



# 单季度盈利已转正

## ——嘉凯城(000918)三季度报点评

**联系人**

苏绪盛 021-61683503

从业证书编号 S10701111010021

梁昕 0755-83558761

从业证书编号 S1070112070057

**分析师**

黄飙 0755-83516204

执业证书编号 S1070512060001

### 投资评级: 推荐 (维持)

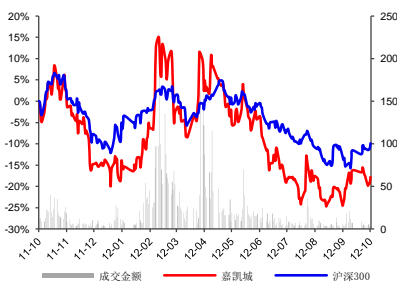
**市场数据**

目前股价	3.70
总市值(亿元)	66.76
流通市值(亿元)	22.67
总股本(万股)	180419
流通股本(万股)	61269
12个月最高/最低	5.51/3.35

**公司盈利预测**

	2011A	2012E	2013E
营业收入	15,111	18,417	20,947
(+/-%)	9.6%	21.9%	13.7%
净利润	2,592	3,195	3,868
(+/-%)	28.9%	23.3%	21.1%
摊薄 EPS	0.11	0.23	0.36
PE	32.7	16.1	10.4

**股价表现**



数据来源: Wind 资讯

**投资建议:**

维持公司 12 年、13 年 EPS 0.23 元、0.36 元的盈利预测，当前股价对应 16.1X、10.4X PE；最新调整后的 NAV 为 8.06 元，当前股价折让 54%，绝对估值优势明显。我们认为对于重资产类地产公司看绝对估值比相对估值更有意义，同时考虑到公司资源优势明显，业绩拐点或已至，战略提速有望，维持“推荐”评级。

**要点:**

- **业绩概述。**前三季度公司营业收入 35.6 亿元，同比下降 14.4%；归属上市公司股东净利润-1.6 亿元，同比下降 235.3%；EPS -0.09 元。符合预期。
- **业绩或已见底。**从单季度的情况看，三季度公司实现营业收入 20.4 亿、EPS 0.10 元，业绩已回归正值。主要原因在于三季度杭州名城湖左岸进入结算期，房地产结算量明显好于上半年，随着四季度名城湖左岸继续结算和上海中凯城市之光的毛坯部分进入结算期，我们预计全年公司依然能取得正盈利，往前看，13 年公司有杭州公馆(11 万平米)和上海中凯城市之光两大项目可结算，因此，今年二季度或为业绩低点。
- **维持全年销售 65 亿元的判断，增长 65%。**前三季度公司销售额近 50 亿元，主要来自上海中凯城市之光(12 亿)、杭州名城公馆(近 15 亿)、杭州名城湖左岸(6 亿)及青岛嘉凯城(5 亿)，四季度这些项目还有新推盘量，我们维持全年销售额 65 亿元的判断，较 11 年增长 65%。
- **财务环比有所改善。**期末，公司账面货币资金 19.6 亿元，为短期借款与一年内到期非流动负债之和的 32%，较半年报上升 6 个百分点；扣除预收账款后的资产负债率 67%，与半年报持平；净负债率 186%，较半年报下降 5 个百分点，净负债率绝对数值虽然较高，但结构上看长期负债占有息负债的比例超过一半。总体上看，公司资金仍显紧张，但较半年报已有所好转。在未来中凯城市之光等高端项目释放、去化之后，公司回笼的大量资金将既减轻财务压力，也为未来的战略转型、周转提速及产品结构优化打下坚实的基础。
- **风险提示:** 政策调控风险；销售与结算不达预期。

**附表：盈利预测表**

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	9,178	6,485	6,204	8,850	9,832	<b>成长性</b>					
营业总成本	7,402	6,299	5,516	7,787	8,324	营业收入增长	24.8%	-29.3%	-4.3%	42.6%	11.1%
营业成本	5,849	4,919	4,349	6,020	6,360	营业成本增长	32.7%	-15.9%	-11.6%	38.4%	5.6%
财务费用	104	144	155	221	246	营业利润增长	-7.1%	-81.5%	111.5%	54.3%	41.9%
销售费用	193	258	248	354	393	利润总额增长	-7.4%	-82.2%	118.4%	55.1%	42.3%
管理费用	582	496	465	664	737	净利润增长	-6.8%	-81.5%	103.4%	55.1%	42.3%
投资净收益	-20	141	-	-	-	<b>盈利能力</b>					
营业利润	1,757	326	689	1,063	1,508	毛利率	36.3%	24.1%	29.9%	32.0%	35.3%
营业外收支	-15	-15	-10	-10	-10	销售净利率	12.2%	3.2%	6.8%	7.3%	9.4%
利润总额	1,742	311	679	1,053	1,498	ROE	17.9%	3.5%	6.9%	10.1%	13.3%
所得税	556	124	238	368	524	ROIC	19.7%	1.7%	3.7%	4.8%	5.5%
少数股东损益	71	-19	22	34	49	<b>营运效率</b>					
归属于母公司净利润	1,115	206	419	650	925	销售费用/营业收入	2.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
						管理费用/营业收入	6.3%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
<b>资产负债表</b>						投资收益/营业利润	-1.1%	43.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						所得税/利润总额	31.9%	39.9%	35.0%	35.0%	35.0%
货币资金	2,753	2,085	4,343	2,655	2,961	应收账款周转率	21.9	10.0	9.7	11.6	0.1
应收账款	634	656	628	896	995	存货周转率	0.59	0.31	0.24	0.29	0.26
应收票据	47	25	24	34	38	流动资产周转率	0.58	0.30	0.26	0.32	0.30
存货	13,069	18,361	17,397	24,080	25,441	总资产周转率	0.52	0.28	0.24	0.30	0.29
流动资产合计	19,160	23,523	24,937	31,241	33,310	<b>偿债能力</b>					
固定资产	852	733	706	672	653	资产负债率	69.5%	77.0%	77.3%	80.5%	80.1%
资产总计	20,967	25,301	26,703	32,983	35,040	流动比率	1.85	2.03	2.13	1.88	1.94
短期借款	2,698	3,777	4,777	5,777	6,777	速动比率	0.59	0.45	0.64	0.43	0.46
应付款项	1,461	2,216	1,601	2,216	2,341	<b>每股指标 (元)</b>					
流动负债合计	10,348	11,574	11,719	16,627	17,156	EPS	0.62	0.11	0.23	0.36	0.51
长期借款	3,759	7,424	8,424	9,424	10,424	每股净资产	2.22	2.28	2.40	2.59	2.86
负债合计	14,573	19,480	20,642	26,551	28,080	每股经营现金流	-1.51	-1.91	0.31	-2.47	0.01
股本	1,804	1,804	1,804	1,804	1,804	每股经营现金/EPS	-2.4	-16.7	1.3	-6.8	0.0
留存收益	2,208	2,315	2,532	2,869	3,349	<b>估值</b>					
少数股东权益	2,221	1,702	1,724	1,758	1,807	PE	6.0	32.7	16.1	10.4	7.3
权益合计	6,234	5,821	6,060	6,432	6,960	PEG	-0.16	0.32	-	-	-
负债和权益总计	20,807	25,301	26,703	32,983	35,040	PB	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
<b>现金流量表</b>						EV/EBITDA	6.89	39.92	21.08	16.65	12.88
						EV/SALES	1.49	2.84	3.29	2.67	2.48
经营活动现金流	-2,725	-3,438	551	-4,449	26	EV/IC	1.34	1.21	1.35	1.16	1.14
其中营运资本减少	-7,002	-4,883	-12	-5,246	-1,070	ROIC/WACC	2.12	0.18	0.40	0.51	0.59
投资活动现金流	-989	-442	-92	-90	-111	REP	0.63	6.63	3.37	2.25	1.92
其中资本支出	-110	-80	-92	-90	-111						
融资活动现金流	3,801	3,325	1,798	1,687	1,555						
净现金总变化	86	-555	2,258	-2,851	1,470						

资料来源：Wind、长城证券研究所

## 研究员介绍及承诺:

**苏绪盛:** 经济学硕士, 三年国有上市房地产公司投资管理经验, 2010 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

**梁 昕:** 中山大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 任房地产行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgs.com

王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgs.com

陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgs.com

陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgs.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgs.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgs.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgs.com

李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgs.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgs.com

陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgs.com

### 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>