



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

田世欣*

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002
(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com

*卢骁峰为本报告重要贡献者

嘉凯城：转让股权，轻装前行

事件

嘉凯城(000918.CH/人民币 8.32, 买入)发布《关于转让子公司股权的公告》，将其全资子公司持有的上海凯祥房地产有限公司（凯祥公司）的 70% 股权以 59,155.19 万元的价格转让给上海宝华企业集团有限公司。

凯祥公司是专为开发上海市普陀区 104 街坊项目而设立的项目公司，项目地块位于上海市中心城区，地上计容建筑面积 16.08 万平米，容积率 2.8，用地性质为住宅，属上海市旧区改造项目。本次股权转让预计可产生税后利润 20,242.93 万元，将对公司 2015 年的经营业绩产生积极的影响。

点评

1、项目资产出表，保留部分收益权。2014 年 5 月，嘉凯城为增加一线城市旧城改造项目储备，以 5.04 亿元收购凯祥公司 100% 的股权。此次嘉凯城以 5.92 亿元的价格转让凯祥公司 70% 的股权，凯祥公司将不再纳入上市公司的合并报表范围，顺利实现项目资产出表，并确认相应的投资收益，预计将增厚本年度业绩 2.02 亿元，合每股 0.11 元（按定增扩股前股本计算）；公司同时保留 30% 的项目权益，享有未来一定比例的开发收益权，预计项目将在 2016 年 1 季度实现销售。

2、加速现金回流，轻资产模式保障“城市客厅”战略实施。公司在传统地产业务方面逐渐实行轻资产的运营模式，未来或继续通过项目股权的部分或整体转让，加速资产周转和现金回流，改善流动性和优化资本结构。同时，公司正积极推行“城市客厅”战略，年内预计签约 60 个项目，开发体量对资金需求较大，而传统地产项目逐渐清理出表后，回笼的现金流将反哺“城市客厅”项目推进，保障城镇生活服务平台战略的实施。

3、传统地产业务聚焦上海，存量项目寻求变现。公司于今年 4 月获取位于闵行区和曹路镇的两个城中村改造项目，未来传统地产业务有望实现战略转型，范围从全国铺开收拢至上海，并依托中凯在上海的旧城改造项目经验争取更多的低成本城市旧改好城中村改造项目获取。同时，公司将致力于清理变现上海以外的存量项目资产，加速回笼现金。截至今年 3 月，公司存货账面价值约 300 亿元，青岛、武汉等项目占压资金较多。

4、线上平台逐步搭建，项目并购积极推进。在快速推进城市客厅业务的基础上，预计公司年内将完成线上平台搭建并开始运营，亦有望进行一些线上业务的并购。基于城市客厅在小城镇范围内的用户粘性，公司未来将依托该业务搭建城镇生活平台，一边增加互联网业务的人才储备，一边选择有清晰盈利模式的互联网项目进行持续并购，有望积极布局垂直类电商 O2O、互联网金融、及教育医疗等领域，争取逐步打通线上闭环。

重申买入评级

我们认为公司以城镇客厅模式聚焦长三角经济强镇消费升级需求，并积极发展互联网 O2O 模式，是新型城镇化的独特标的。随着公司项目清理，流动性和业绩有望获得显著改善，我们重申**买入**评级。

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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