

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

稳健增长 稳步前进

事件描述与点评

冠城大通今日发布 2011 年一季度报, 一季度公司实现营业收入 19.09 亿元, 同比增长 35.1%; 实现营业利润 3.13 亿元, 同比增长 56.3%; 实现归属母公司净利润 2.26 亿元, 同比增长 57.55%, 每股收益 0.31 元。

毛利率上升源于房地产占比增加

公司一季度业绩还是略微超出了市场的预期, 公司净利润增长幅度超过营业收入增长主要是因为本期毛利率提高了三个百分点, 其主要是由于本期房地产收入占了收入的一半, 结算毛利率超过了 45% 所致。我们预计公司全年综合毛利率在 23% 左右。在负债方面, 公司在手货币资金 6 个多亿, 预收账款七个多亿, 短期借款为 8 个亿, 一年内到期的非流动负债为七个多亿, 从整体上来说公司资金偏紧。

公司可售资源丰富, 关注股权收购

公司今年的目标销售为 60 亿, 销售面积在 20 多万平米左右, 货源方面很充足。主力项目是北京与南京的项目, 但目前的问题在于北京项目预售证是否能及时获取。公司目前仍在持续推盘的是南京项目, 由于南京项目受影响较小, 因此目前销售较好。深圳月亮湾项目由于前期政府规划原因有所, 年内将会开工, 预计年底或者明年开始销售。在拿地方面, 我们认为公司很可能继续增持海科健股权。福州永泰项目预计将会分期拿地, 其中三分之一为住宅用地。北京霸州方面公司在去年已用两千多万收购了 200 多亩做旅游地产, 预计未来还会继续在霸州拿地。

关注漆包线业务能否顺利升级

漆包线业务方面, 公司目前的产能为 7 万吨, 公司计划在未来三年内要扩张到 15 万吨。目前在漆包线业务方面, 冠城大通在国内技术水平是最高的 (合格率 99.99%)。其团队管理相当成熟, 目前主要做的是空调项目, 毛利率 5% 左右, 毛利率相对较低。公司计划未来将会进入利润率相对较高的汽车领域 (与华晨宝马已签了合约), 风电与高铁三个领域, 汽车领域毛利率在 7% 左右, 风电高铁这一块在 15% 左右, 目前苏州工厂已在拓展风电项目。

盈利预测与估值

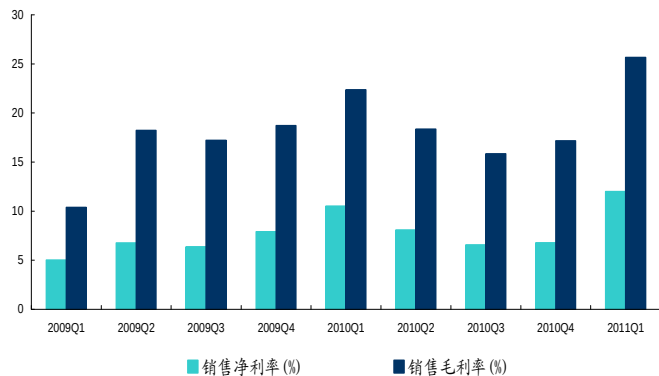
根据公司的项目进度, 11 年结算重点是南京项目与太阳星城 C 区。我们结合公司股权激励计划, 预计未来 3 年公司风格转向稳健经营, 预期 11-12 年每股收益分别为 1.03, 1.34, 维持“推荐”评级。

第一, 毛利率上升源于房地产占比增加

公司一季度业绩还是略微超出了市场的预期, 公司净利润增长幅度超过营业收入增长主要是因为本期毛利率提高了三个百分点, 其主要是由于本期房地产收入占了收入的一半, 结算毛利率超过了 45% 所致。我们预计公司全年综合毛利率在 23% 左右。

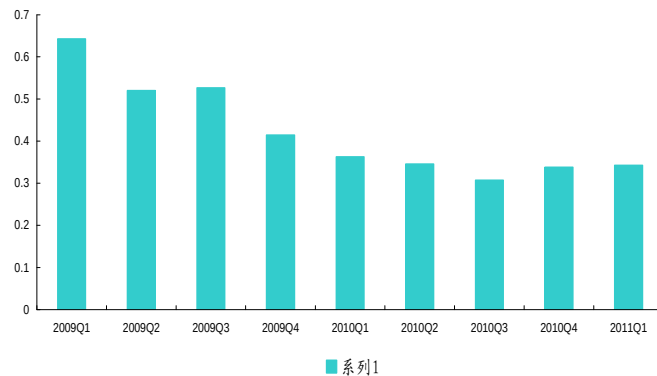
在负债方面，公司在手货币资金 6 个多亿，预收账款七个多亿，短期借款为 8 个亿，一年内到期的非流动负债为七个多亿，从整体上来说公司资金偏紧。

图：公司房地产结算利润率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图：扣除预收账款的资产负债率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司可售资源丰富，关注股权收购

公司今年的目标销售为 60 亿，销售面积在 20 多万平米左右，货源方面很充足。主力项目是北京与南京的项目，但目前的问题在于北京项目预售证是否能及时获取。公司目前仍在持续推盘的是南京项目，由于南京项目受影响较小，因此目前销售较好。

深圳月亮湾项目由于前期政府规划原因有所影响，年内将会开工，预计年底或者明年开始销售。

表：冠城大通一季度部分项目销售情况

项目名称	城市	属性	销售面积(㎡)	销售金额(万元)	销售套数(套)
冠城名敦道	北京	办公	6332	10751	21
太阳星城三期--火星园	北京	住宅	1835	6352	15
万盛·世纪新城	南京	住宅	11025	6274	146
冠城水岸风景	苏州	住宅	789	541	5
太阳星城二期--水星园	北京	住宅	280	138	6

资料来源：CRIC，长江证券研究部

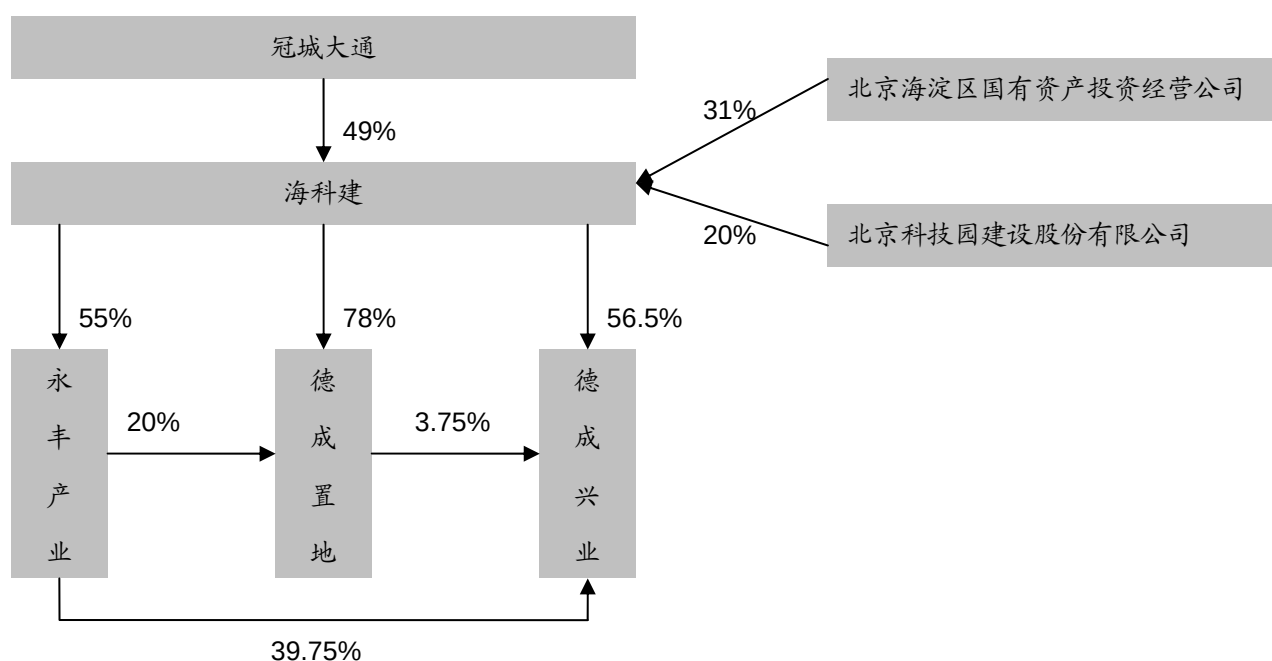
表：预计开盘项目

项目名称	城市	区域	板块	总建筑面积(㎡)	开盘时间
福州井大路项目 2009-33 号宗地	福州	鼓楼区	中心城区	26795	2011-12-1
元庚公馆	福州	鼓楼区	中心城区	20000	2011-8-1

资料来源：cric，长江证券研究部

在拿地方面，我们认为公司很可能继续增持海科健股权。福州永泰项目预计将会分期拿地，其中三分之一为住宅用地。北京霸州方面公司在去年已用两千多万收购了 200 多亩做旅游地产，预计未来还会继续在霸州拿地。

图：海科健及子公司股权关系图



资料来源：长江证券研究部

第三，关注漆包线业务能否顺利升级

漆包线业务方面，公司目前的产能为 7 万吨，公司计划在未来三年内要扩张到 15 万吨。目前在漆包线业务方面，冠城大通在国内技术水平是最高的（合格率 99.99%）。其团队管理相当成熟，目前主要做的是空调项目，毛利率 5% 左右，毛利率相对较低。

公司计划未来将会进入利润率相对较高的汽车领域（与华晨宝马已签合约），风电与高铁三个领域，汽车领域毛利率在 7% 左右，风电高铁这一块在 15% 左右，目前苏州工厂已在拓展风电项目。

第四，盈利预测与估值

根据公司的项目进度，11 年结算重点是南京项目与太阳星城 C 区。我们结合公司股权激励计划，预计未来 3 年公司风格转向稳健经营，预期 11-12 年每股收益分别为 1.03，1.34，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8423	9091	10955	12009	货币资金	1016	2812	3860	5119
营业成本	6978	7067	8456	9140	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1445	2024	2498	2869	应收账款	718	777	937	1027
% 营业收入	17.2%	22.3%	22.8%	23.9%	存货	5920	7097	8487	9161
营业税金及附加	362	591	712	781	预付账款	1141	1120	1340	1446
% 营业收入	4.3%	6.5%	6.5%	6.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	79	109	131	144	流动资产合计	8849	11861	14689	16825
% 营业收入	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	4	4	4	4
管理费用	97	136	164	180	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	180	180	180	180
财务费用	67	39	-5	-9	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	0.4%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	413	427	449	472
资产减值损失	61	0	0	0	无形资产	63	60	57	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	141	141	141	141
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	779	1149	1496	1773	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	9.2%	12.6%	13.7%	14.8%	资产总计	9665	12679	15525	17682
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	1718	0	0	0
利润总额	782	1149	1496	1773	应付款项	576	571	683	738
% 营业收入	9.3%	12.6%	13.7%	14.8%	预收账款	3871	4182	5039	5524
所得税费用	209	287	374	443	应付职工薪酬	3	0	0	0
净利润	573	862	1122	1330	应交税费	309	474	586	661
归属于母公司所有者的净利润	518.5	758.5	987.1	1152.6	其他流动负债	517	4033	4824	5210
少数股东损益	54	103	135	177	流动负债合计	6994	9260	11133	12133
EPS (元/股)	0.70	1.03	1.34	1.57	长期借款	128	128	128	128
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	-104	3712	1246	1483	其他非流动负债	16	16	16	16
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	7138	9404	11277	12277
收回现金					归属于母公司	2176	2821	3660	4640
长期股权投资	-29	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	350	454	588	766
固定资产投资	-52	-45	-55	-60	股东权益	2527	3275	4248	5406
其他	-1	0	0	0	负债及股东权益	9665	12679	15525	17682
投资活动现金流净额	-81	-45	-55	-60	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	60	0	0	0	EPS	0.705	1.031	1.342	1.567
银行贷款增加 (减少)	-1058	-1718	0	0	BVPS	2.96	3.84	4.98	6.31
筹资成本	127	-153	-143	-164	PE	13.76	9.41	7.23	6.19
其他	-181	0	0	0	PEG	0.45	0.31	0.24	0.20
筹资活动现金流净额	-1051	-1871	-143	-164	PB	3.28	2.53	1.95	1.54
现金净流量	-1236	1795	1048	1259	EV/EBITDA	9.08	3.64	2.23	1.19
					ROE	23.8%	26.9%	27.0%	24.8%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。