

增持 调低
嘉凯城(000918)
2011 年 10 月 20 日

提升去化速度是后期战略关键

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：

2011 年 1-9 月公司完成营业收入 41.57 亿元，同比减少 23.74%；实现营业利润 2.57 亿元，同比增长-77.73%；归属于上市公司所有者净利润 1.15 亿元，同比增长-82.94%。实现基本每股收益 0.06 元，比去年同期减少 83.78%。由于结算项目较少，公司预计 2011 年公司大约实现净利润 5 亿元，实现每股收益 0.28 元，同比减少 55.17%。

投资建议：

公司预计 2011 年全年实现净利润 5 亿元，同比去年减少 55.17%。截止 3 季报末，公司累计实现预收账款 18.09 亿。按当前 18 亿总股本计算，折合累计锁定每股 1 元业绩。目前公司销售进度与全年 70 亿销售目标存在差距。2012 年公司上海项目有望进入市场，如何提高中高端产品去化率是公司后期战略关键。根据公司当前基本面情况，我们下调公司未来盈利预期，预计公司 2011、2012 和 2013 年各年 EPS 分别为 0.28 元、0.4 元和 0.67 元。短期内将公司评级从“买入”下调至“增持”评级。截至 10 月 19 日，公司收盘于 4.46 元，对应 2011 年 PE 为 15.92 倍，2012 年 PE 为 11.15 倍，对应 2011 年 RNAV 在 10.35 元左右。考虑到公司大股东优势和自身项目质地，我们以公司 RNAV 价格的 60%作为目标价格，对应价格为 6.21 元。

主要内容：

1. 结算项目减少是前 3 季度业绩下滑的主要原因。2011 年 1-9 月公司完成营业收入 41.57 亿元，同比减少 23.74%；实现营业利润 2.57 亿元，同比增长-77.73%；归属于上市公司所有者净利润 1.15 亿元，同比增长-82.94%。实现基本每股收益 0.06 元，比去年同期减少 83.78%。公司经营业绩较上年同期大幅下降的主要原因是房地产结转收入减少。

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

(%)	3Q 10	3Q11	Ppt	2010	海通分析
毛利率	37.22	22.8	-14.42	36.27	
净利率	13.93	0.43	-13.5	12.92	
资产负债率	68.74	75.5	6.76	70.04	项目开发建设资金的需求增加所致
有息负债率	60.11	67.83	7.72	63.17	
三项费用占收入比	10.80	14.87	4.07	9.58	
ROE	20.60	0.18	-20.42	31.95	结算收入减少
(百万元)	3Q10	3Q11	YOY%	2010	
总资产	17800.70	23609.94	32.63%	20806.86	
净资产	5564.23	5785.78	3.98%	6233.57	
货币现金	1942.08	1662.10	-14.42%	2593.05	房产销售回笼减少及支付土地款、工程款增加所致
预收账款	1536.04	1808.92	17.77%	1428.72	
经营活动现金流净额	-3139.72	-3698.28	17.79%	-2724.96	

资料来源：公司 2011 年 3 季报、海通证券研究所

截止报告期末，公司资产总额 236.1 亿元，负债总额 178.24 亿元，资产负债率为 72.7%。预收账款 18.09 亿元，占负债总额 10.15%，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 39.18 亿元，占负债总额的 21.98%。公司前 3 季度经营活动净现金流量为-36.98 亿元，每股经营活动净现金流为-2.05 元。

公司利润表分析如下：

表 2 公司利润表对比

单位：百万元	3Q 2010	3Q 2011	YOY%	海通分析
一、营业总收入	5451.37	4157.45	-23.74%	房地产结转收入减少
二、营业总成本	4301.46	3909.89	-9.10%	
营业成本	3422.38	3072.61	-10.22%	
营业税金及附加	291.69	244.55	-16.16%	
销售费用	139.15	165.91	19.23%	
管理费用	429.84	348.81	-18.85%	
财务费用	19.68	78.73	300.08%	短期融资金额增加所致
资产减值损失	-1.28	-0.72	-43.88%	
投资净收益	3.96	9.21	132.25%	
三、营业利润	1155.67	257.39	-77.73%	
加：营业外收入	1.63	2.31	41.41%	
减：营业外支出	16.42	4.58	-72.12%	
四、利润总额	1140.89	255.12	-77.64%	
减：所得税	381.57	128.30	-66.38%	营业利润减少所致
五、净利润	759.32	126.82	-83.30%	
减：少数股东损益	85.42	11.86	-86.12%	
归属母公司净利润	673.90	114.96	-82.94%	
六、每股收益				公司预计 2011 年全年实现净利润 5 亿元，实现每股收益 0.28 元，同比减少 55.17%。
稀释每股收益(元)	0.37	0.06	-83.78%	

资料来源：公司 2011 年 3 季报、海通证券研究所

2. 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	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：公司土地公告、海通证券研究所

3. 投资建议：销售推进不畅，下调评级和盈利预期。公司预计 2011 年全年实现净利润 5 亿元，同比去年减少 55.17%。截止 3 季报末，公司累计实现预收账款 18.09 亿。按当前 18 亿总股本计算，折合累计锁定每股 1 元钱业绩。目前销售进度与全年 70 亿销售目标存在差距。2012 年公司上海项目有望进入市场，如何提高中高端产品去化率是公司后期战略关键。根据公司当前基本面情况，我们下调公司未来盈利预期，预计公司 2011、2012 和 2013 年各年 EPS 分别为 0.28 元、0.4 元和 0.67 元。短期内将公司评级从“买入”下调至“增持”评级。截至 10 月 19 日，公司收盘于 4.46 元，对应 2011 年 PE 为 15.92 倍，2012 年 PE 为 11.15 倍，对应 2011 年 RNAV 在 10.35 元左右。考虑到公司大股东优势和自身项目质地，我们以公司 RNAV 价格的 60%作为目标价格，对应价格为 6.21 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 3 季报汇总（截至 10 月 19 日）

公司代码	公司名称	收盘价	总市值	每股预 收账款	资产负 债率	有息负 债率	每股货币现 金	公司预计 2011 年全年业绩
		元	亿元	元/股	(%)	(%)	元/股	
000024	招商地产	15.97	274	8.20	66.95	47.31	7.19	净利润比上年同期增长 30%-50% 实现每股收益 0.28 元，同比减少 55.17% 实现每股收益 0.78 元，同比上升 1850%
002133	广宇集团	4.76	24	4.84	72.12	36.75	1.16	
000918	嘉凯城	4.46	80	1.00	67.83	67.83	0.92	
000981	ST 兰光	9.32	80	4.47	55.29	55.30	0.51	

资料来源：上市公司 2011 年 3 季报、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	6,346	6,675	8,203
增长率 (%)	-24.5	641.9	24.8	-30.9	5.2	22.9
营业成本	-500	-4,407	-5,849	-3,906	-4,073	-4,906
营业成本/销售收入 (%)	50.4	59.9	63.7	61.6	61.0	59.8
毛利	491	2,946	3,329	2,440	2,602	3,297
毛利率 (%)	49.6	40.1	36.3	38.4	39.0	40.2
营业税金及附加	-9	-574	-653	-1,013	-779	-948
营业税金及附加/销售收入	0.9	7.8	7.1	16.0	11.7	11.6
营业费用	-669	-159	-193	-127	-162	-199
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	-317	-447	-410
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	982	1,214	1,741
EBIT/销售收入 (%)	-28.6	25.8	20.7	15.5	18.2	21.2
财务费用	-65	-5	-104	-321	-254	-247
财务费用/销售收入 (%)	6.5	0.1	1.1	5.1	3.8	3.0
资产减值损失	17	-31	-20	8	-9	9
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	669	951	1,581
营业利润率 (%)	-33.8	25.7	19.1	10.5	14.2	19.3
营业外收支	-49	-10	-15	0	0	0
税前利润	-384	1,882	1,742	669	951	1,581
利润率 (%)	-38.8	25.6	19.0	10.5	14.2	19.3
所得税	-7	-542	-556	-154	-219	-364
所得税率 (%)	—	28.8	31.9	23.0	23.0	23.0
净利润	-392	1,340	1,186	515	732	1,217
少数股东损益	0	143	71	5	9	16
归属于母公司的净利润	-392	1,197	1,115	510	723	1,202
净利率 (%)	-39.5	16.3	12.2	8.0	10.8	14.6

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	515	732	1,217
少数股东损益	0	0	0	5	9	16
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	5,214	-268	202
经营活动现金净流	29	1,425	-2,725	6,148	889	1,745
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	5,155	203	1,483

资料来源：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	7,742	7,937	9,404
应收款项	211	229	681	426	488	583
存货	96	6,785	13,069	14,445	15,290	14,911
其他流动资产	37	3,209	2,656	656	1,983	2,641
流动资产	402	12,737	19,000	23,270	25,698	27,539
流动资产/总资产 (%)	30.3	87.0	91.3	91.6	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	2.9	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	7.2	6.3	5.8
资产总计	1,324	14,635	20,807	25,408	27,775	29,554
短期借款	688	777	2,769	2,535	2,190	2,190
应付款项	1,023	7,291	6,667	11,537	13,513	13,990
其他流动负债	-4	556	905	358	358	447
流动负债	1,707	8,624	10,341	14,431	16,061	16,627
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	18,656	20,286	20,852
普通股股东权益	-480	2,970	4,012	4,526	5,249	6,451
少数股东权益	4	577	2,221	2,227	2,235	2,251
负债股东权益合计	1,326	14,635	20,807	25,408	27,770	29,554

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	0.282	0.401	0.666
每股净资产	-1.766	2.058	2.224	2.509	2.909	3.576
每股经营现金净流	0.108	0.987	-1.510	1.977	0.283	0.557
每股股利	0.000	0.300	0.055	0.000	0.000	0.000
回报率 (%)						
净资产收益率	81.6	16.3	27.9	11.3	13.8	18.6
总资产收益率	-29.5	8.2	5.4	2.0	2.6	4.1
投入资本收益率	9.5	14.8	20.1	22.0	26.1	39.5
增长率 (%)						
营业总收入增长率	-24.5	641.9	24.8	-30.9	5.2	22.9
EBIT 增长率	-1583.4	769.8	0.1	-48.3	23.6	43.4
净利润增长率	-109.2	405.5	-6.5	-54.5	41.9	66.1
总资产增长率	2.7	1003.9	42.2	22.1	9.3	6.4
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	834.9	1,348.2	1,368.9	1,108.1
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	43.2	36.2	27.3
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	-132.2	18.8	63.1	-21.5	-26.6	-39.7
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-4.4	411.7	18.3	3.1	4.8	7.0
资产负债率	135.9	75.8	70.0	73.4	73.0	70.6

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 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;	类别 评级 说明		
	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%。
	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。