

嘉凯城 (000918)

推荐 (维持)

喜忧参半

市场数据

报告日期	2011/3/10
收盘价(元)	8.35
总股本(百万股)	1,804
流通股本(百万股)	527
总市值(百万元)	151
流通市值(百万元)	44
净资产(百万元)	6,233
总资产(百万元)	20,806
每股净资产	2.22

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9178	10639	11015	12819
同比增长(%)	24.8%	9.7%	20.7%	22.5%
净利润(百万元)	1115	1195	1648	2129
同比增长(%)	-6.8%	-0.1%	37.9%	29.2%
毛利率(%)	36.3%	40.5%	45.6%	47.9%
净利率(%)	12.2%	14.0%	16.6%	17.7%
净资产收益率(%)	27.8%	25.1%	23.5%	21.2%
每股收益(元)	0.62	0.66	0.91	1.18
每股经营现金流(元)	-1.51	-1.23	-1.32	-1.43

相关报告

投资要点

事件:

2011年3月10日,嘉凯城公布了10年年报。2010年,公司实现营业收入约91.78亿元,同比增长24.81%;实现净利润总额17.42亿元,同比减少7.45%;即EPS约0.62元,比我们先前预期低0.04元。

点评:

分析师 王晓冬

021-3856 5953

wxd@xyzq.com.cn

SAC:S0190110120019

联系人: 虞淼

021-38565969

yumiao@xyzq.com.cn

● 2010年,公司实现销售收入约91.78亿元,同比增长约24.81%。其中房地产业务结算收入约67.19亿元,占比约73.21%,符合我们先前的预期。同时,报告期内,公司实现销售面积38.76万平米,实现销售金额约50.42亿元。

● 年报的基本判断:喜忧参半

● 近200万方优质项目的大面积开工为未来的业绩奠定了坚实的基础;421万平米低廉土地储备的获取为公司的发展奠定了长远的基石;20余年的开发经验确保公司在行业洗牌期保持一颗清醒的头脑

● 由于蔓茶园销售低于预期以及东方红街商业推盘的延后,公司2010年实现销售收入约50亿元,低于市场预期约12%;2010年,公司帐面预售款约为14亿元,业绩的锁定性较差;同时,公司资产负债率约70%,资金链将承受一定的考验。当然,上述问题的解决全部系于2011年约150亿推盘量的销售。

● 预计2011年至2013年,公司EPS分别为0.66元、0.91元、1.18元,结合公司RNAV10.58元,维持公司“推荐”评级。

事件：

2011 年 3 月 1 日，嘉凯城公布了 10 年年报。2010 年，公司实现营业收入约 91.78 亿元，同比增长 24.81%；实现净利润总额 17.42 亿元，同比减少 7.45%；即 EPS 约 0.62 元，**比我们先前预期低 0.04 元。**

点评如下：

2010 年，公司实现销售收入约 91.78 亿元，同比增长约 24.81%。其中房地产业务结算收入约 67.19 亿元，占比约 73.21%，符合我们先前的预期。同时，报告期内，公司实现销售面积 38.76 万平米，实现销售金额约 50.42 亿元。

表 1：嘉凯城 2010 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	671,871	360,240	46.38%
商品销售	213,420	206,828	3.09%
物业管理	10,115	4,184	58.63%
餐饮服务	11,341	5,775	49.08%
其他	4,073	2,541	37.63%

资料来源：公司公告

我们对于年报的判断：喜忧参半。**值得我们欣喜地部分：****1、充足的货量为未来业绩奠定坚实的基础**

2010 年，公司实际建设项目约 18 个，全年施工面积 154.21 万平米，其中当年新开工项目约 11 个，开工面积约 86.87 万平米，完成交付项目 13 个，交付面积 44.98 万平米。同时，2011 年，公司计划新开工 148.06 万平米，计划竣工交付 49.55 万平米。预计，2011 年公司货量约 150 亿元。充足的推盘量为未来的业绩奠定了坚实的基础。

表 2：2010 年部分优质项目开工情况

项目名称	位置	权益 (%)	建筑面积 (平方米)	开工面积 (平方米)	竣工面积 (平方米)	预计售价 (元/平米)
苏州苏纶场	苏州	61.10	45,3126	33,413	7,048.61	35,000
东方红街	杭州	100.00	321,043	59,409	65,409	30,000
名城湖左岸	杭州	100.00	105,862	105,862	0	18,000
汇贤雅居二期	上海	100.00	133,453	133,453	0	70,000
曼荼园	上海	100.00	62658	0	35,975	140,000

资料来源：兴业证券研发中心

2、大量低廉土地储备的获取确保长续发展

2010 年初，市场普遍担心公司土地储备不足，倾向于认为公司为典型的项目型公司。2010 年，公司累计获取土地储备约 421 万平米，楼面地价约 328 元/平米；低

廉的地价未来公司的发展奠定了长远的基石。截止 2010 年底，公司拥有权益土地储备约 688 万平米，按照 2011 年新开工面积 148 万平米计算，上述土地储备足够公司开发 4 年以上。

表 3：2010 年公司新增土地储备

项目名称	出资金额 (亿)	占比	建筑面积 (万平米)	楼面地价 (元/平米)
青岛项目	1.4	70%	193	2,600
汇贤雅居	1.42	69%	13.8	19,000
海南项目	8.18	70%	81.35	1,400
武汉项目	2.85	51%	130	961
合计	13.85		421.15	

资料来源：兴业证券研发中心

3、二十余年的开发经验使得公司保持一颗冷静的头脑

为了应对未来房地产行业的或有下滑，公司采用如下手段：

- ✓ 制定灵活的销售计划
- ✓ 加大商业部分的推盘
- ✓ 及时获取约 12 亿元的信托融资（成本约 12%，低于当时市场 16% 的均值）

值得担忧的部分：

1、2010 年销售低于市场预期

2010 年，公司实现销售收入约 50.42 亿元，比市场先前预期的 60 亿元低了近 20%。我们认为：公司销售低于预期的主要原因在于：蔓茶园销售的低于预期以及东方红街商业部分的推盘延后。

2、业绩锁定性不足

2010 年，公司帐面预售款仅为 14 亿元，即业绩锁定性仅为 16.47%。公司 2011 年的业绩会不会低于市场预期呢？我们认为，现在回答这个问题还略操之过急。在此，我们不妨观察 2011 年的推盘情况。

表 4：2011 年部分项目推盘状况

项目名称	性质	销售面积 (万平米)	销售均价 (元/平米)	销售收入 (亿)	是否交付
蔓茶园	住宅	1.58	140,000	22.12	是
苏伦场	商业	15	3,000	45	部分交付
东方红街	商业	6	30,000	18	是
吉如地块	住宅	3	30,000	9	否
湖左岸	住宅	5	18,000	9	部分交付
汇贤雅居	住宅	5	60,000	30	否
				133.12	

资料来源：兴业证券研发中心

2011 年，我们将紧密关注公司的销售状况。

3、资产负债率较高

2010 年年报显示：公司资产负债率达 70.8%，剔除预售款之后的资产负债率为 63.18%。公司的资金链将在 2011 年经受较大的考验。当然，这一切问题的解决都系于 2011 年的销售状况。

定期报告点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	19000	11723	12814	14586
货币资金	2593	2673	2800	3000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	634	183	221	271
其他应收款	908	1561	1885	2309
存货	13069	5061	5479	6371
非流动资产	1807	1808	1694	1590
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	229	677	677	677
投资性房地产	463	155	155	155
固定资产	815	749	701	650
在建工程	37	14	7	4
油气资产	0	0	0	0
无形资产	90	41	-12	-65
资产总计	20807	13531	14507	16175
流动负债	10348	8493	9067	9855
短期借款	2698	159	290	724
应付票据	833	369	400	465
应付账款	628	479	519	603
其他	6189	7485	7859	8063
非流动负债	4225	4869	7275	9680
长期借款	3759	4812	7217	9623
其他	466	57	57	57
负债合计	14573	13361	16342	19535
股本	1804	1804	1804	1804
资本公积	-920	-919	-919	-919
未分配利润	2976	3066	4642	6672
少数股东权益	2221	800	1167	1651
股东权益合计	6234	4892	6836	9349
负债及权益合计	20807	18254	23178	28884

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1115	1195	1648	2129
折旧和摊销	81	60	61	61
资产减值准备	-59	-8	8	11
无形资产摊销	10	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	104	7	9	10
投资损失	20	0	0	0
少数股东损益	71	222	368	483
营运资金的变动	6271	-1045	530	1231
经营活动产生现金流量	-4500	-2216	-2376	-2577
投资活动产生现金流量	-85	49	47	47
融资活动产生现金流量	3164	2577	2688	2799
现金净变动	-1422	410	359	269
现金的期初余额	2514	2514	2673	2800
现金的期末余额	1091	2924	3032	3069

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9178	6639	8015	9819
营业成本	5849	3288	3559	4138
营业税金及附加	653	990	1278	1599
销售费用	193	100	120	147
管理费用	582	365	361	442
财务费用	104	77	89	91
资产减值损失	20	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-20	0	0	0
营业利润	1757	1890	2688	3483
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	1742	1890	2688	3483
所得税	556	473	672	871
净利润	1186	1418	2016	2612
少数股东损益	71	222	368	483
归属母公司净利	1115	1195	1648	2129
EPS (元)	0.62	0.66	0.91	1.18

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.8%	-9.7%	20.7%	22.5%
营业利润增长率	-7.1%	-0.1%	42.2%	29.6%
净利润增长率	-6.8%	-0.1%	37.9%	29.2%
盈利能力(%)				
毛利率	36.3%	50.5%	55.6%	57.9%
净利率	12.2%	18.0%	20.6%	21.7%
ROE	27.8%	29.2%	29.1%	27.7%

偿债能力(%)

资产负债率	70.0%	73.2%	70.5%	67.6%
流动比率	1.84	1.38	1.41	1.48
速动比率	0.57	0.78	0.81	0.83

营运能力(次)

资产周转率	51.8%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	215.8%	339.3%	391.6%	394.6%

每股资料(元)

每股收益	0.62	0.66	0.91	1.18
每股经营现金	-1.51	-1.23	-1.32	-1.43
每股净资产	2.22	2.27	3.14	4.27

估值比率(倍)

PE	13.5	13.3	9.6	7.5
PB	3.8	3.9	2.8	2.1

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%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。