

冠城大通 (600067)

业绩锁定性强，关注海科建股权转让

——2010 年三季报点评及公司更新报告

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880209040413	S0880109074434

本报告导读：

关注海科建股权转让情况

投资要点：

- 前三季报实现 EPS 0.31 元，同比增长 31%。公司实现营业收入 38.5 亿元，净利润 2.5 亿元，同比增长 31%、50%。其中 2/3 收入来自于漆包线业务，但利润来源基本来自于房地产业务。
- 公司 3 季报账面现金 13 亿元，四季度可动用资金将明显增加。账面 13 亿加上沉淀在北京太阳宫 D 区一级开发的接近 20 亿资金，以及 10 月整售太阳宫 B 区部分的 7.8 亿，预计年底前可动用现金量可达 40 亿左右。
- 财务较为安全，扣除预收账款的真实资产负债率为 31%。公司资产负债率 81%，与年初持平；真实资产负债率 31%，较年初降低 10 个百分点；净负债率 67%，较年初上升 30 个百分点；现金 13 亿，较年初减少 10 亿。
- 充分的业绩锁定性，10、11 年业绩确定性高。三季报预收账款 59 亿元，加上 10 月份公告整售的北京太阳宫 C 区部分 7.8 亿元，公司账面锁定的销售收入达 68 亿元。除去卖给中石油 21.8 万平米 20.6 亿元销售额的太阳星城 B 区部分盈利能力较低，其余 57 亿销售盈利能力强。
- 关注海科建股权转让进程，公司目前持股海科建 28% 的股权。海科建目前储备主要位于北京，拥有大约 40 万平米的一级土地开发权及超过 20 万平米的二级土地开发权（另有约 20 万平米保障性住房开发权）。预计该项目由于是股权转让，获得的可能性较普通一级开发更高。
- 主要项目进程：北京太阳星城 B 区尚余 1 栋住宅及 2 万平米商业尚未销售；C 区除整售给凯德的 8 万平米外，10 月公告整售 2.9 万平米 7.5 亿；海西文化创意产业园一期目前正在拆迁中。
- 公司 RNAV 12.5 元，预计 2010-12 年分别为 EPS 0.81、1.22、1.64 元。公司业绩保障性强，10、11 年业绩基本完全锁定。考虑到有可能的海科建股权转让，以及随着太阳宫 D 区一级开发土地的上市临近，一方面 D 区沉淀的资金可以回笼，一方面在资源获取方面也有一定的优势。给予公司增持评级，目标价 13 元，与 RNAV 基本持平。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4486.12	4393.32	7361.02	6619.98	7297.98
(+/-)%	-3%	-2%	68%	-10%	10%
经营利润 (EBIT)	417.57	479.17	938.85	1260.91	1691.39
(+/-)%	7%	15%	96%	34%	34%
净利润	173.90	283.65	598.04	897.53	1207.45
(+/-)%	-16%	63%	111%	50%	35%
每股净收益 (元)	0.28	0.46	0.81	1.22	1.64
每股股利 (元)	0.08	0.05	0.09	0.13	0.18

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	7%	10%	11%	19%	22%
市盈率	35.25	21.61	12.30	8.19	6.09
股息率 (%)	0.8%	0.5%	0.9%	1.3%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：

目标价格：13.00

上次预测：

当前价格：10.35

2010.10.27

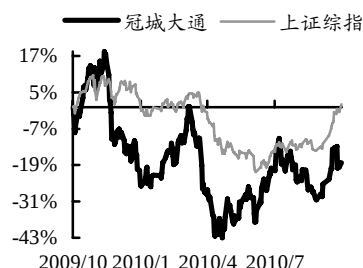
交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.12-18.20
总市值 (百万元)	7,612
总股本/流通 A 股 (百万股)	736/727
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	18
日均成交值 (百万元)	183

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,887
每股净资产	2.57
市净率	4.0
资产负债率	81%

52 周内股价走势图



相关报告

《靴子即将全部落地——9 月 29 日有关部委房地产调控政策措施点评》，2010.9.29

《新版房地产行业周报第 95 期（9.20-9.26）密切关注二次调控政策预期及其兑现》，2010.9.27

《带刺的玫瑰——重庆主城区首套按揭购房财政补助政策点评》，2010.9.17

《8 月 26-27 日深圳房地产行业专题策略会议纪要》，2010.8.30

行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的前景和出路》，2010.10.26

行业专题研究报告《高度关注深圳前海开发和城市更新进程》，2010.08.25

《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30

《靴子即将全部落地——9 月 29 日有关部委房地产调控政策措施点评》，2010.9.29

表 1: 利润丰厚

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2009Q3	2010Q3
主营业务收入增长率	76.3%	18.7%	-3.0%	-2.1%	-11.7%	31.0%
净利润增长率	85.7%	14.4%	-16.0%	63.1%	-14.5%	50.0%
经常性净利润增长率	87.1%	6.8%	-17.8%	56.0%	-21.6%	78.1%
毛利率	13.7%	12.9%	17.8%	18.7%	17.2%	15.9%
ROE	22.9%	21.9%	12.0%	16.8%	9.8%	12.3%
三项费用率	4.5%	4.1%	4.9%	4.3%	4.7%	4.2%
净利率	4.6%	4.5%	3.9%	6.5%	5.3%	6.0%
存货周转率	1.09	1.02	0.80	0.58	0.42	0.40

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2: 预售房款高达 59 亿, 业绩保障性极强

项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2009Q3	2010Q3
现金	862.6	1121.6	748.0	2298.4	1277.9	1293.8
每股经营性净现金流	-1.62	-0.95	-0.55	4.95	2.08	1.76
预售房款	310.5	381.8	82.2	4245.1	2569.9	5912.7
银行借款	3139	4386	4335	2905	2997	2552
银行借款/负债	71.1%	78.1%	76.5%	33.4%	39.9%	26.8%
速动比率	0.38	0.39	0.33	0.39	0.29	0.24
资产负债率	81.7%	82.7%	76.9%	81.0%	80.1%	81.0%
真实资产负债率	76.0%	77.1%	75.7%	41.4%	52.7%	30.7%
净负债率	287.8%	345.3%	247.8%	35.9%	109.7%	66.7%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 公司项目储备表

项目名称	产品类型	地理位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未结面积	权益比例	权益建面
北京太阳星城 F 区	住宅	北京	0.00	2.91	2.91	1.21	95%	1.15
北京太阳星城 B 区 1-8	住宅	北京	9.45	24.16	21.80	21.80	100%	21.80
北京太阳星城 B 区 9-14	住宅	北京	9.45	22.18	19.00	19.00	100%	19.00
北京太阳星城 C 区-凯德	写字楼	北京	5.69	7.98	7.98	7.98	100%	7.98
北京太阳星城 C 区太阳广场	写字楼、酒店	北京	5.69	26.80	20.20	20.20	100%	20.20
北京太阳星城 E 区	住宅	北京	4.59	0.92	0.92	0.22	100%	0.22
冠城名敦道	住宅	北京广	5.05	25.62	25.62	14.09	80%	11.27
月亮湾	住宅	深圳	4.96	24.00	24.00	24.00	70%	16.80
万盛新城	住宅	南京六合	60.00	85.00	85.00	85.00	80%	68.00
清秀花园	住宅	桂林	3.41	0.10	0.10	0.10	75%	0.08
清秀庭院	住宅	桂林	3.94	4.05	4.05	4.05	75%	3.04
鼓楼庭院	住宅	福州	5.87	12.48	12.48	0.48	100%	0.48
福州井大路项目	住宅	福州	0.54	2.68	2.68	2.68	100%	2.68
冠城江景	住宅	衡阳	0.61	0.74	0.74	0.74	51%	0.38
朱陵阁	住宅	衡阳	0.23	0.78	0.78	0.78	51%	0.40
宏业项目	住宅	苏州	6.69	12.00	12.00	12.00	100%	12.00
苏州黄埭镇项目	住宅	苏州	7.65	19.14	19.14	19.14	100%	19.14

海西文化创意产业园	住宅/创意产业	福州	202.00	70.00	70.00	70.00	100%	70.00
D 区一级开发	住宅	北京	12.00	25.00	25.00	25.00	100%	25.00
合计			347.82	366.53	354.40	328.47	91%	299.60

作者简介:**孙建平:**

经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004年1月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2009年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

工学硕士，毕业于清华大学土木工程系，2008年3月进入国泰君安证券研究所，从事地产行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		