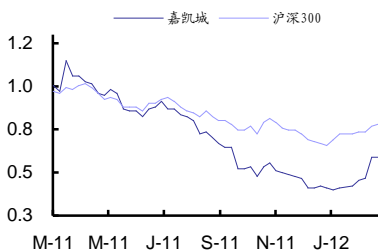


证券研究报告—动态报告
房地产
房地产开发 II
嘉凯城(000918)
推荐

合理估值: 7.5 元 昨收盘: 4.86 元 (维持评级)

2012年03月09日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,804/613
总市值/流通(百万元)	8,768/2,978
上证综指/深圳成指	2,420/10,171
12个月最高/最低(元)	9.18/3.60

相关研究报告:
证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82133397

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

证券分析师: 方焱

电话: 0755-82130648

E-MAIL: fangyan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

转机之年, 值得期待

● 背景雄厚

公司大股东浙商集团是浙江省国资委直接管理的国有大型企业, 大股东多年的发展一直得到省委省政府的正确领导和有关部门的大力支持, 而嘉凯城作为大股东在 A 股市场的唯一上市公司, 预计其在长三角区域的发展中也将获得资源上的倾斜。另外, 大股东下属子公司对嘉凯城的经营也是鼎力支持, 仅从资金角度看, 2011 年年初, 嘉凯城向兄弟公司拆借资金总额高达 14.46 亿元。

● 大型城市功能区运营商, 前景广阔

近年来管理层提出进一步拓展城市综合体开发项目的长期发展战略, 力求使嘉凯城成为精品住宅房地产和城市综合体开发并举的大型城市功能区运营商。城市综合体是经济高速发展的产物, 目前杭州、成都、沈阳、天津等地均有数百个城市综合体的建设目标和远景规划。公司已在南京、杭州、苏州等大中型城市成功运作多个城市综合体项目, 面对房地产行业的新蓝海, 公司已有充分准备, 迎接行业新机遇。

● 最坏时刻已过去, 2012 年有望迎来转机

2011 年行业受到政策重压, 限购范围向三四线城市扩大, 长三角成为调控重灾区, 公司销售也因此面临了巨大的压力。一切负面因素已在公司业绩和股价上得到反映。展望 2012, 公司土地储备分布较多的杭州、武汉、苏州、海口、青岛和上海楼市均已迎来小阳春, 对提振公司今年销售业绩有较大帮助。此外, 公司今年推货量较足, 加之去年业绩低点等因素, 在今年行业回暖之势, 业绩和股价预计都将具备较大弹性。

● 核心催化剂

① 降息; ② 以三四线城市作为突破口对限购政策微调

● 绝对估值低廉, 维持“推荐”评级

公司目前未结算面积超 500 万方, 我们运用假设开发法计算得出公司 RNAV 为 9.42 元/股, 对应当前股价折让幅度达 48%。按行业平均 RNAV 八折的折让幅度计算, 公司合理估值应约在 7.5 元/股, 对应当前股价仍有 55% 左右的空间。我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.11/0.48/0.66 元/股, 对应 PE 为 44.9/10.2/7.4x, 2012 有望成为转机之年, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,353	9,178	1,836	6,076	8,044
(+/-%)	641.9%	24.8%	-80.0%	231.0%	32.4%
净利润(百万元)	1,197	1,115	195	860	1,187
(+/-%)	405.5%	-6.8%	-82.5%	340.4%	38.1%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.62	0.11	0.48	0.66
EBIT Margin	25.8%	20.7%	23.1%	22.0%	22.6%
净资产收益率(ROE)	40.3%	27.8%	4.7%	18.4%	21.9%
市盈率(PE)	11.8	7.9	44.9	10.2	7.4
EV/EBITDA	9.29	11.82	31.63	14.48	11.65
市净率(PB)	2.36	2.19	2.12	1.88	1.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

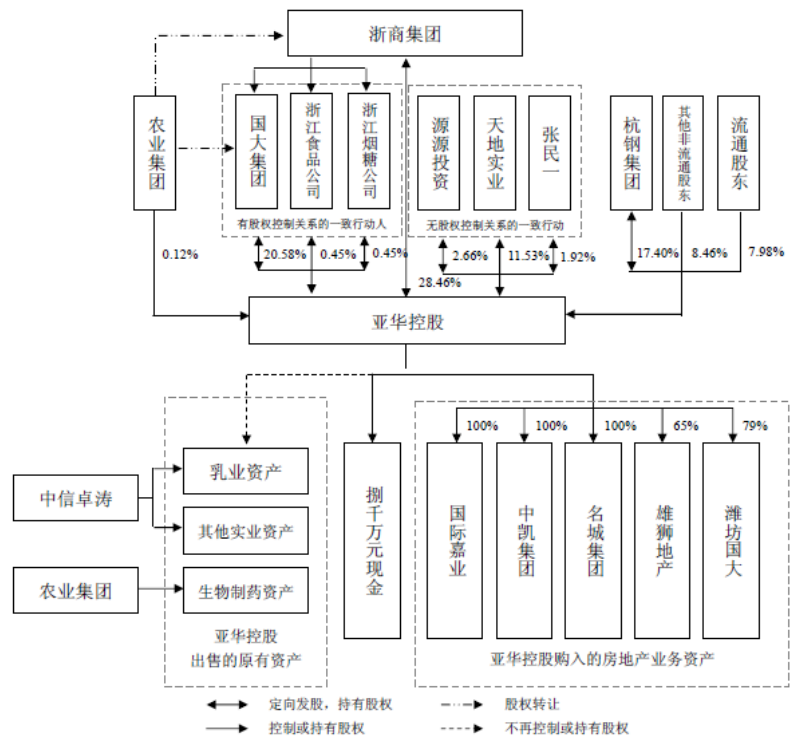
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

大股东背景雄厚，兄弟公司鼎力支持

公司重组简介

嘉凯城，由“嘉业”、“中凯”和“名城”三大品牌组成，是一家以房地产投资及开发为主业的国有控股房地产上市公司，项目主要分布在上海、杭州、苏州、南京等长三角经济发达地区和重庆、武汉、青岛、海口、郑州等中心城市。2009年，公司完成重组，亚华控股（ST亚华）向中信卓涛出售合法拥有的乳业资产、其他实业资产和生物制药资产中亚华生物制药厂的内部应收款等资产和向农业集团出售合法拥有的除亚华生物制药厂内部应收款外的全部生物制药资产和亚华控股种子种苗分公司房地产资产，并通过向国际嘉业、中凯集团、名城集团、雄狮地产、潍坊国大等5个特定对象以3.90元/股的价格非公开发行股份11.71亿股，购入上述5家特定对象所合法拥有的房地产业务资产。置入资产包括国际嘉业100%股权、中凯集团100%股权、名城集团100%股权、雄狮地产65%股权和潍坊国大79%股权。

图 1: ST 亚华重组示意图

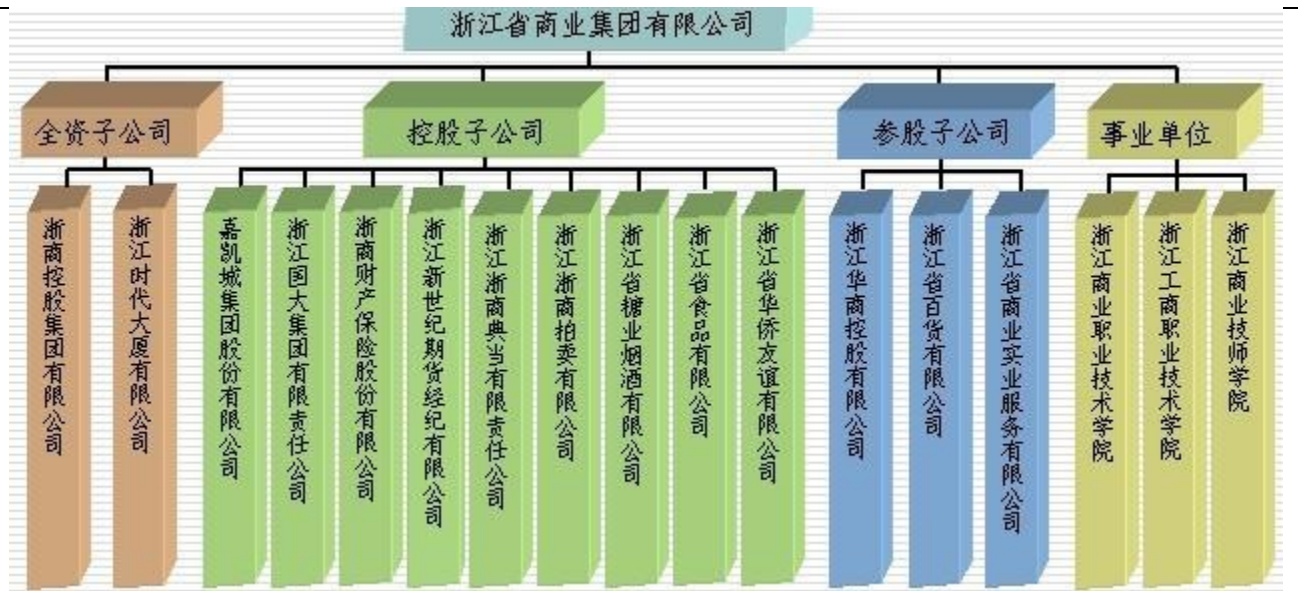


资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

大股东背景雄厚

公司大股东浙江省商业集团有限公司是一家以商贸物流、房地产、酒店旅游、投资和新兴行业等为主的四大业务板块的省属国有大型企业，现由浙江省人民政府国有资产监督管理委员会管理。集团目前拥有 17 家成员单位，其中全资子公司 2 家，控股子公司 9 家，参股子公司 3 家，事业单位 3 家。自 2003 年起，连续八年进入中国企业 500 强行列，2006 年被浙江省经贸委确定为浙江省首批重点流通企业，2008 年被评为浙江省优秀重点流通企业。大股东多年的发展一直都得到省委省政府的正确领导和有关部门的大力支持，而嘉凯城作为大股东在 A 股市场的唯一上市公司，预计也将得到较高重视，资源上有望获得一定倾斜，而日常经营和业务的开展，借力大股东的光环照耀和集团下兄弟公司的协助，也将更加具备竞争力。

图 2: 浙江省商业集团组织架构图



资料来源: 集团网站、国信经济研究所整理

表: 大股东对公司的借款担保情况

担保人	受担保公司	担保金额 (万元)	截止日期
浙江省商业集团有限公司	嘉业有限公司	10000	12年3月27日
浙江省商业集团有限公司	中凯有限公司	38000	13年5月、9月
浙江省商业集团有限公司	名城有限公司	70000	12年3月、13年5月、9月
浙江省商业集团有限公司	嘉凯城集团	80000	12年2月、3月、10月
合计		198000	

资料来源: 公司公告, 国信经济研究所整理

兄弟公司对其经营鼎力支持

除了大股东之外, 浙商集团下属的子公司对嘉凯城的经营也是鼎力支持。仅从资金角度看, 2011年年初, 嘉凯城向兄弟公司拆借资金总额高达 14.46 亿元, 在 2011 年中期之后, 仍有约 5.78 亿的拆借资金留存。

表: 对兄弟公司的资金占用和拆借情况

资金拆出方	资金拆入方	年初资金占用情	2011年上半年新拆入	截止2011年中期累计存量
浙江国大集团有限责任公司	嘉凯城集团股份有限公司	2000	3000	5000
浙江省商业集团有限公司	嘉凯城集团股份有限公司	20000	-	已归还
浙江时代大厦有限公司	嘉凯城集团嘉业有限公司	22000	-	23062
浙江时代大厦有限公司	嘉凯城集团中凯有限公司	11000	-	已归还
杭州钢铁集团公司	嘉凯城集团嘉业有限公司	49623	-	1344
浙江国大集团有限责任公司	嘉凯城集团嘉业有限公司	8487	-	210
南通嘉中置业有限公司	嘉凯城集团嘉业有限公司	12401	2000	14993
浙江省商业集团有限公司	杭州中江置业有限公司	12500	-	12736
浙江国大集团有限责任公司	潍坊国大房地产开发有限公司	6584	-	417
合计		144595		57762

资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

城市综合功能区运营商，项目品质优

项目以品质赢得市场

在过去的经营中，公司一直秉承以高品质赢得市场的经营理念，开发了一系列不同业态的精品项目，而三大子公司“嘉业”、“中凯”和“名城”也在业内获得多项殊荣。

表：公司历史荣誉榜

子公司	年份	获得奖项
嘉业	2004	苏州嘉业·阳光假日荣获—2004 苏州人居创新楼盘
		苏州嘉业·阳光假日荣获—2004 苏州十大名盘
	2005	南京嘉业阳光城——2005 南京最值得关注十大楼盘
		湖州嘉业太湖阳光假日——全球国际花园社区中国赛区唯一银奖
2006	嘉业阳光城——2006 嘉兴十大人气楼盘	
中凯	2006	“上海中凯城市之光”——“2006 詹天佑大奖优秀住宅小区金奖”。
	2009	杭州中凯东方红街——“中国地产金砖奖 2009 年度创新大奖”。
	2010	中凯·曼茶园项目——“2010 全国绿色低碳环保百年建筑”大奖
中凯·曼茶园项目——“2010·亚洲绿色低碳（中国）示范别墅”大奖		
名城	2001	全国人居经典竞赛规划环境金质奖

资料来源：公司网站、国信经济研究所整理

转型城市综合体，前景更加广阔

上市之后，公司战略定位出现新的转变，将在以往开发精品住宅为主的基础上，进一步拓展城市综合体开发项目，使嘉凯城成为精品住宅房地产和城市综合体开发并举的大型城市功能区运营商。

所谓城市综合体，即：将城市中商业、办公、居住、旅店、展览、餐饮、会议、文娱等城市生活空间的三项以上功能进行组合，并在各部分间建立一种相互依存、相互裨益的能动关系，从而形成一个多功能、高效率、复杂而统一的整体。

城市综合体是在城市经济高速发展，为降低中心区生活成本、提高城市运营效率以及追求更高品质生活而派生出来的集合商住办公等多种功能的建筑群落。一个成熟的城市综合体，具有交通便利、高密度、集约以及功能复合而强大等特征。城市综合体的成功开发，有利于提高城市中心区的运营效率，提高中心区人民生活品质，并对周边区域价值有较强的提升作用。近些年，各地政府陆续出台关于建设城市综合体的战略规划：杭州提出了城市国际化战略目标，将建成 100 个城市综合体；成都在建的城市综合体总数则超过 80 个，总体量近千万平方米；沈阳目前开发超过 10 万平方米规模的城市综合体项目达 55 个以上；天津目前共有十多个在售、待售、在建、待建的城市综合体项目……。综上所述，城市综合体是核心城市发展的大趋势，也是其开发者综合实力的最好体现。

嘉凯城集团已在南京、杭州、苏州等大中型城市成功运作多个城市综合体项目，面对房地产行业的新蓝海，公司已有充分准备，迎接行业新机遇。

最坏时刻已过去，2012 年有望迎来转机

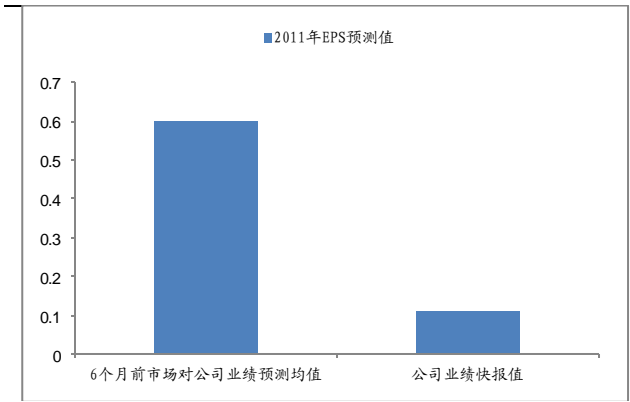
负面因素在业绩和股价上均已得到充分反应

2011 年行业受到政策重压，限购范围向三四线城市扩大，长三角成为调控重灾区，公司销售也因此面临了巨大的压力。公司业绩也因此大幅下滑，股价大幅下挫。

6 个月前，市场对公司 2011 年 EPS 一致预期为 0.6 元/股，但根据公司最新的业绩预告修正公告，公司预计 2011 年业绩仅为 0.11 元/股，同比下滑 82%。公司股价在 2011 年也大幅跑输行业指数和沪深 300 指数，截止 2011 年 12 月 30 日，公

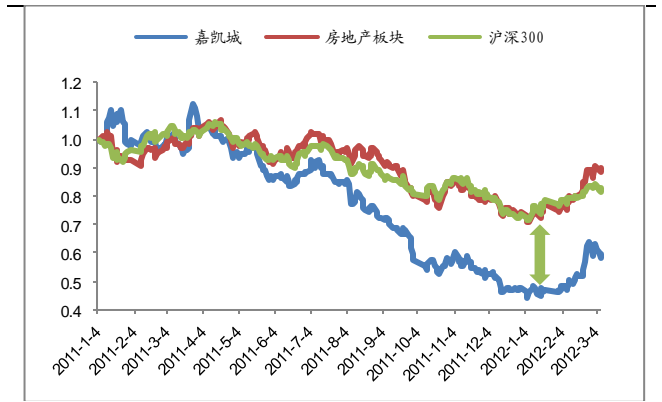
司股价较年初下跌达 52%，跑输行业指数 26.5 个百分点，跑输沪深 300 指数 25.8 个百分点。

图 4: 公司业绩与 6 个月前市场平均预期值的差异



资料来源: WIND, 国信经济研究所分析师整理

图 5: 公司股价和大盘及板块指数的比较



资料来源: WIND, 国信经济研究所分析师整理

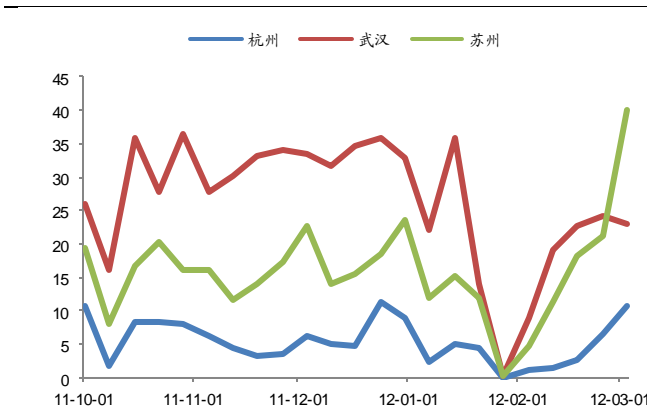
各类由政策强压导致的负面因素已经在公司业绩和股价上得到了反应，成为过去，展望未来，行业政策面将持续改善，基本面已经渐现回暖迹象，预计 2012 年公司基本面发生转机将是大概率事件。

公司重点布局城市节后销售强势回升

受到流动性改善，地方政府政策微调带来的市场预期转暖等因素的影响，节后各地楼市销售呈现出小阳春的景象。而公司土地储备分布较多的杭州、武汉、苏州、海口、青岛、上海等地楼市销售更是强劲回升。其中苏州、杭州海口等地成交水平已超越前期平台。

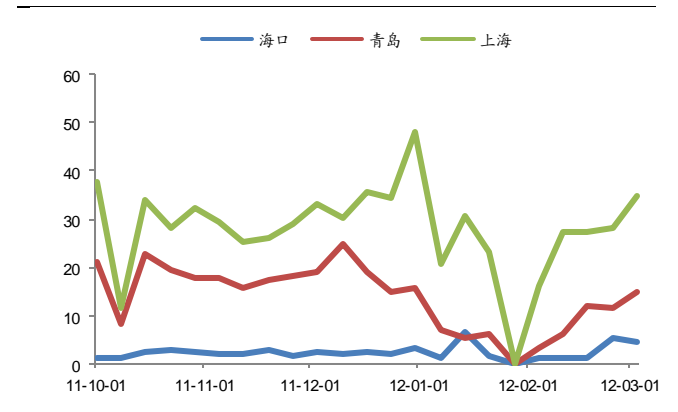
市场回暖将有望改变公司前期销售的颓势，若楼市暖温得以延续，公司今年销售及业绩均有望大幅改善。

图 4: 杭州、武汉、苏州三地楼市周销量



资料来源: 公司主页, 国信经济研究所分析师整理

图 5: 海口、青岛、上海三地楼市周销量



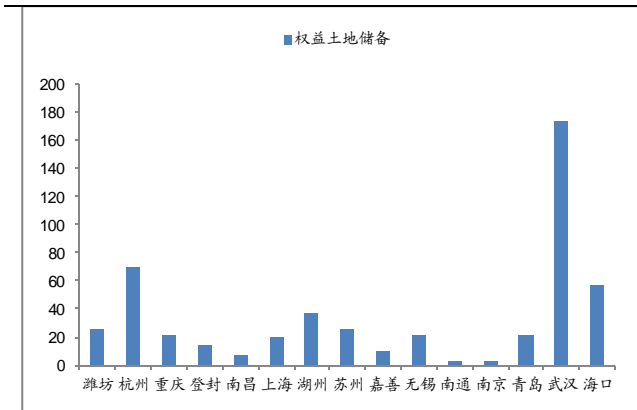
资料来源: 公司主页, 国信经济研究所分析师整理

行业若出现新催化剂，公司股价将具备较强弹性

如上文所述，公司业绩已充分反应了 2011 年政策调控给公司经营带来的负面影响。2012 年公司可售货源充足，加之 2011 年基数较低的原因，若有相关催化剂刺激，今年公司经营业绩将有望具备较强弹性。我们预计未来一段时间可能出现的催化剂有：（1）降息——这无疑是对全行业的利好；（2）限购政策微调——公司在二、三线限购城市拥有一定的土地储备，且项目偏高端，若限购政策微调无疑将对公司销

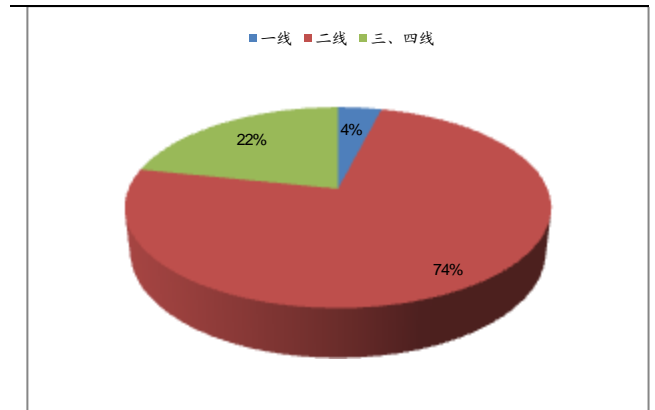
售产生刺激效应；（3）伴随楼市量价齐升中央不再出台新政打压。

图 4: 公司土地储备在不同城市分布情况



资料来源: 公司公告, 国信经济研究所分析师整理

图 5: 公司土地储备在一二三线城市分布情况



资料来源: 公司公告, 国信经济研究所分析师整理

NAV 估值低廉, 维持“推荐”评级

估值

根据我们的统计结果, 公司目前权益未结算资源总量超 500 万方, 我们对未来三年预计可进入销售的项目采用假设开发法, 得出权益增值 42.30 亿元, 对未来三年销售进度不确定或预期不进入销售的部分采用较为保守的市场比较法进行土地储备重估, 得出权益增值 87.51 亿元, 加上公司账面净资产 40.12 亿元。最终得出公司 RNAV 约为 9.42 元/股, P/NAV0.48, 按行业平均 RNAV 八折的折让幅度计算, 公司合理估值应约在 7.5 元/股, 对应当前股价仍有 55%左右的空间。

表 3: 嘉凯城房地产项目 NAV 估值

A 股价格	4.86
估值	单位: 百万
在建项目预期收益的净增值	4,230
土地储备重估权益增值	8,751
年底帐面净资产	4,012
小计	16,993
股本	1,804
每股净资产值	9.42
估值相对于目前 A 股价格溢价%	94%
A 股价格相对于估值折价%	48%

资料来源: WIND、国信经济研究所分析师测算

表 4: 估值对 WACC 以及房价假设的敏感性分析

		WACC 变动					
		8.07%	8.57%	9.07%	9.57%	10.07%	10.57%
新房销售 均价变动	10%	10.49	10.48	10.46	10.45	10.44	10.43
	5%	9.96	9.95	9.94	9.93	9.92	9.91
	0%	9.43	9.42	9.41	9.40	9.39	9.38
	-5%	8.89	8.89	8.88	8.87	8.86	8.85
	-10%	8.37	8.36	8.36	8.35	8.34	8.33

资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

盈利预测与投资建议

我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.11/0.48/0.66 元/股，对应 PE 为 44.9/10.2/7.4x，2012 年有望成为公司转机之年，维持“推荐”评级。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2593	9935	10046	10811	营业收入	9178	1836	6076	8044
应收款项	1589	403	1469	1497	营业成本	5849	1135	3814	5012
存货净额	13069	2020	5009	6294	营业税金及附加	653	137	443	593
其他流动资产	1574	342	1177	1542	销售费用	193	39	129	171
流动资产合计	19000	12874	17876	20319	管理费用	582	101	356	449
固定资产	852	8	6	7	财务费用	104	126	7	(2)
无形资产及其他	90	87	83	79	投资收益	(20)	0	0	0
投资性房地产	636	636	636	636	资产减值及公允价值变动	(20)	0	0	0
长期股权投资	229	257	257	257	其他收入	0	0	0	0
资产总计	20807	13862	18858	21299	营业利润	1757	298	1327	1821
短期借款及交易性金融负债	2769	1411	1468	1483	营业外净收支	(15)	0	0	0
应付款项	1461	271	973	1196	利润总额	1742	298	1327	1821
其他流动负债	6118	1382	5054	6464	所得税费用	556	90	413	560
流动负债合计	10348	3064	7495	9143	少数股东损益	71	12	54	74
长期借款及应付债券	3759	3759	3759	3759	归属于母公司净利润	1115	195	860	1187
其他长期负债	466	673	673	673					
长期负债合计	4225	4432	4432	4432	现金流量表 (百万元)				
负债合计	14573	7496	11926	13575	净利润	1115	195	860	1187
少数股东权益	2221	2229	2261	2306	资产减值准备	(11)	818	(35)	(38)
股东权益	4012	4137	4670	5418	折旧摊销	75	90	95	99
负债和股东权益总计	20807	13862	18858	21299	公允价值变动损失	20	0	0	0
					财务费用	104	126	7	(2)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(6205)	8565	(550)	(84)
每股收益	0.62	0.11	0.48	0.66	其它	53	(811)	67	83
每股红利	0.25	0.04	0.18	0.24	经营活动现金流	(4953)	8859	437	1247
每股净资产	2.22	2.29	2.59	3.00	资本开支	(76)	(61)	(55)	(58)
ROIC	14%	4%	28%	35%	其它投资现金流	(173)	0	0	0
ROE	28%	5%	18%	22%	投资活动现金流	199	(89)	(55)	(58)
毛利率	36%	38%	37%	38%	权益性融资	1027	0	0	0
EBIT Margin	21%	23%	22%	23%	负债净变化	1353	0	0	0
EBITDA Margin	22%	28%	24%	24%	支付股利、利息	(446)	(70)	(327)	(439)
收入增长	25%	-80%	231%	32%	其它融资现金流	1993	(1358)	56	15
净利润增长率	-7%	-82%	340%	38%	融资活动现金流	4834	(1428)	(270)	(425)
资产负债率	81%	70%	75%	75%	现金净变动	80	7342	112	764
息率	5%	1%	4%	5%	货币资金的期初余额	2514	2593	9935	10046
P/E	7.9	44.9	10.2	7.4	货币资金的期末余额	2593	9935	10046	10811
P/B	2.2	2.1	1.9	1.6	企业自由现金流	(4913)	8890	409	1217
EV/EBITDA	11.8	31.6	14.5	11.7	权益自由现金流	(1567)	7445	460	1233

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

