



# 业绩继续下滑 转型城镇商业持续推进

2015年09月01日

强烈推荐/维持

嘉凯城

财报点评

## ——嘉凯城（000918）2015年中报点评

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 021-65465582	
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

### 事件:

公司发布 2015 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 21.1 亿元，同比减少 21.5%；归属于上市公司股东的净利润-2.2 亿元，亏损幅度同比扩大 75.6%；基本每股收益-0.12 元。

### 公司分季度财务指标

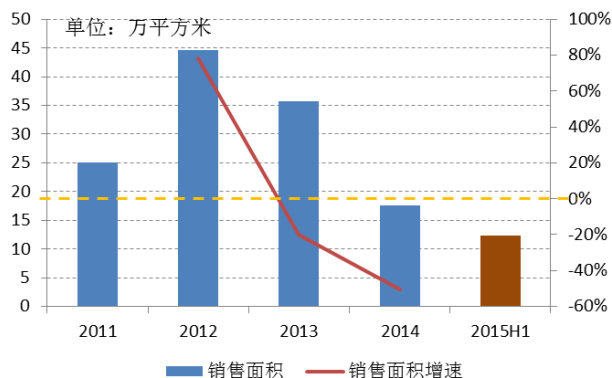
指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	5378.48	808.18	1882.46	3034.53	2723.67	810.11	1301.99
增长率（%）	28.14%	-14.41%	24.95%	-11.23%	-49.36%	0.24%	-30.84%
毛利率（%）	23.67%	10.49%	15.91%	24.39%	27.46%	19.39%	7.92%
期间费用率（%）	8.25%	26.17%	9.98%	9.30%	10.87%	31.31%	26.34%
营业利润率（%）	6.63%	-19.71%	1.71%	7.40%	9.41%	-18.72%	-3.91%
净利润（百万元）	14.79	-177.89	14.54	47.47	41.63	-175.88	-121.62
增长率（%）	-94.21%	186.30%	-71.16%	106.32%	181.48%	-01.13%	-936.29%
每股盈利（季度，元）	0.00	-0.09	0.02	0.04	0.05	-0.08	-0.04
资产负债率（%）	81.49%	82.39%	82.94%	83.45%	83.76%	84.74%	84.65%
净资产收益率（%）	0.25%	-3.04%	0.25%	0.80%	0.70%	-3.04%	-2.15%
总资产收益率（%）	0.05%	-0.54%	0.04%	0.13%	0.11%	-0.46%	-0.33%

### 观点:

- **转型期业绩继续亏损。**公司上半年营业收入21.1亿元，同比减少21.5%，归属于上市公司股东的净利润-2.2亿元，同比亏损幅度扩大75.6%。

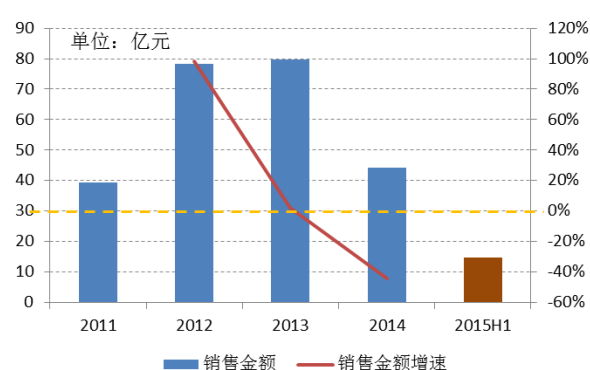
公司处在由单纯的房地产开发商向城镇生活服务平台商转型的过程中。一方面，公司住宅地产业务收缩，开发重点转向一线城市，主要开展以旧城改造、城中村改造、保障房建设为核心的住宅开发业务；另一方面，公司新业务城镇生活服务平台还处在投入期，短期内贡献利润有限。因此，公司业绩进一步下滑，亏损幅度继续扩大。

图 1: 公司上半年销售面积 12.4 万方



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司上半年销售金额 14.8 亿元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

地产业务方面, 公司上半年实现销售面积12.4万方, 销售金额14.8亿元, 同比分别增长73%和下降20%, 销售的项目主要为上海新江湾中凯城市之光、青岛时代城和重庆北麓官邸。公司目前的地产储备业务主要集中在上海旧城改造、城中村改造和棚户区改造、保障房项目等政策性房产项目。上半年重点推进了上海浦东新区曹路老集镇“城中村”改造项目和上海市闵行区莘北村、朱行村城中村改造项目。另一方面, 配合转型战略, 公司也在积极处置存量资产, 上半年, 通过挂牌方式转让了上海凯祥房地产有限公司70%股权。

- **城镇生活服务平台业务顺利推进。**报告期公司首个城市客厅项目“店口城市客厅”成功开业, 开业当天实现营业额近300万元。报告期新增城市客厅项目4个, 并锁定50余个意向项目。在建城市客厅11个, 计划今年下半年竣工交付。

图 3: 首个城市客厅项目开业



资料来源: 东兴证券研究所

图 4: 店口城市客厅布局

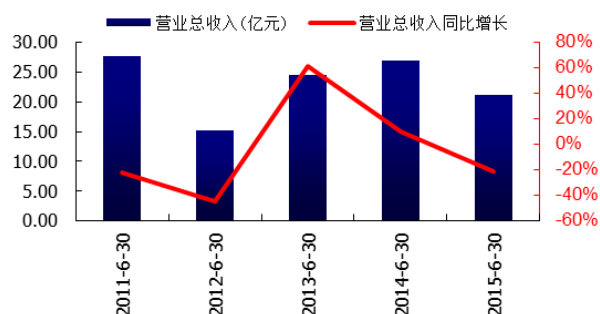


资料来源: 东兴证券研究所

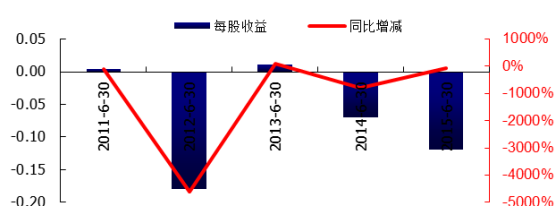
在城市客厅的招商运营方面, 公司依托大股东浙江省商业集团的资源优势, 在报告期内与横店院线、吉易盛超市、中华两岸连锁经营协会等多家企业签订战略联盟协议。加上此前谈下的物美超市、星美影院、麦咭儿童乐园等, 为后续“城市客厅”的陆续开业建立了基础。

此外，城市客厅除了线下实体店之外，线上平台也逐步完善。公司成立互联网公司负责城镇生活服务平台线上平台的搭建，并计划对业务模式清晰、利润来源独立的互联网公司和O2O应用公司进行持续并购，打造互联网产业链闭环。

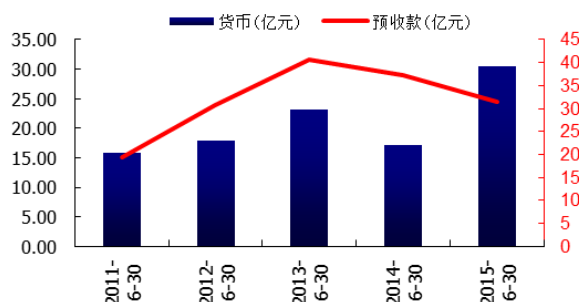
- ▶ 房地产金融业务保障公司转型资金。**报告期内，公司积极推进“城市客厅”资产购买基金的研究，配合公司整体战略，完成“城市客厅”基金标准化产品设计，店口、闲林项目“城市客厅”基金方案已经与投资人达成合作意向。凯思达资本与建信信托合作发起设立了“常德城投基金”和“兴城建投基金”两支政信类投资基金，两支基金已完成全部资金募集及投放，取得了在政府信用类投资基金方面的突破。公司拓展互联网金融业务，携手皮城金融共同发行的嘉凯城商业系列互联网金融产品，完成首期募资3000万元。报告期末，凯思达资本累计管理基金规模达56.86亿元。

**图 5：营业收入情况**


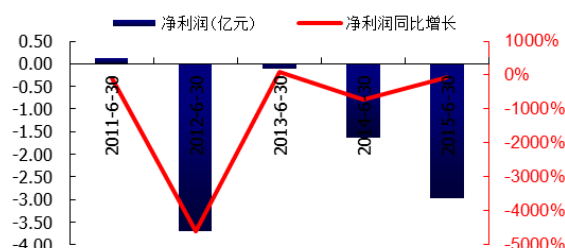
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 6：每股收益情况**


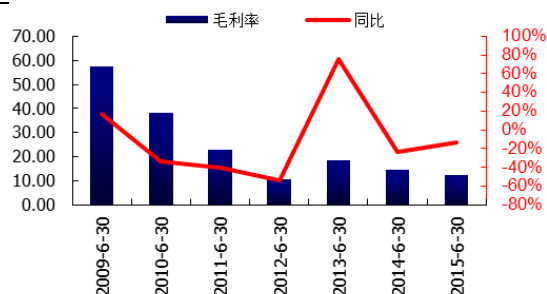
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 7：货币和预收款情况**


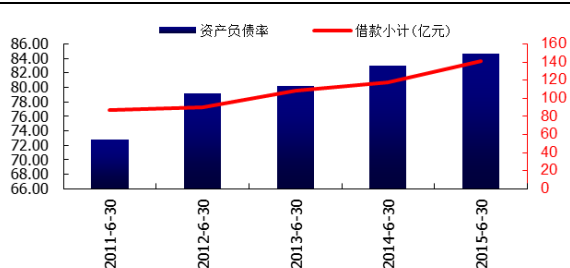
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 8：净利润情况**


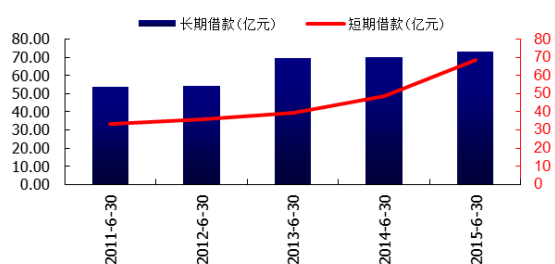
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 9：销售毛利率情况**


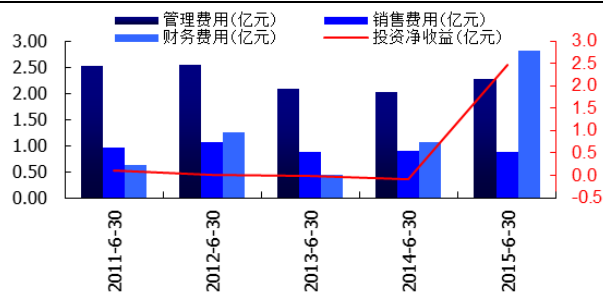
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 10：资产负债率情况**


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 11: 贷款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 12: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 结论:

公司是布局长三角的龙头地产企业, 在严峻的宏观经济形势下, 积极推进业务转型, 发展城镇商业。我们认为目前可能是公司最困难的时期, 公司业绩有望迎来拐点。预计 2015-2016 年公司 EPS 分别为 0.07、0.19 元, 维持公司“强烈推荐”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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	30704	35251	31750	40392	71842	<b>营业收入</b>	11248	8449	9142	12451	22449
货币资金	3292	1593	2743	3735	6735	<b>营业成本</b>	9016	6577	7405	9338	16837
应收账款	2114	1292	1753	2388	4305	营业税金及附加	797	645	640	872	1571
其他应收款	1542	1419	1536	2092	3771	营业费用	245	199	183	249	449
预付款项	1070	1271	1346	1439	1607	管理费用	418	458	457	498	673
存货	22650	29669	24345	30700	55355	财务费用	312	321	370	368	811
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.15	21.38	20.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1488	1472	961	916	872	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	190	33	0	0	0	投资净收益	-11.94	125.65	30.00	8.00	20.00
固定资产	360.52	359.29	316.64	273.99	231.34	<b>营业利润</b>	436	354	97	1129	2123
无形资产	18	17	15	14	12	营业外收入	30.87	11.08	11.08	11.08	11.08
其他非流动资产	263	418	0	0	0	营业外支出	21.21	26.44	26.44	26.44	26.44
<b>资产总计</b>	32191	36723	32711	41308	72714	<b>利润总额</b>	446	338	82	1113	2107
<b>流动负债合计</b>	17936	21507	16634	24617	54072	所得税	420	413	65	891	1475
短期借款	4482	5796	283	6386	31131	<b>净利润</b>	26	-74	16	223	632
应付账款	2121	2163	1420	1791	3229	少数股东损益	-31	-112	-112	-112	-112
预收款项	2860	2545	3460	4705	6950	归属母公司净利润	57	38	129	335	744
一年内到期的非流	3087	4839	4839	4839	4839	EBITDA	814	737	511	1541	2978
<b>非流动负债合计</b>	8297	9253	8805	9364	11054	<b>BPS (元)</b>	0.03	0.02	0.07	0.19	0.41
长期借款	7716	8590	8590	8590	8590	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	26233	30759	25439	33981	65126	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1669	1636	1524	1411	1299	营业收入增长	45.05%	-24.88	8.20%	36.20%	80.30%
实收资本(或股本)	1804	1804	1804	1804	1804	营业利润增长	87.38%	-18.87	-72.61	1064.6	88.06%
资本公积	-873	-920	-42	-42	-42	归属于母公司净利润	237.80	160.40	237.78	160.38	122.23
未分配利润	3172	3210	3262	3396	3694	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4290	4328	5223	5390	5763	毛利率(%)	19.84%	22.16%	19.00%	25.00%	25.00%
<b>负债和所有者权</b>	32191	36723	32185	40783	72188	净利率(%)	0.23%	-0.88%	0.18%	1.79%	2.82%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元						0.18%	0.10%	0.39%	0.81%	1.02%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	1.33%	0.88%	2.46%	6.21%	12.92%
<b>经营活动现金流</b>	-696	-3124	5736	-5136	-22267	<b>偿债能力</b>					
净利润	26	-74	16	223	632	资产负债率(%)	81%	84%	79%	83%	
折旧摊销	66.50	62.23	0.00	44.36	44.36	流动比率	1.71	1.64	1.91	1.64	1.33
财务费用	312	321	370	368	811	速动比率	0.45	0.26	0.45	0.39	0.30
应收账款减少	0	0	-462	-635	-1917	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	914	1245	2245	总资产周转率	0.37	0.25	0.27	0.34	0.40
<b>投资活动现金流</b>	-1103	-447	477	3	15	应收账款周转率	7	5	6	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.58	3.94	5.10	7.76	8.94
长期股权投资减少	0	0	49	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-12	126	30	8	20	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.02	0.07	0.19	0.41
<b>筹资活动现金流</b>	1555	2100	-5063	6126	25252	每股净现金流(最新)	-0.14	-0.82	0.64	0.55	1.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.38	2.40	2.89	2.99	3.19
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	167.67	251.50	70.85	27.04	12.18
资本公积增加	47	-47	878	0	0	P/B	2.12	2.10	1.74	1.68	1.57
<b>现金净增加额</b>	-244	-1471	1150	993	2999	EV/EBITDA	25.87	36.24	39.19	16.32	15.75

资料来源:公司公告,东兴证券研究所



## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 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。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

### 杨骞

理学硕士, 毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 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。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士, 中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年 6 月加入东兴证券, 从事房地产行业研究, 重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

## 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。