

湘财证券研究所
房地产

杨森: Tel: 021-68634518-8990
E-Mail: ys2875@xcsc.com

张化东: Tel: 021-68634518-8051
E-Mail: zhd3063@xcsc.com

徐广福: Tel: 021-68634518-8626
E-Mail: xgf2388@xcsc.com

本次评级: **增持**
当前价格: **9.34 元**

嘉凯城最近一年走势:



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

事件:

□ 我们近日对嘉凯城进行了调研。

投资要点与关注:

□ **人员磨合基本到位，公司结构有利于未来项目开发:**

在公司上市的一年时间里，注入公司的人员磨合已基本到位。嘉业、中凯和名城三家公司的管理层目前都是嘉凯城的高层管理人员，而且公司的高管持股，使得股东和管理层的利益趋于一致。公司接下来也会为新员工寻求较好的激励方式，以保持人才队伍的稳定。

公司依托大股东浙商集团，至少可以享受两大优惠：1、获取项目；2、低成本的融资（如大股东的委托贷款）。

公司旗下的 3 家主要开发商：嘉业、中凯和名城各有所长，如中凯主要在上海开发高端地产；嘉业主要在江苏，擅长城市综合体的开发；名城则在浙江，擅长小体量项目的开发。随着整合的顺利推进，未来 3 家公司在继续发挥自己所长的同时，区域间和公司间的合作将为嘉凯城贡献新的业绩增长点。

□ **10 年目前公司运营较好，未来业绩值得期待:**

公司今年 1~9 月房地产业务共销售了 30 多亿，全年目标销售 70 亿元。4 季度的可供销售量是 40 多万方。公司目前新开工情况较好，并没有因为房地产市场调控受到影响，10 年的新开工将完成 150 万方的原定计划。

公司未来将把加大土地储备作为工作重点，预计到 10 年底，公司的土地储备有望达到 1000 万方，明年仍会择机在低谷新近储备。

□ **首次给予公司“增持”评级，综合 RNAV 为 10.12 元/股:** 目前公司 RNAV 为 10.12 元，截止至 11 月 12 日，公司股价 9.34 元，对比 RNAV 折价 9%。我们预计公司 10~12 年房地产开发项目分别结算 43 万平米、56 万平米和 62 万平米。预计公司 10~12 年将分别实现结算收入 61 亿元、82 亿元和 108 亿元。预计公司 10~12 年将分别实现 EPS 为 0.66 元、0.87 元和 1.02 元，现价对应 PE 分别为 14.22X、10.72X 和 8.34X。

□ **风险提示:** 管理层出台严厉的税收政策和连续加息。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	991	7353	7590	9886	12723
YoY(%)	-25%	642%	3%	30%	29%
归属母公司净利润	-392	1197	1185	1572	2020
YoY(%)	-309%	206%	-1%	33%	28%
EPS	-0.22	0.66	0.66	0.87	1.12
P/E	-43.02	14.08	14.22	10.72	8.34
P/B	-35.08	5.67	4.12	3.07	2.32
EV/EBITDA	-51.35	7.33	6.89	5.13	4.00

表 1: 嘉凯城项目结算预测

序 号	项目名称	结算价格	结算价格	结算价格	结算面积	结算面积	结算面积	结算收入	结算收入	结算收入
1	中凯曼茶园	100,000	103,000	106,090	0.80	1.20	1.40	8.00	12.36	14.85
2	嘉杰国际广场	30,000	30,900	31,827	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3	汇贤雅居二期	70,000	72,100	74,263	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4	东方红街住宅	15,000	15,450	15,914	5.00	3.10	0.00	7.50	4.79	0.00
5	东方红街商业	27,000	27,810	28,644	0.00	0.00	4.00	0.00	0.00	11.46
6	名城燕园	18,000	18,540	19,096	2.60	3.98	0.00	4.68	7.37	0.00
7	湖左岸	18,000	18,540	19,096	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	9.55
8	吉如项目-拱墅区 13 号地	17,000	17,510	18,035	0.00	0.00	7.00	0.00	0.00	12.62
9	铂宫	4,000	4,120	4,244	0.45	0.00	0.00	0.18	0.00	0.00
10	中凯蓝域	5,300	5,459	5,623	3.00	4.18	0.00	1.59	2.28	0.00
11	翠海朗园	9,500	9,785	10,079	7.00	9.00	9.00	6.65	8.81	9.07
12	中凯千岛湖别墅	10,000	10,300	10,609	0.00	0.00	0.70	0.00	0.00	0.74
13	中凯龙城	4,000	4,120	4,244	0.00	8.00	4.04	0.00	3.30	1.71
14	皇冠山庄	9,000	9,270	9,548	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
15	东方天韵	3,500	3,605	3,713	5.00	7.00	6.72	1.75	2.52	2.50
16	南京嘉业国际城	25,000	25,750	26,523	8.00	9.00	6.92	20.00	23.18	18.35
17	海安七星国际城	5,000	5,150	5,305	2.00	3.90	0.00	1.00	2.01	0.00
18	阳光假日新苑	9,800	10,094	10,397	3.99	0.00	0.00	3.91	0.00	0.00
19	苏纶场 Shopping mall	30,000	30,900	31,827	1.50	1.90	2.00	4.50	5.87	6.37
20	苏纶场酒店式公寓	30,000	30,900	31,827	0.00	3.00	3.09	0.00	9.27	9.83
21	苏纶场住宅	15,000	15,450	15,914	0.00	0.00	2.10	0.00	0.00	3.34
22	太湖阳光假日一期	6,000	6,180	6,365	3.45	1.49	0.00	2.07	0.92	0.00
23	太湖阳光假日二期	7,500	7,725	7,957	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	3.98
24	海口美兰区项目	8,000	8,240	8,487	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
25	湖州龙溪港地块	8,000	8,240	8,487	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
26	嘉业阳光城	8,000	8,240	8,487	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	4.24
27	青岛李沧地块	9,000	9,270	9,548	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
28	武汉项目	8,500	8,755	9,018	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
0	合计	18,218	18,764	19,327	42.79	55.74	61.96	61.83	82.67	108.61

资料来源: 湘财证券研究所

表 2: 嘉凯城预测与估值表

资产负债表						利润表					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	639	12,737	14,959	21,345	27,003	营业收入	991.10	7,353.31	7,590.43	9,885.61	12,722.61
现金	58	2,514	11,373	7,544	17,178	营业成本	499.88	4,407.01	4,554.26	5,832.51	7,506.34
应收账款	210	203	540	165	884	营业税金及附加	8.86	573.73	592.23	771.31	992.67
其他应收款	238	1,729	813	2,128	1,881	营业费用	669.09	158.79	163.91	213.47	274.73
预付账款	37	1,477	1,875	2,685	4,069	管理费用	96.55	316.47	326.68	425.46	547.56
存货	96	6,785	326	8,781	2,939	财务费用	64.56	4.61	113.86	197.71	254.45
其他流动资产	1	29	34	42	52	资产减值损失	-17.41	30.71	0.00	0.00	0.00
非流动资产	686	1,898	1,731	1,678	1,629	公允价值变动收益	-0.04	7.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	172	677	677	677	677	投资净收益	-4.65	22.14	24.35	26.79	29.46
固定资产	334	788	765	733	697	营业利润	-335.12	1,891.91	1,863.85	2,471.94	3,176.33
无形资产	143	93	70	35	6	营业外收入	15.77	7.57	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	37	340	218	233	250	营业外支出	64.85	17.21	0.00	0.00	0.00
资产总计	1,326	14,635	16,690	23,023	28,632	利润总额	-384.20	1,882.27	1,863.85	2,471.94	3,176.33
流动负债	1,749	8,625	7,016	9,357	10,537	所得税	7.48	542.10	536.80	711.93	914.80
短期借款	668	159	159	159	159	净利润	-391.68	1,340.16	1,327.05	1,760.00	2,261.53
应付账款	188	642	656	891	1,015	少数股东损益	0.04	143.28	141.88	188.16	241.78
其他流动负债	892	7,823	6,201	8,307	9,363	归属母公司净利润	-391.72	1,196.88	1,185.17	1,571.84	2,019.75
非流动负债	53	2,463	4,867	7,277	9,680	EBITDA	-270.55	1,896.52	2,017.54	2,710.11	3,471.56
长期借款	0	2,406	4,812	7,217	9,623	EPS	-1.44	0.83	0.66	0.87	1.12
其他非流动负债	53	57	55	60	57	主要财务比率					
负债合计	1,802	11,088	11,883	16,634	20,217	成长能力	2008	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4	577	719	907	1,149	营业收入	-24.54%	641.93%	3.22%	30.24%	28.70%
股本	272	1,443	1,804	1,804	1,804	营业利润	-280.51%	464.55%	-1.48%	32.63%	28.50%
资本公积	54	-919	-919	-919	-919	归属于母公司净利润	-309.17%	205.55%	-0.98%	32.63%	28.50%
留存收益	-806	2,445	3,198	4,592	6,376	获利能力					
归属母公司股东权益	-480	2,970	4,088	5,482	7,266	毛利率(%)	49.56%	40.07%	40.00%	41.00%	41.00%
负债和股东权益	1,326	14,635	16,690	23,023	28,632	净利率(%)	-39.52%	16.28%	15.61%	15.90%	15.88%
现金流量表						ROE(%)	81.56%	40.30%	28.99%	28.67%	27.80%
经营活动现金流	-546	1,100	6,688	-5,976	7,695	ROIC(%)	164454.61%	39.69%	-70.05%	32.38%	386.00%
净利润	-392	1,340	1,327	1,760	2,262	偿债能力					
折旧摊销	0	0	40	40	41	资产负债率(%)	135.94%	75.76%	71.20%	72.25%	70.61%
财务费用	65	5	114	198	254	净负债比率(%)	38.17%	28.71%	45.35%	47.26%	50.68%
投资损失	5	-22	-24	-27	-29	流动比率	36.55%	147.67%	213.22%	228.12%	256.27%
营运资金变动	0	0	5,237	-7,949	5,173	速动比率	31.08%	69.01%	208.58%	134.28%	228.38%
其他经营现金流	-224	-222	-6	1	-5	营运能力					
投资活动现金流	-21	-134	148	47	42	总资产周转率	75.75%	92.14%	48.46%	49.78%	49.26%
资本支出	22	76	0	0	0	应收账款周转率	5.25	35.65	20.45	28.05	24.25
长期投资	0	-187	17	16	19	应付账款周转率	2.98	10.61	7.01	7.54	7.88
其他投资现金流	0	-244	165	63	60	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-14	-196	2,023	2,100	1,897	EPS(摊薄)	-0.22	0.66	0.66	0.87	1.12
短期借款	-6	-509	0	0	0	每股经营现金流	-0.30	0.61	3.71	-3.31	4.27
长期借款	0	2,406	2,406	2,406	2,406	每股净资产(摊薄)	-0.27	1.65	2.27	3.04	4.03
普通股增加	0	1,171	361	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	-973	0	0	0	P/E	-43.02	14.08	14.22	10.72	8.34
其他筹资现金流	-8	-2,290	-743	-306	-508	P/B	-35.08	5.67	4.12	3.07	2.32
现金净增加额	0	0	8,859	-3,829	9,634	EV/EBITDA	-51.35	7.33	6.89	5.13	4.00

资料来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。