

投资评级：

谨慎推荐（首次）

基本资料：

| | |
|-----------|--------|
| 当前股价（元） | 6.9 |
| 总股本（百万） | 1804 |
| 流通股（百万） | 528 |
| EPS (ttm) | 0.3709 |
| 每股净资产（元） | 2.17 |
| 资产负债率 | 72.7% |
| 真实资产负债率 | 64.07% |

公司走势图



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858133

Email: zhangpeng@cnpsec.com

相关报告：

销售不畅导致业绩下滑

——嘉凯城（000918）2011年中报点评

- **房地产结算收入下降拖累整体营收。**公司营业收入同比下降22%，但净利润同比下降98%，主要原因是公司房地产业务当期结算较少。公司的主营业务包括房屋销售、商品销售、物业管理和餐饮服务，其中房屋销售和商品销售占公司营业收入的比重最大。2010年中期，公司房屋销售实现营业收入27.1亿元，业务贡献毛利12.7亿元（毛利贡献度95%）；本期房屋销售实现营业收入10.9亿元，业务贡献毛利5.06亿元（毛利贡献度82.09%）。由于公司本期房屋可结算资源较少，导致营业收入确认减少，进而导致毛利润大幅降低。
- **公司报告期内费用率均有不同程度上涨。**其中销售费用率为3.48%，较2010年同期上涨0.94个百分点；管理费用率为9.09%，较2010年同期上涨1.89个百分点；财务费用率为2.29%，较2010年同期上涨2.06个百分点。公司销售下滑幅度较大是费用率上涨的主要原因，从绝对值上来看，除财务费用外，公司报告期内费用较2010年同期基本相同。
- **公司土地储备丰富，但权益面积不多。**公司目前拥有项目储备23个，共计618万平方米；权益项目储备327万平方米。其中一线城市项目储备96万平方米，占比为15.41%，其余均位于二、三线城市，其中不限购的城市里项目储备有82万平方米，占比为13.29%。公司项目储备里别墅项目较多，其中建筑形式中含别墅的项目7个，规划建面共计204.14万平方米，占公司总项目储备的33%。
- **公司预收款项不多，未来销售决定了公司全年业绩。**从前两年的历史数据来看，公司项目结算具有不均匀性，下半年结算的项目较多。但公司目前仅有17.76亿元的预收房款，加上上半年已结算的10.9亿，共计仅28.66亿元。因此公司下半年的销售压力会比较大。根据公司年初制定的竣工计划，下半年结算的主要看点在于杭州东方红街、苏州苏纶场等项目，但这些项目的定价较高，销售起来有较大难度。
- **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72.6亿元、104.36亿元和120.3亿元，归属上市公司股东净利润分别为11.34亿元、18.31亿元和20.21亿元，基本每股收益分别为0.63元、1.02元和1.12元，对应每股市盈率分别为11X、6.8X、6.9X。
- **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。首次评级给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**市场低靡影响公司销售，进而影响公司结算业绩。

¹ 报告贡献人：张鹏

一、房地产结算收入下降拖累整体营收

公司营业收入同比下降 22%，但净利润同比下降 98%，主要原因是公司房地产业务当期结算较少。公司的主营业务包括房屋销售、商品销售、物业管理和餐饮服务，其中房屋销售和商品销售占公司营业收入的比重最大。2010 年中期，公司房屋销售实现营业收入 27.1 亿元，业务贡献毛利 12.7 亿元(毛利贡献度 95%)；本期房屋销售实现营业收入 10.9 亿元，业务贡献毛利 5.06 亿元(毛利贡献度 82.09%)。由于公司本期房屋可结算资源较少，导致营业收入确认减少，进而导致毛利润大幅降低。

图表 1：公司营业收入结构表

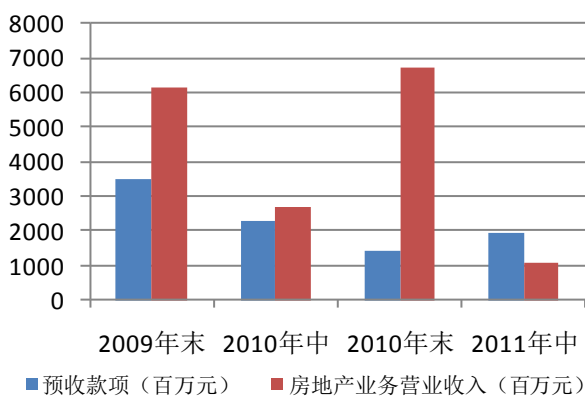
| 分产品 | 2010 年中期 | | | 2011 年中期 | | | 毛利润同比变动 |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|---------|
| | 营业收入 | 营业成本 | 毛利润 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利润 | |
| 销售房屋 | 271,026.46 | 143,844.57 | 127,181.89 | 109,213.38 | 58,618.93 | 50,594.45 | -60.22% |
| 商品销售 | 72,320.60 | 71,351.38 | 969.22 | 149,684.70 | 147,195.59 | 2,489.11 | 156.82% |
| 物业管理 | 3,566.98 | 1,091.46 | 2,475.52 | 4,699.90 | 2,338.24 | 2,361.66 | -4.60% |
| 餐饮服务 | 1,898.59 | 658.04 | 1,240.55 | 5,091.92 | 1,627.94 | 3,463.98 | 179.23% |
| 其他 | 4,408.70 | 2,601.95 | 1,806.75 | 4,496.89 | 1,776.94 | 2,719.95 | 50.54% |

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

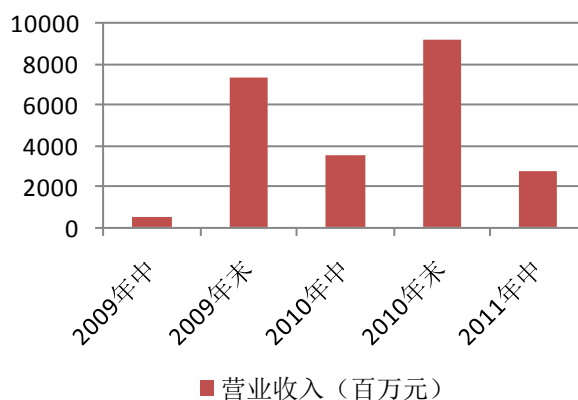
二、公司上半年确认收入较少，下半年销售有较大压力

从前两年的历史数据来看，公司项目结算具有不均匀性，下半年结算的项目较多，从而导致公司整体的营业收入也呈前低后高状态。但公司目前仅有 17.76 亿元的预收房款，加上上半年已结算的 10.9 亿，共计仅 28.66 亿元。因此公司下半年的销售压力会比较大。根据公司年初制定的竣工计划，下半年结算的主要看点在于杭州东方红街、苏州苏纶场等高毛利项目，但这些项目的定价较高，目前苏纶场项目销售价格在 60000 元/平方米，东方红街在 28000 元/平方米，销售起来有较大难度。

图表 2：公司预收款项和房地产业务营收



图表 3：公司历史营业收入情况



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4: 公司 2011 年竣工计划表

| 序号 | 项目名称 | 位置 | 权益 (%) | 占地面积 | 规划建筑面(平方米) | 2011 年开工面积 (平方米) | 2011 年竣工面积 (平方米) |
|----|----------|----|--------|-----------|------------|------------------|------------------|
| 1 | 湖州嘉业假日 | 湖州 | 98.8 | 647,336 | 308,264 | 48,628 | 21,381 |
| 2 | 嘉善嘉业阳光城 | 嘉善 | 48.3 | 200,217 | 354,775 | 32,115 | - |
| 3 | 苏州苏纶场 | 苏州 | 61.1 | 135,515 | 453,126 | 215,549 | 58,864 |
| 4 | 东方天韵 | 潍坊 | 79 | 209,003 | 391,072 | 75,365 | 38,479 |
| 5 | 翠海朗园 | 重庆 | 100 | 219,837 | 394,292 | 113,841 | 97,313 |
| 6 | 青岛李沧区项目 | 青岛 | 11.67 | 1,203,700 | 1,445,276 | 453,369 | 46,400 |
| 7 | 湖州龙溪港项目 | 湖州 | 98.8 | 82,169 | 392,409 | 160,000 | - |
| 8 | 名城吉如地块项目 | 杭州 | 100 | 44,764 | 154,910 | 154,910 | - |
| 9 | 海南华航 | 海口 | 70 | 470,235 | 791,000 | 100,000 | - |
| 10 | 苏州吴门天地 | 苏州 | 41 | 37,614 | 41,053 | 10,088 | - |
| 11 | 武汉巴登城 | 武汉 | 51 | 4,945,259 | 1,310,000 | 117,000 | - |
| 12 | 中凯蓝域 | 南昌 | 64 | 84,541 | 152,236 | - | 30,216 |
| 13 | 东方红街 | 杭州 | 100 | 91,953 | 321,043 | - | 59,409 |
| 14 | 海安七星国际城 | 南通 | 32 | 106,902 | 184,385 | - | 61,750 |
| 15 | 登封中凯龙城 | 登封 | 87 | 77,160 | 145,672 | - | 81,653 |

资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

三、公司土地储备丰富, 但权益土地储备不多

公司目前拥有项目储备 23 个, 共计 618 万平方米; 权益项目储备 327 万平方米。其中一线城市项目储备 96 万平方米, 占比为 15.41%, 其余均位于二、三线城市, 其中不限购的城市里项目储备有 82 万平方米, 占比为 13.29%。公司项目储备里别墅项目较多, 其中建筑形式中含别墅的项目 7 个, 规划建面共计 204.14 万平方米, 占公司总项目储备的 33%。

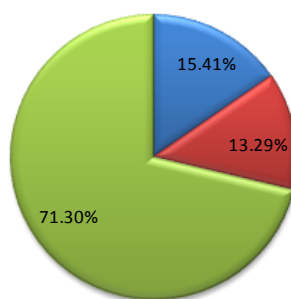
图表 5: 公司项目一览

| 序号 | 项目名称 | 占地面积 | 建筑面积 | 权益比例 | 10 年底剩余可结算面积 | 权益剩余可结算面积 |
|----|------------|--------|--------|------|--------------|-----------|
| 1 | 湖州嘉业太湖阳光假日 | 64.73 | 30.83 | 99% | 2.14 | 2.11 |
| 2 | 湖州龙溪港项目 | 8.22 | 39.24 | 99% | 30.02 | 29.66 |
| 3 | 苏州苏纶场 | 13.55 | 45.31 | 61% | 26.00 | 15.89 |
| 4 | 苏州吴门天地 | 3.76 | 4.11 | 41% | 2.33 | 0.96 |
| 5 | 南京嘉业国际城 | 3 | 24.49 | 100% | 5.00 | 5.00 |
| 6 | 无锡嘉业国际城 | 6 | 37.93 | 46% | 30.00 | 13.82 |
| 7 | 南通海安七星国际城 | 10.69 | 40.00 | 32% | 40.00 | 12.80 |
| 8 | 潍坊东方天韵 | 20.90 | 39.11 | 79% | 10.00 | 7.90 |
| 9 | 青岛李沧区项目 | 120.37 | 144.53 | 12% | 144.53 | 16.87 |
| 10 | 海南华航 | 47.02 | 79.10 | 70% | 79.10 | 55.37 |
| 11 | 武汉巴登城 | 494.53 | 131.00 | 51% | 131.00 | 66.81 |
| 12 | 南昌中凯蓝域 | 8.45 | 15.22 | 64% | 3.00 | 1.92 |
| 13 | 杭州东方红街 | 9.20 | 32.10 | 100% | 6.00 | 6.00 |
| 14 | 杭州名城湖左岸 | 2.96 | 10.59 | 100% | 10.59 | 10.59 |
| 15 | 杭州名城公馆 | 4.48 | 11.19 | 100% | 11.19 | 11.19 |
| 16 | 杭州名城博园 | 8.30 | 23.24 | 100% | 23.24 | 23.24 |

| | | | | | | | |
|----|----------|--------|--------|--------|------|--------|--------|
| 17 | 登封中凯龙城 | 住宅 | 7.72 | 14.57 | 87% | 8.17 | 7.11 |
| 18 | 登封广夏花园 | 别墅 | 8.07 | 2.47 | 49% | 2.00 | 0.98 |
| 19 | 上海中凯曼茶园 | 别墅 | 17 | 6.27 | 100% | 6.27 | 6.27 |
| 20 | 上海嘉业海悦 | 别墅、住宅 | 7 | 13.00 | 42% | 13.00 | 5.46 |
| 21 | 上海汇贤雅居2期 | 商住 | 3 | 13.35 | 100% | 10.00 | 10.00 |
| 22 | 嘉善嘉业阳光城 | 公寓、商住楼 | 20.02 | 35.48 | 48% | 15.00 | 7.25 |
| 23 | 重庆北麓官邸 | 别墅 | 13.94 | 9.73 | 100% | 9.73 | 9.73 |
| | 合计 | | 903.10 | 802.85 | | 618.31 | 326.91 |

资料来源：中邮证券研发部

图表 6：公司项目布局



■ 一线城市 ■ 不限购的二、三线城市 ■ 限购的二、三线城市

资料来源：中邮证券研发部

四、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 72.6 亿元、104.36 亿元和 120.3 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 11.34 亿元、18.31 亿元和 20.21 亿元，基本每股收益分别为 0.63 元、1.02 元和 1.12 元，对应每股市盈率分别为 11X、6.8X、6.9X。

图表 7：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 | 7,260.40 | 10,436.00 | 12,030.00 |
| 营业成本 | 5,848.81 | 4,380.16 | 6,167.86 | 7,238.38 |
| 营业税金及附加 | 653.45 | 508.23 | 730.52 | 842.10 |
| 销售费用 | 193.16 | 181.51 | 260.90 | 300.75 |
| 管理费用 | 582.42 | 435.62 | 521.80 | 601.50 |
| 财务费用 | 103.83 | 145.21 | 156.54 | 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 | 1,609.66 | 2,598.38 | 2,866.82 |
| 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 | 1,609.66 | 2,598.38 | 2,866.82 |
| 减：所得税 | 556.12 | 402.42 | 649.59 | 716.71 |
| 净利润 | 1,186.00 | 1,207.25 | 1,948.78 | 2,150.12 |

| | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 减：少数股东损益 | 70.79 | 72.43 | 116.93 | 129.01 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,115.20 | 1,134.81 | 1,831.86 | 2,021.11 |
| 已发行股票数 | | 1,804.19 | 1,804.19 | 1,804.19 |
| 基本每股收益(元) | 0.62 | 0.63 | 1.02 | 1.12 |

资料来源：中邮证券研发部

我们计算的公司 RNAV 为 8.36 元，公司当前股价较之折价 18%。

图表 8：公司 RNAV 计算表

| | |
|---------------|-------------|
| 开发项目评估溢价（百万元） | 11170.0 |
| 帐面净资产（亿元） | 3920.3 |
| 重估净资产（亿元） | 15090.3 |
| 总股本 | 1804.2 |
| RNAV | 8.36 |
| 当前股价 | 6.9 |
| 当前股价溢价 | -18% |

五、投资建议

公司是全国布局型开发企业，其中重点布局二线城市。公司产品形式丰富，别墅、住宅、城市综合体均有涉及，其中别墅、公寓等高端住宅在公司产品结构中占相当比例。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。随着未来市场好转，公司业绩可将逐步释放。首次评级给予“谨慎推荐”评级。

六、风险提示

市场低靡影响公司销售，进而影响公司结算业绩。

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。