

2011年3月10日

嘉凯城

销售平淡，锁定不足

2010年嘉凯城实现主营业务收入91.78亿元，比上年同期增长24.81%，其中房屋销售67.2亿元，同比增长10.8%，商品销售21.3亿元，同比增长94.8%；实现归属于公司股东的净利润为11.15亿元，合每股收益0.62元，公司业绩低于我们的预期约25%。由于对今年销售的担心和预售锁定不足的现状，我们下调了公司盈利预测，将目标价格下调至8.87元，并将评级从买入下调至持有。

持有 (↓买入)

000918.SZ - 人民币 8.35

目标价格: 人民币 8.87 (↓11.7%)

A

田世欣

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

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(%)	7	5	5	(28)
相对新华富时A50指数(%)	(0)	(3)	(1)	(19)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,804
流通股(%)	29
流通股市值(人民币 百万)	4,368
3个月日均交易额(人民币 百万)	42
2011E净负债比率(%)	84
2011年末每股评估净资产(元)	10.4
主要股东(%)	3
浙商集团	28.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 公司业绩未达预期的原因包括销售不足和结算毛利率偏低; 另外, 公司2010年管理费用率亦较09年明显上升。
- 2010年公司合同销售面积38.76万平方米, 销售金额50.42亿元, 存货中开发产品金额占比达到19%, 在今年不利的行业环境下, 预计销售情况仍难有起色。
- 公司年末预收房款13亿元, 仅锁定了我们预测11年房产销售收入的20%。
- 公司今年开工计划大幅增长70%至148万平方米, 其中苏纶场、青岛和杭州吉如项目有望成为11年末和12年的销售重点。
- 短期偿债压力仍然偏大。

影响评级的主要风险

- 销售情况低于预期; 以及行业政策风险等。

估值

- 我们下调公司2011和12年的盈利预测18.4%和39%至0.77和0.91元。2011年末NAV为10.43元。综合考虑NAV估值和市盈率估值, 我们将公司目标价由11.76元下调至8.87元, 相当于11.5倍2011年市盈率和15%的2011年末NAV折价。我们将公司评级由买入下调至持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
销售收入(人民币 百万)	7,35	9,178	8,75	2	12,482	16,029	
变动(%)	-	25	(5)	43	28		
净利润(人民币 百万)	1,19	7	1,115	1,39	3,164	6	1,873
全面摊薄每股收益(人民币)	0.663	0.618	0.77	2.091	3	1.038	
变动(%)	-	(6.8)	24.9	18.2	13.8		
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.94	6	1.497	-	
调整幅度(%)	-	-	(18.4)	(39.0)	N/A		
市盈率(倍)	12.6	13.5	10.8	9.2	8.0		
每股现金流量(人民币)	0.99	(1.68)	(0.33)	0.54	0.30		
价格/每股现金流量(倍)	8.5	(5.0)	(25.5)	15.6	28.0		
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	10.4	10.4	8.3	6.7		
每股股息(人民币)	0.00	0	0.055	0.01	5.01	8	0.021
股息率(%)	0.0	0.0	0.7	0.2	0.2	0.2	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩低于预期

2010年嘉凯城实现主营业务收入91.78亿元，比上年同期增长24.81%，其中房屋销售67.2亿元，同比增长10.8%，商品销售21.3亿元，同比增长94.8%；实现归属于公司股东的净利润为11.15亿元，合每股收益0.62元，公司业绩低于我们的预期。

公司业绩未达到我们预期的原因包括销售不足和结算毛利率偏低：2010年，公司竣工交付面积56万平方米，但结算面积不到40万平方米，已竣工项目中，未销售的部分（存货-开发产品）金额达到24.6亿元；毛利率部分，公司年报显示房地产销售毛利率仅为46%，其中东方红街、名城燕园、曼茶园三大主要结算项目（合计占结算金额的58%）毛利率均低于我们原先预期，显示公司建设成本偏高。另外，公司2010年管理费用率较09年上升2个百分点至6.3%。

销售不足形成公司软肋

2010年，公司合同销售面积38.76万平方米，销售金额50.42亿元，2010年，公司实际建设工程项目18个，全年施工面积154.21万平方米，其中当年新开工项目11个，开工面积86.87万平方米；完成交付项目13个，交付面积55.98万平方米。在130.8亿元存货中，已竣工开发产品金额占比达到19%，其中占比较大的是上海曼茶园和南京嘉业国际城，分别占开发产品的45%和24%。

2010年末公司预收帐款为14.3亿元，比09年末减少了59%，其中，预收房款13亿元，占比较大的包括名城湖左岸、登封中凯龙城、杭州东方红街、南昌中凯蓝域、湖州嘉业太湖阳光假日等，总体预收项目较为分散，每个项目贡献都不大。预收房款对我们2011年预测收入的锁定率为20%，锁定情况不佳。

2011年，公司计划新开工面积148万平方米，较10年增长70%，其中苏纶场、青岛李沧项目、湖州项目、杭州名城吉如项目是重点的新开工项目，从苏纶场、青岛、吉如这几个项目的区位来看，有望成为11年底和12年的销售重头戏。

但2011年计划竣工面积仅为49.6万平方米,较10年下降了11%,导致结算不足。虽然公司现有完工库存量较大,但主力产品曼茶园作为高档别墅今年销售可能遇阻,南京嘉业国际城销售去化速度偏慢,这些对于公司实现销售额的增长仍然是不利的。

土地储备获得进展

2010年,公司通过收购、兼并、重组,旧城改造等方式进行土地扩张。新增了青岛李沧区域中村改造项目,规划面积182万平方米;收购了武汉巴登城项目51%的股权,建筑面积130万平方米;收购了海南华航项目80万平方米70%股权以及上海汇贤雅居11万平方米100%股权。全年新增土地储备面积超过400万平方米,归属公司的权益面积超过260万平方米。

目前公司控制土地储备总建筑面积约为660万平方米,权益建筑面积约455万平方米。

商业地产初见成效

公司在重组完成后,明确了企业愿景为“城市区域价值创造者”,定位于大型区域综合功能项目,其中商业地产亦是重要内容。2010年,公司已投入运行的商业地产面积超过20万平方米,包括酒店、零售以及写字楼。

2010年,苏州苏纶场一期正式开业;南京嘉业国际城进入开业筹备阶段;上海嘉杰国际广场运行效率正逐步提高;上海中凯豪生酒店营业总收入达到7,500万元,实现营业利润达到3,000余万元;江西浙大中凯公司以中凯国际大厦为基地,大力发展服务外包产业,累计完成租赁面积2.75万平方米,引进了微软、日立、贝塔斯曼等世界五百强企业。

短期偿债压力仍然偏大

2010年,公司通过银行贷款、委托贷款、信托融资等方式新增融资44.7亿元,资产负债率从三季度末的68.8%上升至70.0%,净负债率和三季度末基本持平为63%,每股经营活动产生的现金净流出为1.51元。如我们中报分析的,期末25.9亿元货币资金和银行短期借款27.7亿元显示公司短期偿债压力仍然偏大。

下调盈利预测和评级

由于公司销售情况未有明显改善，预售锁定，而 2011 年在不利的宏观调控环境下，我们对公司的合同销售额仍然不抱太大希望，因此大幅调低了对公司的盈利预测。

我们预计公司 2011-13 年结算面积为 50.7、72.7 和 114 万平米，结算金额分别为 65.1、101.2 和 135.6 亿元。我们下调公司 2011 和 12 年的盈利预测 18.4% 和 39% 至 0.77 和 0.91 元。2011 年末 NAV 为 10.43 元。

综合考虑 NAV 估值和市盈率估值，我们将公司目标价下调至 8.87 元，相当于 11.5 倍 2011 年市盈率和 15% 的 2011 年末 NAV 折价。我们将公司评级由买入下调至**持有**。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动 (%)
销售收入	7,353	9,178	25
销售成本	(4,407)	(5,849)	33
销售税金	(574)	(653)	14
毛利	2,373	2,676	13
其他业务收入	(23)	(20)	(14)
销售费用	(159)	(193)	22
管理费用	(316)	(582)	84
经营利润	1,874	1,880	0
投资收益	30	(19)	(165)
财务成本	(5)	(104)	215
其他	(10)	(15)	52
税前利润	1,882	1,742	(7)
税金	(542)	(556)	3
少数股东权益	(143)	(71)	(51)
净利	1,197	1,115	(7)
盈利能力 (%)			
毛利率	32	29	
经营利润率	25	20	
净利率	16	12	

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	7,353	9,178	8,752	12,482	16,029
销售成本	(4,981)	(6,502)	(5,900)	(8,898)	(11,761)
经营费用	(421)	(694)	(668)	(988)	(1,129)
息税折旧前利润	1,952	1,981	2,184	2,596	3,138
折旧及摊销	(54)	(81)	(76)	(73)	(73)
息税前利润	1,897	1,900	2,108	2,523	3,065
净利息收入/(费用)	(5)	(104)	(38)	(40)	(37)
其他收益/(损失)	(10)	(54)	0	0	0
税前利润	1,882	1,742	2,070	2,483	3,028
所得税	(542)	(556)	(517)	(621)	(757)
少数股东权益	(143)	(71)	(160)	(216)	(398)
净利润	1,197	1,115	1,393	1,646	1,873
核心净利润	1,213	1,128	1,393	1,646	1,873
每股收益(人民币) 0.66	3	0.618	0.77	2	0.913
核心每股收益(人民币) 0.67	2	0.625	0.77	2	0.913
每股股息(人民币) 0.00	0	0.055	0.01	5	0.018
收入增长(%) n.a.		25	(5)	43	28
息税前利润增长(%) n.a.		0	11	20	21
息税折旧前利润增长(%) n.a.		2	10	19	21
每股收益增长(%) n.a.		(7)	25	18	14
核心每股收益增长(%) n.a.		(7)	23	18	14

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 2,51	4	2,593	2,626	3,745	4,809
应收帐款 1,95	8	1,589	1,488	2,122	2,725
库存 6,78	5	13,069	14,878	17,475	20,837
其他流动资产 1,47	7	1,749	1,500	2,268	3,002
流动资产总计	12,734	19,000	20,491	25,610	31,372
固定资产 817		852	852	781	710
无形资产 208		205	159	156	154
其他长期资产 876		752	482	495	506
长期资产总计	1,901	1,809	1,492	1,432	1,370
总资产	14,635	20,809	21,984	27,042	32,742
应付帐款 3,82	5	5,258	4,749	7,182	9,505
短期债务 777		2,769	4,460	4,237	4,415
其他流动负债 4,02	2	2,322	2,100	2,996	3,847
流动负债总计	8,625	10,348	11,310	14,415	17,767
长期借款 2,40	6	3,759	3,759	3,759	3,759
其他长期负债 57		466	250	378	500
股本 1,44	3	1,804	1,804	1,804	1,804
储备 1,52	6	2,208	2,481	4,094	5,930
股东权益	2,970	4,012	4,285	5,899	7,734
少数股东权益 578		2,221	2,378	2,590	2,980
总负债及权益	14,636	20,807	21,982	27,040	32,740
每股帐面价值(人民币) 2.06		2.22	2.38	3.27	4.29
每股有形资产(人民币) 1.91		2.11	2.29	3.18	4.20
每股净负债(现金) 0.46		2.18	3.10	2.36	1.87

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 1,88	2	1,742	2,070	2,483	3,028
折旧与摊销 54		81	76	73	73
净利息费用	5	104	38	40	37
运营资本变动	(122)	(4,090)	(2,258)	(1,007)	(1,843)
税金	(542)	(556)	(517)	(621)	(757)
其他经营现金流	148	(6)	0	0	0
经营活动产生的现金流	1,425	(2,725)	(592)	968	538
购买固定资产净值	(261)	(437)	7	9	12
投资减少/增加 34		4	0	0	0
其他投资现金流	93	(557)	(697)	265	249
投资活动产生的现金流	(134)	(989)	(691)	274	261
净增权益 134		1,027	0	0	0
净增债务 74		3,250	1,691	(223)	178
支付股息	(383)	(446)	(28)	(33)	(37)
其他融资现金流	(20)	(30)	(349)	132	124
融资活动产生的现金流	(196)	3,801	1,315	(123)	265
现金变动 1,09	5	87	33	1,119	1,064
期初现金 1,41	1	2,514	2,593	2,626	3,745
公司自由现金流 1,29	1	(3,714)	(1,282)	1,243	799
权益自由现金流 1,36	5	(465)	409	1,020	977

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 26.5		21.6	25.0	20.8	19.6
息税前利润率 25.8		20.7	24.1	20.2	19.1
税前利润率 25.6		19.0	23.7	19.9	18.9
净利率 16.3		12.1	15.9	13.2	11.7
流动性					
流动比率(倍) 1.5		1.8	1.8	1.8	1.8
利息覆盖倍数(倍) 11.0		13.7	46.9	51.5	62.3
净权益负债率(%)	18.9	63.1	83.9	50.1	31.4
速动比率(倍) 0.7		0.6	0.5	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率 12.6		13.5	10.8	9.2	8.0
核心业务市盈率 12.4		13.3	10.8	9.2	8.0
目标价对应核心业务市盈率	12.4	13.3	10.8	9.1	8.0
市净率 4.1		3.8	3.5	2.6	1.9
价格/现金流	8.5	(5.0)	(25.5)	15.6	28.0
企业价值/息税折旧前利润 6.4		10.4	10.4	8.3	6.7
周转率					
存货周转天数 497.	2	557.2	864.5	663.5	594.5
应收帐款周转天数 97.2		70.5	64.2	52.8	55.2
应付帐款周转天数 189.	9	180.6	208.7	174.4	190.0
回报率(%)					
股息支付率 0.0		8.9	2.0	2.0	2.0
净资产收益率 40.3		31.9	33.6	32.3	27.5
资产收益率 9.2		7.3	7.4	7.7	7.7
已运用资本收益率 30.7		19.9	15.3	16.1	17.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与欧菲光存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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