

体改深化 公司经营逐步改善

——嘉凯城（000918）2012 年中报点评

2012 年 7 月 29 日

推荐/维持

嘉凯城

财报点评

郑闵钢	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480510120012
张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480512060003

事件:

公司发布 2012 年中报。期内公司实现营业收入 15.18 亿元，同比下降 45.11%；归属于上市公司股东的净利润-3.28 亿元，同比下降 4600.96%，基本每股收益-0.18 元，同比下降 4600%。

公司分季度财务指标

指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	1911.97	3726.58	889.87	1877.24	1390.35	2327.08	635.46	883.32
增长率（%）	44.54%	-27.62%	-35.57%	-13.02%	-27.28%	-37.55%	-28.59%	-52.95%
毛利率（%）	35.90%	34.89%	14.12%	26.92%	32.64%	20.65%	10.70%	10.41%
期间费用率（%）	12.33%	7.80%	23.70%	10.68%	13.09%	13.09%	41.23%	25.17%
营业利润率（%）	19.09%	16.13%	-12.75%	8.96%	14.57%	2.94%	-33.30%	-17.92%
净利润（百万元）	248.37	426.68	-121.80	133.75	114.87	59.96	-213.13	-157.63
增长率（%）	22.83%	-62.90%	-165.51%	-58.85%	-53.75%	-85.95%	74.99%	-217.85%
每股盈利（季度，元）	0.122	0.245	-0.062	0.066	0.060	0.051	-0.105	-0.077
资产负债率（%）	68.74%	70.04%	73.01%	72.70%	75.49%	76.99%	77.93%	79.18%
净资产收益率（%）	4.46%	6.84%	-1.99%	2.18%	1.99%	1.03%	-3.80%	-2.89%
总资产收益率（%）	1.40%	2.05%	-0.54%	0.59%	0.49%	0.24%	-0.84%	-0.60%

评论:

积极因素:

- **报告期内公司开工、销售情况良好。**报告期内，公司统一销售原则、强化针对性销售策略，明确每个项目产品的销售周期、资金回笼目标和价格标准，各项目结合区域外部竞争态势，制定针对性销售策略，上半年名城公馆、徐汇中凯城市之光、苏州苏纶场等项目都取得了比较好的销售成绩。

期内公司实现开工面积 20.63 万平方米；实现合同销售面积 12.41 万平方米，合同销售金额 22.50 亿元，销售单价 18130 元/平方米，较 2011 年全年增长 15.17%；实现营业收入 15.19 亿元，其中房地产业务 4.01 亿元，商品销售 9.71 亿元。实现归属于母公司所有者的净利润-3.28 亿元。
- **公司费用控制得力。**报告期内公司的管理费用和销售费用同比仅增长 1.17% 和 9.52%，与公司狠抓运营效率密不可分。管理费用方面，公司严格按照管理费用控制办法，明确费用控制职责，通过规范费用审批流程，强化前置审批环节，明确审批权限，细化经常性费用报销标准，严格将各项费用支出控制在预算范围以内；销售费用方面，公司制定营销费用控制标准，按合同销售收入的一定比例核定各项目公司的年度营销费用预算，根据项目销售节奏和进度合理安排广告投入，提高投入产出比；财务费用方面，

公司强化资金统筹，优化融资结构，定期进行资金分析，在集团范围内实现资金的统一调度，降低财务成本，提高资金的使用效率。

- **体制变革取得明显进展。**报告期内，公司根据“有利于资源整合，有利于效率提升，有利于价值创造”的原则，启动了体制优化工作。目前已调整区域公司的管理范围，完成区域公司主要负责人的换届；拟定了体制优化方案，进一步明确集团总部的职能定位，总部、区域公司和项目公司的权责划分；拟定了商业资产管理、物业管理、贸易业务的整合方案。
- **真实资产负债率下降，预收款项同比大幅增加。**公司报告期末资产负债率为79.18%，较年初增加2.18个百分点，真实资产负债率为67.43%，较年初下降2.37个百分点。期末公司预收款项为30.75亿元，较2011年同期增长58.19%，达到公司近几年一个较高水平。

表 1：公司业务收入分类情况

分行业	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率(%)	营业收入 比上年同 期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	毛利率比上年同 期增减(%)
销售房屋收入	40,151.58	30,217.34	24.74%	-63.24%	-48.45%	-21.58%
商品销售收入	97,128.27	95,859.45	1.31%	-35.11%	-34.88%	-0.36%
物业管理收入	4,332.74	3,547.82	18.12%	-7.81%	51.73%	-32.13%
餐饮服务收入	5,893.02	2,673.12	54.64%	15.73%	64.20%	-13.39%
其他	1,811.99	1,278.49	29.44%	-59.71%	-28.05%	-31.04%

资料来源：公司年报，东兴证券

消极因素：

- **营业收入和毛利率大幅下降。**报告期内公司营业收入同比下降45.11%，占营业总收入比重的房地产业务和商品销售业务营业收入下降明显，其中房地产业务营业收入同比下降63.24%，商品销售业务营业收入同比下降35.11%。

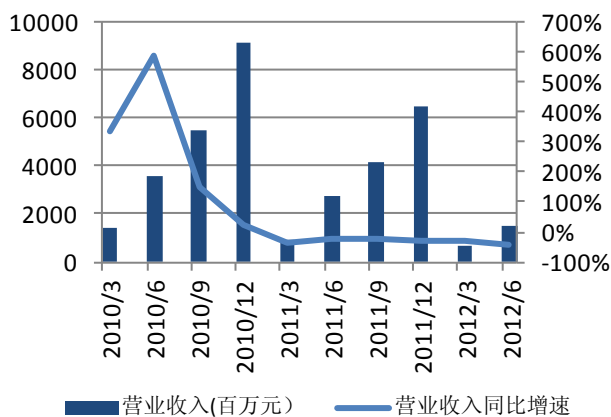
报告期内，公司营业收入的实现的毛利率仅为10.53%，较2011年同期大幅下降12.27个百分点。毛利率大幅下降的主要原因在于房地产销售业务的毛利率下降21.58个百分点至24.74%，这主要是公司结算楼盘价格同期大幅下降及尾盘清理所致，另外，公司上半年可结算项目很少，大部分可结算项目集中在下半年，随着公司下半年项目陆续结算，预计公司的营业收入和毛利率都会有较大幅度的提升。公司商品销售业务的毛利率小幅波动，物业管理和餐饮收入的毛利下降幅度较大，但对公司整体毛利影响有限。

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年上半年销售情况不乐观。但公司2012年全年推盘量较大，并且公司上下对于促进销售已经形成共识，因此2012年公司下半年销售业绩仍有希望获得突破。同时，我们认为随着下半年房地产市场更多微调措施出台，大户型客户所对应的需求将逐步释放。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

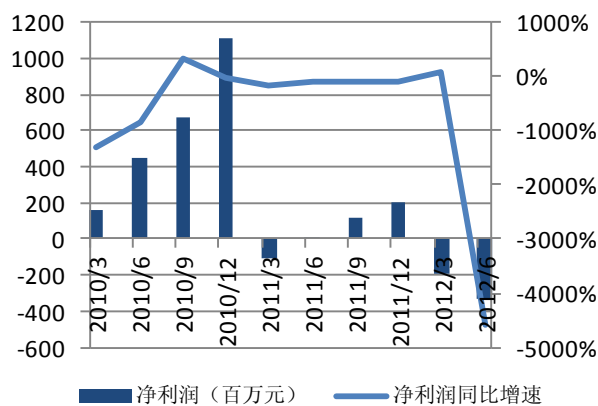
分别为0.226元、0.34元和0.57元，对应PE分别为16.22、10.78和6.43倍，维持公司“推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



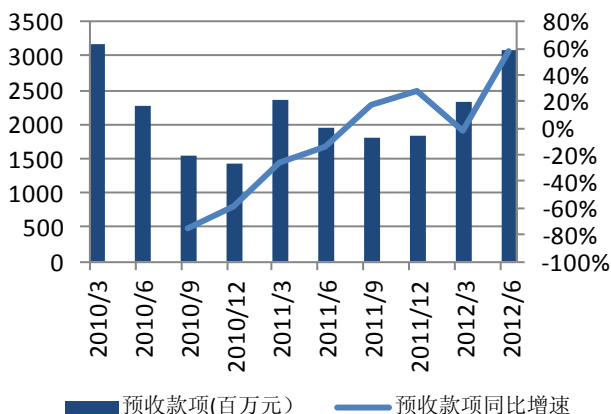
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



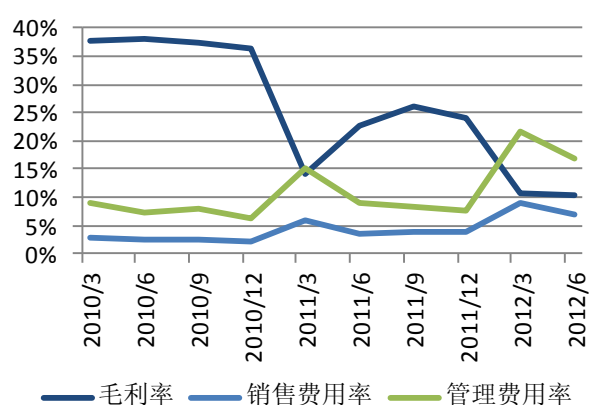
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



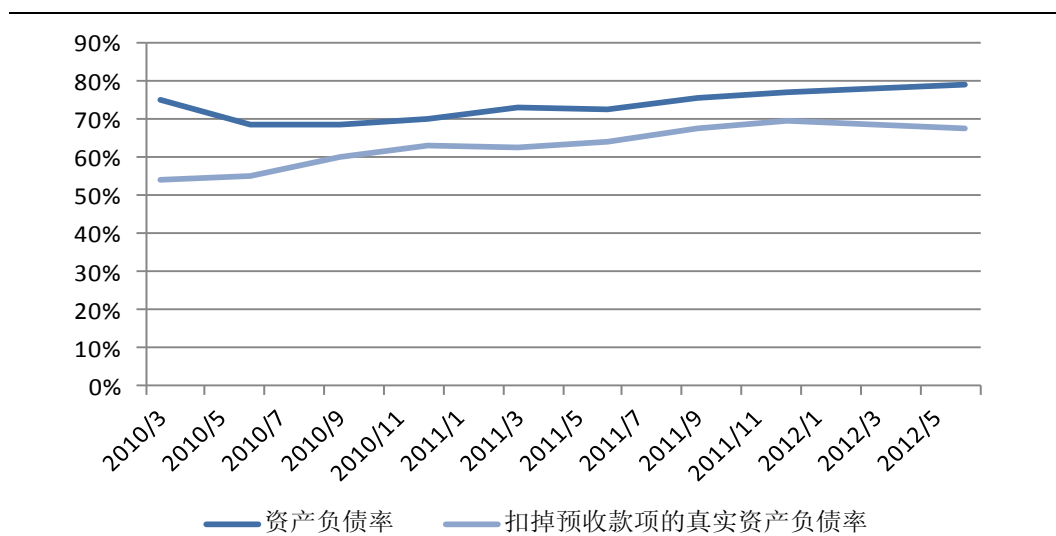
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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	33.27	16.22	10.78	6.43
财务费用	0.00	-193	-240	-349	P/B	1.60	1.27	1.20	1.10
现金净增加额	-3438	240	984	1055	EV/EBITDA	24.72	13.91	13.08	11.06

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，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、建筑工程行业研究工作至今。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和运作工作。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。

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、建筑工程行业研究工作至今。

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。