

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lejd@cjsc.com.cn

股权收购加强北京布局

事件描述

冠城大通今日发布股权收购方案，其主要内容为：

- 公司受让海科建 21% 股权，交易完成后公司共持有海科建 49% 股权。交易价格为 3.11 亿元。

点评如下：

- **股权收购兑现预期**

我们此前多次指出公司目标是在未来 5 年实现净资产规模 100 亿元，要实现这个目标，并购是一个重要的途径。而海科健的股权是最有可能增持的。因此公司本次获得的 21% 的海科健实属预期之内，且交易价格较为合理。我们认为公司在未来仍然有较大可能性通过股权收购方式实现进一步扩张。

- **加强北京布局，符合公司战略**

从公司战略的角度来说，北京与海西将是公司主要耕耘的两个市场，进一步加强北京地区的土地储备一直是公司的目标，在北京地价高企的情况下通过股权收购显然是一种较为稳妥的方式。截至 2010 年 6 月 30 日，海科建及下属主要控股子公司正在开发和拟开发的项目包括“百旺杏林湾”、“百旺新城一期”共计约 80 万平方米的二级土地开发项目及百旺新城三期部分一级土地开发项目。据我们了解，由于前阶段销售，开发面积可能有一定缩减，但整体仍为非常优质的交易。

- **维持公司“推荐”评级**

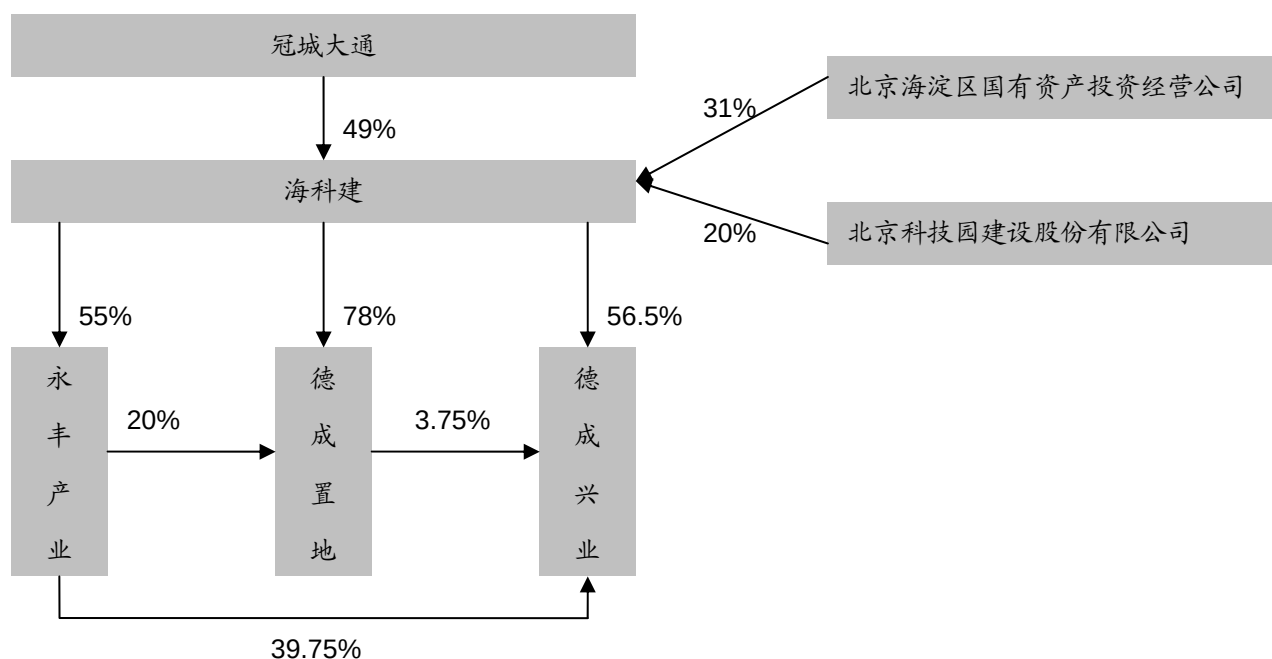
公司 10 年可结算重点是太阳星城 B 区以及苏州项目。11 年结算重点是南京项目，广渠门以及太阳星城 C 区。预计公司 10-11 年每股收益分别为 0.68，0.96，对应目前股价 PE 分别为 13.4，9.4 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，股权收购兑现预期

我们此前多次指出公司目标是在未来 5 年实现净资产规模 100 亿元，要实现这个目标，并购是一个重要的途径。而海科健的股权是最有可能增持的。因此公司本次获得的 21% 的海科健实属预期之内，且交易价格较为合理。我们认为公司在未来仍然有较大可能性通过股权收购方式实现进一步扩张。

图 1：海科健及子公司股权关系图（交易后）



资料来源：长江证券研究部

第二，加强北京布局，符合公司战略

从公司战略的角度来说，北京与海西将是公司主要耕耘的两个市场，进一步加强北京地区的土地储备一直是公司的目标，在北京地价高企的情况下通过股权收购显然是一种较为稳妥的方式。截至2010年6月30日，海科建及下属主要控股子公司正在开发和拟开发的项目包括“百旺杏林湾”、“百旺新城一期”共计约80万平方米的二级土地开发项目及百旺新城三期部分一级土地开发项目。据我们了解，由于前阶段销售，开发面积可能有一定缩减，但整体仍为非常优质的交易。

表1：公司在北京的项目情况（截止中报）

项目名称	公司权益	项目位置	状态	占地面积	总建筑面积	总可售面积	截止报告期末已确认收入面积	尚余面积
太阳星城F区	95%	北京东北三四环之间	完工	10.75	40.46	35.94	33.45	2.49
太阳星城B区	100%		在建	11.9	46.37	41.7	2.78	38.92
太阳星城C区	100%		在建	5.69	34.78	28.19	0	28.19
太阳星城E区	100%		完工	4.59	18.46	15.25	14.71	0.54
广渠门（冠城名敦道）项目"	80%	北京东二环广渠门桥	完工	5.05	33.13	28.78	18.26	10.52

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，维持公司“推荐”评级

公司10年可结算重点是太阳星城B区以及苏州项目。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0.68，0.96，对应目前股价PE分别为13.4，9.4倍，维持“推荐”评级。

表2：公司南京项目开盘销售情况(万盛·世纪新城)

月份	成交面积(m²)	成交套数(套)	成交均价(元/m²)	成交金额(元)
2010 年 12 月	14,963	180	5,563	83,231,860
2010 年 11 月	3,843	47	5,605	21,536,950

资料来源: cric, 长江证券研究部

表 3: 冠城水岸风景全年销售情况

月份	成交面积(m²)	成交套数(套)	成交均价(元/m²)	成交金额(元)
2010 年 12 月	1,144	8	7,375	8,437,436
2010 年 11 月	2,012	14	7,059	14,205,290
2010 年 10 月	3,706	26	7,178	26,604,140
2010 年 09 月	4,113	37	7,504	30,862,790
2010 年 08 月	4,210	37	8,000	33,681,840
2010 年 06 月	6,697	37	7,726	51,738,500
2010 年 05 月	686	5	7,400	5,077,658
2010 年 04 月	4,447	36	7,584	33,728,580
2010 年 03 月	2,489	22	6,900	17,175,950
2010 年 02 月	402	2	8,100	3,254,208
2010 年 01 月	1,392	12	6,000	8,350,620

资料来源: cric, 长江证券研究部

表 4: 太阳星城全年销售情况

月份	成交面积(m²)	成交套数(套)	成交均价(元/m²)	成交金额(元)
2011 年 01 月	605	5	40,771	24,684,050
2010 年 12 月	1,614	18	53,906	86,990,190
2010 年 11 月	2,638	23	37,377	98,599,340
2010 年 10 月	703	7	23,655	16,620,510
2010 年 09 月	2,832	26	36,183	102,464,600
2010 年 08 月	297	3	38,838	11,537,660
2010 年 07 月	310	2	37,591	11,638,610
2010 年 06 月	996	10	8,514	8,478,044
2010 年 05 月	317	3	31,047	9,849,110
2010 年 04 月	26,601	253	37,269	991,390,700
2010 年 03 月	4,726	39	33,795	159,703,000
2010 年 02 月	1,315	7	32,657	42,958,840
2010 年 01 月	2,539	19	27,118	68,862,340

资料来源: cric, 长江证券研究部

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	6846	8903	10530	货币资金	2298	2765	2241	1474
营业成本	3572	5451	6786	7760	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	822	1396	2117	2770	应收账款	506	796	1046	1250
% 营业收入	18.7%	20.4%	23.8%	26.3%	存货	6155	6998	10277	13671
营业税金及附加	195	342	534	632	预付账款	935	1430	1751	1996
% 营业收入	4.4%	5.0%	6.0%	6.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	68	103	178	211	流动资产合计	9942	12064	15412	18507
% 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	123	178	211	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	49	63	65	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	380	393	422
资产减值损失	18	11	2	-5	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	3	0	0
营业利润	449	767	1161	1656	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	10.2%	11.2%	13.0%	15.7%	资产总计	10736	12845	16203	19325
营业外收支	21	0	0	0	短期贷款	1593	0	0	0
利润总额	469	767	1161	1656	应付款项	859	1303	1595	1818
% 营业收入	10.7%	11.2%	13.0%	15.7%	预收账款	4245	6641	8636	10214
所得税费用	121	192	290	414	应付职工薪酬	2	5	6	7
净利润	348	576	871	1242	应交税费	105	187	289	366
归属于母公司所有者的净利润	283.7	498.8	708.5	1010.1	其他流动负债	575	853	1057	1208
少数股东损益	64	77	163	232	流动负债合计	7379	8989	11582	13613
EPS (元/股)	0.39	0.68	0.96	1.37	长期借款	1312	1312	1312	1312
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	3033	2203	-310	-487	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	26	0	0	0	负债合计	8693	10302	12895	14926
收回现金					归属于母公司	1689	2113	2715	3573
长期股权投资	-40	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	354	430	593	825
固定资产投资	23	-21	-45	-63	股东权益	2042	2543	3308	4398
其他	209	0	0	0	负债及股东权益	10736	12845	16203	19325
投资活动现金流净额	191	-21	-45	-63	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	30	0	0	0	EPS	0.386	0.678	0.963	1.373
银行贷款增加 (减少)	-1430	-1593	0	0	BVPS	2.76	3.45	3.69	4.86
筹资成本	287	-124	-169	-217	PE	23.57	13.40	9.44	6.62
其他	-638	0	0	0	PEG	0.45	0.25	0.18	0.13
筹资活动现金流净额	-1751	-1716	-169	-217	PB	3.30	2.64	2.46	1.87
现金净流量	1473	466	-524	-767	EV/EBITDA	14.08	6.17	4.58	3.71
					ROE	16.8%	23.6%	26.1%	28.3%

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
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。