



## 战略调整已见雏形

——嘉凯城（000918）年报点评

2014年04月17日

推荐/维持

嘉凯城

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn	010-66554029

### 事件:

公司发布 2013 年年报。报告期内，公司实现营业收入 112.48 亿元，同比增长 45.05%，实现利润总额 4.46 亿元，同比增长 56.42%；实现归属于上市公司股东的净利润 5715.83 万元，同比下降 48.76%。基本每股收益 0.03 元，同比下降 50%。期末总资产 321.93 亿元，同比增长 13.68%。归属于上市公司股东净资产 42.90 亿元，同比增长 1.4%。

### 公司分季度财务指标

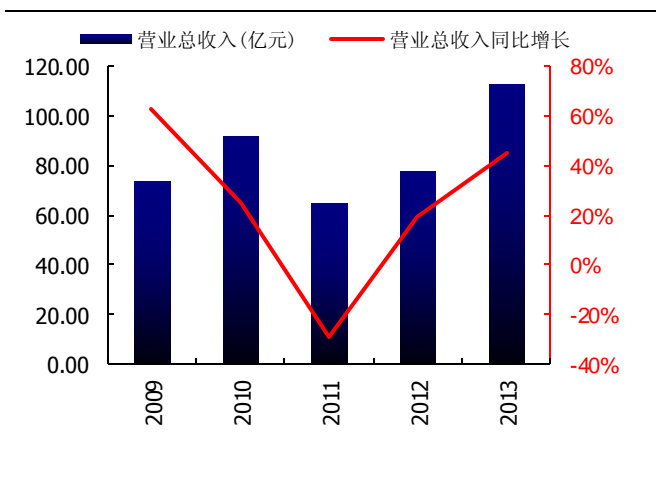
指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	883.32	2038.24	4197.47	944.25	1506.56	3418.5	5378.48
增长率（%）	-52.95%	46.60%	80.38%	48.59%	70.56%	67.72%	28.14%
毛利率（%）	10.41%	25.79%	33.67%	9.77%	24.01%	14.76%	23.67%
期间费用率（%）	25.17%	8.59%	12.16%	17.45%	11.51%	5.63%	8.25%
营业利润率（%）	-17.92%	10.11%	9.45%	-6.63%	4.88%	2.01%	6.63%
净利润（百万元）	-157.63	145.33	255.54	-62.13	50.42	23.01	14.79
增长率（%）	-217.85%	26.52%	326.18%	-70.85%	-131.99%	-84.17%	-94.21%
每股盈利（季度，元）	-0.08	0.10	0.15	-0.03	0.04	0.02	0.00
资产负债率（%）	79.18%	79.05%	79.35%	78.88%	80.11%	80.27%	81.49%
净资产收益率（%）	-2.89%	2.60%	4.37%	-1.06%	0.84%	0.38%	0.25%
总资产收益率（%）	-0.60%	0.54%	0.90%	-0.22%	0.17%	0.08%	0.05%

### 观点:

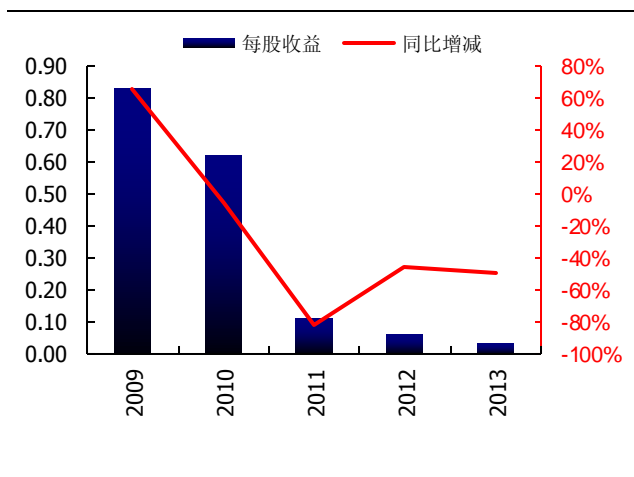
- **公司产品销售加大力度，开发加快周转。**2013年，公司房屋销售面积实现签约销售面积35.74万平方米，同比下降19.87%；签约销售金额79.8亿元，同比增长2.05%；签约销售均价22328元/平方米，同比提高27.34%。其中上海徐汇城市之光项目完成签约面积6.26万平方米，签约销售金额35.59亿元，折合均价56853元/平方米，是公司销售的重点项目之一。2014年，公司计划完成签约销售额95亿元，即将进入百亿规模，公司步入快速发展期。
- **公司各项业务快速开展。**2013年，公司房屋销售业务实现结算收入82.73亿元，同比增长47.82%；商品销售业务实现营业收入25.65亿元，同比增长38.33%，期内公司调整贸易结构，外贸业务实现突破，当

期实现营业收入9.3亿元; 2013年, 公司对下属的物业公司进行了全面整合, 进一步理顺了组织架构和股权关系, 期内实现物业管理收入1.03亿元, 同比增长4.16%。

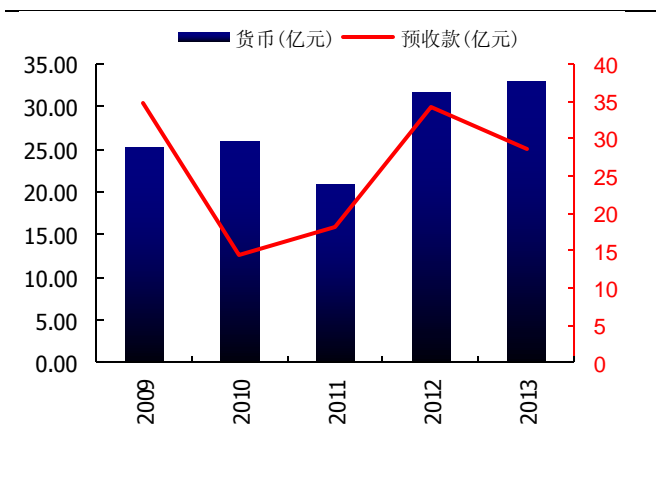
- **加速战略转型, 保持公司在城镇商业领域的先发优势。**报告期内, 公司设立嘉凯城集团资产管理有限公司、无锡嘉盈投资管理有限公司、上海嘉琨投资管理有限公司和嘉凯城集团城镇化建设发展有限公司, 公司战略转型平台已初步架设完成, 未来将通过协同效应, 实现了城镇商业投资、资产运营、房地产金融“三位一体”的可复制的城镇商业资产运营模式。
- **经营持续加速。**2014年, 计划新增土地储备130万平方米; 计划新开工面积148万平方米, 竣工面积30万平方米; 计划实现合同销售面积58万平方米, 合同销售金额95亿元。

**图 1: 营业收入情况**


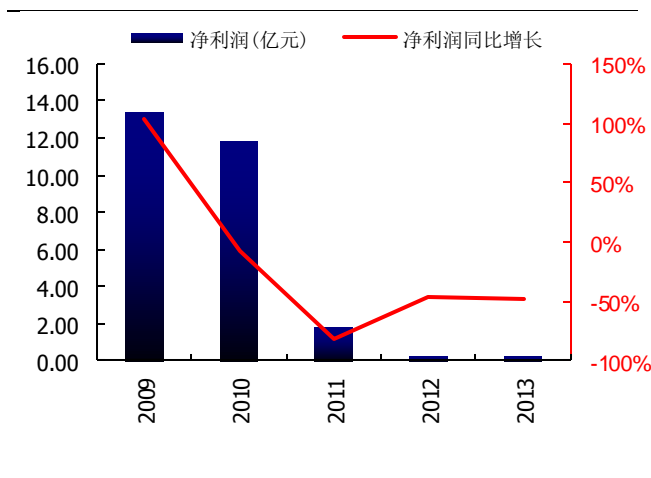
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 2: 每股收益情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

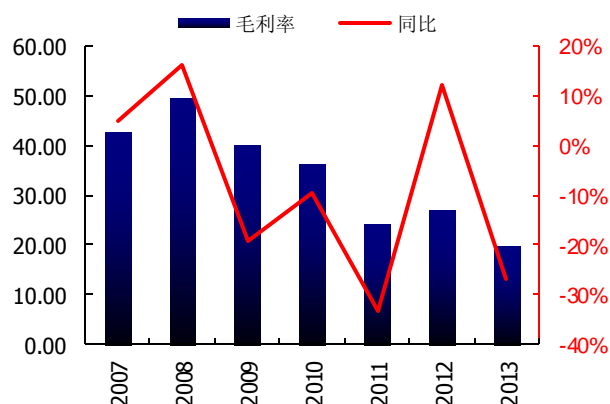
**图 3: 货币和预收款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 4: 净利润情况**


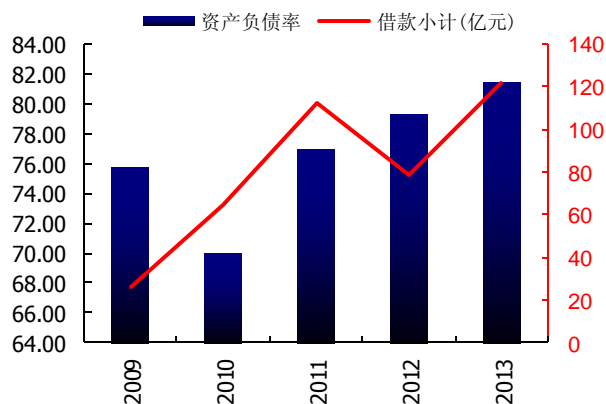
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 销售毛利率情况



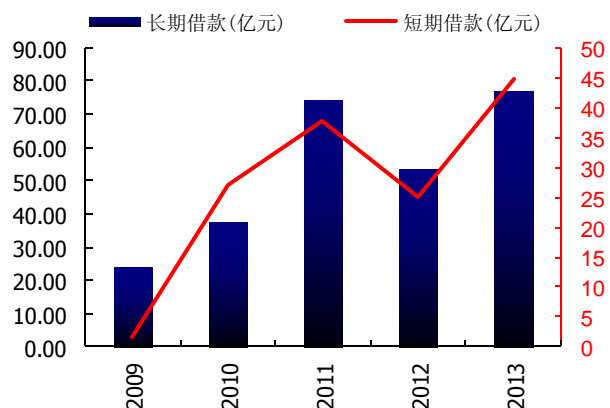
资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况



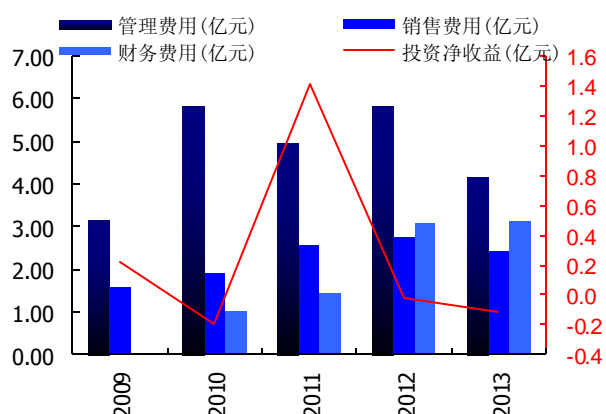
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 结论:

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,着力推动公司战略转型。在加强成本控制和完善工程质量的基础上,加速推动房地产业务发展,同时积极推进城镇商业和拓展基金业务。我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别是 124.49 亿元、139.96 亿元和 157.6 亿元,归属于母公司净利润分别为 4.79 亿元、5.2 亿元和 6.37 亿元,基本每股收益分别为 0.27 元、0.29 元和 0.35 元,对应 PE 分别为 9.3X、8.57X 和 7X,维持公司“推荐”评级。

**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
<b>流动资产合计</b>	26819	30704	40716	45843	51682	<b>营业收入</b>	7754	11248	12449	13996	15760
货币资金	3165	3292	3735	4199	4728	<b>营业成本</b>	5656	9016	9959	11197	12608
应收账款	1008	2114	1262	1419	1598	营业税金及附加	636	797	871	980	1103
其他应收款	1035	1542	1707	1919	2161	营业费用	276	245	249	280	315
预付款项	1051	1070	1270	1494	1746	管理费用	584	418	473	490	473
存货	20537	22650	32743	36813	41450	财务费用	309	312	282	381	436
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	58.46	12.15	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1499	1488	990	946	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	20.00	20.00	20.00
固定资产	598.70	360.52	317.84	275.01	232.18	<b>营业利润</b>	233	436	629	684	839
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
<b>资产总计</b>	28318	32191	41706	46789	52583	<b>利润总额</b>	285	446	639	694	849
<b>流动负债合计</b>	16642	17936	26309	31088	36514	所得税	255	420	160	173	212
短期借款	2518	4482	12785	15926	19506	<b>净利润</b>	30	26	479	520	637
应付账款	1911	2121	1910	2147	2418	少数股东损益	-81	-31	0	0	0
预收款项	3428	2860	4105	5504	7080	归属母公司净利润	112	57	479	520	637
一年内到期的非流	4370	3087	3087	3087	3087	EBITDA	637	814	956	1109	1320
<b>非流动负债合计</b>	5828	8297	8321	8365	8414	<b>BPS (元)</b>	0.06	0.03	0.27	0.29	0.35
长期借款	5346	7716	7716	7716	7716	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	22470	26233	34630	39452	44929	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1618	1669	1669	1669	1669	营业收入增长	19.58%	45.05%	10.68%	12.43%	12.60%
实收资本(或股本)	1804	1804	1804	1804	1804	营业利润增长	-28.56	87.38%	44.25%	8.73%	22.74%
资本公积	-920	-873	5	5	5	归属于母公司净利润	738.05	8.60%	738.05	8.60%	22.42%
未分配利润	3160	3172	3364	3572	3827	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4231	4290	5407	5667	5986	毛利率(%)	27.06%	19.84%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>负债和所有者权</b>	28318	32191	41706	46789	52583	净利率(%)	0.39%	0.23%	3.85%	3.72%	4.04%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2.64%	1.33%	8.86%	9.18%	10.64%
<b>经营活动现金流</b>	1634	-696	-8680	-2095	-2361	<b>偿债能力</b>					
净利润	30	26	479	520	637	资产负债率(%)	79%	81%	83%	84%	
折旧摊销	94.73	66.50	0.00	44.60	44.60	流动比率	1.61	1.71	1.55	1.47	1.42
财务费用	309	312	282	381	436	速动比率	0.38	0.45	0.30	0.29	0.28
应收账款减少	0	0	852	-157	-179	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1245	1400	1576	总资产周转率	0.29	0.37	0.34	0.32	0.32
<b>投资活动现金流</b>	-4	-1103	468	15	15	应收账款周转率	9	7	7	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.70	5.58	6.18	6.90	6.90
长期股权投资减少	0	0	190	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-2	-12	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.03	0.27	0.29	0.35
<b>筹资活动现金流</b>	-638	1555	8655	2544	2875	每股净现金流(最新)	0.55	-0.14	0.25	0.26	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.34	2.38	3.00	3.14	3.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	41.17	82.33	9.30	8.57	7.00
资本公积增加	0	47	878	0	0	P/B	1.05	1.04	0.82	0.79	0.74
<b>现金净增加额</b>	992	-244	443	464	529	EV/EBITDA	21.24	20.20	25.43	24.33	22.75

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。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第五名。

### 张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得2013年度房地产行业研究金牛奖第五名。

## 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法律责任。

## 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。