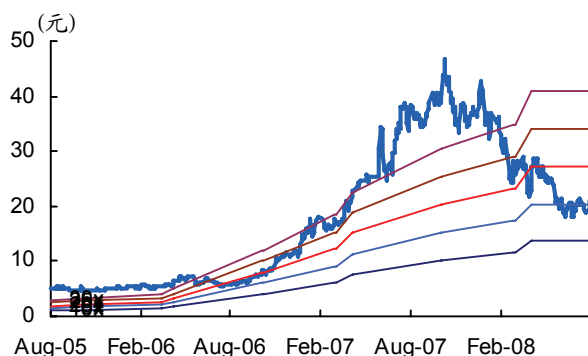
资料来源: 招商证券

表 1: 重点公司估值表

	股价	每股净资产	P/B	RNA V	P/RNA V	房价下跌 30% 后 RNAV	P/调整后 RNAV	10EPS	10PE	11EPS	11PE	评级
服务业												
世联地产	29.3	4.92	6.0					1.02	28.8	1.26	23.3	强烈推荐—A
商业												
中国国贸	11.6	4.4	2.6	14.1	0.8			0.17	68.2	0.6	20.0	强烈推荐—A
开发加持有												
金融街	7.8	5.16	1.5	13.4	0.58	10.0	0.8	0.57	13.7	0.76	10.3	强烈推荐—A
世茂股份	14.5	5.33	2.7	22.9	0.63	11.4	1.3	1.11	13.0	1.40	10.3	强烈推荐—A
张江高科	10.2	3.94	2.6	14.2	0.72	13.5	0.8	0.60	17.0	0.68	15.0	审慎推荐—A
浦东金桥	11.2	4.03	2.8	13.0	0.86	12.4	0.9	0.46	24.2	0.52	21.4	审慎推荐—A
开发类												
荣盛发展	10.8	2.73	4.0	10.3	1.05	6.8	1.6	0.63	17.1	1.03	10.5	强烈推荐—A
冠城大通	10.4	2.50	4.2	8.6	1.21	4.4	2.4	1.02	10.2	1.59	6.5	强烈推荐—A
格力地产	10.0	2.98	3.4	9.5	1.05	8.0	1.3	0.57	17.5	0.73	13.7	强烈推荐—A
首开股份	17.3	8.51	2.0	18.5	0.93	11.8	1.5	1.18	14.6	1.60	10.8	强烈推荐—A
金地集团	7.1	3.56	2.0	11.0	0.65	3.9	1.8	0.47	15.1	0.65	11.0	强烈推荐—A
鲁商置业	8.8	0.65	14	7.9	1.11	4.2	2.1	0.81	10.9	1.15	7.7	强烈推荐—A
福星股份	10.5	5.54	1.9	11.9	0.88	7.3	1.4	0.70	15.0	0.89	11.8	强烈推荐—A
苏宁环球	10.5	1.79	5.9	12.0	0.87	7.0	1.5	0.96	10.9	1.21	8.7	强烈推荐—A
华业地产	7.0	3.25	2.1	10.6	0.66	9.4	0.7	0.50	13.9	0.77	9.0	强烈推荐—A
招商地产	19.0	9.70	2.0	28.4	0.67	16.3	1.2	1.60	11.9	1.60	11.9	审慎推荐—A
万科 A	8.3	3.55	2.3	8.1	1.03	5.7	1.5	0.69	12.0	0.80	10.4	审慎推荐—A
保利地产	13.0	5.53	2.4	14.9	0.87	8.2	1.6	1.02	12.7	1.29	10.1	审慎推荐—A
北京城建	14.0	6.60	2.1	20.9	0.67	16.8	0.8	1.23	11.4	1.28	10.9	审慎推荐—B
天津松江	8.1	1.20	6.8	6.1	1.33	5.3	1.5	0.75	10.8	1.29	6.3	审慎推荐—A
新湖中宝	5.4	1.24	4.4	5.1	1.07	4.7	1.2	0.37	14.8	0.86	6.3	审慎推荐—A
龙元建设	10.2	4.89	2.1					0.63	16.3	1.09	9.4	审慎推荐—A
浙江广厦	5.4	2.17	2.5	5.1	1.07	4.1	1.3	0.43	12.7	0.48	11.3	审慎推荐—A
滨江集团	11.1	2.66	4.2	12.7	0.87	9.6	1.1	0.79	14.0	0.97	11.4	审慎推荐—A
信达地产	7.9	3.45	2.3	8.0	0.98	5.4	1.5	0.60	13.1	0.82	9.6	审慎推荐—A
苏州高新	6.3	3.06	2.1	6.2	1.02	5.7	1.1	0.45	14.1	0.49	12.9	审慎推荐—A
华丽家族	10.2	2.12	4.8	7.7	1.33	4.2	2.4	0.96	10.6	1.09	9.3	审慎推荐—A
亿城股份	5.2	2.92	1.8	6.4	0.80	3.9	1.3	0.49	10.5	0.58	8.9	审慎推荐—A
建发股份	7.4	2.28	3.2	7.7	0.95	4.7	1.6	0.49	15.1	0.61	12.2	审慎推荐—A
平均	10.6	3.8	3.5	11.6	0.9	7.9	1.4	0.8	14.1	1.0	10.9	

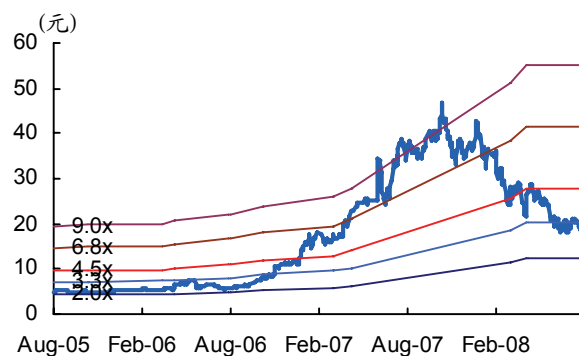
资料来源：招商证券研发中心

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——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:

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6510	9942	12610	13372	14885
现金	748	2298	878	3400	6470
交易性投资	3	0	0	0	0
应收票据	61	47	70	76	82
应收款项	311	420	558	610	655
其它应收款	410	86	140	152	164
存货	4627	6155	10443	8653	7045
其他	350	935	522	481	470
非流动资产	867	794	571	538	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	11	11	11
资产总计	7377	10736	13182	13910	15393
流动负债	4660	7379	8911	8423	8353
短期借款	2670	1504	500	500	500
应付账款	494	600	2089	1923	1879
预收账款	82	4245	5221	4807	4697
其他	1414	1030	1102	1193	1277
长期负债	1010	1314	1314	1314	1314
长期借款	998	1312	1312	1312	1312
其他	12	2	2	2	2
负债合计	5669	8693	10225	9737	9667
股本	613	613	736	736	736
资本公积金	283	289	289	289	289
留存收益	552	787	1534	2706	4209
少数股东权益	260	354	398	442	493
母公司所有者权益	1447	1689	2559	3730	5234
负债及权益合计	7377	10736	13182	13910	15393

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(334)	3033	(620)	2533	3051
净利润			747	1172	1503
折旧摊销			48	44	40
财务费用			8	0	(29)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(1460)	1273	1486
其它			36	44	51
投资活动现金流	(109)	191	179	(10)	(10)
资本支出			(10)	(10)	(10)
其他投资			189	0	0
筹资活动现金流	70	(1751)	(980)	(0)	29
借款变动			(1093)	0	0
普通股增加			123	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(9)	(0)	29
现金净增加额	(374)	1473	(1420)	2522	3070

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
营业收入	4486	4393	6980	7619	8184
营业成本	3689	3572	5221	4807	4697
营业税金及附加	240	195	532	883	1118
营业费用	61	68	140	149	158
管理费用	79	80	147	158	168
财务费用	79	40	8	0	(29)
资产减值损失	30	18	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	19	27	0	0	0
营业利润	328	449	933	1621	2072
营业外收入	4	21	123	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	329	469	1055	1621	2072
所得税	107	121	264	405	518
净利润	222	348	792	1216	1554
少数股东损益	48	64	44	44	51
母公司所有者净利润	174	284	747	1172	1503
EPS (元)	0.28	0.46	1.02	1.59	2.04

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-3%	-2%	59%	9%	7%
营业利润	2%	37%	108%	74%	28%
净利润	-16%	63%	164%	57%	28%
获利能力					
毛利率	17.8%	18.7%	25.2%	36.9%	42.6%
净利率	3.9%	6.5%	10.7%	15.4%	18.4%
ROE	12.0%	16.8%	29.2%	31.4%	28.7%
ROIC	4.5%	7.3%	14.8%	20.3%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	76.9%	81.0%	77.6%	70.0%	62.8%
净负债比率	58.8%	27.1%	13.7%	13.0%	11.8%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.4	0.5	0.2	0.6	0.9
营运能力					
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	0.8	1.0
应收帐款周转率	12.7	12.0	14.3	13.0	12.9
应付帐款周转率	8.5	6.5	3.9	2.4	2.5
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.46	1.02	1.59	2.04
每股经营现金	-0.55	4.95	-0.84	3.44	4.15
每股净资产	2.36	2.76	3.48	5.07	7.12
每股股利	0.10	1.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	36.6	22.5	10.2	6.5	5.1
PB	4.4	3.8	3.0	2.0	1.5
EV/EBITDA	56.3	47.6	24.9	14.8	11.8

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。