

城市区域价值创造者

——2010 年报点评

嘉凯城
000918

2010 年全年业绩每股 0.62 元，低于预期

嘉凯城今天公布了 2010 年年报，公司年内实现营业收入 91.8 亿元，同比增长 24.8%；实现净利润 11.2 亿元，同比下降 6.8%，低于我们的预期。公司宣告拟每 10 股派发现金红利 0.55 元（含税）。

评述

年度销售目标已达到，但规模偏小。2010 年公司实现合同销售面积 38.76 万平米，合同销售金额 50.42 亿元，相对于目前 150 亿市值，销售规模偏小。

2010 年销售规模过小，导致公司负债水平偏高。期末，在手现金 25.9 亿元，而短期借款与一年内到期长期借款合计仅 27.7 亿元，短期还款压力较大；资产负债率 70.0%，同比下降了 5.7 个百分点，剔除预收账款后，真实资产负债率 63.2%，同比提高了 11.2 个百分点，主要是销售额过小所致；净负债率大幅提升至 76.5%，提高了 43.5 个百分点，行业中负债水平偏高。

盈利能力出现下滑。期末毛利率 36.3%，同比下降 3.8 个百分点，净利率 12.9%，同比下降 5.3 个百分点，ROE 回落到 32.1%，原因主要在于开发成本上升与管理费用率大幅提高所致。

公司资源储备丰富，主要分布在经济最为活跃的沿海地区。公司现拥有项目总建面 1030 万平米，其中权益总建面 774 万平米，规模上属行业第二梯队龙头企业。2010 年，公司新增土地储备面积超过 400 万平米，归属公司的权益面积超过 260 万平米，这为公司可持续发展奠定了基础。

公司定位于城市区域价值的创造者，未来五年，将立足精品住宅开发，在净利润稳定增长前提下，大力发展区域性综合地产。在发展新项目方面，公司将以上海、杭州、南京、苏州、无锡等长三角中心城市为核心。2011 年公司计划新开工 148 万平米，较上年实际完成额增长 41%，计划竣工交付 49 万平米，较上年实际完成额下滑 12.5%。

公司项目进展慢于预期，我们预计公司 11-13 年主营业务收入分别为 87.2 亿、113.3 亿、147.3 亿，EPS 分别为 0.70 元、0.93 元、1.22 元，目前股价对应 2011 年市盈率 12 倍，对 2011 年 NAV 值有 46% 的折让，市场估价过低，我们给予公司“买入”的投资评级。

维持

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

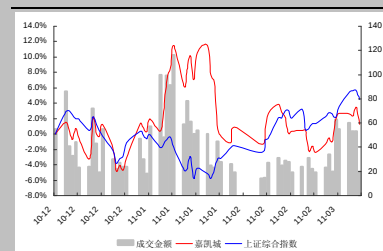
分析：2011 年 03 月 10 日

价格

当前市价：8.20 元

半年目标：12.00 元

股价表现



相关研究报告

公司NAV估值表（贴现率=10%）

所在城市	地块/楼盘名称	地理位置	股权比例	占地面积 (万平)	规划总建面 (万平)	权益未结面积 (万平)	楼面地价 (元/平)	预期销售均价 (元/平米)	预期销售金 额 (万元)	权益净增值 (万元)
潍坊	东方天韵	经济开发区	79%	20.9	32.5	25.7	830	4000	102795	6,483
杭州	燕园	拱墅区	91%	4.1	10.5	9.5	5300	22000	209956	47,680
杭州	湖左岸	下沙开发区	100%	3.0	10.6	10.6	2000	15000	158850	32,437
杭州	吉如项目		100%	4.5	15.5	15.5	7161	20000	310000	55,811
杭州	东方红街	江干区	90%	9.2	35.6	32.0	4172	28000	896112	54,056
重庆	翠海朗园	江北观音桥	100%	22.0	39.4	39.4	1700	10000	394300	72,541
登封	中凯龙城	少林大道	87%	7.7	15.8	13.8	200	2500	34452	3,614
南昌	中凯蓝域	高新开发区	64%	8.5	16.7	10.7	800	5000	53440	7,935
上海	中凯曼茶园	松江佘山	100%	17.5	6.3	6.3	500	100000	630000	281,628
登封	广厦花园		49%	8.1	10.4	5.1	200	2500	12740	1,289
上海	汇贤雅居	徐汇区	100%	3.3	13.8	13.8	15000	70000	966000	281,851
湖州	湖州嘉业太湖阳光假日	太湖旅游度假区	99%	64.7	30.8	30.4	1500	13000	395595	80,528
苏州	苏州苏纶场	沧浪区	61%	13.6	44.9	27.4	3586	55000	1508865	302,335
嘉善	嘉善嘉业阳光城	嘉善县经济开发区	48%	20.0	33.6	16.2	1200	5000	81192	7,148
无锡	无锡国际城	新区	46%	5.7	36.0	16.6	2500	20000	331632	57,500
南通	海安七星国际城	海安县	32%	10.7	20.0	6.4	500	3000	19200	1,212
南京	南京嘉业国际城	建邺区	100%	3.2	24.5	24.5	2900	50000	1225000	175,963
西安	京都皇冠山庄	秦岭北麓	65%	25.1	6.7	4.4	2800	15000	65325	11,788
青岛	城中村改造	李沧区	12%	83.5	182.0	21.2	2650	10000	212394	26,541
杭州	余政储出[2011]08号地块	余杭区	100%	8.3	23.2	23.2	6241	25000	580867	97,883
武汉	巴登城	江夏区	51%	340.0	340.0	340.0	285	8000	2720000	234,007
海口	华航项目	美兰区灵山镇	70%	47.0	81.3	81.3	1000	8000	650480	66,987
合计				730	1,030	774			7,607,848	1,907,217
投资性房地产增值（万元）										209,100
2010年账面净资产（万元）										623,357
总股本（万股）										180,419
NAV（元/股）										15.19

数据来源：公司公告、东海证券研究所

2010年公司业绩分析

(百万元)	年度数据			2010东海简评
	2009	2010	YoY%	
营业收入	7,353	9,178	24.8%	收入、成本同比增幅较大，源自于子公司名城实业贸易收入同比大幅提升
营业成本	4,407	5,849	32.7%	
营业税金及附加	574	653	13.9%	
销售费用	159	193	21.6%	
管理费用	316	582	84.0%	加大管理投入及人员大幅增加所致
财务费用	5	104	2152.7%	利息资本化额度下降
营业利润	1,892	1,757	-7.1%	
归属于母公司净利润	1,197	1,115	-6.8%	
总股本	1,804	1,804	0.0%	
每股收益	0.66	0.62	-6.8%	
总资产	14,635	20,807	42.2%	
现金	2,514	2,593	3.2%	
存货	6,785	13,069	92.6%	收购武汉巴登城、海南华航、上海源丰项目
总负债	11,088	14,573	31.4%	
预收账款	3,483	1,429	-59.0%	已交付项目结转销售收入，部分在建项目报表日尚未达到预售条件
短期及一年内到期借款	777	2,769	256.2%	投入土地储备及开发建设增加
长期借款	2,406	3,759	56.2%	
应付债券	0	0	#DIV/0!	
归属母公司权益	2,970	4,012	35.1%	
经营活动现金流	1,425	-2,725	-291.3%	新增项目投资及项目开发土地款增加所致
财务比率				
(%)	2009	2010	Ppt%	
资产负债率	75.8%	70.0%	-5.7	销售规模过小，导致负债率大幅走高
真实资产负债率	52.0%	63.2%	11.2	
净负债率	33.0%	76.5%	43.5	
银行贷款占总负债比率	28.7%	44.8%	16.1	
主营业务利润率	33.6%	27.8%	-5.8	
毛利率	40.1%	36.3%	-3.8	
净利润率	18.2%	12.9%	-5.3	

资料来源：公司数据、东海证券研究所

公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2593	7834	8571	8354	营业收入	9178	8719	11335	14735
应收款项	1589	2569	3363	3797	营业成本	5849	5554	7198	9357
存货净额	13069	5655	8923	14070	营业税金及附加	653	619	816	1061
其他流动资产	1574	952	1470	2252	销售费用	193	192	249	324
流动资产合计	19000	17010	22328	28473	管理费用	582	523	680	884
固定资产	852	882	906	926	财务费用	104	14	11	12
无形资产及其他	90	87	84	81	投资收益	(20)	(3)	(1)	(1)
投资性房地产	636	636	636	636	资产减值及公允价值变动	(20)	(34)	(19)	(28)
长期股权投资	229	286	343	386	其他收入	0	33	41	43
资产总计	20807	18901	24296	30502	营业利润	1757	1812	2401	3111
短期借款及交易性金融负债	2769	0	0	0	营业外净收支	(15)	(20)	(23)	(17)
应付款项	1461	1488	2064	2481	利润总额	1742	1793	2378	3094
其他流动负债	6118	5121	7695	10704	所得税费用	556	448	594	774
流动负债合计	10348	6609	9758	13185	少数股东损益	71	73	97	126
长期借款及应付债券	3759	4239	4719	5199	归属于母公司净利润	1115	1272	1687	2195
其他长期负债	466	583	708	872					
长期负债合计	4225	4822	5427	6071	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	14573	11431	15185	19256	净利润	1115	1272	1687	2195
少数股东权益	2221	2288	2377	2493	资产减值准备	(11)	(20)	0	0
股东权益	4012	5182	6734	8753	折旧摊销	75	46	50	54
负债和股东权益总计	20807	18901	24296	30502	公允价值变动损失	20	34	19	28
					财务费用	104	14	11	12
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(6205)	6182	(1306)	(2772)
每股收益	0.62	0.70	0.93	1.22	其它	81	87	89	116
每股红利	0.00	0.06	0.07	0.10	经营活动现金流	(4925)	7601	539	(379)
每股净资产	2.22	2.87	3.73	4.85	资本开支	(76)	(87)	(90)	(100)
ROS	12%	15%	15%	15%	其它投资现金流	(173)	175	0	0
ROE	28%	25%	25%	25%	投资活动现金流	199	31	(147)	(142)
毛利率	36%	36%	37%	37%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	21%	21%	21%	负债净变化	1353	480	480	480
EBITDA Margin	21%	21%	21%	21%	支付股利、利息	0	(102)	(135)	(176)
收入增长	25%	-5%	30%	30%	其它融资现金流	2099	(2769)	0	0
净利润增长	--	14%	33%	30%	融资活动现金流	4805	(2391)	345	304
资产负债率	81%	73%	72%	71%	现金净变动	80	5241	737	(217)
息率	0.0%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	2514	2593	7834	8571
P/E	12.7	11.8	8.9	6.9	货币资金的期末余额	2593	7834	8571	8354
P/B	3.5	2.9	2.2	1.7	企业自由现金流	(4460)	7489	434	(507)
EV/EBITDA	11.9	17.0	14.7	12.9	权益自由现金流	(1008)	4988	748	(212)

资料来源：公司公告、东海证券研究所

作者简介

桂长元: 经济学硕士，房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所，从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897