

日期: 2012年11月12日

行业: 房地产业



舒廷飞  
021-53519888-1972  
henry.shu@126.com  
执业证书编号: S0870512080001

### 基本数据 (Y2012Q3)

报告日股价 (元)	3.55
12mth A 股价格区间 (元)	3.33/7.36
总股本 (亿股)	10.46
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	64
每股净资产 (元)	2.22
PBR (X)	1.59
DPS (Y11, 元)	0.00

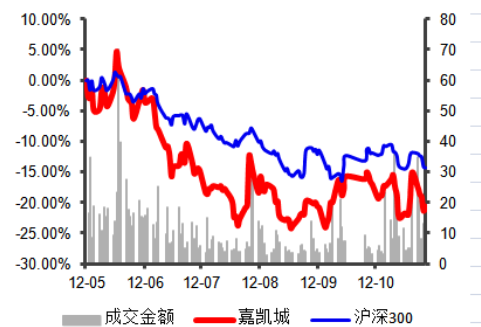
### 主要股东 (Y2012Q3)

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	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%
其它	3.0%

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: STF12-CI60

相关报告: 业绩降幅收窄 全年有望扭亏为盈  
2012/10/19

首次报告日期: 2012/10/19

# 限售股解禁和短期偿债风险可能被高估

## 主要观点

### 预计限售股解禁的实际影响有限

10月29日定向增发限售股解禁约11.5亿股,其中约9亿股为省国资委下属的国有控股股东及一致行动人持有,减持意愿不强;约2亿股为公司董事长控股的关联企业持有,减持意愿不强;另外3500万股为近期离职高管持有,解禁时间为2013年3月。据我们估算,定增限售股的持股成本在3.20元/股左右,预计短期减持压力不大。

### 依托控股股东支持 短期债务风险可控

公司控股股东浙商集团是省国资委下属企业,去年成功发债50亿元,因此公司今年获得集团担保和委托贷款额度升至60亿。公司还通过压缩新开工规模“节流”,并已对60亿短期债务做好还款安排,即以销售回款为主,余下部分则可能会展期。

### 今年业绩有望扭亏 明年已锁定结算收入超50亿

公司项目定位中高端,符合首次置业向改善型需求过渡趋势,仅1-9月就实现销售50亿,另有可售货值近160亿元。预计今年可结算收入近60亿,不仅全年业绩有望扭亏,而且中凯城市之光和名城公馆项目还将为2013年贡献逾50亿收入;此外公司8月份完成董事会换届,并成立商业资产事业部,加快向“快周转、轻资产”方向转型。

## 投资建议

目前公司拥有权益土地面积600万方,未开发权益土地面积近500万方,能基本满足未来3-5年开发需求。我们略微下调12年业绩,预计2012-14年对应摊薄后的EPS分别为:0.25/0.33/0.46,对应的动态PE为14X/11X/8X,维持公司“跑赢大市”评级。

## 数据预测与估值

至12月31日(百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6484.53	5976.79	7178.13	8872.17
年增长率(%)	-29.35%	-7.83%	20.10%	23.60%
归属于母公司的净利润	206.08	447.84	589.39	823.25
年增长率(%)	-81.52%	117.31%	31.61%	39.68%
每股收益摊薄(元)	0.11	0.25	0.33	0.46
PER(X)	/	14.91	11.33	8.11
PBR(X)	/	1.46	1.29	1.12

数据来源:公司公告,上海证券预测,股价截至2012/11/12,3.55元

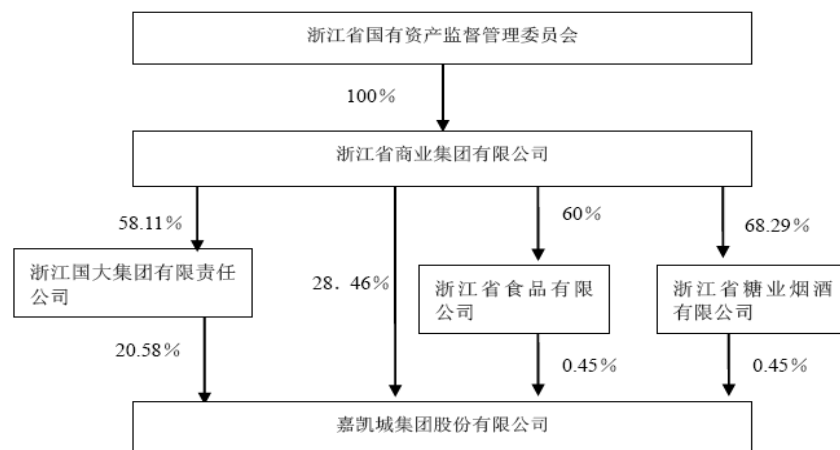
公司限售股解禁压力和明年年初短期债务集中到期风险是市场较为关注的问题，近期我们围绕这两个问题进行了研究，并从前三季度销售情况、明年可结算收入和向轻资产转型角度，揭示公司经营情况。

## 一、公司控股股东为浙江国资委下属的浙商集团

公司的控股股东浙商集团为浙江省国资委全资子公司，直接和间接持有本公司股份合计为 9.01 亿股，占公司总股本的 49.94%，其中浙商集团直接持有 5.13 亿股，占公司总股本的 28.46%，通过其控股子公司间接持有 3.87 亿股，占公司总股本的比例为 21.48%”。

嘉凯城 2009 年通过资产重组，向浙商集团、浙江国大集团、浙江省食品有限公司、浙江省天地实业等公司定向发行 11.7 亿股购买相关资产，具体包括：国际嘉业 100%的股权、中凯集团 100%的股权、名城集团 100%的股权、雄狮地产 65%的股权和潍坊国大 79%的股权。

图 1 公司与控股股东、实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司大股东——浙江省商业集团有限公司成立于 1996 年，是浙江省属国有大型企业集团，拥有全资、控股、参股企业 13 家，总资产规模超过 450 亿元。自 2004 年起，浙商集团连续九年跻身中国企业 500 强，2011 年，集团实现销售收入 346.02 亿元，利税总额 20.5 亿元。浙商集团形成了商贸流通、房地产、酒店旅游、金融服务四大主业板块，旗下品牌包括“雷迪森”、“嘉凯城”、“国大”、“浙商保险”、“浙商控股”、“名城房产”、“中凯房产”、“国际嘉业”、“百诚集团”等企业品牌和服务品牌，在业内享有较高的声誉。

## 二、依托股东支持 短期债务风险可控

**担忧 1: 2013 年 2-6 月面临短期债务集中到期的压力。**

截至三季度末,公司短期债务余额约 60 亿元,其中短期借款 30.7 亿,一年内到期非流动负债 29.7 亿;而长期借款达 62.9 亿。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%;而半年报中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%),平均融资成本约 12%-15%。

我们注意到公司控股股东浙商集团是省国资委下属企业,去年成功发债 50 亿元,因此今年公司获得集团担保和委托贷款额度从去年 55 亿元升至今年的 60 亿元。此外,公司还加大了“开源节流”的力度:公司 1-9 月实现销售额 50 亿,预计全年可结算资源在 50-60 亿元左右,显然销售回款将是偿债的重要保证之一,而余下部分很可能通过展期的方式解决;此外还压缩了新开工规模减少资本性支出。

## 三、预计限售股解禁的实际影响有限

公司 2012 年 10 月 26 日发布限售股解禁公告:解禁日为 10 月 29 日,上市股份数量共计约 11.91 亿股。其中股权分置限售股解禁约 4100 万股,定向增发限售股解禁约 11.5 亿股。

**担忧 2: 限售股解禁是否会拖累股价下行**

据了解公司实际解禁压力可能远低于市场预期。浙商集团是公司控股股东,其持有的近 5 亿股的解禁股减持意愿不强,而国大集团控股股东的一致行动人。公司董事长是公司第四大股东天地集团的实际控制人,减持意愿不强。源源投资和名城集团的解禁股将服从浙商集团的统一安排。需关注的是公司前高管——张名一所持有 3500 万股 2013 年 3 月才能减持。

据我们估算,目前大股东持股成本估计在 3.20 元左右,股价进一步向下空间有限。

表 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系

股东名称	持股数量 (股)	本次解除限售的数量 (股)	抛售压力分析
浙商集团	513,560,276	491,287,500	控股股东减持意愿不强
国大集团	371,362,315	352,475,000	控股股东一致行动人
天地实业	207,962,500	207,962,500	实际控制人为嘉凯城董事长,减持意愿不强
源源投资	47,912,500	47,912,500	控股股东一致行动人
张民一	34,575,000	34,575,000	2013/3 解禁
食品公司	8,062,500	8,062,500	控股股东一致行动人

糖酒集团	8,062,500	8,062,500	控股股东一致行动人
合计	1,150,337,500	1,150,337,500	

数据来源：公司公告，上海证券研究所预测

#### 四、可结资源近 60 亿 今年业绩有望扭亏

2009 年公司借壳上市，注入国际嘉业、中凯集团、名城集团的土地资产。目前公司拥有土地储备逾 800 万方，其中权益土地 600 万方，未开发权益土地面积近 500 万方。公司项目以中高端为主。

##### 1、1-9 月实现销售收入 50 亿元 有望实现年初 70 亿目标

预计全年有望实现扭亏。1-9 月完成销售 50 亿元，10 月份环比略降。我们估计全年可实现销售 65-70 亿元，有望实现年初 70 亿元目标。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，中高端房产对需求价格弹性不敏感。

公司前三季度预收账款 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。全年可结算资源 50-60 亿元，业绩锁定率约 100%。

截至三季度末，可售货值接近 160 亿元，另有地处上海核心商圈的嘉凯城市之光的商业项目约 20-30 亿货值可供择机推出。我们预计公司今年新开工规模较小，不超过 80 万方。

表 2 公司主要开发项目一览

项目名称	位置	权益 (%)	规划建面 (万平)	预计售价 (元/平)	销售进度和竣工
苏州苏纶场	苏州	61.0%	45.3	16000	部分今年年底前完工
苏州吴门天地	苏州	41.0%	1.0		在建
湖州阳光假日二期	湖州	98.9%	30.8	15000	在建
无锡嘉业国际城	无锡	58.1%	37.9	12000	在建
重庆北麓官邸	重庆	100.0%	9.7	8000	部分年底前完工
上海徐汇中凯城市之光	上海市	100.0%	13.3	58000	6 月开盘
名城湖左岸	杭州	100.0%	8.8	16000	部分年底前完工
名城公馆	杭州	100.0%	11.0	20000	年底加推，明年底结
嘉善嘉业阳光城	嘉善	48.3%	35.5		在建
潍坊东方天天韵	潍坊	79.0%	39.1		在建
武汉巴登城	武汉	51.0%	131.0		在建、暂不推
青岛嘉凯城时代城	青岛	51.0%	144.7	7000	部分年底前完工

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

##### 2、灵活促销——无锡嘉业国际城低价入市吸睛

无锡嘉业国际城曾在今年 7 月份开盘时推出部分楼盘促销，价格从

12000 元/平米降至 6900 元/平米。不仅赚足了市场和媒体的眼球，也取得了 3 亿元不错的销售额。不过 8 月份开始，价格重新回调至 12000 元/平米。公司灵活的价格策略和项目较好市场需求可见一斑。

## 五、2013 年已锁定收入超 50 亿 加快向轻资产转型

### 1、成立商业资产事业部 酝酿向轻资产转型

今年 8 月份公司董事会换届，不仅有助于加强上市公司治理，也强化上市公司在人、财、物方面的集中领导权。公司还新成立了商业资产事业部，加快向“快周转、轻资产”的模式转型，改善现金流状况。

### 2、中凯城市之光和名城公馆有望为 2013 年贡献逾 50 亿结算收入

2013 年主要结算楼盘包括：上海中凯城市之光（预计约 30 亿）和杭州名城公馆（约 20 亿）。

据网签数据，上海中凯城市之光今年 6 月份推出 231 套共 6.8 万方。截至 11 月初已售 81 套，预计该项目全年可结算 18 亿元。明年可能择机推出余下的写字楼（4 万方）、精装住宅和商业（2 万方）。预计 2013 年城市之光将结算约 30 亿元。

杭州名城公馆规划建面 11 万方，均价 21000 元/平米。今年推盘的高层去化率已超过 90%，年底将加推货值 2 亿的排屋和 4 亿的高层。明年底名称公馆项目将交房，结算收入预计超过 20 亿元。

## 六、数据预测、估值及投资建议

公司限售股解禁压力和明年偿债风险可能低于市场此前的担忧，大股东实力雄厚，可售资源充裕，结算收入的确定性较高。2012 年业绩有望扭亏为盈，公司土地储备能满足未来 3-5 年开发需求。

目前股价接近大股东浙商集团定增后的持股成本（3.20 元/股），股价进一步下跌空间有限。我们略微下调 12 年业绩，预计 2012-14 年营业收入分别为：59.8 亿/71.8 亿/88.7 亿，对应摊薄后的 EPS 分别为：0.25/0.33/0.46，对应动态 PE 为 14X/11X/8X，建议维持公司“跑赢大市”评级。

## 七、风险提示

经济下行、调控延续、公司项目去化率下滑

### 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
<b>流动资产</b>	23523.0	28925.9	34648.3	37697.4	<b>营业收入</b>	6484.5	5976.8	7178.1	8872.2
现金	2085.3	14702.6	14501.5	14491.3	营业成本	4919.0	4171.3	5227.5	6326.6
应收账款	656.4	509.1	669.0	791.3	营业税金及附加	453.7	421.9	504.4	624.8
其它应收款	945.3	767.4	1286.7	1253.8	营业费用	258.3	181.9	252.2	290.9
预付账款	1449.7	870.1	2170.7	1423.4	管理费用	495.6	418.0	525.3	634.9
存货	18361.5	11962.6	15946.8	19633.7	财务费用	144.3	110.9	-222.5	-276.0
其他	25.0	114.2	73.6	103.9	<b>营业利润</b>	325.75	713.61	964.16	1319.81
<b>非流动资产</b>	1778.4	1593.9	1806.8	1963.7	营业外收入	6.59	7.12	6.86	6.99
长期投资	233.9	26.5	-62.6	-210.8	营业外支出	21.49	21.89	21.69	21.79
固定资产	732.4	640.4	743.1	896.1	<b>利润总额</b>	310.86	698.84	949.33	1305.01
无形资产	102.8	91.5	103.1	119.5	所得税	124.07	251.01	359.94	481.76
<b>资产总计</b>	25301.5	30519.9	36455.1	39661.1	<b>净利润</b>	186.79	447.84	589.39	823.25
<b>流动负债</b>	11574.4	14723.9	19044.6	20565.6	少数股东损益	-19.30	0.00	0.00	0.00
短期借款	3777.0	3865.2	4215.3	4689.8	<b>归属母公司净利润</b>	206.08	447.84	589.39	823.25
应付账款	1388.8	1008.3	1198.5	1103.4	EPS (摊薄)	0.11	0.25	0.33	0.46
<b>非流动负债</b>	7906.0	9527.1	10552.2	11414.0					
长期借款	7423.6	9052.8	10073.8	10937.6	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	19480.5	24251.0	29596.9	31979.6	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	1702.0	1702.0	1702.0	1702.0	<b>成长能力</b>				
归属母公司股东					营业收入增长率	-29.35%	-7.83%	20.10%	23.60%
权益	4119.1	4566.9	5156.3	5979.6	营业利润增长率	-81.46%	119.0%	35.11%	36.89%
<b>负债和股东权益</b>	25301.5	30519.9	36455.1	39661.1	归属于母公司净利润				
					增长率	-81.52%	117.3%	31.61%	39.68%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	24.14%	30.21%	27.17%	28.69%
					净利率	2.88%	7.49%	8.21%	9.28%
					ROE	3.42%	7.41%	8.98%	11.32%
					<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	-3437.9	9131.5	-2423.2	-2419.1	资产负债率	77.0%	79.5%	81.2%	80.6%
净利润	186.8	447.8	589.4	823.3	净负债比率	201.5%	242.2%	253.3%	256.4%
折旧摊销	103.3	79.8	89.9	111.4	流动比率	2.03	1.96	1.82	1.83
财务费用	144.3	110.9	-222.5	-276.0	<b>营运能力</b>				
投资损失	-140.6	-60.4	-100.5	-80.5	总资产周转率	0.28	0.21	0.21	0.23
营运资金变动	-5342.7	8542.5	-2773.9	-2999.9	应收账款周转率	0.10	0.09	0.09	0.09
<b>投资活动现金流</b>	-442.1	154.2	-196.6	-190.4	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-106.9	-17.5	193.7	248.2	每股收益(摊薄)	0.11	0.25	0.33	0.46
长期投资	44.9	-150.2	10.9	-87.1	每股净资产(摊薄)	3.23	3.47	3.80	4.26
<b>筹资活动现金流</b>	3325.3	3331.6	2418.7	2599.3	<b>估值比率</b>				
短期借款	1078.6	88.2	350.1	474.5	P/E	0.00	14.91	11.33	8.11
长期借款	3664.7	1629.2	1021.0	863.8	P/B	0.00	1.46	1.29	1.12
<b>现金净增加额</b>	-554.8	12617.3	-201.1	-10.2					

数据来源: 公司公告、港澳咨询、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	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	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，任何机构和个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。