

冠城大通 (600067): 如期高增长, 将受益前海和海西规划

郑庆平 SAC 执业证书编号: S0120208060039

黄玉梅 huangym@tebon.com.cn 8621-68761616-8288

事项:

公司公布了2010年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入27.75亿元, 同比增长71.93%; 主营业务收入27.10亿元, 较上年同期数增长71.19%; 实现利润总额3.04亿元, 较上年同期数增长94.87%; 实现归属于母公司的净利润2.09亿元, 较上年同期数增长122.34%。折合EPS0.28元。

点评:

业绩如期高增长。房地产业务实现结算面积6 万 m^2 , 实现主营业务收入8.83 亿元, 较上年同期增长17.73%, 实现净利润2.27 亿元。漆包线业务产销量、净利润增加主要是受国内宏观经济回稳上升的影响, 实现主营业务收入18.27 亿元, 同比增长119.40%, 实现净利润2060.09 万元。

- 房地产业务: 太阳星城B区结算6亿, 销售均价24600元/ m^2 。预计B区1-8栋出售给中信信托的项目将在今年结算。广渠门项目结算1.2亿, 平均单价较低, 主要是A区写字楼及A 区1#地下车库出售给北京石油整体出售。本期内实现毛利率48.43%, 同比提升了13.36个百分点。我们预计明年结算的毛利率还将继续提高。
- 漆包线业务: 公司实现漆包线产量3.38 万吨, 同比增长45.69%; 实现销售量3.31 万吨, 同比增长48.43%; 实现主营业务收入18,268.50 万元, 同比增长119.40%; 实现净利润2060.09 万元。

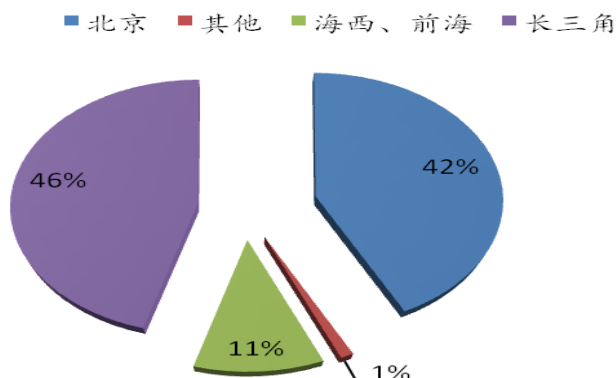
图表 1 2010年上半年结算面积

	结算面积 (万 m^2)	结算收入 (亿)	销售均价 (元/ m^2)	净利润 (亿)
太阳星城B区	2.48	6.10	24600	1.78
苏州冠城水岸风景	1.30	0.82	6300	0.13
桂林青秀庭院	1.04	0.51	4900	0.06
冠城名敦道及其他	1.18	1.4	12000	0.3
合计	6	8.83	——	2.27

数据来源: 公司半年报, 德邦研究

起步福州, 立足京城, 再回归海西, 受益于海西规划和前海建设。公司目前可结算面积约200万 m^2 , 主要以北京为重点, 向经济发达地区稳步扩张, 包括环渤海(北京)、长三角、珠三角(前海地区)、海西经济区。公司年初签署了海西创意园区的开发, 积极参与海西经济建设。另外, 公司深圳月亮湾地块, 有望受益于前海建设。

图表 2 公司现有的项目储备分布



资料来源:德邦研究

- **月亮湾项目:** 该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/㎡,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 ㎡,规划建面205693 ㎡(其中,住宅91419㎡,商务公寓11427㎡,办公51240㎡,酒店51287㎡)。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。目前正处于前期规划阶段,我们认为随着前海深港合作区的推进和建设,该地块的价值将得到大大的提升。
- **海西文化创意园项目:** 2010年4月,公司与福建省福州市永泰县人民政府签定了海西文化创意产业园项目协议(意向)书,公司将参与拟规划建设“海西文化创意产业园”项目。该项目位于福州市郊,将打造为集广电、出版、报业杂志传媒、网络动漫、传统手工艺品、高新技术产品研发及休闲度假娱乐为一体的综合型园区。产业园面积初步预计约为215.5 公顷,其中用于产业园生活配套用地约为三分之一。我们认为短期内该项目不会对公司经营业绩产生影响,但是表明了公司看到海西经济区建设的前景,重回海西的战略意图,如该项目顺利开展,能为公司带来至少65万㎡的土地储备。

北京项目支持未来2-3年高增长,业绩可预见性强。上半年共实现销售面积 9.11 万㎡,实现销售额 19.24 亿元。从中国指数研究院统计数据显示,3月份太阳星城B区13-14号楼开盘,截止到6月份共实现销售收入约12亿,销售价格3.5万元/㎡以上,销售状况很好。截止到报告期,公司账面的预收账款53.78亿元,主要是太阳星城B区(42亿)、太阳星城C区(7.4亿)和冠城名敦道(4亿)。今后两年的业绩增长的可预见性强。

稳健经营战略。下半年,公司将以稳健经营为基础,稳步推进商品销售、土地储备等各项工作。公司目前的资产负债率80.96%,扣除预收账款为34.55%,资金状况较好。我们认同公司的经营策略,下半年地产调控还将持续,以公司目前的经营状况,稳步经营才能在大浪淘沙中长久生存。

给予“推荐”评级。我们预测,未来2010-2012年的EPS为0.95/1.39/1.79元。对应当前PE10 /6.87/5.35倍。当前估值便宜,股权激励的方案保证未来3年平均30%的增长,同时股权激励的行权价(10.39元)表明了管理层对公司价值的认定。公司未来的发展刺激因素:(1)海西和前海的建設將大幅提升公司土地儲備的價值。(2)增持海科健項目股權比例,將進一步打開公司的發展空間。(3)太陽星城D區目前正在做一級開發,預計年底掛牌。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	9,942	10,449	10,625	12,735	营业收入	4,393	8,341	7,891	9,037
现金	2,298	884	1,120	2,669	营业成本	3,572	6,417	4,918	5,139
					营业税金及附加				
应收账款	420	415	375	529	加	195	557	1,050	1,477
其他应收款	86	82	117	111	营业费用	68	99	94	108
预付款项	935	963	738	771	管理费用	80	132	125	143
存货	6,155	8,021	8,197	8,565	财务费用	40	38	20	7
其他流动资产	47	84	79	91	资产减值损失	18	0	0	0
					公允价值变动				
非流动资产	794	727	734	705	净收益	0	0	0	0
长期股权投资	50	115	147	131	投资净收益	27	0	0	0
固定资产	1	371	354	336	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	42	27	27	27	营业利润	449	1,099	1,684	2,165
其他非流动资产									
产	700	214	206	210	营业外净收支	21	0	0	0
资产总计	10,736	11,176	11,359	13,440	利润总额	469	1,099	1,684	2,165
流动负债	7,379	7,021	5,944	6,400	所得税	121	275	421	541
					未确认的投资				
短期借款	1,504	1,500	1,000	1,000	损失	0	0	0	0
应付账款	600	683	300	728	净利润	348	824	1,263	1,624
其他流动负债	5,275	4,838	4,644	4,672	少数股东损益	64	124	240	308
					归属母公司净				
非流动负债	1,314	1,319	1,317	1,318	利润	284	700	1,023	1,315
长期借款	1,312	1,312	1,312	1,312	EBITDA	520	1,154	1,722	2,189
其他非流动负									
债	2	7	5	6	EPS (元)	0.46	0.95	1.39	1.79
负债合计	8,693	8,340	7,260	7,717					
少数股东权益	354	477	717	1,026	主要财务比率				
股本	613	736	736	736	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	289	228	228	228	成长能力				
留存收益	786	1,395	2,418	3,733	营业收入	-2.1%	89.9%	-5.4%	14.5%
归属母公司股东									
权益	1,689	2,358	3,382	4,697	营业利润	36.6%	144.9%	53.3%	28.5%
					归属于母公司				
负债和股东权益	10,736	11,176	11,359	13,440	净利润	63.1%	146.9%	46.1%	28.5%
					盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	18.7%	23.1%	37.7%	43.1%
					净利率(%)	6.5%	8.4%	13.0%	14.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	16.8%	29.7%	30.3%	28.0%
经营活动现金流	3,033	-1,293	785	1,541	ROIC(%)	14.7%	18.4%	25.0%	31.3%
净利润	348	824	1,263	1,624	偿债能力				
折旧摊销	31	17	17	17					

财务费用	40	38	20	7	资产负债率(%)	81.0%	74.6%	63.9%	57.4%
投资损失	-27	0	0	0	流动比率	1.35	1.49	1.79	1.99
营运资金变动	2,623	-2,167	-518	-106	速动比率	1.05	0.35	0.41	0.65
其他经营现金									
流	18	-5	2	-1	营运能力				
投资活动现金流	191	59	-29	15	总资产周转率	0.64	0.76	0.70	0.73
资本支出	388	0	0	0	净资产周转率	3.36	4.12	2.75	2.24
长期投资	133	-65	32	-16	每股指标(元)				
其他投资现金									
流	712	-6	3	-2	EPS	0.46	0.95	1.39	1.79
筹资活动现金流	-1,726	-180	-520	-7	每股净资产	2.76	3.21	4.60	6.39
					每股经营现金				
短期借款	-2,851	1,500	-500	0	流	4.95	-1.76	1.07	2.09
长期借款	-627	1,112	0	0	估值比率				
普通股增加	-54	308	0	0	P/E	20.66	10.04	6.87	5.35
资本公积增加	464	-242	0	0	P/B	3.47	2.98	2.08	1.50
其他筹资现金									
流	1,342	-2,858	-20	-7	P/S	0.93	0.84	0.89	0.78
现金净增加额	1,473	-1,414	236	1,549	EV/EBITDA	14.34	6.46	4.33	3.40

投资评级

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。