东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 拥浙商优势，短期收缩利更好出手

## ——嘉凯城（000918）调研快报

2011 年 12 月 28 日

推荐/首次

嘉凯城 | 调研快报



| | | |
|---|---|---|
| 郑闵钢 | 房地产行业分析师 | 执业资格证号: S1480510120012 |
| | 电话：010-66554031 | zhengmg@dxzq.ent.cn |
| 联系人：张鹏 | 电话：010-66554029 | zhangpeng@dxzq.net.cn |



### 事件：

今天我们与嘉凯城的投资者关系经理喻学斌会面，交流了公司的经营情况。

### 关注 1：国资背景、股东支持、财务风险小

公司是杭州地区唯一一家国资背景的房地产上市企业，前三大股东分别是浙江省商业集团有限公司、浙江国大集团有限责任公司和杭州钢铁集团公司，实际控制人是浙江省国资委。公司主要由浙商集团旗下的中凯集团、名城集团以及国大集团和杭钢集团共同控制下的国际嘉业三家公司资产注入而成。公司上市后，无论是项目还是资金，均得到了政府的大力支持，公司目前经营稳健、财务风险较小。公司近期出售陕西雄狮房地产开发有限公司 65%的股权，主要是为了整合旗下的房地产资源，回笼部分占用资金，公司表示近期没有再出售项目股权的计划。

### 关注 2：公司产品线丰富，深耕长三角

由于公司是由三家公司合并而成，而三家公司各自专注于不同领域的开发，因此公司目前产品系列丰富，布局广泛。公司主要的优势还是在于低密度住宅和精品住宅的开发以及城市综合体项目，公司未来的战略仍是深耕长三角的核心地区，以及经济发展水平较高的中部省会城市。

公司看好商业地产的未来，将逐步加大城市综合体产品的比重。公司前身之一的国际嘉业集团擅长打造、运营城市综合体为主，而中凯集团和名城集团具有品牌和管理上优势，公司有信心也有能力打造一个较好的商业地产开发与管理团队。

### 关注 3：公司灵活调整战略，四季度销售情况良好

在低迷的市场环境下，公司高端物业同样受到一定影响，其中别墅项目受到影响最大。针对当前低迷的市场行情，公司积极主动调整销售策略，加大精品住宅的销售比重，同时辅以价格方面的优惠，取得了较好效果。公司长期仍然看好房地产的发展，但短期内将收缩战线，灵活应对可能出现的市场最坏情况。

### 关注 4：公司未来将注重商业地产综合运营

公司股东浙江省商业集团和浙江省国大集团有限责任公司均擅长商业管理和运营，因此公司有较好的商业运营资源和基础，除在住宅方面注重高端产品外，未来公司将逐步加大持有商业地产的比例，并最终向城市综合体开发与运营商迈进。

结论:

我们认为，公司股东实力强劲，受到当地政府高度支持和关注。公司有着雄厚的资源和房地产开发、运营的商业基础，未来成长空间巨大。公司经营风格稳健，管理层策略灵活，能够较好的应对当前的市场变动。公司长期战略清晰，未来将偏重高端住宅的开发和商业地产的运营，目前公司已拥有较好的市场品牌影响力和较强的开发与运营实力。我们预计公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 72.13 亿元、86.63 亿元和 110.89 亿元，每股收益分别为 0.40 元、0.50 元和 0.73 元，对应的 PE 分别为 9.63、7.70 和 5.22。我们首次给予“推荐”的投资评级。按 12 年业绩 10 倍 PE，三个月的目标价为 5.00 元。

| 资产负债表 | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|
| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| **流动资产合计** | 19000 | 15186 | 19384 | 24265 |
| 货币资金 | 2593 | 4020 | 5851 | 7137 |
| 应收账款 | 634 | 455 | 546 | 699 |
| 其他应收款 | 908 | 713 | 857 | 1097 |
| 预付款项 | 1574 | 1579 | 1585 | 1593 |
| 存货 | 13069 | 8419 | 10111 | 12578 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 435 | 1163 |
| **非流动资产合计** | 1807 | 1683 | 1574 | 1464 |
| 长期股权投资 | 229 | 229 | 229 | 229 |
| 固定资产 | 815 | 751 | 650 | 549 |
| 无形资产 | 90 | 81 | 72 | 63 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **资产总计** | 20807 | 16869 | 20958 | 25729 |
| **流动负债合计** | 10348 | 4341 | 6103 | 8378 |
| 短期借款 | 2698 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 628 | 575 | 691 | 859 |
| 预收款项 | 1429 | 2799 | 4445 | 6552 |
| **非流动负债合计** | 4225 | 5722 | 7352 | 8852 |
| 长期借款 | 3759 | 5259 | 6759 | 8259 |
| 其他非流动负债 | 456 | 456 | 456 | 456 |
| **负债合计** | 14573 | 10063 | 13455 | 17230 |
| 少数股东权益 | 2221 | 2292 | 2363 | 2434 |
| 实收资本（或股本） | 1804 | 1804 | 1804 | 1804 |
| 资本公积 | -920 | -920 | -920 | -920 |
| 未分配利润 | 2976 | 3248 | 3588 | 4090 |
| 归母公司股东权益合计 | 4012 | 4513 | 5140 | 6065 |
| **负债和所有者权益** | 20807 | 16869 | 20958 | 25729 |

| 现金流量表 | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|
| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| **经营活动现金流** | -2725 | 2840 | 647 | 223 |
| 净利润 | 1186 | 786 | 966 | 1392 |
| 折旧摊销 | 161.40 | 0.00 | 110.26 | 110.26 |
| 财务费用 | 104 | 86 | 47 | 40 |
| 应付帐款的变化 | 0 | -53 | 116 | 169 |
| 预收帐款的变化 | 0 | 1371 | 1646 | 2107 |
| **投资活动现金流** | 0 | 175 | -1 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 229 | 229 | 229 | 229 |
| 投资收益 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | 0 | -1588 | 1184 | 1063 |
| 短期借款 | 2698 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 3759 | 5259 | 6759 | 8259 |
| 普通股增加 | 361 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 0.00 | -86 | -47 | -40 |
| **现金净增加额** | -2725 | 1427 | 1831 | 1286 |

| 利润表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| **营业收入** | 9178 | 7213 | 8663 | 11089 |
| **营业成本** | 5849 | 5121 | 6151 | 7651 |
| 营业税金及附加 | 653 | 505 | 606 | 776 |
| 营业费用 | 193 | 144 | 173 | 222 |
| 管理费用 | 582 | 361 | 433 | 554 |
| 财务费用 | 104 | 86 | 47 | 40 |
| 资产减值损失 | 20.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -19.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 1757 | 996 | 1252 | 1845 |
| 营业外收入 | 7.65 | 7.65 | 7.65 | 7.65 |
| 营业外支出 | 22.29 | 21.00 | 21.00 | 21.00 |
| **利润总额** | 1742 | 983 | 1239 | 1832 |
| 所得税 | 556 | 197 | 273 | 440 |
| **净利润** | 1186 | 786 | 966 | 1392 |
| 少数股东损益 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 归属母公司净利润 | 1115 | 715 | 895 | 1321 |
| EBITDA | 2022 | 1192 | 1410 | 1995 |
| **EPS（元）** | 0.62 | 0.40 | 0.50 | 0.73 |

| 主要财务比率 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长 | 24.8% | -21.41% | 20.10% | 28.00% |
| 营业利润增长 | -7.4% | -43.30% | 25.70% | 47.35% |
| 归属于母公司净利润增长 | -6.8% | -35.85% | 25.16% | 47.55% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 36.27% | 29.00% | 29.00% | 31.00% |
| 净利率(%) | 12.92% | 10.90% | 11.15% | 12.55% |
| 总资产净利润（%） | 5.36% | 4.24% | 4.27% | 5.14% |
| ROE(%) | 28% | 16% | 17% | 22% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 70% | 60% | 64% | 67% |
| 流动比率 | 1.84 | 3.50 | 3.18 | 2.90 |
| 速动比率 | 0.57 | 1.56 | 1.52 | 1.39 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.38 | 0.46 | 0.48 |
| 应收账款周转率 | 21.93 | 13.25 | 17.32 | 17.82 |
| 应付账款周转率 | 14.45 | 11.99 | 13.68 | 14.30 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.62 | 0.40 | 0.50 | 0.73 |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.05 | 0.79 | 1.01 | 0.71 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.22 | 2.50 | 2.85 | 3.36 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 6.16 | 9.63 | 7.70 | 5.22 |
| P/B | 1.72 | 1.53 | 1.34 | 1.14 |
| EV/EBITDA | 5.35 | 6.82 | 5.53 | 4.02 |

## 分析师简介

**郑闵钢**

房地产、建筑工程行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究至今。

## 联系人简介

**张鹏**

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产行业、建筑工程研究工作至今。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。