

买入 调高
嘉宝集团（600622）
2009 年 4 月 15 日

地产业绩确定，受益核电发展

房地产行业分析师：帅虎

shuaih@htsec.com

021-23219401

投资建议：公司植根上海嘉定，主业分为房地产、贸易、电子等板块，并有一定的股权投资；其中，持有的上海高泰稀贵金属公司 35.62% 股权，后者生产核电站必须的锆管等制品，尤其值得关注。公司土地储备可支持其发展至 2011 年，但仍需加强相关项目拓展；公司拥有金地格林世界项目 30% 的权益比例，在 2012 年之前，相关收益较为稳定。公司 2008 年业绩主要来自于宝菊新家园、盛创科技园及格林世界投资收益。其中，都市港湾项目基本销售完毕，并将在 2009 年交房并结算收入，该项目使得公司 2009 年业绩基本锁定；另外，贸易、电子等业务每年贡献的净利润在 3 至 4 千万元之间。我们对格林世界项目 2009 年的投资收益非常谨慎，因此，不排除公司 2009 年业绩超越我们预期的可能。公司投资高泰公司 35.62% 股权，就长期而言，有望受益核电建设。高泰公司为国内目前仅有的能生产锆管的两家厂商之一，而锆管为核电站的主要耗材。高泰公司相关生产资质齐备，已为相关核电站提供产品，如秦山核电站等。我们看好中国核能的长期发展前景，而我国核电已进入批量化建设阶段，将为高泰公司的发展提供较大空间。当然，核电股权投资，中短期收益有限。预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.50 元、0.66 元。考虑到公司 2009 年业绩全部锁定，且存在向上调整的可能。另外，公司投资高泰公司 35.62% 股权，长期有望受益核电建设。因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，按 09 年每股收益计算的 20 倍 PE，给予其 6 个月目标价 10.00 元。

1. 公司植根上海嘉定，主业分为房地产、贸易、电子等板块，并有一定的股权投资；其中，持有的上海高泰稀贵金属公司 35.62% 股权，后者生产核电站必须的锆管等制品，尤其值得关注。公司土地储备可支持其发展至 2011 年，但仍需加强相关项目拓展；公司拥有金地格林世界项目 30% 的权益比例，在 2012 年之前，相关收益较为稳定。公司 2008 年业绩主要来自于宝菊新家园、盛创科技园及格林世界投资收益。其中，都市港湾项目基本销售完毕，并将在 2009 年交房并结算收入，该项目使得公司 2009 年业绩基本锁定；另外，贸易、电子等业务每年贡献的净利润在 3 至 4 千万元之间。我们对格林世界项目 2009 年的投资收益非常谨慎，因此，不排除公司 2009 年业绩超越我们预期的可能。

公司现有项目储备全部位于上海市嘉定区，因为相关土地获取时间较早，土地成本较为低廉。作为嘉定区唯一的上市公司，公司有望继续获得实际控制人——嘉定区国资委的支持，以进一步寻求相关项目储备。

表 1 公司项目储备情况

项目名称	占地面积（平方米）	地上建筑面积（平方米）	权益比例（%）	备注
都市港湾	85,000	149,600	90%	
宝菊新家园	140,667	170,833	100%	
盛创科技园	1,680,000	2,000,000	51%	一二级联动开发项目
嘉定新城马陆东方豪园	164,576	176,736	100%	
嘉定区叶城路北地块	8,224	20,559	100%	
合计	2,078,466	2,517,728		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

其中，都市港湾项目分为两期；其中，第一期已经结算完毕；而第二期可售面积接近 6 万平方米，将于 2009 年 4 月底前后交房。目前，该项目第二期共 552 套房产已经基本销售完毕，销售均价为 13000 元/平方米。该项目将成为公司 2009 年业绩的最主要来源，预计将贡献近 1.8 亿元的净利润。

至于宝菊新家园项目，为限价房，销售均价 3400 元/平方米，净利润率较低，在 8% 左右，为 2008 年业绩的主要来源。盛创科技园项目定位为总部办公项目，整体规模建筑面积达 200 万平方米，由公司进行一二级联动开发。该项目因为规模宏大，投资期将极其漫长，目前销售均价为 6300 元/平方米。

嘉定新城马陆东方豪园项目，位于嘉定区政府附近，位置较佳，商业部分面积达 8 万平方米，目前已经动工，将于 2010 年开始结算收入，预期销售均价 15000 元/平方米，预期将在 2010 年结算 7 万余平方米。至于叶城路北项目，为商业办公性质，预期将持有经营。

公司逐步在增加持有物业比例，如都市港湾一二期商业部分、东方豪园项目商业部分、叶城路北项目；至于盛创科技园项目，因为规模宏大，将成为公司未来自持物业的最重要来源。

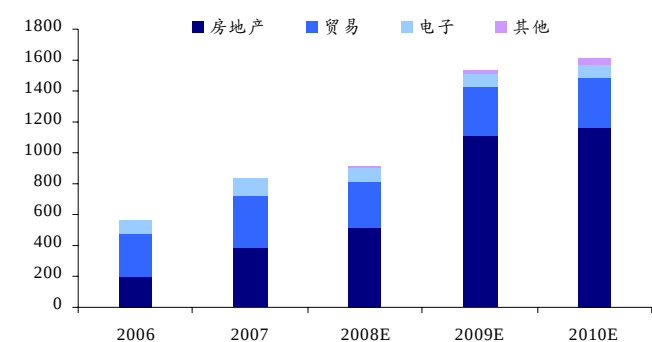
表 2 2008-2010 年公司房地产业务结算面积与结算收入

	结算面积（平方米）			结算收入（百万元）		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
都市港湾	-	59,000	-	-	779	-
宝菊新家园	122,146	65,771	-	389	209	-
盛创科技园	22,000	22,000	33,000	128	128	192
嘉定新城马陆东方豪园	-	-	76,840	-	-	973
嘉定区叶城路北地块	-	-	-	-	-	-
合计	144,146	146,771	109,840	517	1,116	1,165

资料来源：公司公告，海通证券研究所

另外，公司持有金地格林世界项目 30% 股权，该项目可售面积为 85 万平方米，截止 2007 年底的可结算资源为 61.5 万平方米，预计截止 2008 年底的可结算资源将在 45 万平方米左右。该项目将在 2011 年底之前结算完毕，对 2008 年的业绩影响较大。我们假设每年结算 15 万平方米，其中住宅销售均价为 13000 元/平方米，而后期部分别墅价格则远高于此。该项目为 2003 年获取的项目，土地成本仅为 38 万元/亩，因此净利润率较高。在 2009-2011 年间，预计该项目对公司 EPS 的贡献应该介于 0.20-0.25 元之间，即每年贡献 1.05-1.29 亿元的投资收益。因此，在 2012 年之前，公司相关的投资收益较为稳定。当然，基于审慎原则，我们假设 2009 年的投资收益为 0.5 亿元。

图 1 2006-2010 年公司业务构成（百万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 都市港湾二期外观图



资料来源：公司网站，海通证券研究所

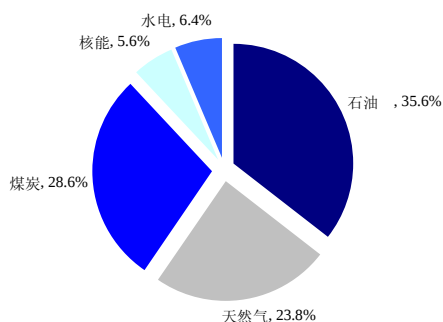
至于公司的贸易、电子等业务的收入，基本稳定在 4 至 5 亿元之间，对净利润的贡献在 3-4 千万元之间。

公司投资收益波动较大，具有不确定性。公司股权投资较多，子公司众多，如上海太平国际货柜公司（14%）、上海安亭老庙黄金（49%）、老庙黄金嘉定店（49%）、上海高泰稀贵金属股份有限公司（35.62%）等。目前，这些股权投资效益不太理想。

2. 公司投资高泰公司 35.62% 股权，就长期而言，有望受益核电建设。高泰公司为国内目前仅有的能生产锆管的两家厂商之一，而锆管为核电站的主要耗材。高泰公司相关生产资质齐备，已为相关核电站提供产品，如秦山核电站等。我们看好中国核能的长期发展前景，而我国核电已进入批量化建设阶段，将为高泰公司的发展提供较大空间。当然，核电股权投资，中短期收益有限。

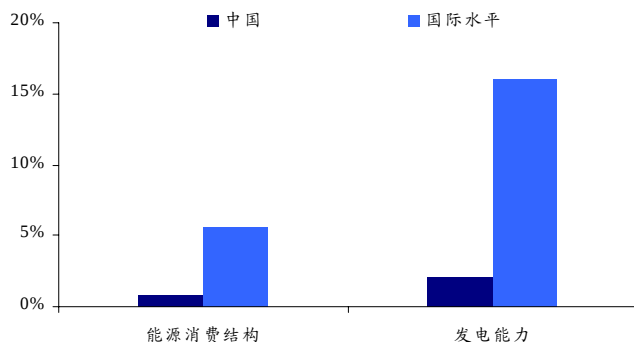
公司持有上海高泰稀贵金属公司 35.62%股权，该公司主要生产锆管，为核电站的主要耗材。

图 3 2007 年世界能源消费结构



资料来源：BP，海通证券研究所

图 4 中国核能利用与国际水平的比较



资料来源：BP，海通证券研究所

目前，化石能源行将用尽，如石油、煤炭等，并且严重污染环境，对人类的可持续发展提出了极大挑战。因此，新能源的前景毋庸置疑。与风能、太阳能等相比，核能相关优势明显：如能量高度集中；核电具备成本优势，核电燃料成本不及煤电的 1/3，介于气电燃料消耗的 1/5 和 1/4 之间；对其研究也较早，相关技术成熟，是目前唯一大规模商业应用的替代能源。

就长期而言，中国核电的发展前景广阔。我国核能利用起步早，但发展较慢。目前核发电能力只占总发电能力的 2%，与国际上的平均水平 16%相比差距非常大。

2009 年 4 月 3 日，我国核电建设史上金额最大、一次性签订数量最多的核电站建造合同——涵盖宁德、阳江、防城港核电站共 8 台百万千瓦机组的“中广核 CPR1000 项目核岛土建工程系列合同”签订，由此拉开了我国核电批量化建设的序幕。这与之之前《国家核电中长期发展规划（2005-2020 年）》中提到的“‘十一五’保持合理开工规模，‘十二五’开始批量化发展”排出的时间表提前不少。

未来十年是我国核电建设的高峰时期。我国核电站建设进入了新的核准、开工高峰期，2008 年新开工了 4 处核电站，预计在“十一五”剩下的几年内核电站核准和开工速度将进一步加快，乐观估计 2020 年投产核电装机容量可以达到 8000 万千瓦。核电项目的核准和开工在未来的 10 年里将出现一个高峰。

公司作为国内目前仅有的能生产锆管的两家厂商之一，长期前景较为广阔。目前，国内只有西北锆管公司（宝钛集团持有其 80%股权）和高泰两家公司，能够生产核反应堆用锆合金的各种管、棒材，以及控制棒导向管用的各种锆合金异形材。两家公司生产能力相当，约每年 65 万米。公司锆管业务的未来增长，预期来自与中国核工业集团的合作，但目前合作方式、合作时间均具有较大的不确定性。

高泰公司相关资质齐备。如 2002 年 3 月获得了英国劳氏质量认证有限公司《ISO9001: 2000, GB/T19001—2000 证书》；2004 年 3 月，公司完成了加拿大 ZPI 公司 CANDU 管制造技术的转让，并获得了加拿大 ZPI 公司对高泰公司质量管理体系审核的认证证书。

目前，公司已为相关核电站提供产品。高泰公司引进法国、加拿大先进的核电管材制造技术，先后为中核建中核燃料元件公司提供了 300Mwe 级核电站用锆合金包壳管，该产品在核反应堆内运行状况良好；同时，也为秦山三期提供了重水核反应堆用 CANDU 管。

3. 盈利预测与投资建议。预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.50 元、0.66 元。考虑到公司 2009 年业绩全部锁定，且存在向上调整的可能。另外，公司投资高泰公司 35.62%股权，长期有望受益核电建设。因此，我们调高对公司的投资评级至“买入”，按 09 年每股收益计算的 20 倍 PE，给予其 6 个月目标价 10.00 元。

表3 公司利润表预测（百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	566	839	918	1,539	1,607
减：营业成本	485	617	723	950	891
营业税金及附加	16	47	37	142	178
销售费用	15	15	27	42	38
管理费用	63	74	37	83	52
财务费用	(2)	(1)	9	5	41
资产减值损失	6	2	9	0	0
加：公允价值变动收益	3	27	(20)	0	0
投资收益	89	90	120	50	50
二、营业利润	74	203	176	367	457
加：营业外收入	20	5	36	0	0
减：营业外支出	1	1	8	0	0
三、利润总额	93	208	204	367	457
减：所得税费用	10	45	23	79	102
四、净利润	83	163	181	288	355
归属于母公司所有者的净利润	79	152	169	259	338
少数股东损益	4	11	11	29	17
五、每股收益	0.24	0.45	0.33	0.50	0.66

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 不确定性因素。

系统性风险；公司投资高泰公司并受益核电建设的程度，有待进一步确定；公司项目储备仍有待加强。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、滨江集团、华发股份、滨江集团、万通地产、福星股份、丰华股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。