

嘉宝集团 (600622.sh)

房地产主业有较高价值, 参股公司进军核能提供想象空间

徐军平 分析师 电话: 021-68829441 eMail: xjp@gf.com.cn SAC执业证书编号: S0260210040021	赵强 分析师 021-68829698 zhaoq@gf.com.cn S0260210030007	沈爱卿 分析师 020-87555888-637 saq@gf.com.cn S0260209080530
---	--	---

近期, 我们调研了嘉宝集团, 着重了解了公司目前房地产主业的进展情况及参股的高泰公司经营状况, 主要结论是: 房地产主业具有较高价值, 参股的高泰公司进军核电市场为公司提供想象空间。

房地产主业具有较高价值

嘉宝集团的房地产主业集中于嘉定区, 公司目前拥有的未结算面积约 97 万平, 今年仍有拿地计划, 按照公司开发规模, 房地产主业的持续性毋庸置疑。初步预计公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.65 元、0.91 元及 1.19 元, 股价对应于 2011 年 PE 为 14.5 倍, 公司房地产主业具有较高价值。

参股高泰为公司提供想象空间

合资中核阿海珉公司的成立使得高泰公司进入核电市场成为了现实, 也有可能将中核阿海珉打造成为法国阿海珉集团向中国核电企业提供锆管的供应基地, 并进一步扩张; 同时, 该公司生产的锆管是配套法国核电模式的产品, 而目前中国的核电技术以法国模式为主, 因此中核阿海珉公司将受益颇丰; 第三, 到 2020 年, 锆管市场需求总量约 1300 多吨, 高泰公司旗下的中核阿海珉公司将有很大的规模扩张潜力, 因此, 参股高泰为公司提供想象空间。

盈利预测及投资建议

预计房地产业务 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.65 元、0.91 元及 1.19 元, 股价对应于 2011 年的 PE 为 14.5 倍, 房地产主业具有较高价值; 但由于锆管产品尚未进入市场, 各方面情况有待于进一步深入跟踪, 因此暂不给予公司投资评级, 但我们看好中核阿海珉公司的发展前景。

风险提示: 房地产市场调控风险, 锆管盈利的不确定性
预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	881.95	1,048.45	1116.01	1960.68	1975.07
增长率(%)	5.09%	18.88%	6.44%	75.69%	0.73%
EBITDA(百万元)	165.02	357.26	193.82	399.33	573.27
净利润(百万元)	166.38	279.16	333.48	466.07	612.02
增长率(%)	9.32%	67.78%	19.46%	39.76%	31.32%
每股收益(元)	0.324	0.543	0.65	0.91	1.19
市盈率	12.21	22.61	20.28	14.51	11.05
市净率	1.34	3.59	3.23	2.64	2.13
EV/EBITDA	6.28	13.68	26.93	12.77	7.51

数据来源: 上海嘉宝实业(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

无评级

当前价格(元)	13.15
目标价格(元)	
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	45.30%	28.67%	4.93%
沪深 300	11.69%	22.77%	0.10%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	514.30/514.30
主要股东:	
嘉定建业投资开发公司	
主要股东持股比例	12.13%

财务比率

ROE	15.87%
ROA	10.53%
资产负债率	49.78%
每股净资产(元)	3.42
2009 年报数据	

近期，我们调研了嘉宝集团，主要是了解了公司目前房地产主业的进展情况及参股的高泰公司经营状况，结论是：房地产主业具有较高价值，预计2010年至2012年的每股收益分别为0.65元、0.91元及1.19元，股价对应于2011年PE为14.5倍；参股的高泰公司进军核电市场为公司提空想象空间，由于锆管产品尚未进入市场，各方面情况有待于进一步深入研究，因此暂不给予公司投资评级，但我们看好中核阿海珉公司的发发展前景，我们将保持密切跟踪。

房地产主业具有较高价值

嘉宝集团的房地产主业主要集中于嘉定区，目前嘉定区可开发资源较多，未来拿地也将以嘉定为主；公司目前拥有的未结算面积约97万平，今年仍有拿地计划，按照公司开发规模，房地产主业的持续性毋庸置疑。

我们对公司房地产项目估算，预计公司2010年至2012年的每股收益分别为0.65元、0.91元及1.19元，股价对应于2011年PE为14.5倍，公司房地产主业具有较高价值。

表1、公司房地产项目数据

城市	项目名称	权益	建筑面积 (平方米)	可售面积 (平方米)	未结算面积 (平方米)
上海	都市港湾二期	90%	149,600	149,600	8,000
	宝菊新家园	100%	170,833	170,833	65,700
	盛创科技园	51%	138,000	138,000	138,000
	紫提湾低密度住宅	100%	43,000	43,000	43,000
	紫提湾高层	100%	133,736	133,736	133,736
	紫提湾商业	100%	80,000	80,000	80,000
	叶城北路项目	100%	16,008	16,008	16,008
	永翔新苑	100%	210,000	210,000	210,000
	新获得的动迁配套	100%	56,000	56,000	56,000
	40亩存量土地	100%	53,360	53,360	53,360
	菊园新区 B10 地块	100%	166,116	166,116	166,116
所有项目合计			1,216,653	1,216,653	969,920

数据来源：广发证券发展研究中心

此次调研，我们对公司的房地产项目进行了梳理，主要情况介绍如下：

都市港湾二期项目，该项目目前剩余较少的面积，但公司没有透露具体数据，不过我们可以推测出来，都市港湾二期共5.8万平，去年结算了6.72亿元，按照1.3万/平的均价计算，大约结算了5万平，毛利率63%，因此，剩余了约0.8万平方米尚未结算，这部分将在今年结算。

宝菊新家园项目，该项目为限价房，售价为2850元/平，基本上不赚钱，截止目前，公司认为也剩余了少数没有结算，这部分对公司盈利影响不敏感。

盛创科技园项目，公司持有51%的股权比例，该项目位于嘉定徐行镇，土地一级开发规模约2500亩，目前公司获得150亩土地，净开发用地约为130亩，主要为商务办公

(针对中小型办公楼)，分两期建设，一期已经部分结转，二期11万多平最近动工，由于是商务楼，售价较低，为0.6至0.7万/平。盛创科技园后续项目是否继续拿下要看市场需求及容量。

紫提湾项目，位于嘉定马陆，有低密度住宅、高层及商业三种产品类型，其中低密度住宅为4.3万平，网上查询，2010年以来的最低价为2.7万元/平，已经销售了80%，公司认为在2011年一季度结算，我们认为，部分有可能会提前至2010年结算；高层住宅约为14万平，目前推出一期项目，约2万平，售价为1.46万元/平，预计2012年进入结算期，目前在售部分可能2011年结算。商业部分共8万平，主要是用来销售，目前正在积极引入合作伙伴，做商业定位等。

叶城北路项目，该项目约12亩土地，容积率为2，可能会自己留用，土地成本不到500万/亩。

嘉定区南翔镇永翔新苑配套商品房，该项目目前已经顺利开工，将于2011年上半年交付给政府，属于限价房，价格为3850元。

菊园新区B10地块，该项目与宝菊新家园相隔，预计明年初将开工，周边售价为1.4至1.5万元/平。

2010年又新增了一块政府动迁配套商品房，约42亩，合计5.6万平建面，地价低于5400万元，预计每平至少赚300元。

截止到目前，公司还有40多亩的存量土地尚未开发，将用来做住宅开发。

同时，公司参股了格林世界项目，拥有30%，该项目在2009年年底之前结算了约50%，今年和明年是结算的高峰期，将为公司贡献较多的投资收益。

参股高泰为公司提供想象空间

中核阿海珐公司成立使高泰进入核能市场成为现实

2009年7月，公司受让上海高泰公司23.82%股权（共计2220万股股份），受让完成后，公司共持有高泰公司6960万股，持股比例为74.68%。

2009年11月，公司决定减持高泰公司部分股权，由中核建中受让公司持有的高泰公司51.31%的股权计4782万股，中核建成为高泰公司实际控制人；股权转让后，公司仍持有高泰公司2178万股，约23.37%的股权。

2010年11月8日，高泰公司与欧洲铝业公司签订协议，共同组建中核阿海珐（上海）锆合金管材有限公司（暂定名）。该合资公司注册资本15000万元人民币，其中高泰公司出资7500万元人民币，占50%股权；欧洲铝业公司出资7500万元人民币，占50%股权。经营范围为制造、市场开发和销售核级M5TM锆包壳管和导向管（“主营业务”）。该合资公司的总投资为45000万元人民币。

中核阿海珐公司的成立，使得高泰公司进入核电市场成为了现实；同时，中核阿海珐公司也很可能打造成为法国阿海珐公司向中国核电企业提供锆管的基地，因此，高泰公司将受益巨大。

高泰公司产品垄断具有排他性

高泰公司正式进入核材料市场。高泰公司主要是做核电产品，主要产品为锆管，目前产品技术等较为成熟，不过还没有正式产生盈利，需要得到认证之后才能投入市场。在产品认证方面，世界上有两大公司，分别是美国的西屋公司和法国的砒码通公司，他们两家的产品标准基本上就是行业标准，高泰公司的锆管产品只要他们两家的任何一家

认证就可以正式投入市场。高泰公司从1998年起就与法国的砒码通公司谈技术合作问题，直到现在才有实质动作，成立了合资公司-中核阿海珐公司，生产锆管等业务。

产品锆管具有极高的垄断性。在中国能生产核用锆管的企业只有两家，一家是高泰公司，另一家是宝钛集团，高泰公司生产的锆管是配套法国核电模式的产品，宝钛集团生产的锆管是配套美国核电模式的产品；而目前中国的核电技术以法国模式为主，因此中核阿海珐公司将受益颇丰。

锆管市场容量较大，中核阿海珐扩张潜力大。锆管是为核电站核屏蔽系统的第一道屏障，直接接触核燃料，并屏蔽中子辐射，为核电站用关键耗材，每次换料将和核燃料一起更换，大约每6到8个月换掉三分之一，也就是产品周期在2年至3年；同时中国目前核电装机容量约为1000万KW，根据能源局的远景规划，预计到2015年，中国核电装机将达到4000万KW，到2020年将从既定目标4000万千瓦提高到8000万KW；据悉，100万KW装机容量至少需要40吨的锆管，那么到2020年，8000万KW的装机容量则每年需要更换锆管总量近1100吨，中国锆管的市场容量巨大，因此，高泰公司旗下的中核阿海珐公司将有很大的规模扩张潜力。

风险提示

房地产市场调控导致销售不畅；锆管的盈利释放时间及空间具有一定的不确定性。

资产负债表

单位：百万元

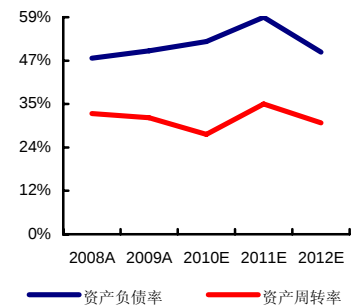
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,315	3,112	3,992	5,930	5,969
货币资金	1,177	1,555	1,644	1,965	2,757
应收及预付	80	320	356	609	535
存货	1,030	1,231	1,961	3,305	2,612
其他流动资产	28	6	31	51	66
非流动资产	673	530	585	585	585
长期股权投资	392	222	302	302	302
固定资产	49	42	42	42	42
在建工程	12	14	14	14	14
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	219	252	227	227	227
资产总计	2,988	3,642	4,578	6,515	6,555
流动负债	1,399	1,794	2,296	3,539	2,938
短期借款	138	68	0	0	0
应付及预收	1,260	1,726	2,296	3,539	2,938
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	28	19	100	300	300
长期借款	20	0	100	300	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	19	0	0	0
负债合计	1,427	1,813	2,396	3,839	3,238
股本	514	514	514	514	514
资本公积	671	703	703	703	703
留存收益	324	542	875	1,341	1,953
归属母公司股东权益	1,510	1,759	2,092	2,558	3,170
少数股东权益	51	70	89	118	146
负债和股东权益	2,988	3,642	4,578	6,515	6,555

利润表

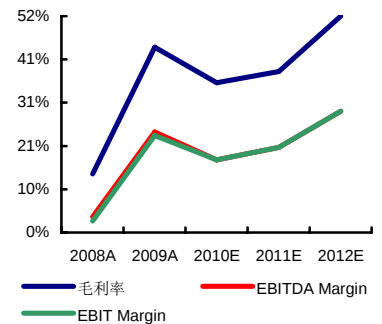
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	882	1048	1116	1961	1975
营业成本	758	584	716	1205	952
营业税金及附加	28	147	128	219	331
销售费用	20	25	33	59	59
管理费用	53	49	45	78	59
财务费用	-2	-20	-2	-11	-39
资产减值损失	1	5	0	0	0
公允价值变动收益	-48	17	25	20	15
投资净收益	157	86	170	170	150
营业利润	133	361	391	600	777
营业外收入	34	8	30	0	0
营业外支出	9	0	10	0	0
利润总额	158	369	411	600	777
所得税	-12	71	58	105	137
净利润	171	298	353	495	640
少数股东损益	4	19	19	29	28
归属母公司净利润	166	279	333	466	612
EBITDA	33	252	194	399	573
EPS (元)	0.32	0.54	0.65	0.91	1.19

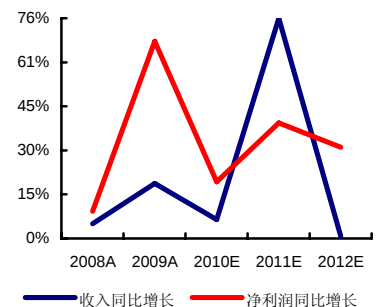
资产负债率趋势



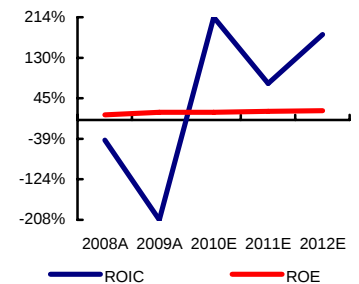
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

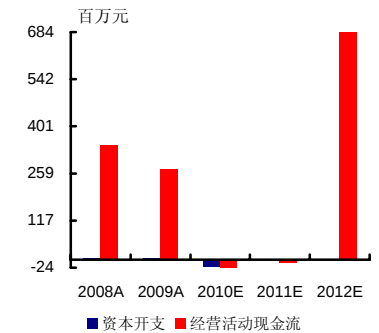
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	344	272	-43	-40	656
净利润	171	298	353	495	640
折旧摊销	9	8	0	0	0
营运资金变动	300	46	-191	-354	167
其它	-135	-81	-205	-180	-150
投资活动现金流	9	263	110	170	150
资本支出	-3	-5	20	0	0
投资变动	13	268	65	150	135
其他	0	0	25	20	15
筹资活动现金流	-118	-156	22	190	-15
银行借款	168	118	32	200	0
债券融资	-243	-208	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-43	-66	-10	-10	-15
现金净增加额	235	379	89	321	792
期初现金余额	942	1,177	1,555	1,644	1,965
期末现金余额	1,177	1,555	1,644	1,965	2,757

主要财务比率

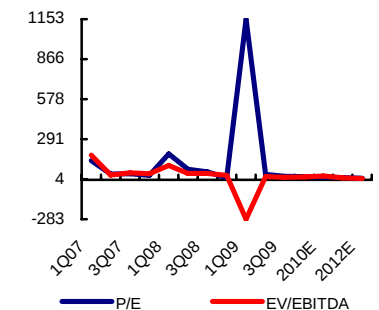
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	5.1%	18.9%	6.4%	75.7%	0.7%
营业利润	-34.5%	171.6%	8.1%	53.6%	29.4%
归属于母公司净利润	9.3%	67.8%	19.5%	39.8%	31.3%
获利能力					
毛利率	14.0%	44.3%	35.9%	38.5%	51.8%
净利率	19.3%	28.4%	31.6%	25.2%	32.4%
ROE	11.0%	15.9%	15.9%	18.2%	19.3%
ROIC	-42.1%	-208.0%	214.4%	76.2%	178.1%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	49.8%	52.3%	58.9%	49.4%
净负债比率	-67.1%	-81.6%	-72.2%	-64.1%	-76.1%
流动比率	1.66	1.73	1.74	1.68	2.03
速动比率	0.90	0.97	0.79	0.64	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.32	0.27	0.35	0.30
应收账款周转率	27.05	33.26	24.33	24.33	24.33
存货周转率	0.92	0.52	0.37	0.37	0.37
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.54	0.65	0.91	1.19
每股经营现金流	0.67	0.53	-0.08	-0.08	1.28
每股净资产	2.94	3.42	4.07	4.97	6.16
估值比率					
P/E	12.2	22.6	20.3	14.5	11.1
P/B	1.3	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	30.9	19.1	26.9	12.8	7.5

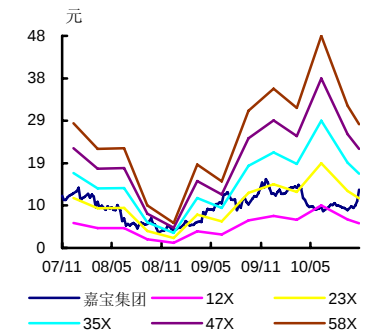
资本支出与经营活动现金流



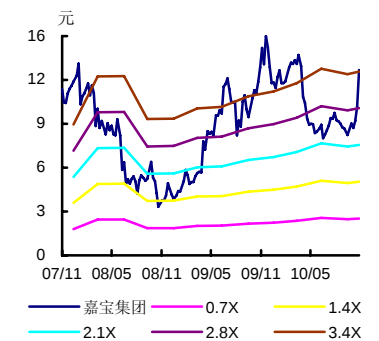
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，荣获第六届新财富最佳分析师房地产行业第三名、第七届第五名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。