

嘉凯城(000918.sz)

定位于城市区域价值的创造者，快速发展值得期待

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010010

业绩基本符合预期

年报显示，公司实现营业收入91.78亿元，同比增长24.81%；实现归属于母公司股东的净利润 11.15亿元，同比减少6.82%，折合每股收益为0.62元，应该说是基本上符合预期。净利润增速低于营业收入增速的原因主要是贡献绝大多数业绩的房地产收入增速相对较缓，仅增长了10.76%，其毛利率也略微下降；当然，开发规模的扩大导致管理费用率的提高也是另一原因。

积极补充土地资源，加大新开工力度

公司积极补充可开发资源，新增权益面积超过260万平方米，为公司的健康可持续发展奠定了良好的基础； 2010年，公司新开工面积86.87万平方米；同时，计划2011年新开工148.06万平方米，增长了70%多，这说明了公司看好行业的发展趋势，加大新开工力度，为未来三年的快速发展奠定了基础。

明确发展战略：城市区域价值的创造者

年报中，公司明确提出了要做“城市区域价值的创造者”，嘉凯城业务将聚焦大型区域综合功能项目。我们认为这一发展战略既结合了公司的竞争优势，又符合当前房地产行业的发展趋势。在这一战略的指导下，公司将充分发挥自身优势，对重点项目进行品牌提升和管理优化，打造大型区域综合功能项目，提升城市区域价值，进而提高公司项目盈利能力，实现多方共赢。

未来三年快速增长可以期待

尽管公司的预售账款较少，但考虑到公司将采取灵活多变的营销策略，2011年可结算面积较多的原因，因此我们预计公司2011年至2013年的EPS分别为0.88元、1.18元及1.56元，公司未来三年具有较快的增长预期。

综合考虑，我们维持“买入”评级，目标价10元，上升涨幅20%左右。

风险提示：房地产行业调控导致销售不畅

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,353.31	9,177.96	9996.34	13408.3	17212.6
增长率(%)	641.93%	24.81%	8.92%	34.13%	28.37%
EBITDA(百万元)	1,938.56	1,920.65	2784.25	3685.01	4511.97
净利润(百万元)	1,196.88	1,115.20	1595.65	2127.62	2816.15
增长率(%)	-405.55%	-6.82%	43.08%	33.34%	32.36%
每股收益(元)	0.829	0.618	0.88	1.18	1.56
市盈率	19.36	12.65	9.44	7.08	5.35
市净率	7.79	3.52	2.69	1.95	1.43
EV/EBITDA	12.59	10.55	4.78	3.40	2.53

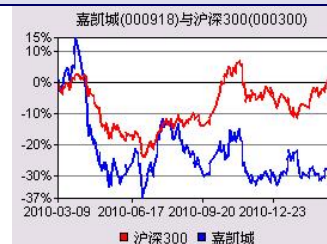
数据来源: 嘉凯城集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	8.35
目标价格(元)	10.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	4.90%	4.77%	-27.30%
沪深300	9.80%	6.90%	1.00%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1,804.19/144.00

主要股东:

浙江省商业集团有限公司

主要股东持股比例

28.46%

财务比率

ROE	40.30%
ROA	23.64%
资产负债率	75.76%
每股净资产(元)	2.06

2009 年报数据

业绩基本符合预期

3月10日，公司公布了2010年的年报报告，公司共实现营业收入91.78亿元，同比增长24.81%；实现利润总额 17.42亿元，同比减少7.45%；实现归属于母公司股东的净利润 11.15亿元，同比减少6.82%，折合每股收益为0.62元，而我们预计的2010年EPS是0.66元，总体上看，应该说是基本上符合预期。

表1、营业收入分类数据

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 增减(%)	毛利率 增减(%)
房屋销售	671,871.36	360,240.66	46.38%	10.76%	-0.49%
商品销售	213,420.23	206,828.01	3.09%	94.79%	1.84%
物业管理	10,115.39	4,184.69	58.63%	33.71%	3.29%
餐饮服务	11,341.61	5,775.54	49.08%	71.47%	7.80%
其他	4,073.96	2,541.12	37.63%	22.91%	6.35%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2010年，公司整体营业收入增长了24.8%，但贡献绝大多数业绩的房地产增速相对较缓，增长了10.76%，其毛利率也略微下降；同时，由于公司规模扩大，导致管理费用率的提高也是公司净利润低于营业收入增长速度的原因。

表2、营业收入增长比较

	2009-12-31	2010-12-31	同比增长
营业收入	7,353.3	9,178.0	24.8%
营业成本	4,407.0	5,848.8	32.7%
营业税金及附加	573.7	653.4	13.9%
销售费用	158.8	193.2	21.6%
管理费用	316.5	582.4	84.0%
财务费用	4.6	103.8	2152.7%
营业利润	1,891.9	1,756.8	-7.1%
净利润	1,340.2	1,186.0	-11.5%
归属母公司净利润	1,196.9	1,115.2	-6.8%
总股本	1,804.2	1,804.2	0.0%
每股收益	0.66	0.62	-6.8%
毛利率	40.1%	36.3%	-9.5%
主营业务税率	7.8%	7.1%	-8.7%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

积极补充土地资源，加大新开工力度

公司积极补充可开发资源，2010年，公司新增土地储备面积超过400万平方米，归属公司的权益面积超过260万平方米，为公司的健康可持续发展奠定了良好的基础；既新增了短平快的上海汇贤雅居项目，又收购了青岛李沧、武汉巴登城等大盘城市综合体开发项目，实现短期业绩与中长期发展战略的结合。

2010年，公司实际建设工程项目18个，全年施工面积154.21万平方米，其中当年新开工项目11个，开工面积86.87万平方米；同时，从公司2011年的计划中看到，公司计划2011年新开工148.06万平方米，增长了70%多，这说明了公司看好行业的发展趋势，加大新开工力度，为未来三年的快速发展奠定了基础。

明确发展战略：城市区域价值的创造者

2010年是嘉凯城上市之后的一个完成的会计年度，在这一年中，公司明确了自己的发展方向，在2010年年报中，公司明确提出了要做“城市区域价值的创造者”，嘉凯城业务将聚焦大型区域综合功能项目。

我们认为这一发展战略既结合了公司的竞争优势，又符合当前房地产行业的发展趋势，这是因为，首先，嘉凯城具有成熟的城市综合体开发经验，以及在商业地产项目运营管理方面的积淀，公司的子公司国际嘉业一直专注于大型城市综合体项目的开发，先后成功的开发了“上海嘉杰国际广场”、“南京嘉业国际广场”等区域性综合体项目，并且还有“苏州苏纶厂”、“杭州东方红街”等大型综合体项目正在开发，国际嘉业在业界具有较好的声誉，公司在区域综合体项目开发方面具有较强的竞争优势；其次，从房地产行业的发展趋势来看，未来商业地产的开发经营将成为一种主流方向，公司聚焦大型区域综合体的开发，就已经站在行业的制高点上。

在这一战略的指导下，公司将充分发挥自身优势，对重点项目进行品牌提升和管理优化，打造大型区域综合功能项目，提升城市区域价值，进而提高公司项目盈利能力，实现多方共赢。

未来三年快速增长可以期待

尽管公司的预售账款较少，但考虑到公司将采取灵活多变的营销策略，2011年可结算面积较多的原因，因此我们预计公司2011年至2013年的营业收入分别为99.96亿元、134亿元及172亿元，其中房地产营业收入分别为71.78亿元、105.38亿元及142.81亿元；归属母公司净利润分别为15.96亿元、21.28亿元及28.16亿元，对应的EPS分别为0.88元、1.18元及1.56元，公司未来三年具有较快的增长预期。

综合考虑，我们维持“买入”评级，目标价10元，上升涨幅20%左右。

风险提示

房地产行业调控导致销售不畅风险

资产负债表

单位：百万元

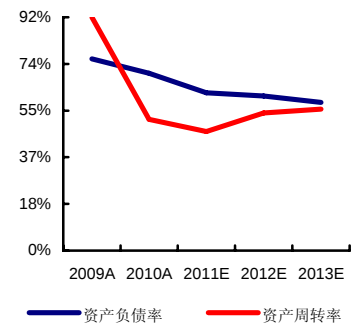
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,737	19,000	19,919	25,848	31,952
货币资金	2,514	2,593	7,092	8,872	10,020
应收及预付	3,436	3,163	3,036	4,058	5,242
存货	6,785	13,069	9,616	12,744	16,515
其他流动资产	2	175	175	175	175
非流动资产	1,898	1,807	1,749	1,811	1,969
长期股权投资	677	229	229	229	229
固定资产	788	815	771	723	673
在建工程	29	37	46	55	64
无形资产	216	232	90	90	90
其他长期资产	188	494	613	713	913
资产总计	14,635	20,807	21,668	27,659	33,921
流动负债	8,625	10,348	7,770	10,366	13,414
短期借款	159	2,698	0	0	0
应付及预收	7,847	7,572	7,700	10,281	13,304
其他流动负债	619	78	70	85	110
非流动负债	2,463	4,225	5,719	6,519	6,459
长期借款	2,406	3,759	5,259	6,259	6,259
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	466	460	260	200
负债合计	11,088	14,573	13,489	16,885	19,873
股本	1,443	1,804	1,804	1,804	1,804
资本公积	-919	-920	-920	-920	-920
留存收益	2,445	3,128	4,723	6,851	9,667
归属母公司股东权益	2,970	4,012	5,608	7,735	10,552
少数股东权益	577	2,221	2,572	3,039	3,497
负债和股东权益	14,635	20,807	21,668	27,659	33,921

利润表

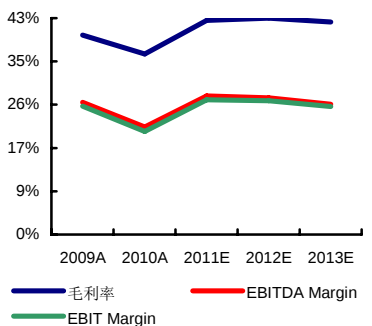
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7353	9178	9996	13408	17213
营业成本	4407	5849	5692	7577	9856
营业税金及附加	574	653	745	1084	1462
销售费用	159	193	210	282	361
管理费用	316	582	640	858	1102
财务费用	5	104	235	248	266
资产减值损失	31	20	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	120	100	200
投资净收益	22	-20	0	0	0
营业利润	1892	1757	2595	3460	4366
营业外收入	8	8	0	0	0
营业外支出	17	22	0	0	0
利润总额	1882	1742	2595	3460	4366
所得税	542	556	649	865	1092
净利润	1340	1186	1946	2595	3275
少数股东损益	143	71	350	467	458
归属母公司净利润	1197	1115	1596	2128	2816
EBITDA	1952	1981	2784	3685	4512
EPS (元)	0.83	0.62	0.88	1.18	1.56

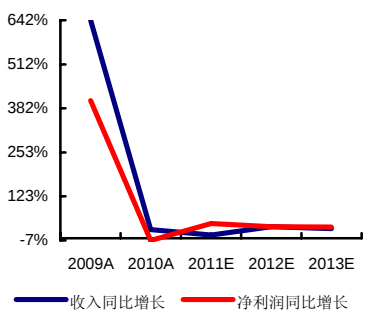
资产负债率趋势



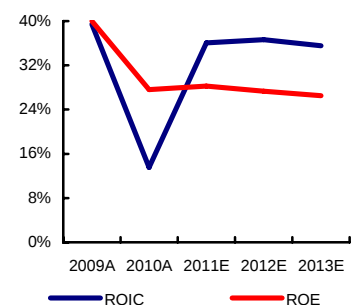
经营利润率趋势



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

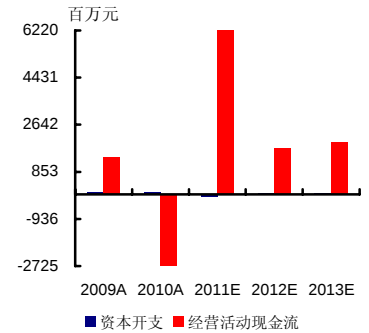
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,425	-2,725	5,870	1,292	1,534
净利润	1,340	1,186	1,946	2,595	3,275
折旧摊销	54	81	75	77	80
营运资金变动	-126	-4,083	3,709	-1,568	-1,933
其它	156	91	140	188	113
投资活动现金流	-134	-989	102	-39	-39
资本支出	-74	-77	102	-39	-39
投资变动	-59	-737	-120	-100	-200
其他	0	-175	120	100	200
筹资活动现金流	-196	3,801	-1,473	527	-348
银行借款	2,230	5,095	-1,198	1,000	0
债券融资	-2,156	-1,846	-7	-185	-35
股权融资	134	1,027	0	0	0
其他	-403	-476	-268	-288	-313
现金净增加额	1,095	86	4,499	1,780	1,147
期初现金余额	58	2,514	2,593	7,092	8,872
期末现金余额	1,154	2,600	7,092	8,872	10,020

主要财务比率

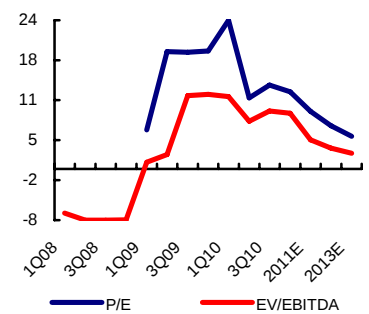
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	641.9%	24.8%	8.9%	34.1%	28.4%
营业利润	664.6%	-7.1%	47.7%	33.3%	26.2%
归属于母公司净利润	405.5%	-6.8%	43.1%	33.3%	32.4%
获利能力					
毛利率	40.1%	36.3%	43.1%	43.5%	42.7%
净利率	18.2%	12.9%	19.5%	19.4%	19.0%
ROE	40.3%	27.8%	28.5%	27.5%	26.7%
ROIC	39.7%	13.7%	36.3%	36.9%	35.8%
偿债能力					
资产负债率	75.8%	70.0%	62.3%	61.0%	58.6%
净负债比率	18.8%	63.1%	-21.6%	-23.5%	-26.0%
流动比率	1.48	1.84	2.56	2.49	2.38
速动比率	0.52	0.42	1.14	1.07	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.52	0.47	0.54	0.56
应收账款周转率	35.65	21.93	24.33	24.33	24.33
存货周转率	1.28	0.59	0.61	0.61	0.61
每股指标 (元)					
每股收益	0.83	0.62	0.88	1.18	1.56
每股经营现金流	0.99	-1.51	3.25	0.72	0.85
每股净资产	2.06	2.22	3.11	4.29	5.85
估值比率					
P/E	19.4	12.7	9.4	7.1	5.3
P/B	7.8	3.5	2.7	1.9	1.4
EV/EBITDA	12.2	9.1	4.8	3.4	2.5

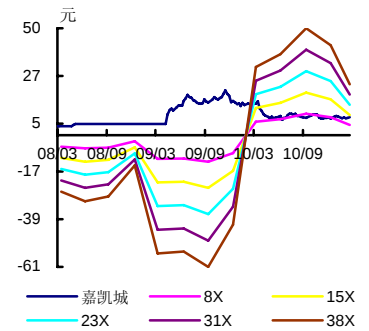
资本支出与经营活动现金流



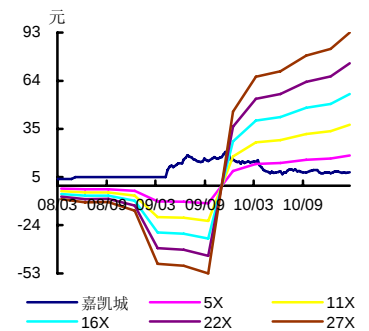
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，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，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，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“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

嘉凯城(000918.sz)_季报点评	徐军平	2010-10-20
嘉凯城(000918.sz)_公司深度研究报告	徐军平	2010-10-08
嘉凯城(000918.sz)_公司调研简报	徐军平	2010-08-02

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。