

房地产



王晓冬 虞淼 张忆东

S0190207040090

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

嘉凯城 (000918)

业务发展稳步推进

推荐 (维持)

2010年7月21日

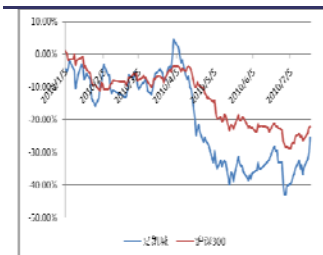
市场数据

收盘价(元)	9.42
52周最高/最低(元)	17.50
总股本(百万股)	1,804
流通股本(百万股)	144
总市值(百万元)	16,695
流通市值(百万元)	1,356
每股净资产(元)	1.86
收盘价(元)	9.42

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7353	6639	8015	9819
同比增长(%)	62.8%	-9.7%	20.7%	22.5%
净利润(百万元)	1197	1195	1648	2129
同比增长(%)	102.7%	-0.1%	37.9%	29.2%
毛利率(%)	40.1%	50.5%	55.6%	57.9%
净利润率(%)	16.3%	18.0%	20.6%	21.7%
每股收益(元)	0.66	0.66	0.91	1.18
每股经营现金流(元)	0.79	-1.23	-1.32	-1.43

股价走势



投资要点

事件:

公司半年报显示, 2010年上半年公司实现主营业务收入 35.32 亿元, 比上年同期增长 303.66%, 其中: 房地产销售收入 27.10 亿元, 商业贸易收入 7.23 亿元; 实现利润总额 7.79 亿元, 实现归属于母公司股东的净利润为 4.53 亿元。即 EPS 约 0.25 元。

点评:

相关报告

- 2010 年上半年, 公司推盘主要集中于南京国际城、东方红街、名城燕园等项目的尾盘销售, 实现销售收入约 24 亿元, 低于市场预期, 过半项目的开工奠定公司未来三年的业绩; 下半年, 公司将推出 7 个项目, 且上述项目毛利率较高, 预计下半年可实现销售收入约 40 亿元。
- 公司通过股权收购的方式实现了土地储备的跨越式发展, 截至 2010 年年中, 公司权益土地储备约 506 万平米。
- 简单的资金压力测试: 2010 年公司资金状况无恙。
- 预计 10 年至 12 年, 在不考虑摊薄的情况下, 公司可实现 EPS0.66 元、0.91 元、1.18 元。结合每股 NAV10.51 元, 给与 6 个月目标价 10.51 元。

● 房地产开发：预期中的增长

公司半年报显示，2010 年上半年公司实现主营业务收入 35.32 亿元，比上年同期增长 303.66%，其中：房地产销售收入 27.10 亿元，商业贸易收入 7.23 亿元；实现利润总额 7.79 亿元，实现归属于母公司股东的净利润为 4.53 亿元。

表 1：嘉凯城 2010 年上半年销售收入构成（单位：万元）

行业	营业收入	营业成本	毛利率
房屋销售	271,026	143,844	46.93%
其他	82,194	75,702	7.9%

数据来源：公司公告

截至 6 月底，公司开发项目 17 个，总规划建筑面积为 301 万平方米，其中已完成交付 114 万平方米，在建面积 115 万平方米，未开工面积为 72 万平方米；上半年新开工工程 8 个，建筑面积 63 万平方米。**过半项目的开工为未来三年的业绩打下坚实的基础。**

表 2：2010 上半年结算收入明晰（单位：平米、元/平米、万元）

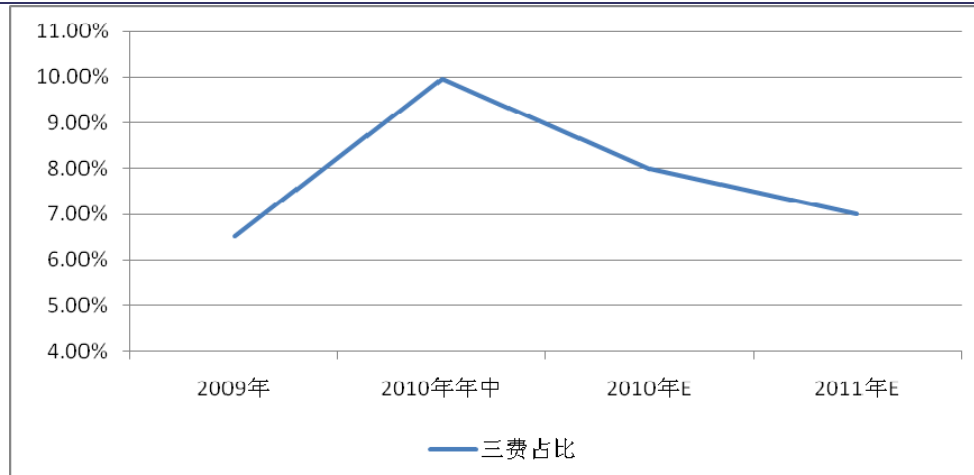
项目	销售面积	销售均价	销售收入
东方红街住宅	70,000	19,000	133,000
名城燕园	40,000	20,000	80,000
蔓茶园	2,000	70,000	14,000
翠湖朗园	4,500	7,000	3,150
苏伦场	4,000	30,000	12,000
南京嘉业阳光城	8,000	16,000	12,800
合计	129,500		255,950

资料来源：兴业证券研发中心

2010 年上半年，公司推盘主要集中于南京国际城、东方红街、名城燕园等项目的尾盘销售，实现销售收入约 24 亿元，低于市场预期；但是，**根据项目实地调研，我们发现：公司下半年约有 7 个项目推出市场，且上述项目位置优越、土地价格低廉，预计可实现销售约 40 亿。**

值得注意的是，在整合的初期，公司管理费用有所上升，三费占比有所提升；根据实地调研，公司整合已趋于尾声，未来管理费用将呈现逐年下降的趋势。

图 1：历年费用占比



数据来源:兴业证券研发中心

● 收购股权: 创新性拿地方式

土地是地产公司最重要的生产资料。无论景气度如何,“以什么样的方式获取土地储备”和“以什么价格获取土地储备”始终是地产公司无法逃避的问题,由于历史原因,嘉凯城现有开发项目土地成本较低。低廉的土地成本构成了嘉凯城业绩的坚实基础。但是,现有优质项目开发周期大多在4年之内。那么,公司后续发展的土地储备是资本市场关注的焦点。

表3: 现有部分优质项目开工进度表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
蔓茶园								
苏伦场								
湖左岸								
太湖阳光假日二期								
杭州拱墅区13号地块								

资料来源: 兴业证券研发中心

截至到2010年6月,公司帐面现金24亿元。同时,现有的土地招牌挂制度对于地款的支付颇为严格。即通过正常路径,公司难以快速扩张土地储备。令人欣喜的是,公司通过股权收购的方式扩充土地储备,且初见成效。

表4: 嘉凯城股权收购方式获取土地储备一览

项目名称	出资金额 (亿)	占比	建筑面积 (万平方米)	楼面地价 (元/平米)	备注
青岛项目	1.4	70%	193	2,600	旧改项目, 仍需走招牌挂流程
汇贤雅居	1.42	69%	13.8	19,000	项目位于上海市中心
海南项目	8.18	70%	81.35	1,400	股权转让费用分10次支付
武汉项目	2.85	51%	130	961	已获取2041亩地开发权
合计	13.85		421.15		

资料来源: 公司公告

由表4可以看出,通过一系列的股权收购,公司增加权益土地储备272万平方米,

其中武汉项目和海南项目属于长期开发项目。预计，未来公司仍将通过上述方式进行土地储备的扩张。

● 资金压力测试

半年报显示，公司的资产负债率约 69.23%。在再融资暂停的情况下，市场普遍担心公司资金链是否紧张。那么，我们不妨做一下简单的资金压力测试。

现金流出：收购公司股权支付费用 7.31 亿；商品房开工面积 150 万平米需要建安成本约 45 亿；即现金流出约 52.31 亿。

现金流入：上半年销售收入约 24 亿；信托借款约 10 亿；下半年推盘量约 20 万平米，预计可实现销售收入 40 亿元，悲观假设上述项目 80% 出售率，80% 的年内回款率，可实现现金回流约 25.6 亿；即实现现金流入约 59.6 亿元。

同时，公司帐面现金约 24 亿。由此可见，公司不存在资金压力。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12737	11723	12814	14586
货币资金	2514	2673	2800	3000
交易性金融资产	2	0	0	0
应收账款	203	183	221	271
其他应收款	1729	1561	1885	2309
存货	6785	5061	5479	6371
非流动资产	1898	1808	1694	1590
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	677	677	677	677
投资性房地产	155	155	155	155
固定资产	788	749	701	650
在建工程	29	14	7	4
油气资产	0	0	0	0
无形资产	93	41	-12	-65
资产总计	14635	13531	14507	16175
流动负债	8625	8493	9067	9855
短期借款	159	159	290	724
应付票据	495	369	400	465
应付账款	642	479	519	603
其他	7328	7485	7859	8063
非流动负债	2463	4869	7275	9680
长期借款	2406	4812	7217	9623

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012
营业收入	7353	6639	8015	9819
营业成本	4407	3288	3559	4138
营业税金及附加	574	990	1278	1599
销售费用	159	100	120	147
管理费用	316	365	361	442
财务费用	5	7	9	10
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动	8	0	0	0
投资收益	22	0	0	0
营业利润	1892	1890	2688	3483
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	17	0	0	0
利润总额	1882	1890	2688	3483
所得税	542	473	672	871
净利润	1340	1418	2016	2612
少数股东损益	143	222	368	483
归属母公司净利润	1197	1195	1648	2129
EPS (元)	0.66	0.66	0.91	1.18

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012
成长性(%)				

其他	57	57	57	57
负债合计	11088	13361	16342	19535
股本	1443	1804	1804	1804
资本公积	-919	-919	-919	-919
未分配利润	2304	3066	4642	6672
少数股东权益	577	800	1167	1651
股东权益合计	3547	4892	6836	9349
负债及权益合计	14635	18254	23178	28884

营业收入增长率	62.8%	-9.7%	20.7%	22.5%
营业利润增长率	110%	-0.1%	42.2%	29.6%
净利润增长率	102%	-0.1%	37.9%	29.2%

盈利能力(%)

毛利率	40.1%	50.5%	55.6%	57.9%
净利率	16.3%	18.0%	20.6%	21.7%
ROE	40.3%	29.2%	29.1%	27.7%

偿债能力(%)

资产负债率	75.8%	73.2%	70.5%	67.6%
流动比率	1.48	1.38	1.41	1.48
速动比率	0.69	0.78	0.81	0.83

营运能力(次)

资产周转率	92.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	332.6%	339.3%	391.6%	394.6%

每股资料(元)

每股收益	0.66	0.66	0.91	1.18
每股经营现金	0.79	-1.23	-1.32	-1.43
每股净资产	1.65	2.27	3.14	4.27

估值比率(倍)

PE	13.3	13.3	9.6	7.5
PB	5.3	3.9	2.8	2.1

现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E
单位: 百万元				
净利润	1197	1195	1648	2129
折旧和摊销	54	60	61	61
资产减值准备	-125	-8	8	11
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	5	7	9	10
投资损失	-22	0	0	0
少数股东损益	143	222	368	483
营运资金的变动	2731	-1045	530	1231
经营活动产生现金流量	-1456	-2216	-2376	-2577
投资活动产生现金流量	-1185	49	47	47
融资活动产生现金流量	2667	2577	2688	2799
现金净变动	26	410	359	269
现金的期初余额	58	2514	2673	2800
现金的期末余额	84	2924	3032	3069

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。