

城市梦的缔造者，上调评级至“强烈推荐”

——嘉凯城（000918）深度报告

2015年02月03日

强烈推荐/上调

嘉凯城

深度报告

报告摘要：

● 转折点：转型城镇商业，缔造城市梦

转型城镇商业潜力大。从人均 GDP 指标来看，公司城市客厅项目所在镇基本均处于商业地产加速发展期。但这些镇目前没有成熟商业。

转型城镇商业明显提升公司盈利能力。一方面提高了周转，项目从获取到招商 10-12 个月，明显低于传统住宅业务；另一方面，毛利率也较高，楼面价在 1000-2000 元/平，周边商业售价在 1 万元/平左右。

招商引资有保障。每个城市客厅业态主要由三大部分组成：一是政府政务和公共服务配套；二是现代商业；三是当地的农优特以及具有地方特色的产品。

新型城镇化试点，缔造城市梦。作为新型城镇化试点，符合政策导向，将在项目推进、土地价格、招商引资、资金等方面获得政策支持。

● 新活力：大股东与政府积极支持

大股东实力雄厚，支持公司发展。

类 PPP 模式，多方共赢。每个城市客厅 1/3 左右建面作为政府政务和公共服务配套；融资方面，公司拟与中再资产管理设立城镇化发展基金。我们认为，这一模式类似于公用事业领域的 PPP 模式，既有利于政府降低地方债务，同时又能向地方民众提供高品质的公共服务，而对于公司而言，又引入大量资金，也为商业地产带来丰富客流，实现多方共赢。

- 公司盈利预测及投资评级。公司是布局长三角的龙头地产企业，在严峻的宏观经济形势下，积极推进业务转型，发展城镇商业。我们认为公司将步入快速发展期。预计 2014-2016 年营业收入分别为 91.4 亿元、124.6 亿元和 224.6 亿元，EPS 分别为 0.03、0.14、0.38 元。考虑到公司全面转型可能会整体转让部分未售项目，以及公司业绩的高增长性，我们上调公司 6 个月目标价至 10.20 元，上调公司评级至“强烈推荐”。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7,754.49	11,247.7	9,144.00	12,454.0	22,455.0
增长率(%)	19.60%	45.00%	-18.70%	36.20%	80.30%
净利润(百万元)	30.11	26.08	23.44	213.54	612.41
增长率(%)	-45.87%	-48.76%	-4.62%	348.68%	163.06%
净资产收益率(%)	2.64%	1.33%	1.05%	4.60%	11.41%
每股收益(元)	0.06	0.03	0.03	0.14	0.36
PE	82.83	165.67	165.67	36.54	13.92
PB	2.12	2.09	1.73	1.69	1.59

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

杨骞

010-66554021

yangqian@dxzq.net.cn

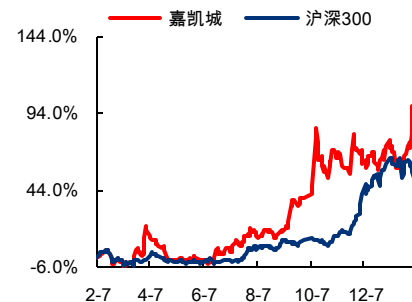
执业证书编号:

S1480514060001

交易数据

52 周股价区间(元)	4.6-2.48
总市值(亿元)	82.99
流通市值(亿元)	82.99
总股本/流通 A 股(万股)	180419/180419
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.67

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《嘉凯城（000918）点评报告：转型城镇商业 盈利能力将改善》2014-12-16
- 2、《嘉凯城（000918）三季报点评：亏损额度减少 加速城镇商业转型》2014-10-30
- 3、《嘉凯城（000918）：结算项目少导致净利润亏损额度大 三季度将好转》2014-08-19
- 4、《嘉凯城（000918）：战略调整已见雏形》2014-04-18

目 录

1. 公司前身：浙商集团房地产业务借壳上市	4
2. 转折点：转型城镇商业 缔造城市梦	5
2.1 公司原有中高端住宅业务波动性较大	5
2.2 转型城镇商业潜力大	7
2.3 城镇商业明显提升公司盈利能力	8
2.4 招商引资有保障	9
2.5 新型城镇化试点 缔造城市梦	10
3. 新活力：大股东与政府积极支持	11
3.1 大股东实力雄厚，支持公司发展	11
3.2 类 PPP 模式，多方共赢	11
4. 盈利预测及估值	11
5. 投资评级	13

表格目录

表 1：※ST 亚华购买资产情况	4
表 2：公司项目偏中高端	5
表 3：城市客厅所在镇经济发达	7
表 4：店口镇城市客厅布局	9
表 5：公司收入预测表（单位：百万元）	12
表 6：项目预计结算预测表	12
表 7：公司 NAV 估值表	13
表 8：公司盈利预测表	15

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司毛利率波动明显大于行业.....	6
图 3: 销售面积波动较大.....	6
图 4: 销售金额波动较大.....	6
图 5: 公司项目主要分布在长三角地区	6
图 6: 杭州出清周期波动大.....	6
图 7: 城市客厅所在地区基本处于商业地产加速发展阶段	7
图 8: 城市客厅项目周期明显短于传统住宅项目	8
图 9: 城市客厅楼面价低廉.....	9
图 10: 店口镇城市客厅位于镇政府对面	10
图 11: 店口镇城市客厅布局.....	10
图 12: 新型城镇化是政府工作重点	10
图 13: 集团业务涵盖广泛	11
图 14: 集团旗下成员	11

1. 公司前身：浙商集团房地产业务借壳上市

嘉凯城集团股份有限公司（以下简称“嘉凯城”）是浙江省国资委旗下唯一的房地产上市公司，具备 20 多年的房地产开发及商业资产管理经验。公司前身是浙江省商业集团旗下国际嘉业、中凯集团、名城集团、雄狮地产、潍坊国大等五家房地产开发实体，2009 年通过借壳 *ST 亚华上市。

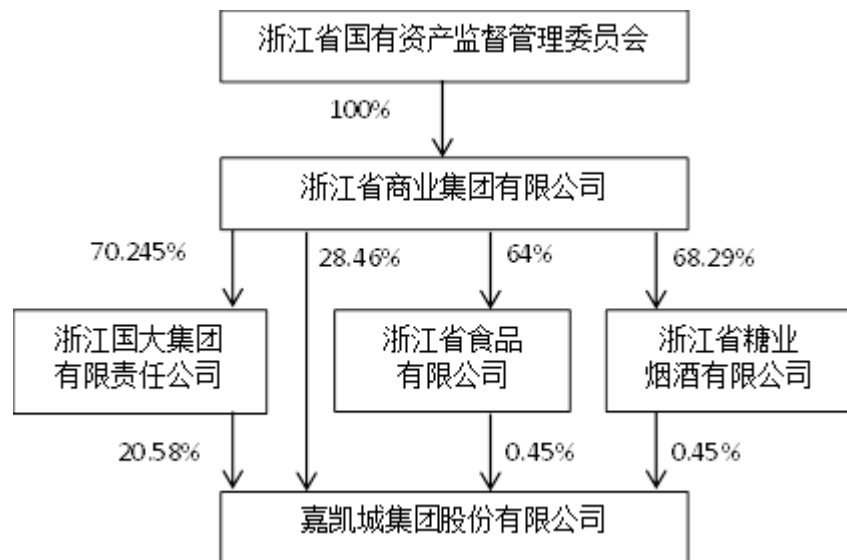
表 1：*ST 亚华购买资产情况

购买股权比例		购买资产基本情况
国际嘉业	100%	致力于大型生态健康住宅小区、大型综合性物业写字楼、大型商厦、酒店式公寓、高级会所、五星级酒店的开发经营，2006 年房地产企业排名第 44 强
中凯集团	100%	实施房地产开发主营业务的同时，进行房地产开发的产业链延伸，设立了对承接业务的房地产代理销售公司、能源服务商和为房地产开发项目实施采购的贸易公司
名城集团	100%	房地产开发为主业，另一块业务是钢材贸易，公司年经销各类钢材 15 万吨，是唐钢、南钢、武钢的销售代理商，在唐山、南京、武汉、杭州等地设立业务经销处或分公司，销售网络遍及华东、华北等地
雄狮地产	65%	专注于开发位于西安市长安区子午镇南、秦岭北麓的京都·皇冠项目
潍坊国大	79%	专注于开发潍坊国大·东方天韵项目

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

嘉凯城实际控制人是浙江省国资委。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司第一大股东浙江省商业集团有限公司是原浙江省商业厅转制组建的省政府直属的大型商业集团, 成立于1993年, 2014年中国企业500强第262位。业务包括商贸流通、房地产、酒店旅游、金融服务四大板块。

2. 转折点: 转型城镇商业 缔造城市梦

2.1 公司原有中高端住宅业务波动性较大

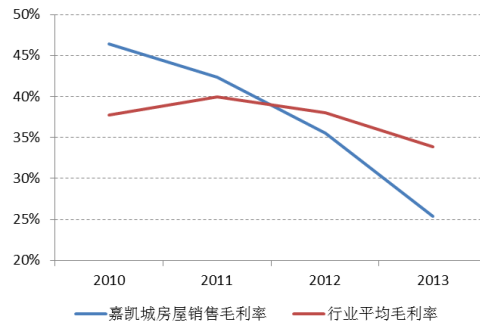
公司住宅项目以中高端为主, 项目获取时间早, 楼面地价低廉, 毛利率较高, 但同时也面临房地产市场调整时, 去化受到影响的的风险。

表 2: 公司项目偏中高端

项目名称	地理位置	产品类型	(预计) 销售均价
嘉凯城 (杭州) 名城博园	杭州北部新城	住宅	10000
嘉凯城 (杭州) 名城公馆	杭州拱墅区	住宅、高层、排屋	40000
嘉凯城 (杭州) 云上	杭州滨江区	住宅	22000
嘉凯城 (上海) 新江湾中凯城市之光	上海杨浦区	住宅	42000
嘉凯城 (上海) 徐汇中凯城市之光	上海徐汇区	住宅	70000
中凯曼茶园	上海松江区	别墅	70000
嘉业海悦	上海奉贤区	住宅	9800
嘉凯城 (湖州) 太湖阳光假日	湖州太湖旅游度假区	住宅、别墅、阳光排房	8000
嘉凯城 (湖州) 龙溪翡翠	湖州市中心	住宅	12000
嘉凯城 (苏州) 苏纶场	苏州市沧浪区	综合体	20000
嘉凯城 (无锡) 嘉业国际城	无锡滨湖区	综合体	10000
嘉凯城 (重庆) 北麓官邸	重庆江北区	别墅	20000
嘉凯城 (青岛) 时代城	青岛李沧区	住宅、别墅	9000
嘉凯城 (潍坊) 东方天韵	潍坊经济开发区	住宅	4000
嘉凯城 (武汉) 巴登城	武汉江夏区	别墅	10000
诸暨信友项目	诸暨市城西工业新城	住宅	9000
中凯城市之光	张家港市城西经济开发区	住宅、商铺	10000
普陀区 104 街坊旧城改造	上海市普陀区	住宅	60000

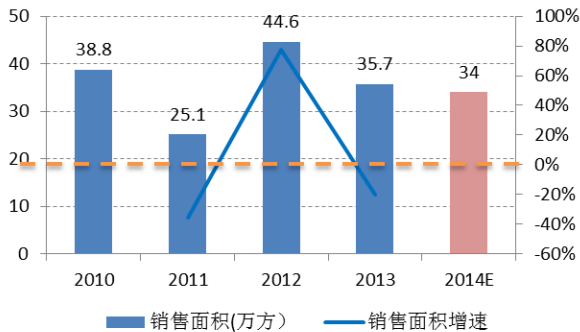
资料来源: 东兴证券研究所, soufun, 公司公告

图 2: 公司毛利率波动明显大于行业



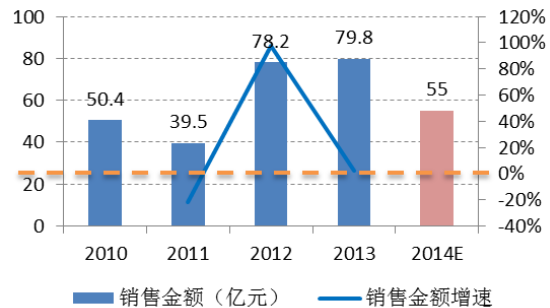
资料来源: 东兴证券研究所

图 3: 销售面积波动较大



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

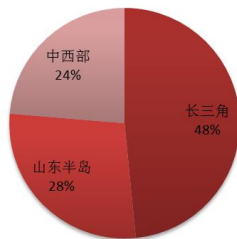
图 4: 销售金额波动较大



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

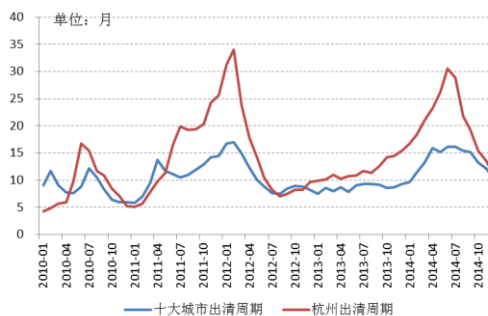
此外, 公司项目主要集中在长三角地区, 长三角地区经济发达, 购买力强, 对于中高端住宅的需求有支撑。但近期长三角地区房地产市场库存偏大, 去化受到一定影响。以杭州为例, 杭州出清周期波动幅度大, 尤其是 2014 年年中, 达到 30 个月, 为 2011 年以来的最高值。2014 年底出清周期开始缩短。

图 5: 公司项目主要分布在长三角地区



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 杭州出清周期波动大



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

注: 十大城市为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

2.2 转型城镇商业潜力大

国际经验表明, 人均 GDP3000-5000 美元是商业地产的起步期, 8000 美元之后进入加速发展期。嘉凯城转型城镇商业, 布局的目标首先是浙江省的全国千强镇。2014 年底前公司共获取 15 个城市客厅项目, 从人均 GDP 指标来看, 这 15 个项目所在镇基本处于商业地产加速发展期。

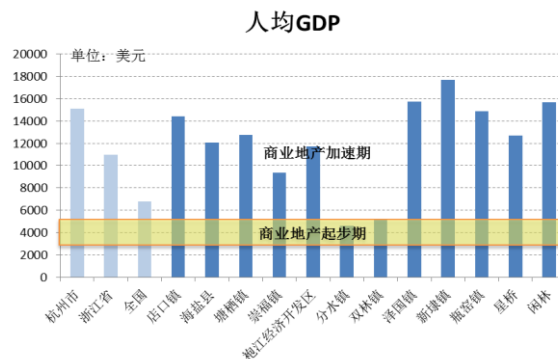
表 3: 城市客厅所在镇经济发达

获取时间	项目名称	面积 (平方公里)	GDP (亿元)	人均 GDP (美元)
20131022	店口镇城市客厅	105.7	117	14400
20140505	千岛湖镇城市客厅	356	-	-
20140702	海盐县城市客厅	534.7	324.75	12043
20140905	塘栖镇城市客厅	79	71.8	12764
20140910	崇福镇城市客厅	100.1	58.52	9363.2
20141107	袍江经济开发区城市客厅	100	183.3	11731.2
20141202	分水镇城市客厅	-	22.89	4578
20141202	横村镇城市客厅	120	-	-
20141217	双林镇城市客厅	-	24.12	5145.6
20141225	泽国镇城市客厅	63.12	118	15733
20141227	新埭镇城市客厅	77.3	88.82	17676
20141231	枫桥镇城市客厅	165	-	-
20141231	瓶窑镇城市客厅	128.81	49.28	14877
20141231	星桥城市客厅	17.62	-	12703
20141231	闲林城市客厅	53.61	33.27	15656

资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告, 网络资料

注: 数据以 2013 年为主, 少数为 2012 年数据, 人口为常住人口, 部分空缺为未查询到数据

图 7: 城市客厅所在地区基本处于商业地产加速发展阶段



资料来源: 国家统计局, 网络资料, 东兴证券研究所

但是与这些镇发达的经济严重不相符的是，这些城市客厅所在镇目前基本没有成熟的商业物业。从我们实地调研观察到的情况来看，镇上有少量零星小卖部、服装店、幼儿培训店面，但是没有集中的成熟商业物业。

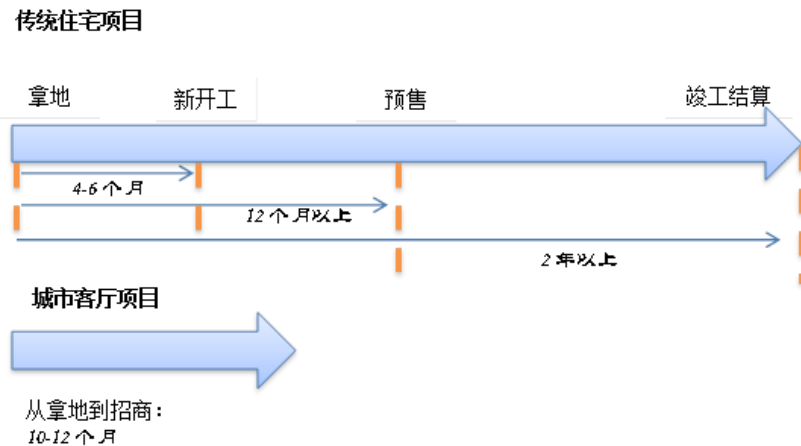
中国 2010 年存量零售物业面积约 6 亿平方米，人均零售物业面积约 0.5 平方米。与国际水平相比，中国人均零售物业面积远远落后（美国 2003 年人均零售物业 3.9 平方米，香港这一指标 2009 年为 1.5）。与城市客厅项目所在镇 GDP 水平相仿的杭州市 2013 年人均零售物业面积超 1.5 平方米（数据来源：同策咨询 2014 年报告）。按照人均 1.5 平方米的零售物业面积需求，这 15 个城市客厅所在区域覆盖人口数量在 10-20 万左右，3-4 万方左右的城市客厅完全在这些镇的需求范围之内。

2.3 城镇商业明显提升公司盈利能力

与公司传统的中高端住宅产品相比，转型城镇商业能够明显加快周转、提升公司盈利能力。

每个城市客厅项目单体体量小，3-4 层左右，没有地下室，因此建设周期短，从拿地到招商在 10-12 个月。与传统的住宅项目相比，周转速度得到明显提升。

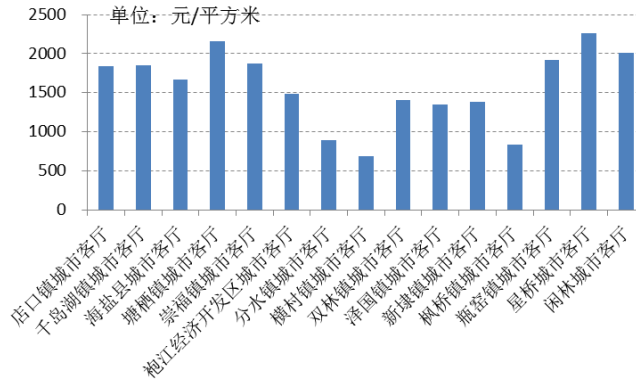
图 8：城市客厅项目周期明显短于传统住宅项目



资料来源：东兴证券研究所

除了提高周转，城镇商业毛利率也较高。城市客厅项目是由省政府牵头的新型城镇化试点，得到各级政府的支持，土地成本低廉，目前 15 个城市客厅项目楼面价在 1000-2000 元/平方米。我们实地考察的公司首个城市客厅项目店口镇城市客厅楼面价 1840 元/平方米，周边商业物业价格 1F 在 2 万元/平方米，2F 在 1 万元/平方米左右。

图 9: 城市客厅楼面价低廉



资料来源: 东兴证券研究所, CREIS, Soufun

公司截止 2014 年底获取了 15 个城市客厅项目, 预计这 15 个项目将有 10-15 个在 2015 年实现销售。按照目前的推进速度, 我们估计 2015 年将获取 60 个左右项目, 2016 年 100 个左右。

2.4 招商引资有保障

公司的国资背景以及大股东浙江省商业集团为城市客厅项目的招商引资提供了保障。每个城市客厅 4 万方左右, 业态主要由三大部分组成: 一是政府政务和公共服务配套; 二是现代商业, 包括大卖场和品牌商业; 三是当地的农优特以及具有地方特色的产品。我们认为, 政府政务和公共服务配套的这种安排不仅解决了 1/3 体量的城市客厅出售问题, 同时吸引了人流, 起到聚集人气的作用。

以店口镇城市客厅为例。店口镇城市客厅建筑面积 4.6 万方, 分为主力店、商业内街、次主力店、文化中心、市民广场。整体的业态中购物的比重不大, 主要是体验型商业。店口城市客厅由于周边已经有搬过来的镇政府机构, 所以没有行政服务, 只有一个包含图书馆、游泳馆的文化中心。其他城市客厅项目将有行政服务。

表 4: 店口镇城市客厅布局

布局	
主力店	进驻物美超市 (1 万方左右)、星美影院 (3-4 千方)
次主力店	每层 1 千方左右, 主打快时尚服装之类业态
商业内街	包括几千方的儿童乐园、020 体验店、儿童陶艺、培训、KTV 等
文化中心	给政府代建的, 包括图书馆、游泳馆等, 5700 方
市民广场	门口有一片 3000 方的市民广场

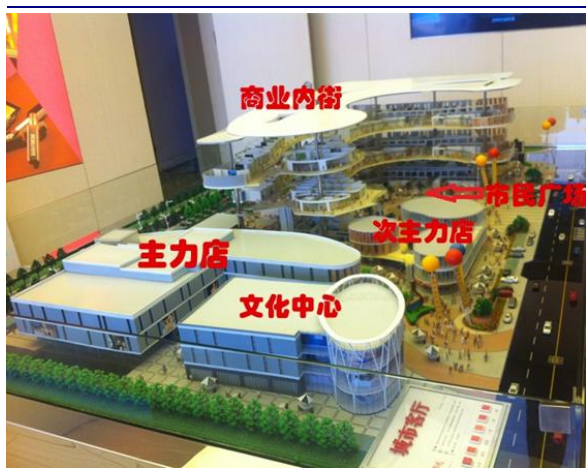
资料来源: 东兴证券研究所

图 10：店口镇城市客厅位于镇政府对面



资料来源：东兴证券研究所

图 11：店口镇城市客厅布局



资料来源：东兴证券研究所

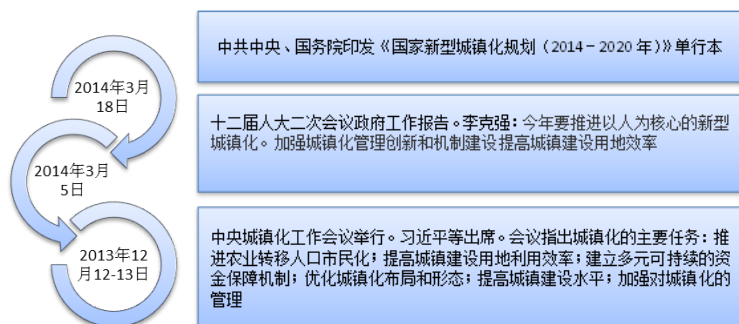
除了政务部分，已谈好的商业合作伙伴包括物美超市、星美影院等，将会入驻大部分城市客厅项目。考虑到小城镇上老年人和儿童居多，城市客厅的招商引资也重点引进适合老年人和儿童的业态（儿童培训、亲子乐园等），我们认为，这些策略将降低电商给商业地产带来的冲击。

从管理团队方面来看，公司原本的团队有一定商业地产基础。2009 年注入壳公司的五家地产公司里面，价值最大的国际嘉业有包括综合体在内的商业地产开发经验，商业项目主要集中在杭州、苏州、南京。除原本商业地产团队以外，我们认为，公司也很有可能寻找成熟的拥有大量客户资源的商业地产团队，助力公司全面转型。

2.5 新型城镇化试点 缔造城市梦

城市客厅打造城镇生活服务平台，使得城镇居民能够享受到一二线城市的政府公共服务及商业服务品质。城市客厅项目作为新型城镇化试点，将得到各级政府的大力支持。我们认为，新型城镇化是政府的工作重点，公司的城市客厅符合政策导向，将在项目推进、土地价格、招商引资、资金等方面获得政策支持。

图 12：新型城镇化是政府工作重点



资料来源：政府网站，东兴证券研究所

3. 新活力：大股东与政府积极支持

3.1 大股东实力雄厚，支持公司发展

公司大股东浙江省商业集团有限公司是浙江省省属国有大型企业集团，实力雄厚。自 2003 年起，浙商集团连续 12 年进入中国企业 500 强行列，名列 2014 中国企业 500 强第 262 位。拥有全资、控股、参股企业 10 家，**嘉凯城是浙商集团旗下唯一上市平台**。浙商集团的商业资源和综合实力及业务板块能力能与公司形成很强的协同效应，对提升公司竞争实力有积极的影响。

图 13：集团业务涵盖广泛



资料来源：集团网站，东兴证券研究所

图 14：集团旗下成员



资料来源：集团网站，东兴证券研究所

大股东除了在资金方面给予上市公司支持以外，浙江省商业集团的背景也为公司城市客厅项目的顺利推进、招商引资提供了有力保障。

3.2 类 PPP 模式，多方共赢

公司的每个城市客厅项目有 1/3 左右建设面积作为政府政务和公共服务配套，上市公司承担设计、建设、承担、运营等大部分工作，在项目建成后政府租用或购买，旨在为民众提供优质、高效的公共产品和服务。同时，在融资方面，公司与中国再保险(集团)股份有限公司旗下的中再资产管理股份有限公司签署合作协议，拟设立不超过 50.1 亿元的“中再-嘉凯城城镇化发展基金”。目前正在报中国保监会进行审批。

我们认为，这一模式类似于公用事业领域的 PPP 模式，既有利于政府降低地方债务，同时又能向地方民众提供高品质的公共服务，而对于上市公司而言，又引入大量资金，也为商业地产带来丰富客流，实现了多方共赢。

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 91.4 亿元、124.6 亿元和 224.6 亿元, EPS 分别为 0.03、0.14、0.38 元。随着城市客厅项目的推进, 公司业绩将明显改善。

表 5: 公司收入预测表 (单位: 百万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
销售房屋收入	8,272.63	6,202.73	9,508.91	19,780.63
商品销售收入	2,564.73	2,692.97	2,692.97	2,423.67
物业管理收入	102.65	107.79	113.18	118.84
餐饮服务收入(其他)	148.91	141.47	141.47	141.47
合计	11,088.92	9,144.95	12,456.52	22,464.60

资料来源: 东兴证券研究所

表 6: 项目预计结算预测表

项目名称	规划建面 (万平方米)	权益比例	预计竣工时间	预计销售均价 (元/平方米)	预计结算面积 (万平方米)		
					2014	2015	2016
嘉凯城(杭州)名城博园	23.2	100%	2016	10000	0.0	7.0	7.0
嘉凯城(杭州)名城公馆	11.2	100%	2013	40000	0.6	0.6	0.6
嘉凯城(杭州)云上	9.1	100%	2016	22000	0.0	0.0	2.7
嘉凯城(上海)新江湾中凯城市之光	12.8	100%	2015	42000	0.0	5.1	2.6
嘉凯城(上海)徐汇中凯城市之光	13.4	100%	2013	70000	3.7	0.5	0.5
中凯曼茶园	6.2	100%	2010	70000	0.5	0.2	0.2
嘉业海悦	13.0	41%	2015	9800	0.0	2.1	1.1
嘉凯城(湖州)太湖阳光假日	31.3	99%	2011	8000	0.5	0.5	0.5
嘉凯城(湖州)龙溪翡翠	39.2	99%	2016	12000	0.0	0.0	1.9
嘉凯城(苏州)苏纶场	38.4	61%		20000	1.2	1.2	1.2
嘉凯城(无锡)嘉业国际城	38	58%	2013	10000	1.7	1.7	1.7
嘉凯城(重庆)北麓官邸	9.7	100%	2013	20000	1.0	1.0	1.0
嘉凯城(青岛)时代城	145.0	51%	2016	9000	24.4	7.4	7.4
嘉凯城(潍坊)东方天韵	33.8	79%		4000	3.8	3.8	3.8
嘉凯城(武汉)巴登城	131	51%		10000	0.0	0.0	10.0
诸暨信友项目	11.7	100%		9000	0.0	0.0	0.0
中凯城市之光	47	75%		10000	0.0	0.0	0.0
普陀区 104 街坊旧城改造	16.1	100%		60000	0.0	0.0	0.0
小计	641.5				37.43	31.18	42.22
城市客厅项目							
店口镇城市客厅	4.7	100%	2015	7,000	-	4.7	-
千岛湖镇城市客厅	5.0	70%	2015	7,000	-	3.5	-

项目名称	规划建面 (万平方米)	权益比例	预计竣工时间	预计销售均价 (元/平方米)	预计结算面积 (万平米)		
					2014	2015	2016
海盐县城市客厅	7.2	100%	2015	7,000	-	7.2	-
塘栖镇城市客厅	3.6	100%	2015	8,000	-	3.6	-
崇福镇城市客厅	5.4	100%	2015	7,000	-	5.4	-
袍江经济开发区城市客厅	3.0	100%	2015	7,000	-	3.0	-
分水镇城市客厅	3.2	100%	2015	7,000	-	3.2	-
横村镇城市客厅	3.2	100%	2015	7,000	-	3.2	-
双林镇城市客厅	3.1	100%	2015	7,000	-	3.1	-
泽国镇城市客厅	5.2	100%	2015	7,000	-	5.2	-
新埭镇城市客厅	2.5	100%	2016	7,000	-	-	2.5
枫桥镇城市客厅	2.8	100%	2016	7,000	-	-	2.8
瓶窑镇城市客厅	5.2	100%	2016	7,000	-	-	5.2
星桥城市客厅	3.3	100%	2016	8,000	-	-	3.3
闲林城市客厅	2.8	100%	2016	8,000	-	-	2.8
小计	60.1					42.0	16.6
总计	701.6					37.4	73.2

资料来源: 东兴证券研究所

按照2月3日4.60的收盘价, 对应2015、2016年EPS的PE分别为33倍和12倍。但是, 我们估计, 随着公司全面转型城镇商业, 为了回流资金, 公司很可能将一些项目直接处置掉, 这将带来2015、2016年业绩的增厚。按照此种假设, 考虑到公司今后几年业绩的连续高增长性, 在2015年业绩的基础上给予20倍估值, 我们给予公司6个月目标价10.2元。

经测算, 公司的NAV值为8.49元。公司当前价格4.60元, 较公司的NAV折价46%, 公司仍然具有较好的成长空间。

表7: 公司NAV估值表

开发项目评估溢价 (百万元)	9393.8
帐面净资产 (百万元)	5927.9
重估净资产 (百万元)	15321.7
总股本 (百万股)	1804.2
NAV	8.49
当前股价 (元)	
当前股价溢价	-46%

资料来源: 东兴证券研究所

5. 投资评级

公司是布局长三角的龙头地产企业。公司在严峻的宏观经济形势下, 充分估计市场变化, 发挥自身优势着力推动公司战略转型。公司依靠本区域内经济发达的县镇, 通过类 PPP 模式积极推进新型城镇商业符合市场的需求和国家新型城镇化的政策大方向。我们认为公司今后三到四年的发展将步入快速发展期, 盈利能力将大大提升。预计 2014-2016 年营业收入分别为 91.4 亿元、124.6 亿元和 224.6 亿元, EPS 分别为 0.03、0.14、0.38 元。考虑到公司全面转型可能会整体转让部分原有未售项目, 以及公司今后几年业绩的连续高增长性, 我们给予公司 6 个月目标价至 10.20 元, 上调公司评级至“强烈推荐”。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	26819	30704	31275	39818	70965	营业收入	7754	11248	9144	12454	22455
货币资金	3165	3292	2743	3736	6737	营业成本	5656	9016	7407	9341	16841
应收账款	1008	2114	1754	2388	4306	营业税金及附加	636	797	640	872	1572
其他应收款	1035	1542	1254	1708	3079	营业费用	276	245	183	249	449
预付款项	1051	1070	1144	1238	1406	管理费用	584	418	457	498	674
存货	20537	22650	24352	30710	55368	财务费用	309	312	359	439	903
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	58.46	12.15	20.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1499	1488	990	945	901	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	207	190	0	0	0	投资净收益	-2.34	-11.94	30.00	8.00	20.00
固定资产	598.70	360.52	317.78	274.89	232.00	营业利润	233	436	108	1058	2032
无形资产	21	18	16	14	12	营业外收入	83.02	30.87	30.87	30.87	30.87
其他非流动资产	0	263	0	0	0	营业外支出	30.78	21.21	21.21	21.21	21.21
资产总计	28318	32191	32265	40764	71865	利润总额	285	446	117	1068	2041
流动负债合计	16642	17936	17204	25519	56048	所得税	255	420	94	854	1429
短期借款	2518	4482	3485	9918	35737	净利润	30	26	23	214	612
应付账款	1911	2121	1421	1791	3230	少数股东损益	-81	-31	-31	-31	-31
预收款项	3428	2860	3774	5019	7265	归属母公司净利润	112	57	55	245	643
一年内到期的非	4370	3087	3087	3087	3087	EBITDA	637	814	512	1541	2979
非流动负债合计	5828	8297	8228	8321	8602	BPS (元)	0.06	0.03	0.03	0.14	0.36
长期借款	5346	7716	7716	7716	7716	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	22470	26233	25432	33840	64651	成长能力					
少数股东权益	1618	1669	1638	1607	1576	营业收入增长	19.58%	45.05%	-18.70%	36.20%	80.30%
实收资本 (或股	1804	1804	1804	1804	1804	营业利润增长	-28.56%	87.38%	-75.34%	884.04%	92.03%
资本公积	-920	-873	5	5	5	归属于母公司净利	-4.60%	348.70%	-4.62%	348.68%	163.06%
未分配利润	3160	3172	3194	3292	3549	获利能力					
归属母公司股东	4231	4290	5195	5317	5639	毛利率 (%)	27.06%	19.84%	19.00%	25.00%	25.00%
负债和所有者权	28318	32191	32265	40764	71865	净利率 (%)	0.39%	0.23%	0.26%	1.71%	2.73%
现金流量表						总资产净利润 (%)	0.39%	0.18%	0.17%	0.60%	0.90%
						ROE (%)	2.64%	1.33%	1.05%	4.60%	11.41%
						偿债能力					
经营活动现金流	1634	-696	-409	-4975	-21890	资产负债率 (%)	79%	81%	79%	83%	
净利润	30	26	23	214	612	流动比率	1.61	1.71	1.82	1.56	1.27
折旧摊销	94.73	66.50	44.66	44.66	44.66	速动比率	0.38	0.45	0.40	0.36	0.28
财务费用	309	312	359	439	903	营运能力					
应收账款减少	0	0	361	-635	-1918	总资产周转率	0.29	0.37	0.28	0.34	0.40
预收帐款增加	0	0	914	1245	2246	应收账款周转率	9	7	5	6	7
投资活动现金流	-4	-1103	463	3	15	应付账款周转率	4.70	5.58	5.16	7.75	8.94
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	190	0	0	每股收益 (最新摊	0.06	0.03	0.03	0.14	0.36
投资收益	-2	-12	30	8	20	每股净现金流 (最新	0.55	-0.14	-0.30	0.55	1.66
筹资活动现金流	-638	1555	-603	5965	24875	每股净资产 (最新摊	2.34	2.38	2.88	2.95	3.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	82.83	165.67	165.67	36.54	13.92
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.12	2.09	1.73	1.69	1.59
资本公积增加	0	47	878	0	0	EV/EBITDA	28.32	25.74	40.10	16.84	16.37
现金净增加额	992	-244	-549	993	3000						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究金牛奖最佳分析师第五名。

杨骞

理学硕士, 毕业于北京大学城市与区域规划专业。3 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司, 对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

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。