

2010年2月10日

# 嘉凯城

## 销售速度符合预期

2009年嘉凯城实现主营业务收入73.5亿元，同比增长62.76%；净利润11.98亿元，同比增长102.65%，超出我们原先预期13.8%，分配方案为10送2.5股派0.5元。业绩高于我们预期的主要原因是公司房屋销售收入结算进度较我们的预期提前。我们相应调整项目结算进度并下调2010年的房价增长假设后，下调了2010-11年的盈利，但重申买入评级，下调目标价至17.50元。

**A**
**买入**

000918.SZ - 人民币 14.81

目标价格: 人民币 17.50 (↘23.80)

**田世欣**

 (8621) 6860 4866 分机 8519  
 shixin.tian@bocigroup.com

### 支撑评级的要点

- 年末已获得项目的剩余可结算面积约251万平米，加入青岛湖州项目后约为437万平米。
- 中心城市、核心地段优质储备将保障公司业务在弱市中的消化速度。
- 从长三角辐射全国其他城市的城市综合体、中高端住宅和经济适用房的业务分布较为合理，能在一定程度上分散风险。
- 年末资产负债率偏高，但短期偿债压力不大，股东资金支持力度较大。

### 影响评级的主要风险

- 整合风险；资产负债率偏高影响扩张进程；以及宏观经济和行业政策的波动等。

### 估值

- 2009和2010年末每股NAV分别为12.99和14.02元。预计2010每股收益1.30元。将嘉凯城目标价从23.80元下调至17.50元，相当于2010年13.5倍市盈率和25%的NAV溢价，维持**买入**评级。

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	(5)	(12)	N.A
相对新华富时A50指数(%)	5	5	(0)	N.A

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,443
流通股(%)	8
流通股市值(人民币百万)	1,706
3个月日均交易额(人民币百万)	86
2010E净负债比率(%)	34
2010年末每股评估净资产(元)	14.02
主要股东(%)	
浙商集团	28.5

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	991	7,353	8,115	10,272	13,851
变动(%)	-	642	10	27	35
净利润(人民币百万)	(391)	1,201	1,881	2,301	3,123
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.271)	0.832	1.303	1.594	2.164
变动(%)	-	(407.0)	56.6	22.3	35.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.352	1.725	-
调整幅度(%)	-	-	(3.4)	(7.7)	-
市盈率(倍)	N/M	17.8	11.4	9.3	6.8
每股现金流量(人民币)	0.11	1.66	1.75	0.30	1.93
价格/每股现金流量(倍)	137.7	8.9	8.5	49.7	7.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(18.2)	11.2	7.5	5.8	3.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.026	0.032	0.043
股息率(%)	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 年报业绩超出预期

2009 年嘉凯城实现主营业务收入 73.5 亿元，比上年增长 62.76%；母公司应占净利润 11.97 亿元，比上年增长 102.65%，超出我们原先预期约 13.8%。主要原因是公司结算房屋销售收入较我们的预期增加了 12.8%，部分项目较我们的预期提前结算。

分业务来看，公司房屋销售收入 60.6 亿元，同比增长 105.8%，毛利率比 08 年提高了 9.6 个百分点到 46.9%，商品销售收入 11.0 亿元，同比下降 22.7%，毛利率仅为 1.25%，较上一年度下降 2.9 个百分点。物管和餐饮收入合计 1.4 亿元，其中餐饮业务收入和毛利有较明显的增长。

分地区来看，浙江、江苏、上海为公司最大的收入来源，占比分别达到 48.3%、30.6%和 8.0%。

按主要子公司业绩贡献来看，国际嘉业净利润 5.7 亿元，占净利润的比重为 47.6%，中凯净利润 4.7 亿元，占比为 39.2%，名城 3.3，占比为 27.3%。

## 各类房地产项目运行情况良好

公司房地产开发业务可以分为三类：城市综合体（代表项目中凯东方红街、南京嘉业国际城、苏州苏伦场）、中高端住宅（代表项目嘉业阳光城、曼茶园、名城燕园、翠海朗园、湖州嘉业太湖阳光假日等）、经济适用房（登封广厦花园）。

公司的城市综合体项目地理位置优越，销售情况良好，且对公司品牌影响力具有明显的提升作用，09 年东方红街、南京嘉业国际城阳光城、苏伦场分别实现销售收入 15.7、10.5 和 2.8 亿元。

中高端住宅开发也是公司强项，嘉业阳光城、中凯、名城都已经成为当地区域内有一定影响力的品牌。2009 年主要结算项目包括左邻右舍、翠海朗园、郑州中凯和南昌中凯等。

经济适用房方面公司项目仅有登封广厦花园一个，收益贡献也比较小。

## 其他业务较为平淡

公司其他业务还包括：酒店业（拥有上海中凯豪生、湖州雷迪森酒店两家酒店）、贸易业务（名城实业的煤炭贸易业务、国际嘉业下属金凯物资的大宗材料和物资采购业务）、物业管理（嘉业下属嘉信物业）、科技开发（中凯下属上海恺凯能源科技的能源供应系统业务）。和房地产主业比较起来，这些业务规模较小，或者利润率较低，对业绩贡献较小。

## 资产负债率偏高将影响扩张速度

公司年报资产负债率偏高，达到 75.8%，但净负债率为 18.9%，主要原因是公司有大量的预收帐款和其他应付款。其中，其他应付款 26.7 亿元中有来自股东的借款 9.5 亿元，显示股东单位对公司的资金支持比较有力。

公司年末手头货币资金 25 亿元，银行短期借款 7.77 亿元，占全部银行借款的比例为 24.4%，短期偿债压力不大。但扩张能力仍然会受到较高资产负债率的限制，加快销售回款、或开拓新的资金渠道显得非常重要。

至 2009 年末，公司已获取的规划项目共 18 个，建筑面积合计约 403.6 万平方米，我们估算的年末未结算资源总建面约为 251 万平米，计入青岛李沧项目和湖州龙溪港项目后，总可结算建面约为 437 万平米。

## 调整盈利预测，维持买入评级

2009 年末，公司预收帐款 34.8 亿元，同比增长 46%，已经锁定我们对 2010 年预测房屋销售收入的 50%，锁定情况良好。2010 年，上述预收帐款具备全部结算的条件，预期主要业绩贡献项目为中凯曼茶园、东方红街、翠海朗园、南京嘉业国际城、上海嘉杰国际广场等项目。根据 2009 年的结算情况，我们相应调整项目结算进度，并下调 2010 年的房价增长假设从 10%至 5%，由此我们下调公司 2010 年的盈利预测 3.4%至 18.8 亿元，合每股收益 1.30 元，同时下调 2011 年盈利预测 7.7%至 23.0 亿元，合每股收益 1.59 元。公司 2009 年和 2010 年末的每股 NAV 分别为 12.99 和 14.02 元。由于公司在长三角布局集中，且多位于中心城市、核心地段，储备质量优质，可以保障公司开发业务在弱市中的消化速度。我们维持公司**买入**评级，目标价下调至 17.50 元，相当于 13.5 倍 2010 年市盈率和 25%的 2010 年末 NAV 溢价。

图表 2.嘉凯城年报业绩摘要

(人民币百万)	2008年	2009年	同比增长%
销售收入	4,518	7,353	63
销售成本	(3,289)	(4,407)	34
销售税金	(223)	(573)	157
毛利	1,006	2,373	136
其他业务收入	(13)	(10)	(25)
销售费用	(131)	(159)	21
管理费用	(218)	(316)	45
经营利润	644	1,888	193
投资收益	280	22	(92)
财务成本	(9)	(5)	(46)
其他	(28)	(23)	(19)
税前利润	888	1,883	112
税金	(238)	(542)	128
少数股东权益	(59)	(143)	142
净利	591	1,198	103
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	22	32	
经营利润率	14	26	
净利率	13	16	

资料来源：公司数据，中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	991	7,353	8,115	10,272	13,851
销售成本	(509)	(4,981)	(4,627)	(5,678)	(7,861)
经营费用	(729)	(421)	(535)	(697)	(758)
息税折旧前利润	(247)	1,952	2,954	3,898	5,233
折旧及摊销	(37)	(54)	(74)	(74)	(74)
息税前利润	(283)	1,897	2,880	3,824	5,160
净利息收入/(费用)	(64)	0	(8)	(9)	(5)
其他收益/(损失)	(36)	(10)	0	0	0
税前利润	(384)	1,887	2,872	3,815	5,155
所得税	(7)	(542)	(718)	(954)	(1,289)
少数股东权益	0	(143)	(273)	(560)	(744)
净利润	(391)	1,201	1,881	2,301	3,123
核心净利润	(409)	1,218	1,881	2,301	3,122
每股收益(人民币)	(0.271)	0.832	1.303	1.594	2.164
核心每股收益(人民币)	(0.283)	0.844	1.303	1.594	2.163
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.026	0.032	0.043
收入增长(%)	n.a.	642	10	27	35
息税前利润增长(%)	n.a.	(770)	52	33	35
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(891)	51	32	34
每股收益增长(%)	n.a.	(407)	57	22	36
核心每股收益增长(%)	n.a.	(398)	54	22	36

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	58	2,514	2,840	3,595	4,848
应收帐款	449	1,958	1,623	2,054	2,770
库存	96	6,785	8,115	11,299	13,851
其他流动资产	37	1,477	1,083	84	122
流动资产总计	639	12,734	13,662	17,033	21,592
固定资产	340	817	817	746	674
无形资产	150	208	162	159	157
其他长期资产	205	988	1,528	1,541	1,569
长期资产总计	688	1,898	2,391	2,331	2,285
总资产	1,327	14,632	16,053	19,364	23,877
应付帐款	660	3,825	4,946	4,185	4,900
短期债务	688	777	1,748	2,200	828
其他流动负债	401	4,022	3,003	3,801	5,125
流动负债总计	1,749	8,625	9,697	10,186	10,853
长期借款	0	2,406	2,406	2,406	2,406
其他长期负债	53	57	131	148	207
股本	272	1,443	1,443	1,443	1,443
储备	(752)	1,526	1,534	3,790	6,850
股东权益	(480)	2,970	2,978	5,233	8,293
少数股东权益	5	577	845	1,394	2,122
总负债及权益	1,326	14,635	16,056	19,367	23,880
每股帐面价值(人民币)	(1.77)	2.06	2.06	3.63	5.75
每股有形资产(人民币)	(2.32)	1.91	1.95	3.52	5.64
每股净负债(现金)	2.32	0.46	0.91	0.70	(1.12)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(384)	1,887	2,872	3,815	5,155
折旧与摊销	37	54	74	74	74
净利息费用	64	0	8	9	5
运营资本变动	340	(122)	283	(2,514)	(1,160)
税金	(7)	(542)	(718)	(954)	(1,289)
其他经营现金流	(20)	148	0	0	0
经营活动产生的现金流	29	1,425	2,519	430	2,784
购买固定资产净值	(21)	(261)	7	9	12
投资减少/增加	0	34	0	0	0
其他投资现金流	0	93	(2,088)	(60)	(73)
投资活动产生的现金流	(21)	(134)	(2,081)	(51)	(60)
净增权益	0	135	2	3	4
净增债务	(55)	74	971	452	(1,372)
支付股息	(27)	(383)	(38)	(46)	(62)
其他融资现金流	68	(20)	(1,044)	(30)	(36)
融资活动产生的现金流	(14)	(195)	(109)	379	(1,467)
现金变动	(6)	1,096	329	758	1,257
期初现金	72	58	2,514	2,840	3,595
公司自由现金流	8	1,291	438	379	2,724
权益自由现金流	(47)	1,365	1,409	831	1,352

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(24.9)	26.5	36.4	37.9	37.8
息税前利润率	(28.6)	25.8	35.5	37.2	37.3
税前利润率	(38.7)	25.7	35.4	37.1	37.2
净利率	(39.5)	16.3	23.2	22.4	22.5
流动性					
流动比率(倍)	0.4	1.5	1.4	1.7	2.0
利息覆盖倍数(倍)	(4.4)	n.a.	189.4	212.9	300.6
净权益负债率(%)	(132.4)	18.9	34.4	15.2	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.7	0.6	0.6	0.7
估值(倍)					
市盈率	N/M	17.8	11.4	9.3	6.8
核心业务市盈率	N/M	17.6	11.4	9.3	6.8
目标价对应核心业务市盈率	N/M	23.5	15.0	12.3	9.0
市净率	(8.4)	7.2	7.2	4.1	2.6
价格/现金流	137.7	8.9	8.5	49.7	7.7
企业价值/息税折旧前利润	(18.2)	11.2	7.5	5.8	3.9
周转率					
存货周转天数	68.6	252.1	587.7	624.1	583.9
应收帐款周转天数	165.2	59.7	80.5	65.3	63.6
应付帐款周转天数	243.2	111.3	197.2	162.2	119.7
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	0.0	2.0	2.0	2.0
净资产收益率	81.5	96.5	63.3	56.1	46.2
资产收益率	(21.3)	16.9	14.1	16.2	17.9
已运用资本收益率	(133.2)	54.7	39.3	39.9	41.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 8 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371