东兴证券
DONGXING SECURITIES

亏损额度减少　加速城镇商业转型

——嘉凯城（000918）三季报点评

2014 年 10 月 30 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	
杨骞	分析师	执业证书编号：S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn　010-66554021	

事件：

公司发布 2014 年三季报。2014 年 1-9 月份公司实现营业收入 57.25 亿元，同比减少 2.46%，实现归属于上市公司股东的净利润-0.58 亿元，同比下降 214.85%。基本每股收益-0.03 元，同比下降 200.00%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入（百万元）	944.25	1506.56	3418.5	5378.48	808.18	1882.46	3034.53
增长率（%）	48.59%	70.56%	67.72%	28.14%	-14.41%	24.95%	-11.23%
毛利率（%）	9.77%	24.01%	14.76%	23.67%	10.49%	15.91%	24.39%
期间费用率（%）	17.45%	11.51%	5.63%	8.25%	26.17%	9.98%	9.30%
营业利润率（%）	-6.63%	4.88%	2.01%	6.63%	-19.71%	1.71%	7.40%
净利润（百万元）	-62.13	50.42	23.01	14.79	-177.89	14.54	47.47
增长率（%）	-70.85%	-131.99%	-84.17%	-94.21%	186.30%	-71.16%	106.32%
每股盈利（季度，元）	-0.03	0.04	0.02	0.00	-0.09	0.02	0.04
资产负债率（%）	78.88%	80.11%	80.27%	81.49%	82.39%	82.94%	83.45%
净资产收益率（%）	-1.06%	0.84%	0.38%	0.25%	-3.04%	0.25%	0.80%
总资产收益率（%）	-0.22%	0.17%	0.08%	0.05%	-0.54%	0.04%	0.13%

观点：

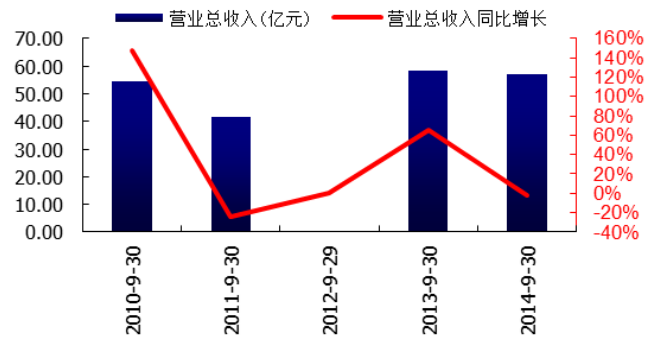
- **业绩亏损大幅减少，符合预期。**2014年1-9月份公司实现营业收入57.25亿元，同比减少2.46%，实现归属于上市公司股东的净利润-0.58亿元，同比下降214.85%。与半年报相比，净利润亏损额度大幅缩小。三季度单季公司实现营业收入30.34亿元，净利润0.68亿元。与公司之前披露的业绩预告三季度预计实现盈利6600万元基本保持一致。

- **加速转型步伐。**公司传统的房地产业务受到市场影响较大，销售情况不佳。公司积极调整了战略，转型做长三角地区经济强镇的城市客厅业务，打造包含传统零售、餐饮、社交娱乐、O2O商业、综合市政服务、公共特色空间在内的消费与生活服务平台。报告期内公司新增浙江海盐县城、杭州市余杭区塘栖镇、桐乡市崇福镇城市客厅项目。抓住城镇化商业发展先机，确立了城镇商业投资、O2O商业运营模式、金

融创新推动的可复制的城镇商业运营模式。

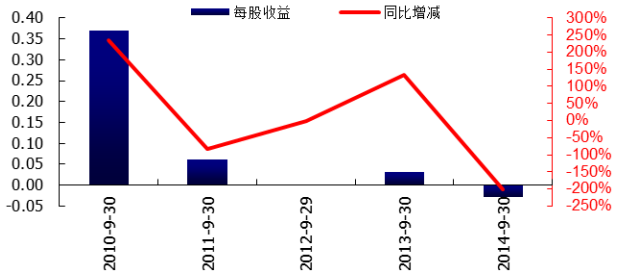
- **积极探索房地产金融业务。**公司全资子公司上海凯思达股权投资有限公司已通过中国证券投资基金业协会审核，正式登记为私募基金管理人。公司积极探索城镇商业、产业园等基金模式，与中国再保险有限公司签署了战略合作协议，计划成立规模为50亿元的城镇化发展基金。

图 1：营业收入情况



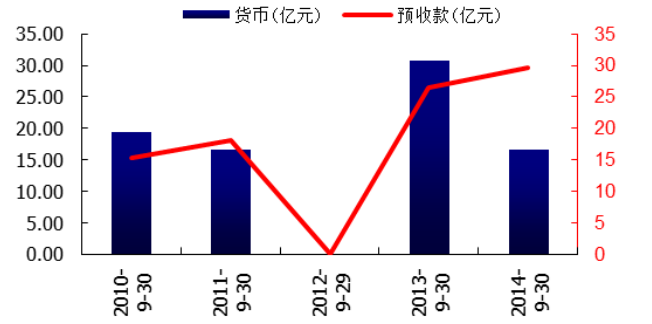
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：每股收益情况



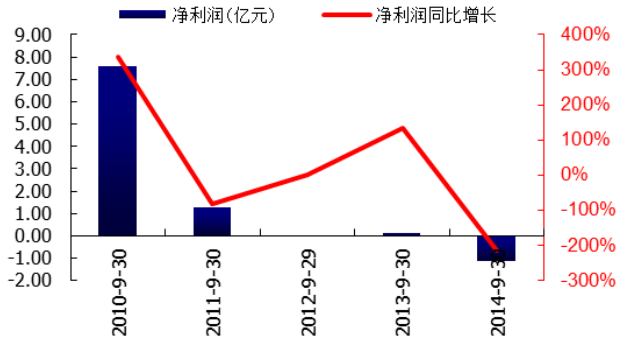
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：货币和预收款情况



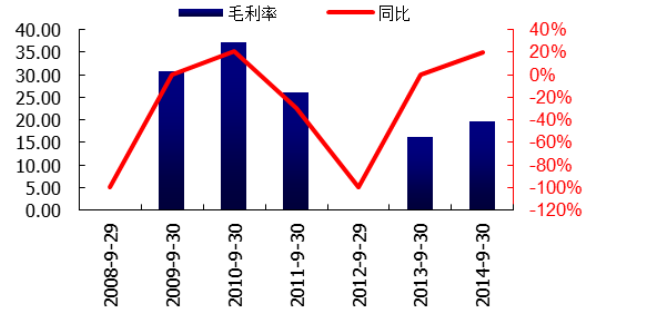
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：净利润情况



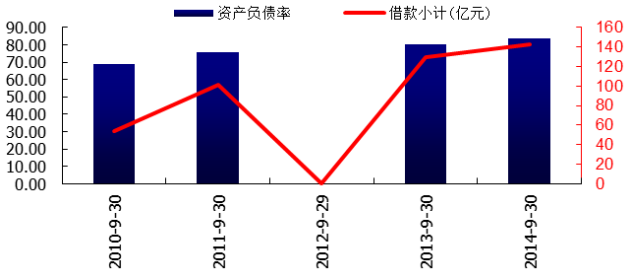
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：销售毛利率情况



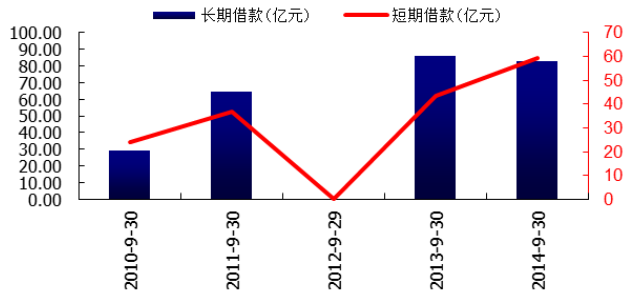
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6：资产负债率情况



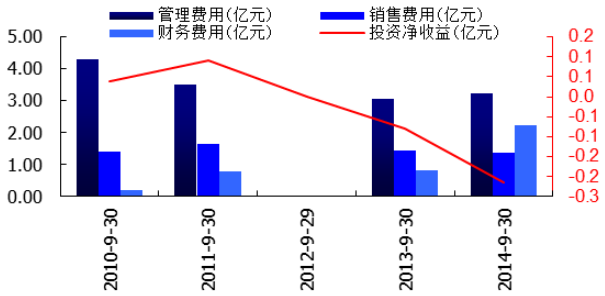
资料来源：公司公告、东兴证券

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 2014-2015 年的营业收入分别是 117.99 亿元、139.94 亿元，归属母公司净利润分别是 0.76 亿元、0.85 亿元，基本每股收益分别为 0.04 元、0.05 元，对应 PE 分别为 59X 和 53X，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
流动资产合计	26819	30704	39748	47132	53137	**营业收入**	7754	11248	11799	13994	15757
货币资金	3165	3292	3540	4198	4727	**营业成本**	5656	9016	9439	11195	12606
应收账款	1008	2114	2263	2684	3022	营业税金及附加	636	797	826	980	1103
其他应收款	1035	1542	1618	1919	2160	营业费用	276	245	236	280	315
预付款项	1051	1070	1259	1483	1735	管理费用	584	418	448	490	473
存货	20537	22650	31032	36805	41444	财务费用	309	312	467	638	767
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	5.00	8.00	20.00
固定资产	598.70	360.52	317.78	274.89	232.00	**营业利润**	233	436	368	415	508
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	40738	48078	54038	**利润总额**	285	446	378	424	517
流动负债合计	16642	17936	25561	32796	38630	所得税	255	420	302	340	362
短期借款	2518	4482	10908	16167	19961	**净利润**	30	26	76	85	155
应付账款	1911	2121	1810	2147	2418	少数股东损益	-81	-31	0	0	0
预收款项	3428	2860	4040	5439	7015	归属母公司净利润	112	57	76	85	155
一年内到期的非流	4370	3087	3087	3087	3087	EBITDA	637	814	879	1097	1320
非流动负债合计	5828	8297	8303	8365	8414	**EPS（元）**	0.06	0.03	0.04	0.05	0.09
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	33864	41161	47044	**成长能力**					
少数股东权益	1618	1669	1669	1669	1669	营业收入增长	19.58%	45.05%	4.90%	18.60%	12.60%
实收资本(或股本)	1804	1804	1804	1804	1804	营业利润增长	-28.56	87.38%	-15.64	12.76%	22.41%
资本公积	-920	-873	5	5	5	归属于母公司净利润	32.10%	12.40%	32.10%	12.44%	82.84%
未分配利润	3160	3172	3203	3237	3299	**获利能力**					
归属母公司股东权	4231	4290	5205	5248	5325	毛利率(%)	27.06%	19.84%	20.00%	20.00%	20.00%
负债和所有者权	28318	32191	40738	48078	54038	净利率(%)	0.39%	0.23%	0.64%	0.61%	0.99%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	0.39%	0.18%	0.19%	0.18%	0.29%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	2.64%	1.33%	1.45%	1.62%	2.91%
经营活动现金流	1634	-696	-6968	-3985	-2484	**偿债能力**					
净利润	30	26	76	85	155	资产负债率(%)	79%	81%	83%	86%	`
折旧摊销	94.73	66.50	0.00	44.66	44.66	流动比率	1.61	1.71	1.56	1.44	1.38
财务费用	309	312	467	638	767	速动比率	0.38	0.45	0.34	0.31	0.30
应收账款减少	0	0	-148	-421	-338	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	1180	1399	1576	总资产周转率	0.29	0.37	0.32	0.32	0.31
投资活动现金流	-4	-1103	438	3	15	应收账款周转率	9	7	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.70	5.58	6.00	7.07	6.90
长期股权投资减少	0	0	190	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-2	-12	5	8	20	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.03	0.04	0.05	0.09
筹资活动现金流	-638	1555	6778	4640	2998	每股净现金流(最新	0.55	-0.14	0.14	0.36	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	2.89	2.91	2.95
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	41.17	82.33	58.81	52.55	28.72
资本公积增加	0	47	878	0	0	P/B	1.05	1.04	0.86	0.85	0.84
现金净增加额	992	-244	248	659	529	EV/EBITDA	21.24	20.20	25.73	24.82	23.10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业资深研究员，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。

联系人简介

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。