

日期: 2012年10月19日

行业: 房地产业



舒廷飞

021-53519888-1972

henry.shu@126.com

执业证书编号: S0870512080001

业绩增速触底反弹 全年有望扭亏为盈

——嘉凯城 2012 年三季度报点评

基本数据 (Y2012Q3)

报告日股价 (元)	3.70
12mth A 股价格区间 (元)	3.35/5.51
总股本 (亿股)	18.04
无限售 A 股/总股本	34%
流通市值 (亿元)	23.2
每股净资产 (元)	2.2
PBR (X)	1.68
DPS (Y12H1, 元)	0.00

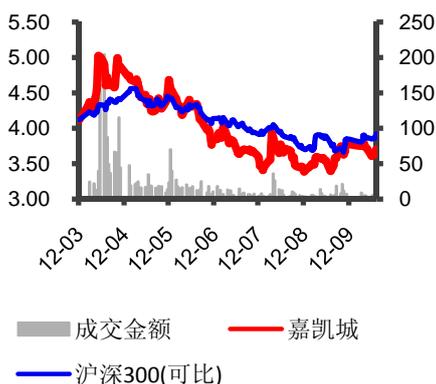
主要股东 (Y2012Q3)

浙江省商业集团有限公司	28.46%
浙江国大集团有限责任公司	20.58%
杭州钢铁集团公司	17.40%
浙江省天地实业发展有限责任公司	11.53%

收入结构 (Y2012Q3)

商品销售收入	63.9%
销售房屋收入	26.4%
餐饮服务和物业管理	6.7%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: STF12-CI52

相关报告: 业绩降幅收窄 全年有望扭亏为盈

首次报告日期: 2012/10/19

■ 事件

10月19日嘉凯城公布了2012年三季度报,报告显示,公司实现营业收入35.57亿元,同比下降14.44%;实现归属于上市公司股东的净利润-1.55亿元,同比下降235.3%;实现稀释后每股收益-0.09元。

■ 主要观点

可售资源约 160 亿元 预计全年扭亏为盈概率较大

今年公司销售目标约70亿元,保守估计能完成60亿元以上。前三季度预收账款33.19亿元,较年初增长82.2%,主要是杭州名城公馆、上海徐汇城市之光、青岛时代城预售回笼资金增加所致。今年业绩锁定率约100%,全年可结算资源约55亿元。预计全年扭亏为盈概率较大。公司可售资源丰富,预计截至三季度末,可售货值略低于160亿元,另有商业城市之光的20-30亿货值可供择机推出。今年新开工约80万方。公司项目偏中高端,多数位于江、浙、沪等地的优质地段。随着流动性改善,公司项目符合首次置业向改善型需求过渡趋势,中高端房产对未来房地产需求弹性不敏感,杭州名城公馆去化率超过90%。

大股东背景雄厚 难掩偿债压力隐忧

公司大股东浙商集团实际控制人为省国资委。三大股东间关系正逐步理顺。今年8月公司董事会换届,有助于加强上市公司治理。报告期内,公司净负债率、资产负债率和扣除预收账款的资产负债率分别为185%、79%和66%。公司金额前五名的一年内到期的长期借款中信托达16.6亿,占比75%。预计明年公司兑付压力不小。

土地储备逾 800 万方 四季度面临限售股解禁压力

09年公司借壳上市,注入国际嘉业、中凯集团、名城集团等土地资源。目前公司土地储备逾800万方,其中权益土地600万方,未开发权益土地面积近400万方。10月22日,11.9亿股定向增发的限售股面临解禁,大股东持股成本估计在3.20元左右,向下空间有限。

■ 投资建议

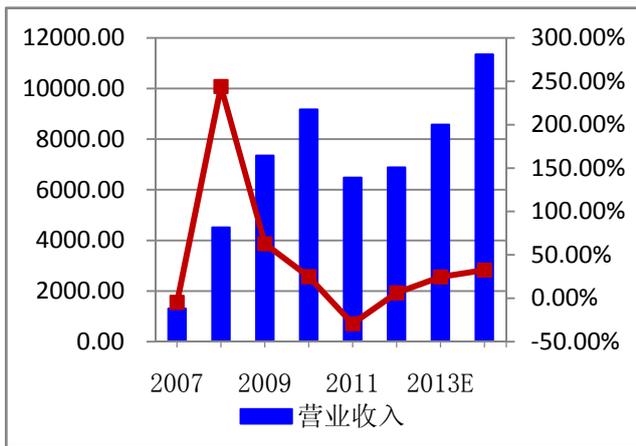
今年业绩有望扭亏为盈,可售资源充裕,大股东实力雄厚,公司正加快去库存和拓宽融资渠道,土地储备满足未来3-5年开发需求。目前股价接近大股东持股成本。预计2012-14年EPS分别为:0.27/0.34/0.49,对应动态PE为13X/10X/7X。维持公司“跑赢大市”评级。

风险提示

明年公司可能面临兑付压力;限售股解禁压力;房地产行业调控风险。

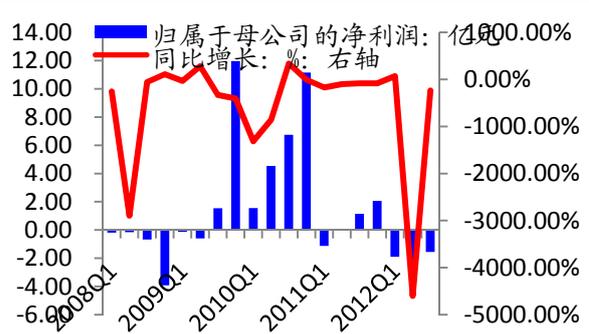
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

图 1 2012Q3 营业收入达 35.5 亿元，同比下降 14.44%



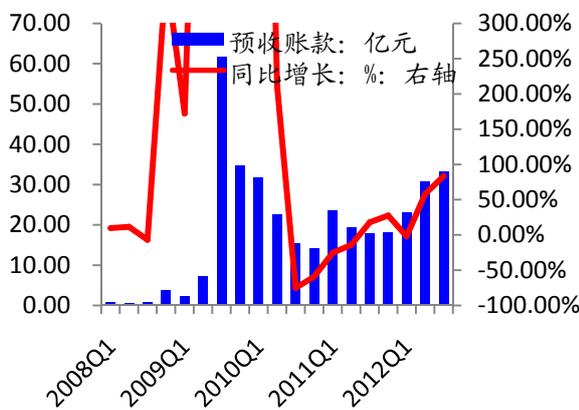
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 2 归母公司净利润-1.55 亿元，同比下降 235.3%



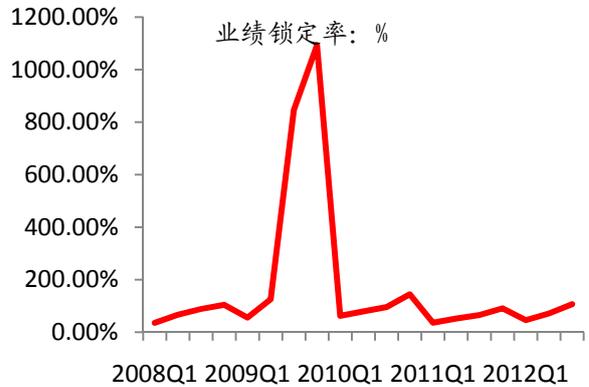
数据来源: Wind、上海证券研究所

图 3 预收账款持续增长至 33.1 亿元，比年初增幅超 82%



数据来源: Wind、上海证券研究所

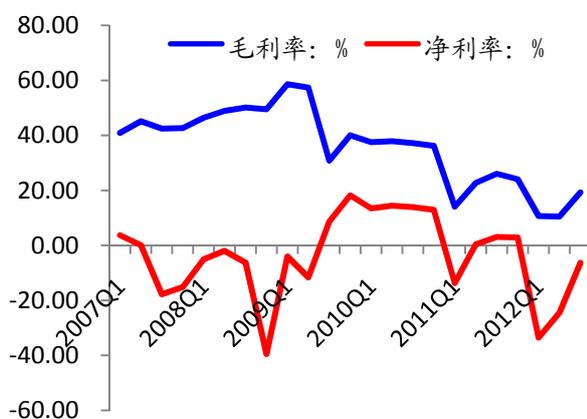
图 4 2012 年业绩锁定率达 100%



数据来源: Wind、上海证券研究所

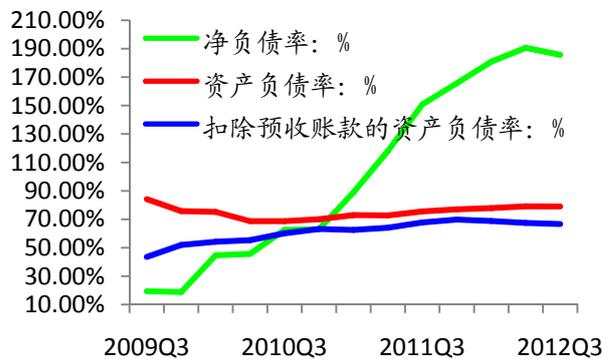
注: 业绩锁定率= (报告期营收+预收账款)/12 年预计营收

图 5 公司毛利率、净利率双双提升，分别为 19%和-6%



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 6 净负债率、资产负债率分别为 185%、79%



数据来源: Wind、上海证券研究所

财务报表及指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	23523.0	30041.1	35701.5	40147.3	营业收入	6484.5	6887.2	8574.6	11352.8
现金	2085.3	12743.0	10018.6	9334.5	营业成本	4919.0	4806.8	6244.5	8095.5
应收账款	656.4	586.6	799.1	1012.5	营业税金及附加	453.7	486.1	602.6	799.5
预付账款	1449.7	1223.4	2408.9	2190.1	营业费用	258.3	209.6	301.2	372.2
存货	18361.5	14341.5	20970.0	25670.1	管理费用	495.6	481.7	627.5	812.4
非流动资产	1778.4	1671.5	1905.5	2145.0	财务费用	144.3	126.3	-169.7	-186.9
长期投资	233.9	26.5	-62.6	-210.8	投资净收益	140.6	60.4	100.5	80.5
固定资产	732.4	724.4	861.4	1098.9	营业利润	325.75	814.58	1036.0	1499.9
无形资产	102.8	102.9	121.0	150.8	营业外收入	6.59	7.12	6.86	6.99
资产总计	25301.5	31712.7	37607.0	42292.3	营业外支出	21.49	21.89	21.69	21.79
流动负债	11574.4	15883.9	19960.7	22936.5	利润总额	310.86	799.81	1021.2	1485.1
短期借款	3777.0	4102.3	4458.1	5012.7	所得税	124.07	319.23	407.60	592.77
应付账款	1388.8	1008.3	1198.5	1103.4	净利润	186.79	480.59	613.63	892.41
非流动负债	7906.0	9527.1	10731.0	11548.1	少数股东损益	-19.30	0.00	0.00	0.00
长期借款	7423.6	9052.8	10252.6	11071.7	归属母公司净利	206.08	480.59	613.63	892.41
负债合计	19480.5	25411.0	30691.8	34484.7	EPS (摊薄)	0.11	0.27	0.34	0.49
少数股东权益	1702.0	1702.0	1702.0	1702.0	主要财务比率				
归属母公司权益	4119.1	4599.7	5213.3	6105.7	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
负债和股东权益	25301.5	31712.7	37607.0	42292.3	成长能力				
现金流量表	单位:百万元				营业收入增长率	-29.35%	6.21%	24.5%	32.4%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润增长率	-81.46%	150.0%	27.1%	44.7%
经营活动现金流	-3437.9	7031.0	-5093.2	-2939.7	归属母公司净利	-81.52%	133.2%	27.6%	45.4%
净利润	186.8	480.6	613.6	892.4	获利能力				
折旧摊销	103.3	83.0	98.6	128.2	毛利率	24.14%	30.21%	27.1%	28.6%
财务费用	144.3	126.3	-169.7	-186.9	净利率	2.88%	6.98%	7.16%	7.86%
投资损失	-140.6	-60.4	-100.5	-80.5	ROE	3.42%	7.93%	9.29%	12.1%
营运资金变动	-5342.7	6390.6	-5529.5	-3695.7	偿债能力				
投资活动现金流	-442.1	73.4	-226.3	-290.0	资产负债率	77.0%	80.1%	81.6%	81.5%
资本支出	-106.9	60.1	214.7	330.9	净负债比率	201.5%	244.7%	258.0%	258.7%
长期投资	44.9	-150.2	10.9	-87.1	流动比率	2.03	1.89	1.79	1.75
其他	-504.1	-16.8	-0.8	-46.2	营运能力				
筹资活动现金流	3325.3	3553.3	2595.1	2545.6	总资产周转率	0.28	0.24	0.25	0.28
短期借款	1078.6	325.3	355.8	554.6	每股指标 (元)				
长期借款	3664.7	1629.2	1199.8	819.1	每股收益(摊薄)	0.11	0.27	0.34	0.49
其他	-1418.0	1598.8	1039.5	1171.9	BVPS(最新摊薄)	3.23	3.49	3.83	4.33
现金净增加额	-554.8	10657.7	-2724.3	-684.1	估值比率				
					P/E	0.00	13.89	10.88	7.48
					P/B	0.00	1.45	1.28	1.09

数据来源: 公司公告、上海证券研究所预测

分析师承诺

分析师 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 \pm 10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 \pm 5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。