

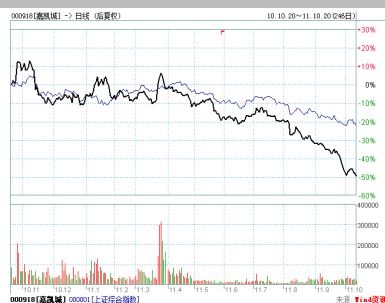
## 投资评级：

**中性（下调）**

## 基本资料：

当前股价（元）	4.3
总股本（百万）	1804
流通股（百万）	612
EPS (ttm)	0.3083
每股净资产（元）	2.23
资产负债率	75.5%
真实资产负债率	67.83%

## 公司走势图



## 相关报告：

《销售不畅导致业绩下滑—嘉凯城（000918）2011年半年报点评》

## 研发部

 邵明慧<sup>1</sup>

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858133

Email: zhangpeng@cnpsec.com

## 销售遇阻对公司影响进一步显现

### ——嘉凯城（000918）2011年三季度报点评

事件：今日公司公布 2011 年三季度报。公司前三季度实现营业收入 41.57 亿元，同比下降 23.74%，其中三季度当季实现 13.9 亿元，同比下降 27.28%；前三季度适应归属于上市公司股东净利润 1.15 亿元，同比下降 82.94%，其中三季度当季实现归属于上市公司股东净利润 1.07 亿元，同比下降 51.18%；前三季度公司实现每股收益 0.06 元，同比下降 83.78%。

- **房屋销售不畅拖累整体营收。**公司前三季度营业收入同比下降 23.74%，较 2011 年中期的-21.82%有所扩大。公司的主营业务是房屋销售、商品销售、物业管理和餐饮服务，其中房屋销售占公司毛利润的比重较高，公司营业收入下降和归属于上市公司股东净利润大幅下降，与公司房屋结算大幅减少有密切关系。按照公司的项目进度计划，公司今年有 8 个项目会竣工或部分竣工，公司的可销售并结算资源还是比较充足，但公司今年以来房屋销售情况并不乐观，而预收款项则一直维持在 20 亿元左右，并不十分充足，导致公司可结算资源不够充分。公司各项业务中，房屋销售的毛利最高，房屋销售业务下降较多，则拖累公司毛利率较同期下降 11.13 个百分点。
- **公司报告期内费用率均有不同程度上涨。**公司前三季度销售费用、管理费用和财务费用占营业收入比率均有不同程度上涨，其中销售费用率为 3.99%，较 2010 年同期上涨 1.44 个百分点，管理费用率为 8.39%，较 2010 年同期上涨 0.51 个百分点，财务费用率为 1.89%，较 2010 年同期上涨 1.53 个百分点。
- **公司现金净流出持续扩大。**公司前三季度销售商品、提供劳务收到的现金为 46.93 亿元，同比增长 27.36%，但购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 46.16%，前三季度经营活动现金净流出 36.98 亿元，同比增长 17.79%。期末公司货币资金 16.62 亿元，占总资产的比重为 7.04%，较 2011 年中期略为下降。
- **公司资产负债率继续攀升。**公司期末资产负债率达 75.49%，较 2011 年中期提高 2.79 个百分点，达到近 2 年的较高水平；真实资产负债率 67.83%，较 2011 年中期提高 3.77 个百分点，达到近两年的最高水平；有息负债率 44.02%，较 2011 年中期提高 4.72 个百分点，达近两年的最高水平。公司目前资产负债率较高，进一步使用财务杠杆的空间不大，同时公司负债结构中短期借款比率较高，公司短期偿债压力较大。
- **盈利预测：**我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 57.72 亿元、76.46 亿元和 120.3 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 4.63 亿元、9.36 亿元和 20.21 亿元，基本每股收益分别为 0.26 元、0.52 元和 1.11 元，对应每股市盈率分别为 16.8X、8.3X、3.8X。
- **投资建议：**我们认为，公司不乏优质的强盈利项目，但其产品形式在目前的市场背景下会遭遇较大压力，同时公司又没有足够的预售项目以备结算，因此公司今年业绩不会非常乐观。下调公司评级至“中性”，建议投资者暂时

<sup>1</sup> 报告贡献人：张鹏

回避。

- **风险提示：**市场持续低靡影响公司销售，进而影响公司未来的结算业绩。

图表 1：公司盈利预测表

单位：百万元，百万股	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,177.96	5,772.40	7,646.00	12,030.00
营业成本	5,848.81	4,046.90	5,094.32	7,260.40
营业税金及附加	653.45	404.07	535.22	842.10
销售费用	193.16	144.31	191.15	300.75
管理费用	582.42	346.34	382.30	601.50
财务费用	103.83	115.45	114.69	180.45
资产减值损失	20.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-19.82	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,756.76	715.33	1,328.32	2,844.80
加：营业外收入	7.65	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	22.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,742.12	715.33	1,328.32	2,844.80
减：所得税	556.12	178.83	332.08	711.20
净利润	1,186.00	536.50	996.24	2,133.60
减：少数股东损益	70.79	32.19	59.77	128.02
归属于母公司所有者的净利润	1,115.20	504.31	936.47	2,005.59
已发行股票数		1,804.19	1,804.19	1,804.19
基本每股收益(元)	0.62	0.28	0.52	1.11

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。