

冠城大通 (600067): 业绩符合预期, 关注海西项目进展

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:

2010年年报: 2010年营业收入84.22亿, 同比增长91.72%; 归属母公司净利润5.18亿, 同比增长82.8%; 对应EPS为0.7元。分配预案为10派0.5元。

点评:

营业收入大幅增长, 业绩符合预期。公司实现营业收入84.23 亿元, 较上年同期增长91.72%, 增长的主要原因为: 由于原材料铜价持续稳定上涨以及漆包线销量大幅增加, 漆包线业务全年实现主营业务收入37.18 亿元, 较上年同期增长69.02%; 房地产业务方面, 公司实现结算面积36.55 万 m^2 , 较上年同期增长71.44%, 实现主营业务收入45.66 亿元, 较上年同期增长116.48%。公司年报完成了2010 年年初制定的合并营业收入70 亿元及房地产业务收入45 亿元的目标。EPS基本符合我们的预期(预计0.72元)。

- 2010年房地产项目大幅结算, 太阳星城B区的结算收入占比76.5%。但是房地产业务的毛利率由2009年34.5%下降到27.81%。主要是由于太阳星城B区整栋出售的约20亿的项目在今年结算。2011年结算主体太阳星城B和C区, 由于去年售价的提升, 毛利率将大幅提高。
- 受“家电下乡”、“汽车下乡”政策的影响, 漆包线业务收入大幅增长69%。公司漆包线业务产量 6.46 万吨, 同比增长22.35%; 实现销售量6.62 万吨, 同比增长29.30%; 实现主营业务收入37.18 亿元, 实现净利润6279.73 万元, 同比增长289.23%。由于原材料铜价的稳步上涨, 公司漆包线业务的毛利率维持相对稳定。

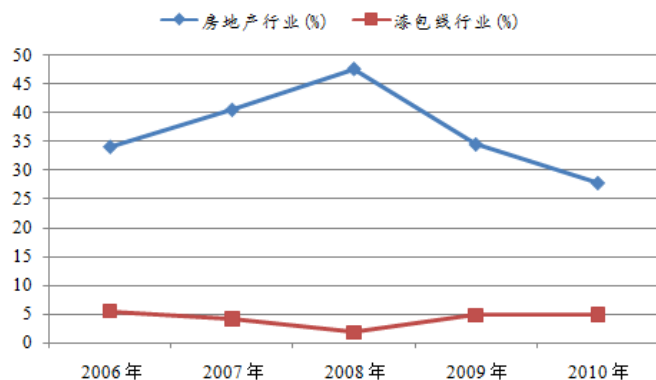
图表 1 2010 年房地产业务结算情况

	结算面积 (万 m^2)	结算收入 (亿)	销售均价 (元/ m^2)
太阳星城 B 区	25.71	34.12	13271.10
冠城名敦道	6.12	8.78	14346.41
苏州冠城水岸风景	2.56	1.69	6601.56

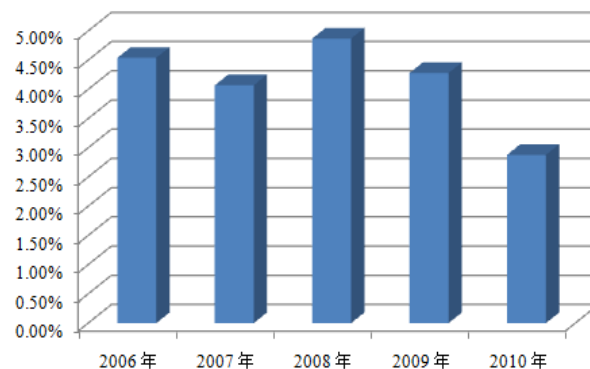
2010年销售进度稳健, 业绩锁定性较强。由于预售证取得的进度较缓慢, 公司实现销售面积 22.8 万 m^2 , 较上年同期减少61.73%; 实现销售额46.45 亿元, 较上年同期减少35.24%。2011年公司销售的主力仍

然是太阳星城C区，预计3月底开盘，当前的市价已经达到45000元。我们认为受北京严厉的限购政策的影响，2011年公司销售速度预计将仍然以稳健为主，但是盈利能力将大幅提升（低价整售项目减少）。2010年底的预收账款为38.62 亿元，主要是太阳星城B和C区，完成2011年房地产业务计划收入（47亿）的83%。

图表 1 整栋出售结算拉低房地产业务毛利率



图表 2 期间费用率减少



资料来源:公司公告, 德邦研究

财务压力不大：截止到2010年底资产负债率73.9%，比2009年下降了7个百分点。主要是销售回款偿还了银行贷款。扣除预收账款33.83%，财务状况较为优良。可以看到长期借款仅1.28亿，同比减少了12亿，公司可利用的杠杆空间较大。2011年公司计划开复工面积126万 m^2 ，同比增加18.8%（2010年开复工106万 m^2 ），相应的资本性支出所需资金约为35 亿元，我们认为公司的财务压力并不大。

海西规划已出台，可关注公司海西文化创意园进展项目：国务院正式批复《海峡西岸经济区发展规划》，首次明确了“海峡西岸经济区”的具体地域范围，福建省在海峡西岸经济区中居主体地位。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，预计将充分受益海西经济区发展规划。该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。

维持“推荐”评级。我们预测，未来2011-2013年的EPS为1.27/1.72/2.32元。对应当前PE7.21/5.3/3.94倍。NAV13元/股。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。太阳星城D区计划投资15.32亿，截止到2010年底已完成12.2亿。（2）海西和前海的建设将大幅提升公司土地储备的价值。

重要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.70	1.27	1.72	2.32
每股经营现金流	4.12	(0.14)	2.40	2.79	2.85
每股红利	0.07	0.00	0.63	0.86	1.16
每股净资产	2.78	3.44	4.02	5.05	6.44
盈利能力 (%)					
ROIC	6.87	21.39	30.45	31.94	56.45
ROE	17.02	22.66	36.66	40.11	42.33
毛利率	18.71	17.15	25.70	30.41	33.69
EBITDA Margin	11.77	10.40	18.92	24.21	27.48
EBIT Margin	11.12	10.04	18.63	23.91	27.20
成长能力 (%)					
收入同比增长	(2.07)	91.72	3.95	5.13	16.93
净利润同比增长	63.11	82.80	91.92	35.94	34.60
偿债能力 (%)					
资产负债率	80.98	73.86	74.42	64.64	65.31
流动比率	1.35	1.27	1.68	1.67	1.76
速动比率	0.51	0.42	0.79	0.81	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.83	0.85	0.84	0.93
应收帐款周转率	12.03	16.90	14.88	14.97	15.74
存货周转率	0.81	1.40	1.55	1.73	1.93
税费率 (%)					
销售费用率	1.55	0.94	0.94	0.94	0.94
管理费用率	1.82	1.15	1.15	1.15	1.15
财务费用率	0.91	0.80	1.02	0.84	0.67
有效税率	25.88	26.75	25.00	25.00	25.00
估值指标 (倍)					
P/E	23.67	12.95	7.21	5.30	3.94
P/B	3.29	2.66	2.27	1.81	1.42
EV/Sale	1.57	1.02	1.10	0.85	0.92
EV/EBITDA	13.34	9.77	5.84	3.49	3.37

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。