

转型城镇商业 盈利能力将改善

——嘉凯城（000918）点评报告

2014年12月16日

推荐/维持

嘉凯城

点评报告

关注 1: 首个城市客厅即将开业, 将成为转型城镇商业成功范例

我们于近期走访了公司位于浙江省诸暨市店口镇的城市客厅项目。该项目建筑面积 4.6 万方, 计划春节前后开业, 是公司转型城镇商业的首个项目。目前招商已基本完成, 商户已陆续装修施工。店口镇是联合国开发计划署试点城镇, 常驻人口 13 万。店口镇 2012 年 GDP106 亿元, 折算人均 GDP12311 美元; 店口镇 2012 年农民人均收入达 33627 元, 即 5468 美元。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。按此标准, 店口镇已进入商业地产的加速发展期。而目前店口镇基本没有成规模商业综合体, 因此, 我们看好店口镇城市客厅, 认为其将成为公司转型城镇商业的首个成功范例。

关注 2: 转型城镇商业符合新型城镇化政策和房地产行业趋势

公司转型发展城镇商业符合国家新型城镇化建设战略, 得到了政府的大力支持, 推进起来将较为迅速。

从房地产行业来看, 适龄购房人口已步入下行趋势, 住宅市场将告别黄金期。未来社会步入老龄化和消费型, 公司由住宅转型城镇商业符合这种发展趋势。

关注 3: 公司盈利能力将得到改善

单个城市客厅体量小, 一般每个 3-5 万方, 3-4 层楼高, 从拿地到招商 10 个月, 最晚不超过一年。资金回流速度快于公司传统的高端住宅项目。单个城市客厅投资在 1 亿元左右, 我们预计净利润在 3-4 千万。虽然目前公司对此项目采取先出租、待价值提升后再出售的方式, 对明年业绩贡献一般, 但我们看好城市客厅项目中长期的盈利能力。

目前公司依靠传统的住宅销售盈利能力较弱, 截止 2014 年三季度, 公司销售毛利率 19%, 销售净利率-2%。转型城镇商业将大大增强公司的盈利能力, 加快现金周转。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

杨骞

010-66554021

yangqian@dxzq.net.cn

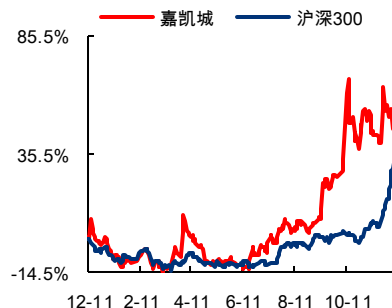
执业证书编号:

S1480514060001

交易数据

| | |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元) | 3.99-2.78 |
| 总市值 (亿元) | 71.99 |
| 流通市值 (亿元) | 71.99 |
| 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 | 0.53 |

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）季报点评：亏损额度减少 加速城镇商业转型》2014-10-30
- 2、《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
- 3、《嘉凯城（000918）：战略调整已见雏形》2014-04-18
- 4、《嘉凯城（000918）：收入实现高增长，净利扭亏为盈》2013-10-30

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。积极推进城镇商业并拓展基金业务。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104X和83X,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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 0 | 0 | 190 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | -2 | -12 | 5 | 8 | 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 | 66.50 | 133.00 | 95.00 | 84.89 | 46.40 |
| 资本公积增加 | 0 | 47 | 878 | 0 | 0 | P/B | 1.70 | 1.68 | 1.38 | 1.37 | 1.35 |
| 现金净增加额 | 992 | -244 | 248 | 659 | 529 | EV/EBITDA | 25.54 | 23.57 | 28.85 | 27.32 | 25.18 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。

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。