



东兴证券
DONGXING SECURITIES

持有优质资产 静待市场转暖

——嘉凯城（000918）2011 年年报点评

2012 年 4 月 6 日

推荐/维持

嘉凯城

财报点评

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

事件:

公司发布 2011 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 64.85 亿元, 同比下降 29.35%; 实现利润总额 3.11 亿元, 同比下降 82.16%; 实现归属于母公司股东的净利润 2.06 亿元, 同比下降 81.52%, 每股收益 0.11 元, 同比下降 81.52%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入(百万元)	1381.14	2158.27	1911.97	3726.58	889.87	1877.24	1390.35	2327.08
增长率(%)	334.81%	1004.46%	44.54%	-27.62%	-35.57%	-13.02%	-27.28%	-37.55%
毛利率(%)	37.58%	38.16%	35.90%	34.89%	14.12%	26.92%	32.64%	20.65%
期间费用率(%)	11.03%	9.29%	12.33%	7.80%	23.70%	10.68%	13.09%	13.09%
营业利润率(%)	21.33%	22.98%	19.09%	16.13%	-12.75%	8.96%	14.57%	2.94%
净利润(百万元)	185.92	325.02	248.37	426.68	-121.80	133.75	114.87	59.96
增长率(%)	-1563.39%	-793.75%	22.83%	-62.90%	-165.51%	-58.85%	-53.75%	-85.95%
每股盈利(季度, 元)	0.108	0.165	0.122	0.245	-0.062	0.066	0.060	0.051
资产负债率(%)	75.26%	68.71%	68.74%	70.04%	73.01%	72.70%	75.49%	76.99%
净资产收益率(%)	4.98%	6.14%	4.46%	6.84%	-1.99%	2.18%	1.99%	1.03%
总资产收益率(%)	1.23%	1.92%	1.40%	2.05%	-0.54%	0.59%	0.49%	0.24%

评论:

- **公司销售不及预期。**2011 年累计实现合同销售面积 25.06 万平方米, 其中, 东方红街实现销售面积 5.36 万平方米, 湖左岸实现销售面积 2.73 万平方米, 嘉善嘉业阳光城实现销售面积 1.72 万平方米, 名城公馆实现销售面积 1.67 万平方米。2011 年公司实现合同销售金额 39.45 亿元。公司产品定位偏高端, 而 2011 年的市场调控对公司产生的影响较大, 是公司销售不及预期的主要原因。
- **公司房地产结算收入大幅下降, 毛利同比小幅下降。**报告期内公司房屋销售实现营业收入 32.1 亿元, 同比下降 52.23%, 毛利率为 42.35%, 同比减少 4.03 个百分点; 商品销售实现营业收入 28.16 亿元, 同比增长 32%, 毛利率为 0.04%, 同比减少 3.05 个百分点。房屋结算资源的大幅下降和毛利率的下降是公司业绩大幅低于预期的重要因素。公司本期结算的主要项目是杭州东方红街和登封中凯龙城; 2010 年结算的主要项目还包括中凯曼茶园、杭州名城燕园等项目, 使得公司毛利当期较高。公司目前仍然持有大量优质资产, 随着这些资产逐渐步入结算期, 公司的毛利率有望逐步提升。
- **公司三费占营业收入比重同比提高。**由于本期结算资源较少, 使得公司三费占营业收入比重提高, 营业

费用、管理费用和财务费用占营业收入比重分别提高1.88点、1.3点和1.09点。

表 1: 公司业务收入分类情况

分行业或分产品	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
房屋销售	320,967.97	185,051.13	42.35	-52.23	-48.63	减少 4.03 个百分点
商品销售	281,591.44	281,470.93	0.04	31.94	36.09	减少 3.05 个百分点
物业管理	10,629.82	6,263.95	41.07	5.09	49.69	减少 17.56 个百分点
餐饮服务	11,206.74	5,061.89	54.83	-1.19	-12.36	增加 5.75 个百分点
其他	8,330.41	5,680.81	31.81	104.48	123.56	减少 5.82 个百分点

资料来源: 公司年报, 东兴证券

业务展望:

- **抓好产品销售, 加速资金回笼。**一是充分看清客观形势的严峻, 认识到加快资金周转的必要性和重要性, 对销售工作抓早、抓紧、抓好; 二是统一销售原则, 针对具体产品, 做好形势研究, 本着全局最优的原则, 制定针对性销售策略, 明确销售周期、资金回笼目标和价格标准; 三是创新销售方法, 提升销售能力, 加强交流学习, 促进不同项目公司之间经验交流, 实现项目公司之间取长补短, 因地制宜地创新销售策略, 保障资金回笼。
- **加强成本管理, 抓好产品质量。**一是抓住合适时机, 发挥公司优势, 灵活运用兼并重组、招拍挂等方式获取适应公司能力的土地, 有效降低土地成本。二是从产品定位设计环节着手, 提升产品性价比。三是发挥规模优势, 逐步实现对大宗物品和服务的集中采购, 降低产品原材料的采购成本; 四是加强项目建设的全过程预算管理, 有效控制建设过程中计划外成本的增加; 五是通过调整融资结构, 压缩融资规模, 降低资金成本; 六是合理安排营销费用中的广告投入, 控制产品营销费用等手段降低期间费用。

投资建议:

公司的产品以中高端为主, 因此在本次调控中受影响较大, 同时公司难以在短期内灵活增加刚需产品的比重, 因此公司2012年销售情况不乐观。但公司2012年推盘量较大, 预计货值在150~170亿元, 新推项目包括上海的汇贤雅居二期、杭州名城公馆和青岛嘉凯城等, 由于2012年公司推盘量大、并且公司上下对于促进销售已经形成共识, 因此2012年公司的销售业绩仍有希望获得突破。公司项目资源盈利能力强, 一旦市场好转将对业绩构成较大的催化作用。我们预计公司2012年-2014年的营业收入分别为77.52亿元、110.31亿元和145亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为4.07亿元、6.12亿元和10.27亿元, 每股收益分别为0.226元、0.34元和0.57元, 对应PE分别为19.14、12.72和7.59倍, 维持公司“推荐”评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	23523	23640	32770	41909	营业收入	6485	7752	11031	14547
货币资金	2085	2326	3309	4364	营业成本	4919	5426	7611	9747
应收账款	656	786	1118	1475	营业税金及附加	454	543	772	1018
其他应收款	945	1130	1608	2121	营业费用	258	310	441	582
预付款项	1450	1558	1710	1905	管理费用	496	504	717	946
存货	18361	17841	25024	32044	财务费用	144	193	240	349
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	28.59	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1778	1443	1346	1248	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	234	0	0	0	投资净收益	140.65	20.00	20.00	20.00
固定资产	732.39	645.64	558.63	471.63	营业利润	326	791	1264	1921
无形资产	103	93	82	72	营业外收入	6.59	6.59	6.59	6.59
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	21.49	21.49	21.49	21.49
资产总计	25301	25083	34115	43158	利润总额	311	776	1249	1906
流动负债合计	11574	10117	18539	26686	所得税	124	194	312	477
短期借款	3777	2806	9705	15988	净利润	187	582	937	1430
应付账款	1389	1041	1460	1869	少数股东损益	-19	175	324	402
预收款项	1822	2597	3700	5155	归属母公司净利润	206	407	613	1027
非流动负债合计	7906	7889	7869	7847	EBITDA	657	1081	1601	2367
长期借款	7424	7424	7424	7424	EPS (元)	0.11	0.23	0.34	0.57
其他非流动负债	473	465	445	424	主要财务比率				
负债合计	19480	18006	26408	34534		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	1702	1877	2201	2603	成长能力				
实收资本(或股本)	1804	1804	1804	1804	营业收入增长	-29.3%	19.55%	42.30%	31.88%
资本公积	-920	-42	-42	-42	营业利润增长	385.7%	142.80%	59.79%	52.00%
未分配利润	3083	3245	3491	3901	归属于母公司净利润增长	244.7%	97.57%	50.51%	67.61%
归属母公司股东权益合计	4119	5200	5507	6020	获利能力				
负债和所有者权益	25301	25083	34115	43158	毛利率(%)	24%	30%	31%	33%
现金流量表					净利率(%)	3%	8%	8%	10%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润(%)	1%	2%	2%	2%
经营活动现金流	-3438	581	-5364	-4359	ROE(%)	5%	8%	11%	17%
净利润	187	582	937	1430	偿债能力				
折旧摊销	187.37	0.00	97.28	97.28	资产负债率(%)	77%	72%	77%	80%
财务费用	144	193	240	349	流动比率	2.03	2.34	1.77	1.57
应付帐款的变化	0	-348	419	410	速动比率	0.45	0.57	0.42	0.37
预收帐款的变化	0	775	1103	1455	营运能力				
投资活动现金流	0	253	15	15	总资产周转率	0.28	0.31	0.37	0.38
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	10.05	10.75	11.59	11.22
长期投资	234	0	0	0	应付账款周转率	6.43	6.38	8.82	8.74
投资收益	141	20	20	20	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-593	6333	5399	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.23	0.34	0.57
短期借款	3777	2806	9705	15988	每股净现金流(最新摊薄)	-0.31	0.13	0.55	0.58
长期借款	7424	7424	7424	7424	每股净资产(最新摊薄)	2.28	2.88	3.05	3.34
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	878	0	0	P/E	39.27	19.14	12.72	7.59
财务费用	0.00	-193	-240	-349	P/B	1.89	1.50	1.42	1.29
现金净增加额	-3438	240	984	1055	EV/EBITDA	26.53	15.01	13.83	11.56

分析师简介

郑闲钢

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，我们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。