

冠城大通 (600067): 收购海科建落定, 深化京城开发

房地产行业研究小组

联系人: 黄玉梅 8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

事项:

2011 年 1 月 19 日, 公司以 31,134.2577 万元总价格受让海科建 21% 股权, 其中北京海开房地产集团公司 (以下简称“海开公司”) 所持有的 9% 股权, 北京市海淀区商业设施建设经营公司 (以下简称“海商公司”) 所持有的 12% 股权。本次交易完成后, 公司共持有海科建 49% 股权, 成为其第一大股东。

点评:

收购海科建落定, 深化京城开发。本次股权的签订是对 07 年公司与“海商公司”和“海开集团”签订的《海科建股权转让意向》合同的落实。本次交易完成后海科建股东为: 冠城大通股份有限公司、北京海淀区国有资产投资经营公司、北京科技园建设股份有限公司, 分别持有北京海科建 49% 股权、31% 股权、20% 股权。

如果说 2003 年冠城大通开发太阳星城, 是立足京城的成名之作, 那么增持海科建股权, 将是公司深化京城开发的有一重要举措。太阳星城项目从 03 年 7000 元/㎡的销售价格提高到 2010 年的 40000 元/㎡, 为公司带来了丰厚的利润。目前北京项目的剩余开发有限, 增持海科建股权, 可以进一步深化对北京的开发。从图表 1 中可以看到, 在同等规模的地产公司中, 冠城大通京城可售项目较为丰富。北京住宅开发土地稀缺, 未来继续看涨北京房价。

图表 1 市值与京城开发面积的比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	土地储备 (万㎡)	北京地区可售面积 (万㎡)
000616.SZ	亿城股份	50.15	195	55.4
600743.SH	华远地产	61.6	200	6
600240.SH	华业地产	47.73	164	102
600246.SH	万通地产	70.82	235	18
600067.SH	冠城大通	66.86	250	119
600376.SH	首开股份	192.92	1600	564
000402.SZ	金融街	206.75	730	248.2

数据来源: 德邦研究

具有较强的盈利能力。海科建控股3个子公司，包括北京中关村永丰产业基地有限公司、北京德成置地房地产开发有限公司和北京德成兴业房地产开发有限公司，主要负责中关村科技园开发建设。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m²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。

本次交易的价格偏低。海科建总资产评估值为193,328.73 万元，净资产评估值为148,238.78 万元，总资产和净资产增值率35.6%和52%。如果仅折算80万m²的二级开发项目，平均楼面地价不足2000元/m²。从最新的数据来看，百旺杏林湾的平均售价为23000元/m²，盈利能力强，将成为公司又一重要盈利来源。2011年参与并表，将增厚每股盈利。

后续可关注海西文化创意园进展项目：2010年8月，公司与福建省福州市永泰县人民政府正式签定了海西文化创意产业园项目合同书。项目位于福州市永泰县葛岭镇赤壁村，面积预计约为202 公顷（合3030 亩）。总面积的三分之二用于创意产业项目建设，三分之一用于产业园生活配套商住用地。目前公司正进行一级开发，预计2011年2月前完成第一期约为1000 亩项目用地的征地、拆迁及公开挂牌出让；其余项目于2011 年10 月31 日前完成征地、拆迁及公开挂牌出让工作。预计总投资32.5亿元。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，如该项目顺利摘牌，能为公司带来至少65万m²的土地储备。

维持“推荐”评级。我们预测，未来2010-2012年的EPS为0.72/1.12/1.51元。对应当前PE12.2/7.8/5.8倍。NAV13元/股，当前折价-33%。股价严重低估，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。后续关注：（1）太阳星城D区目前正在做一级开发，即将挂牌出让。（2）海西和前海的建设将大幅提升公司土地储备的价值。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9,942	10,167	10,184	11,977	营业收入	4,393	7,641	7,163	8,215
现金	2,298	1,015	907	2,159	营业成本	3,572	6,183	4,804	5,056
应收账款	420	345	372	450	营业税金及附加	195	382	767	1,076
其他应收款	86	75	106	101	营业费用	68	91	85	98
预付款项	935	927	721	758	管理费用	80	121	113	130
存货	6,155	7,728	8,007	8,427	财务费用	40	38	37	32
其他流动资产	47	77	72	82	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	794	727	734	705	公允价值变动净	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	827	1,356	1,823
其他非流动资产	700	214	206	210	营业外净收支	21	0	0	0
资产总计	10,736	10,895	10,918	12,682	利润总额	469	827	1,356	1,823
流动负债	7,379	6,944	5,953	6,348	所得税	121	207	339	456
短期借款	1,504	1,500	1,000	1,000	未确认的投资	0	0	0	0
应付账款	600	637	324	687	损失	0	0	0	0
其他流动负债	5,275	4,807	4,629	4,661	净利润	348	620	1,017	1,367
非流动负债	1,314	1,319	1,317	1,318	少数股东损益	64	93	193	260
长期借款	1,312	1,312	1,312	1,312	归属母公司净利润	284	527	824	1,108
其他非流动负债	2	7	5	6	EBITDA	520	883	1,410	1,873
负债合计	8,693	8,263	7,270	7,666	EPS (元)	0.46	0.72	1.12	1.51
少数股东权益	354	447	640	900	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	1,222	2,045	3,153	营业收入	-2.1%	73.9%	-6.3%	14.7%
归属母公司股东权	1,689	2,185	3,009	4,116	营业利润	36.6%	84.3%	64.0%	34.5%
负债和股东权益	10,736	10,895	10,918	12,682	归属于母公司净	63.1%	85.8%	56.3%	34.5%
现金流量表					盈利能力				
单位:百万元					毛利率(%)	18.7%	19.1%	32.9%	38.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率(%)	6.5%	6.9%	11.5%	13.5%
经营活动现金流	3,033	-1,162	458	1,269	ROE(%)	16.8%	24.1%	27.4%	26.9%
净利润	348	620	1,017	1,367	ROIC(%)	14.7%	15.1%	21.4%	27.8%
折旧摊销	31	17	17	17	偿债能力				
财务费用	40	38	37	32	资产负债率(%)	81.0%	75.8%	66.6%	60.4%
投资损失	-27	0	0	0	流动比率	1.35	1.46	1.71	1.89
营运资金变动	2,623	-1,832	-616	-147	速动比率	1.05	0.35	0.37	0.56
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	0.71	0.66	0.70
资本支出	388	0	0	0	净资产周转率	3.36	3.95	2.76	2.31
长期投资	133	-65	32	-16	每股指标				
其他投资现金流	712	-6	3	-2	(元)				
筹资活动现金流	-1,726	-181	-537	-32	EPS	0.46	0.72	1.12	1.51
短期借款	-2,851	1,500	-500	0	每股净资产	2.76	2.97	4.09	5.60
长期借款	-627	1,112	0	0	每股经营现金流	4.95	-1.58	0.62	1.73
普通股增加	-54	308	0	0	估值比率				
资本公积增加	464	-242	0	0	P/E	19.64	12.68	8.12	6.04
其他筹资现金流	1,342	-2,859	-37	-32	P/B	3.30	3.06	2.22	1.62
现金净增加额	1,473	-1,283	-108	1,252	P/S	0.88	0.87	0.93	0.81
					EV/EBITDA	13.68	8.05	5.04	3.79

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。