

买入 维持
嘉凯城 (000918)
2011 年 7 月 28 日

销售能否如期放量决定后期业绩释放速度

房地产行业分析师: 涂力磊

 SAC 执业证书编号: S0850510120001
 tll5535@htsec.com
 021-23219747

房地产行业分析师: 谢 盐

 SAC 执业证书编号: S0850208120583
 xiey@htsec.com
 021-23219436

事件:

公司公布 2011 年中报。2011 年上半年公司完成营业收入 27.67 亿元,同比减少 21.8%;实现营业利润 0.54 亿元,同比增长-93.07%;归属于上市公司所有者净利润 0.07 亿元,同比增长-98.39%。实现基本每股收益 0.004 元,比去年同期减少 98.4%。由于结算项目较少,公司预计 1-9 月公司约实现净利润 1.1 亿元,实现每股收益 0.06 元,同比减少 83.68%。

投资建议:

上半年推盘较少和产品类型受调控影响较大是造成公司销售低于预期的主要原因。我们预计公司今年可推盘量为 120 亿,预计全年销售在 70 亿左右,下半年能否有效实现去化是决定后期业绩能否如期释放的关键。我们暂时维持公司盈利预测,预计公司 2011、2012 和 2013 年各年 EPS 分别为 0.71 元、0.91 元和 1.22 元。同时提示如果下半年公司销售不能有效放大,3 季报存在业绩下调风险。考虑到公司没有下调开工和竣工计划,短期维持“买入”评级。截至 7 月 28 日,公司收盘于 6.91 元,对应 2011 年 PE 为 9.73 倍,2012 年 PE 为 7.59 倍,对应 2011 年 RNAV 在 10.21 元左右。考虑到公司大股东优势和自身项目质地,给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率,对应目标价格为 10.65 元。

主要内容:

1. 结算周期集中在下半年是造成业绩下滑的主要原因。2011 年上半年公司完成营业收入 27.67 亿元,同比减少 21.8%;实现营业利润 0.54 亿元,同比增长-93.07%;归属于上市公司所有者净利润 0.07 亿元,同比增长-98.39%。实现基本每股收益 0.004 元,比去年同期减少 98.4%。公司经营业绩较上年同期大幅下降的主要原因是本年度可结算的大部分项目集中在下半年竣工。公司预计下半年结算收入和营业收入相比上半年有较大增长。

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	1H10	1H11	Ppt	2010	海通分析
毛利率	37.93	22.80	-15.13	36.27	
净利率	14.44	0.43	-14.00	12.92	
资产负债率	68.72	72.70	3.99	70.04	公司上半年借款有所增加
有息负债率	55.31	64.07	8.76	63.17	
三项费用占收入比	9.97	14.87	4.90	9.58	
ROE	14.34	0.18	-14.16	31.95	
(百万元)	1H10	1H 11	YOY%	2010	
总资产	16921.30	22504.70	33.00%	20806.86	
净资产	5293.84	6142.92	16.04%	6233.57	
货币现金	2441.43	1592.06	-34.79%	2593.05	支付土地款增加
预收账款	2268.80	1943.96	-14.32%	1428.72	预收房款较年初有所增加
经营活动现金流净额	-2221.02	-2669.47	20.19%	-2724.96	

资料来源:公司公告、海通证券研究所

截止报告期末，公司资产总额 225.04 亿元，负债总额 163.62 亿元，资产负债率为 72.7%。预收账款 19.43 亿元，占负债总额 11.87%，预收账款将随着项目的竣工结算转为本公司的主营业务收入。在负债结构上，短期借款和一年内到期的非流动负债 34.77 亿元，占负债总额的 21.25%，短期偿债压力不大。上半年经营活动净现金流量为-26.69 亿元，每股经营活动净现金流为-1.48 元。

公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

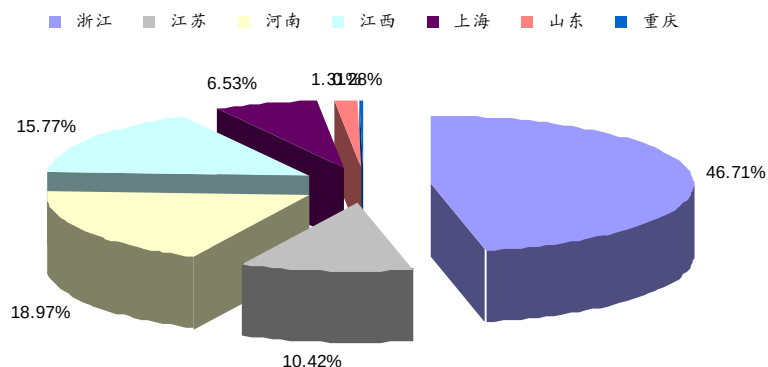
单位：百万元	1H 2010	1H 2011	YOY%	海通分析
一、营业总收入	3539.40	2767.10	-21.82%	本期可结算的房产项目较少
二、营业总成本	2752.54	2722.88	-1.08%	
营业成本	2196.83	2136.10	-2.76%	
营业税金及附加	202.75	176.03	-13.18%	
销售费用	89.90	96.41	7.24%	
管理费用	254.80	251.58	-1.26%	
财务费用	8.14	63.48	679.60%	公司贷款有所增加
资产减值损失	0.11	-0.73	-749.36%	
投资净收益	3.36	10.59	215.05%	
三、营业利润	790.61	54.76	-93.07%	
加：营业外收入	2.11	1.76	-16.61%	
减：营业外支出	12.84	2.50	-80.53%	
四、利润总额	779.87	54.02	-93.07%	
减：所得税	268.93	42.06	-84.36%	
五、净利润	510.94	11.96	-97.66%	
减：少数股东损益	57.59	4.67	-91.90%	
归属母公司净利润	453.35	7.29	-98.39%	
六、每股收益				公司预计 1-9 月公司约实现净利润 1.1 亿元，实现每股收益 0.06 元，同比减少 83.68%。
稀释每股收益(元)	0.25	0.006	-98.40%	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

上半年，公司实现开工面积 25.1 万平方米，交付面积 4.41 万平方米；实现合同销售面积 11.39 万平方米，合同销售金额 15.92 亿元。公司预计 1-9 月约实现净利润 1.1 亿元，实现每股收益 0.06 元，同比减少 83.68%。

2. 收入来源主要集中于杭州地区：报告期内公司营业收入中浙江地区取得收入占比 46.71%。河南和江西分别占 18.97% 和 15.77%。从公司当前发展情况看预计未来浙江地区占比依旧较高。

图 1 公司营业收入来源占比情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

3. 报告期内新增土地一块：截止本报告末公司新增土地一处，新增土地储备面积 8.3 万平方米，新增规划可建建筑面积 23.2 万平方米。截止报告期末，公司储备项目累计土地面积近 739.82 万平方米，其中权益建筑面积 480.75 万平方米。目前公司项目储备丰富，足够未来三到五年发展。

表 3 截止报告发布日公司新增土地储备

项目名称	公司权益	占地面积 (万平)	容积率 (倍)	建筑面积 (万平)	权益建面 (万平)	土地成本 (亿元)
余杭区余政储出[2011]08 号	100%	8.3	2.8	23.2	23.2	14.5
合计		8.3		23.2	23.2	14.5

资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 投资建议：下半年存在业绩下调风险。上半年推盘较少和产品类型受市场调控较大是造成公司销售低于预期的主要原因。我们预计公司今年可推盘量为 120 亿，预计全年销售在 70 亿左右，下半年能否有效实现去化是决定后期业绩能否如期释放的关键。我们暂时维持公司盈利预测，预计公司 2011、2012 和 2013 年各年 EPS 分别为 0.71 元、0.91 元和 1.22 元。同时提示如果下半年公司销售不能有效放大，3 季报存在业绩下调风险。考虑到公司没有下调开工和竣工计划，短期维持“买入”评级。截至 7 月 28 日，公司收盘于 6.91 元，对应 2011 年 PE 为 9.73 倍，2012 年 PE 为 7.59 倍，对应 2011 年 RNAV 在 10.21 元左右。考虑到公司大股东优势和自身项目质地，给予公司 2011 年 15 倍安全市盈率，对应目标价格为 10.65 元。

风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。公司上半年销售低于市场预期，3 季报存在业绩下调风险。

表 4 重点地产上市公司半年报汇总（截至 7 月 28 日）

公司名称	收盘价 元/股	总市值 亿元	每股预收 账款 元/股	有息 负债率 %	全年 开工计划 万平	全年 竣工计划 万平	上半年签约 销售金额 亿元	海通预计 全年销售 亿元	公司预计 1-9 月业绩 %
广宇集团	5.40	27	4.62	37.14	60（维持）	26（维持）	6.89	20（下调）	同比下降幅度小于 50%
滨江集团	10.98	148	12.24	30.12			42.53	100	同比下降幅度在 60%-80%
嘉凯城	6.91	125	1.08	64.07	148.06	49.55	15.92	70	同比下降 83.68%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

损益表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	991	7,353	9,178	7,786	9,415	11,349
增长率 (%)	-24.5	641.9	24.8	-15.2	20.9	20.5
营业成本	-500	-4,407	-5,849	-2,318	-2,898	-3,147
营业成本/ 销售收入 (%)	50.4	59.9	63.7	29.8	30.8	27.7
毛利	491	2,946	3,329	5,468	6,518	8,202
毛利率 (%)	49.6	40.1	36.3	70.2	69.2	72.3
营业税金及附加	-9	-574	-653	-2,919	-3,196	-4,310
营业税金及附加/ 销售收入 (%)	0.9	7.8	7.1	37.5	33.9	38.0
营业费用	-669	-159	-193	-156	-228	-275
营业费用/ 销售收入 (%)	67.5	2.2	2.1	2.0	2.4	2.4
管理费用	-97	-316	-582	-389	-631	-567
管理费用/ 销售收入 (%)	9.7	4.3	6.3	5.0	6.7	5.0
息税前利润 (EBIT)	-283	1,897	1,900	2,004	2,463	3,051
EBIT/ 销售收入 (%)	-28.6	25.8	20.7	25.7	26.2	26.9
财务费用	-65	-5	-104	-321	-283	-251
财务费用/ 销售收入 (%)	6.5	0.1	1.1	4.1	3.0	2.2
资产减值损失	17	-31	-20	8	-13	13
公允价值变动收益	0	8	0	0	0	78
投资收益	-5	22	-20	0	0	0
投资收益/ 税前利润 (%)	—	1.2	—	0.0	0.0	0.0
营业利润	-335	1,892	1,757	1,691	2,167	2,891
营业利润率 (%)	-33.8	25.7	19.1	21.7	23.0	25.5
营业外收支	-49	-10	-15	0	0	0
税前利润	-384	1,882	1,742	1,691	2,167	2,891
利润率 (%)	-38.8	25.6	19.0	21.7	23.0	25.5
所得税	-7	-542	-556	-389	-498	-665
所得税率 (%)	—	28.8	31.9	23.0	23.0	23.0
净利润	-392	1,340	1,186	1,302	1,669	2,226
少数股东损益	0	143	71	14	20	29
归属于母公司的净利润	-392	1,197	1,115	1,288	1,649	2,197
净利率 (%)	-39.5	16.3	12.2	16.5	17.5	19.4

现金流量表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	-392	1,340	1,186	1,302	1,669	2,226
少数股东损益	0	0	0	14	20	29
非现金支出	19	85	101	60	58	59
非经营收益	70	125	71	354	358	251
营运资金变动	332	-126	-4,083	1,514	1,266	-1,231
经营活动现金净流	29	1,425	-2,725	3,244	3,370	1,333
资本开支	21	74	77	-50	3	11
投资	-7	-94	-742	-448	0	0
其他	6	34	-171	0	0	78
投资活动现金净流	-21	-134	-989	-397	-3	67
股权募资	0	134	1,027	0	0	0
债权募资	-55	74	3,250	-234	-345	0
其他	41	-403	-476	-362	-338	-329
筹资活动现金净流	-14	-196	3,801	-596	-683	-329
现金净流量	-6	1,095	86	2,250	2,684	1,071

资料来源：公司公告、海通证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	58	2,514	2,593	4,829	7,494	8,536
应收款项	211	229	681	523	688	807
存货	96	6,785	13,069	16,101	15,882	16,170
其他流动资产	37	3,209	2,656	216	1,669	2,165
流动资产	402	12,737	19,000	21,670	25,733	27,678
流动资产/总资产 (%)	30.3	87.0	91.3	91.0	92.5	93.2
长期投资	176	838	701	838	838	838
固定资产	338	817	852	736	690	646
固定资产/总资产 (%)	25.5	5.6	4.1	3.1	2.5	2.2
无形资产	153	216	232	227	218	215
非流动资产	685	1,898	1,807	1,823	1,748	1,700
非流动资产/总资产 (%)	51.7	13.0	8.7	7.7	6.3	5.7
资产总计	1,324	14,635	20,807	23,808	27,810	29,693
短期借款	688	777	2,769	2,535	2,190	2,190
应付款项	1,023	7,291	6,667	9,091	11,709	11,260
其他流动负债	-4	556	905	418	478	584
流动负债	1,707	8,624	10,341	12,043	14,376	14,034
长期贷款	0	2,406	3,759	3,759	3,759	3,759
其他长期负债	53	57	466	466	466	466
负债	1,802	11,088	14,573	16,268	18,601	18,259
普通股股东权益	-480	2,970	4,012	5,305	6,954	9,151
少数股东权益	4	577	2,221	2,235	2,254	2,283
负债股东权益合计	1,326	14,635	20,807	23,808	27,809	29,693

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标(元)						
每股收益	-1.440	0.829	0.620	0.714	0.914	1.218
每股净资产	-1.766	2.058	2.224	2.940	3.854	5.072
每股经营现金净流	0.108	0.987	-1.510	1.039	1.078	0.420
每股股利	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	81.6	16.3	27.9	24.3	23.7	24.0
总资产收益率	-29.5	8.2	5.4	5.4	5.9	7.4
投入资本收益率	9.5	14.8	20.1	24.6	36.1	38.1
增长率 (%)						
营业总收入增长率	-24.5	641.9	24.8	-15.2	20.9	20.5
EBIT增长率	-1583.4	769.8	0.1	5.5	22.9	23.8
净利润增长率	-109.2	405.5	-6.5	15.1	28.0	33.2
总资产增长率	2.7	1003.9	42.2	14.4	16.8	6.8
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	69.5	10.2	30.0	23.4	25.6	24.9
存货周转天数	73.1	284.9	941.6	2,532.7	1,998.6	1,873.5
应付账款周转天数	969.7	182.4	444.8	357.4	386.5	376.8
固定资产周转天数	145.9	27.9	31.9	35.2	25.7	19.8
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	-132.2	18.8	63.1	19.4	-16.8	-22.7
EBIT利息保障倍数(倍)	-4.4	411.7	18.3	6.2	8.7	12.1
资产负债率	135.9	75.8	70.0	68.3	66.9	61.5

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）和广宇发展（000537.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。