嘉宝集团（600622.SH）

新起点、新征程，迈向规模增长之路

公司评级	买入
当前价格	20.85 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-24

相对市场表现

分析师： 乐加栋 S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师： 郭 镇 S0260514080003
010-59136622
guoz@gf.com.cn
分析师： 金 山 S0260515090001
021-60750652
jinshan@gf.com.cn

相关研究：

顺势而生，初露锋芒	2017-04-10
房地产大资管时代的优质稀缺标的	2016-11-08
模式复制，地产基金项目合作投资再落地	2016-07-19

联系人： 李飞
gflifei@gf.com.cn

核心观点：

- **业绩符合预期，地产业务保持稳健**

16 年嘉宝营收 24 亿，同比增 13%，归母净利润 3 亿，同比增 8%，EPS 为 0.44 元，符合预期，利润分配拟 10 派 2.1 转 3。地产结算收入保持增长，毛利率 30%。后续地产可结算资源超 100 亿，分布在浦东、嘉定和花桥，预计 17、18 年结算收入 23、24 亿元，拿地时间较早成本较低，净利率均在 10%以上。现金流和负债率均比较健康，现金余额 42 亿，而短债仅 1 亿。

- **光大与嘉宝深度融合，房地产基金业务空间广阔**

嘉宝现金收购光大安石 51%股权已完成，房地产基金业务将成为公司 17 年及以后收入和利润重要来源。同时，光大系再次增持公司 4.99%股权，持股比例至 24.27%，后续计划再增持 0.5%-5.5%。公司实控人变更为中国光大控股，并拟更名为光大嘉宝，第九届董事会普通董事候选人中有 3 名来自光大方面，双方融合继续深入。我们认为，光大安石作为目前国内规模最大、综合实力最强的房地产基金，依托于股东金融资源和自身专业优势，在国内不动产金融蓬勃发展的大背景下，有能力打造中国版“凯德模式”，规模、收入和利润有望实现跨越式增长。预计光大安石 AUM 在 17、18 年年末将分别达到 600、900 亿，当年净利润将分别达到 4.35、7.26 亿。

- **预计公司 17、18 年 EPS 分别为 0.73、0.96 元，维持“买入”评级**

不动产金融化是行业必经之路，低利率环境+优质资产荒+REITs 推进预期，有利于诞生类似凯德和黑石的房地产基金巨头。综合嘉宝地产资源和光大安石 51%股权并表，预计公司 17、18 年 EPS 为 0.73、0.96 元。

- **风险提示**

房地产市场政策收紧影响公司地产销售。房地产基金业务受资金收紧影响扩张速度放缓。中国 REITs 和类资产证券化推进速度低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2096	2364	2975	3525	4075
增长率(%)	28.0%	12.8%	25.9%	18.5%	15.6%
EBITDA(百万元)	302	366	957	1364	1761
净利润(百万元)	275	296	498	658	818
增长率(%)	-23.4%	7.7%	68.4%	32.1%	24.3%
EPS（元/股）	0.40	0.43	0.73	0.96	1.20
市盈率（P/E）	39.34	47.39	28.57	21.63	17.40
市净率（P/B）	3.40	2.79	2.61	2.33	2.05
EV/EBITDA	31.11	18.55	9.12	4.40	1.70

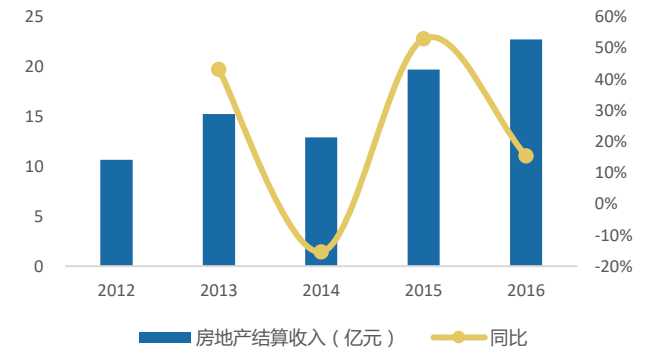
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

业绩符合预期，地产业务保持稳健

2016年，嘉宝集团实现主营业务收入23.64亿元，同比增长13%，营业利润3.66亿元，同比增长29%，归母净利润2.96亿元，同比增长8%，每股收益0.44元，符合预期，利润分配拟10派2.1转3。

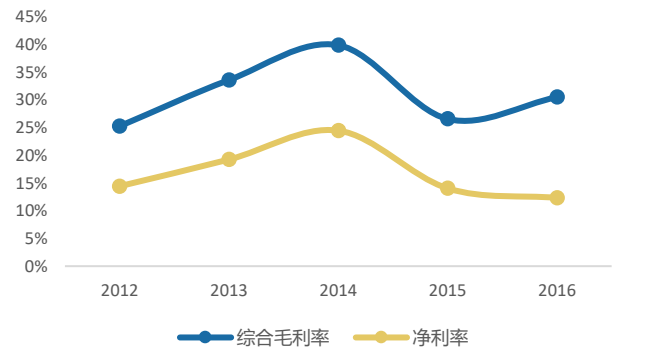
2016年，公司收入的主要来源仍是房地产业务，不过公司已经完成对光大安石51%股权和安石资管51%股权的现金收购，预计从2017年开始，房地产基金业务将成为公司并表收入以及利润的重要来源。报告期内，公司地产结算收入23.21亿元，同比增长15%，主要贡献来自上海嘉定梦之缘和昆山花桥梦之晨，地产结算毛利率30%，同比持平，公司储备资源分布在上海浦东、上海嘉定和昆山花桥，并且拿地时间早，成本较低，受益于区域房价上涨，预计结算毛利率未来将保持稳定。

图1：嘉宝集团地产结算收入及其同比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：嘉宝集团地产结算毛利率和净利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表1：嘉宝集团地产可售资源情况（2016年年报）

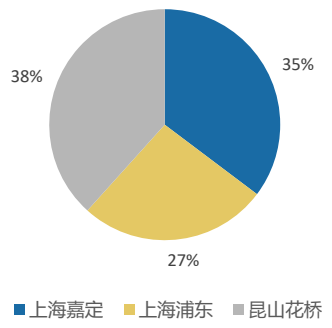
项目	区域	产品类型	权益	最新售价（元/平米）	剩余可售面积（万平米）	剩余货值（亿元）
宝菊清水园	上海嘉定	动迁配套	100%	7200	0.9	0.6
嘉宝紫提湾	上海嘉定	住宅	100%	25000	1.0	2.5
嘉宝梦之缘	上海嘉定	商办住	65%	38000	6.8	25.8
前滩后院（浦东杨思）	上海浦东	高端住宅	60%	70000	3.1	21.7
嘉宝梦之悦	昆山花桥	住宅	100%	18000	17.5	31.5
合计					**29.3**	**82.2**

数据来源：公司公告，搜房网，广发证券发展研究中心

根据我们的测算，截至报告期末，公司已竣工待销售结算项目资源约16亿元、预收账款余额约38亿元（创历史新高），两者合计约54亿元，基本可以保障公司

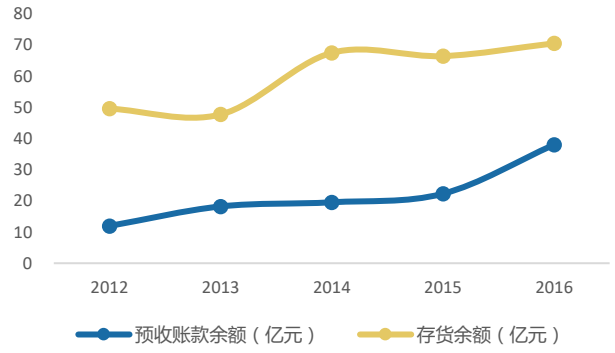
2017、2018年的结算收入。此外，上海浦东前滩后院别墅项目（2014年1月获得）预计总货值近22亿元，昆山花桥梦之悦项目（2013年12月获得）总货值超30亿元，这两个在建项目预计将成为公司在2018年及以后年份结算收入的重要来源。据此，我们测算，公司17、18年的地产结算收入分别为23、24亿元。

图3：嘉宝集团可结算资源区域分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：嘉宝集团预收账款和存货规模

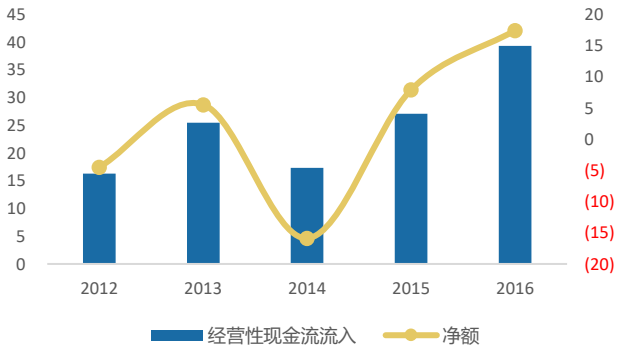


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

报告期内，归母净利润的增速低于营业利润的增速，主要是因为2015年营业外收入中有近5000万元的地方奖励、以及近6200万元的固定资产处置利得，这两项在2016年分别降至670万元、1300万元。由于这些都是非经常性损益，因此对于公司未来持续经营业绩的影响相对较小。

从财务的角度来看，公司的现金流和负债率情况都比较健康。报告期内，公司经营性现金流流入39亿元，创历史新高，同时，公司基本不再有拿地支出，经营性现金流净流入17亿元，同样创历史新高。截至报告期末，公司在手货币资金42亿元（其中因用于支付股权收购对价款而受限制的部分约8亿元），而短期有息负债仅1亿元、长期借款4000万元、应付债券10亿元，财务比较稳健。

图5：嘉宝集团经营性现金流情况（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：嘉宝集团资产负债表简化版（亿元）

货币资金	41.53	预收账款	37.98
存货	70.44	短期借款以及一年内到期的长期借款	0.99
其他流动资产	4.06	其他流动负债	35.05
非流动资产	24.76	长期借款	0.40
		应付债券	9.70
资产合计	**143.58**	**负债合计**	**84.69**
		所有者权益合计	**58.88**

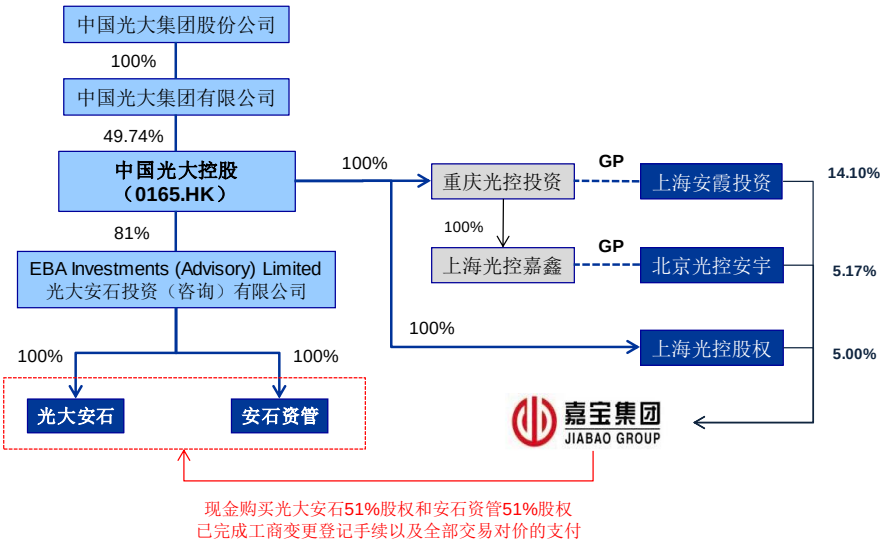
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

光大与嘉宝深度融合，房地产基金业务空间广阔

报告期内，公司计划现金收购光大安石51%股权以及安石资管51%股权，收购对价款15.44亿元，在2017年4月完成了全部收购价款的支付，房地产基金业务将从2017年开始正式进入公司利润表，体现该部分业务对应股权比例的收入和利润。

与此同时，中国光大控股目前是公司第一大股东。2016年2月，公司完成2015年度非公开股票发行，光大系旗下两支基金共获得了公司股份9749万股，占发行后总股本的14.28%，发行价格10.81元/股。2016年7月，光大系增持3406万股，增持成本14.56元/股。2017年3月，光大系再次增持3413万股，增持成本18.32元/股。在此次增持完成后，光大系持有嘉宝集团1.66亿股，持股比例24.27%，同时，光大系计划在未来12个月继续增持0.5%-5.5%股份。

图7：嘉宝集团现金收购光大安石51%股权（和安石资管51%股权）情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：嘉宝集团前十大股东情况（年报及后续公告）

股东名称	持股数量（万股）	持股比例	股份来源	股本性质
北京光控安宇投资中心(有限合伙)	9625	14.10%	增发、增持	全部限售
嘉定建业投资开发公司	7359	10.78%	原始持有，增发	增发部分限售
上海嘉定伟业投资开发有限公司	4303	6.30%	原始持有	流通
上海安霞投资中心(有限合伙)	3530	5.17%	增发	全部限售
上海光控股权投资管理有限公司	3413	5.00%	增持	流通
上海嘉加(集团)有限公司	1824	2.67%	原始持有	流通
中邮核心优选	1822	2.67%	增发	全部限售
上海南翔资产经营有限公司	1532	2.24%	原始持有，增发	增发部分限售
中邮核心成长	1491	2.18%	增发，二级市场购入	增发部分限售
上海嘉定缘和贸易有限公司	1250	1.83%	原始持有	流通

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：嘉宝集团第九届董事会部分董事候选人情况

陈爽
中国光大控股首席执行官
- 拥有超过24年商业银行及投资银行丰富经验，现任香港金融发展局非官方委员、香港中国金融协会名誉主席及香港中资证券业协会副会长等

潘颖
中国光大控股首席投资官
- 逾18年私募投资和其他投资经验，曾任职于洛杉矶Seagate资产管理公司，国家外汇管理总局外汇储备交易处，并设立中国人民银行全资子公司华安投资（香港）

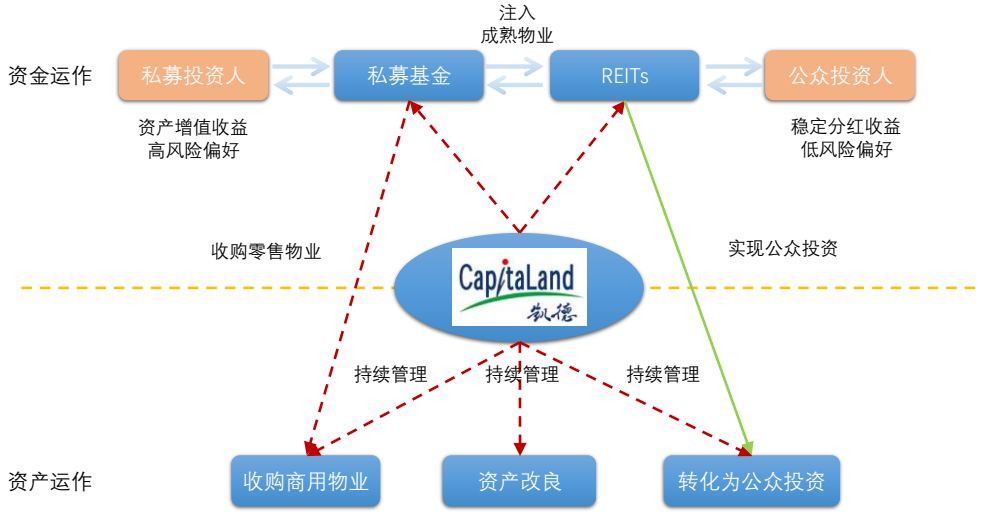
陈宏飞
光大安石董事长兼总经理
- 5年建筑设计、审批及施工经验；10年中国房地产市场的直接投资经验，曾任职单位包括铁狮门中国基金；雷曼商业地产组下属公司 Capital服务控股

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

在此基础上，公司的实际控制人由“上海市嘉定区国有资产监督管理委员会”变更为“中国光大集团股份公司”，并拟变更公司中文名称为“中国光大嘉宝股份有限公司”（股票简称拟变更为“光大嘉宝”）。同时，公司第八届董事会任期即将届满，拟进行换届选举，根据提名情况，第九届董事会（6名普通董事+3名独立董事）普通董事候选人为：陈爽、PAN YING（潘颖）、钱明、陈宏飞、王玉华、龚侃侃，其中，陈爽先生为中国光大控股（0165.HK）的首席执行官、PAN YING（潘颖）先生为中国光大控股（0165.HK）的首席投资官、陈宏飞先生为光大安石的董事长兼总经理。光大与嘉宝的融合进一步深入。

在我们第二篇公司深度报告《顺势而生，初露锋芒》中，我们详细分析了房地产基金业务的业务模式和利润特征，并通过研究新加坡凯德和美国黑石，阐述中国房地产基金行业的发展空间和前景。光大安石是目前国内规模最大、综合能力最强的主动管理型的房地产基金，依托于股东光大集团的金融优势和自身专业能力较强的管理团队，打通房地产基金募投管退的业务链条，打造中国版“凯德模式”（即“PE+不动产运营+类资产证券化”），在国内不动产金融蓬勃发展的背景下，未来规模的快速发展值得期待。我们预计，光大安石AUM在17、18年年末将分别达到600、900亿元，净利润则分别达到4.35、7.26亿元。

图10：房地产基金的“凯德模式”



数据来源：凯德集团，广发证券发展研究中心

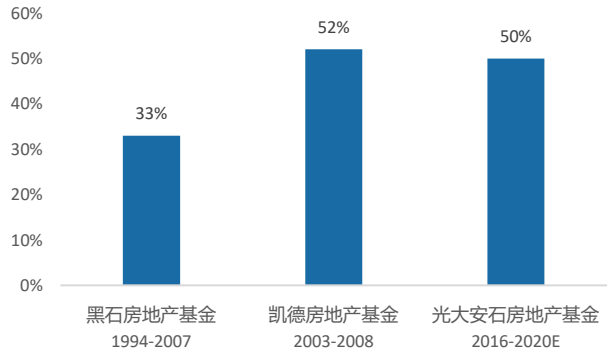
表 2：光大安石房地产基金业务模式与“凯德模式”的比较分析

业务链条	凯德模式	光大安石模式	光大安石优势以及核心竞争力
“募”	PE 资金等	PE 资金等	光大集团旗下金融资源丰富，特别是光大银行和光大永明人寿，在资金募集阶段可以给予光大安石有力的支持
“投”	收购项目，改造升级 以 shopping mall 为主 自有品牌“来福士”“凯德 mall”	收购项目，改造升级 （获取地块，开发建设） 以商办物业为主 自有品牌“大融城”	光大集团在政府关系、金融资源、品牌优势等方面有助于光大安石拿到更多更好的项目投资（例如先以 ABS 形式介入，继而获取项目股权） 光大安石的投资团队国际化和专业化程度国内领先

“管”	凯德在新加坡的购物中心管理经验复制 持续经营管理，收取管理费	对“大融城”进行持续的 经营管理，收取管理费	与第一太平戴维斯合作成立物管公司
“退”	成熟物业打包进入 REITs	成熟物业类资产证券化	依托首誉光控（中邮基金子公司，中邮基金 65%股权， 中国光大控股 35%），发行类资产证券化产品 同时未来也可以探索将成熟物业交由保险公司持有

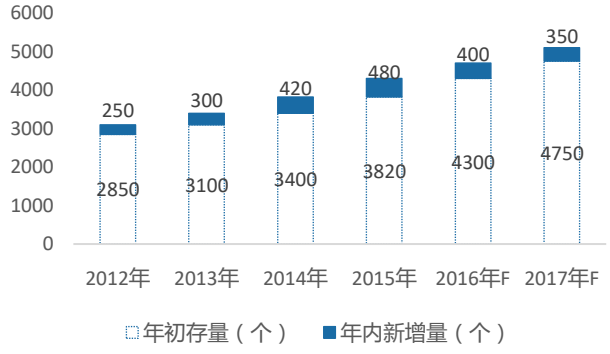
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图11：光大安石房地产基金AUM增速比较和展望



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：中国规模以上购物中心存量及增量趋势



数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

图13：光大安石收入和净利润测算和展望

单位：亿元	公式	备注	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入（管理费）	**a=c*d**	**暂不考虑自有资金投资收益**	**3.47**	**6.75**	**11.25**	**15.75**	**20.25**
AUM	b	旗下权益类在管资产规模	300	600	900	1200	1500
实际落地投资额	c=b*85%	按照实际落地投资额计算管理费	231	450	750	1050	1350
管理费率	*d=c*1%*	*一般是1%-1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*
营业税金及附加	e=a*5%	管理费按5%缴纳营业税	0.17	0.34	0.56	0.79	1.01
管理费用	f=a*9%	历史管理费用率8%-10%，无销售费用	0.31	0.61	1.01	1.42	1.82
财务费用	g	自身几乎没有财务杠杆	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**i=a-e-f-g-h**	**-**	**2.98**	**5.81**	**9.68**	**13.55**	**17.42**
所得税	j=i*25%	所得税税率25%	0.74	1.45	2.42	3.39	4.35
净利润	k=i-j	-	2.23	4.35	7.26	10.16	13.06
归母净利润	**l=k*100%**	**100%全资控股，无少数股东损益**	**2.23**	**4.35**	**7.26**	**10.16**	**13.06**

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

综合盈利预测与投资评级

我们认为，不动产金融化是行业必经之路，稳定租金回报率的物业持有者多为金融机构。低利率环境（优质物业回报率具备吸引力）+优质资产荒（2015年年末中国资管规模93万亿元）+REITs推进预期，有利于诞生类似新加坡凯德和美国黑石的房地产基金巨头。光大安石作为目前国内主动管理型房地产基金的龙头公司，有能力也有优势打造中国版的“凯德模式”，未来将持续做大房地产基金业务规模，

实现收入和利润的快速增长。综合考虑公司房地产结算资源和光大安石51%股权从2017年开始并表，我们预计，公司17、18年EPS分别为0.73、0.96元，继续看好，维持“买入”评级。

表3：嘉宝集团综合盈利预测（光大安石51%股权从2017年开始并表）

单位：亿元	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	23.64	29.75	35.25	40.75	46.25
其中，地产结算	22.71	23.00	24.00	25.00	26.00
其中，房地产基金	---	6.75	11.25	15.75	20.25
归母净利润	2.96	4.98	6.58	8.18	9.78
其中，地产结算	2.73	2.76	2.88	3.00	3.12
其中，房地产基金	---	2.22	3.70	5.18	6.66
总股本（亿股）	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83
每股收益（元）	0.44	0.73	0.96	1.20	1.43

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

房地产市场政策收紧影响公司地产销售。房地产基金业务受资金收紧影响扩张速度放缓。中国REITs和类资产证券化推进速度低于预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	**8,320**	**11,881**	**12,977**	**14,523**	**16,288**
货币资金	1,264	4,153	6,510	9,227	12,232
应收及预付	93	200	417	717	1,017
存货	6,635	7,044	5,644	4,174	2,634
其他流动资产	327	485	406	406	406
非流动资产	**959**	**2,476**	**2,555**	**2,639**	**2,726**
长期股权投资	296	468	515	566	623
固定资产	98	93	97	103	109
在建工程	0	0	19	38	56
无形资产	1	1,288	1,288	1,288	1,288
其他长期资产	565	628	636	643	650
资产总计	**9,279**	**14,358**	**15,532**	**17,162**	**19,015**
流动负债	**3,919**	**7,402**	**8,016**	**8,628**	**9,163**
短期借款	0	99	0	0	0
应付及预收	3,824	7,303	8,004	8,620	9,158
其他流动负债	95	0	12	8	6
非流动负债	**1,870**	**1,067**	**1,067**	**1,072**	**1,079**
长期借款	853	40	28	20	14
应付债券	970	970	970	970	970
其他非流动负债	46	57	69	82	95
负债合计	**5,789**	**8,469**	**9,084**	**9,700**	**10,242**
股本	514	683	683	683	683
资本公积	611	2,239	2,339	2,471	2,634
留存收益	1,887	2,039	2,438	2,964	3,618
归属母公司股东权	3,150	5,108	5,459	6,117	6,935
少数股东权益	341	780	989	1,345	1,837
负债和股东权益	**9,279**	**14,358**	**15,532**	**17,162**	**19,015**

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,096**	**2,364**	**2,975**	**3,525**	**4,075**
营业成本	1,540	1,644	1,615	1,685	1,755
营业税金及附加	187	260	263	295	339
销售费用	36	43	39	39	39
管理费用	33	56	106	146	187
财务费用	35	16	4	2	1
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-8	0	0	0
投资净收益	22	29	0	0	0
营业利润	**284**	**366**	**948**	**1,358**	**1,754**
营业外收入	114	30	0	0	0
营业外支出	0	8	0	0	0
利润总额	**398**	**388**	**948**	**1,358**	**1,754**
所得税	104	97	242	344	443
净利润	**294**	**291**	**707**	**1,014**	**1,311**
少数股东损益	19	-5	208	356	493
归属母公司净利润	**275**	**296**	**498**	**658**	**818**
EBITDA	302	366	957	1,364	1,761
EPS（元）	0.40	0.43	0.73	0.96	1.20

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**790**	**1,741**	**2,521**	**2,811**	**3,102**
净利润	294	291	707	1,014	1,311
折旧摊销	3	6	5	5	5
营运资金变动	345	2,962	1,884	1,785	1,778
其它	148	-1,519	-74	7	7
投资活动现金流	**224**	**-471**	**-60**	**-81**	**-86**
资本支出	-78	-1	-14	-31	-31
投资变动	**-3,613**	**-5,498**	**-46**	**-50**	**-56**
其他	3,915	5,028	0	0	0
筹资活动现金流	**-177**	**831**	**-103**	**-14**	**-10**
银行借款	156	0	0	0	0
债券融资	-100	-912	-99	-12	-8
股权融资	0	1,968	0	0	0
其他	-233	-225	-4	-2	-1
现金净增加额	**836**	**2,101**	**2,358**	**2,717**	**3,006**
期初现金余额	**428**	**1,264**	**3,365**	**5,723**	**8,439**
期末现金余额	**1,264**	**3,365**	**5,723**	**8,439**	**11,445**

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.0%	12.8%	25.9%	18.5%	15.6%
营业利润增长	-27.6%	28.7%	159.4%	43.2%	29.2%
归属母公司净利润增长	-23.4%	7.7%	68.4%	32.1%	24.3%
获利能力（%）					
毛利率	26.5%	30.4%	45.7%	52.2%	56.9%
净利率	14.0%	12.3%	23.7%	28.8%	32.2%
ROE	8.7%	5.8%	9.1%	10.8%	11.8%
ROIC	5.7%	11.1%	--	---	---
偿债能力					
资产负债率(%)	62.4%	59.0%	58.5%	56.5%	53.9%
净负债比率	18.7%	--	---	---	---
流动比率	2.12	1.61	1.62	1.68	1.78
速动比率	0.43	0.65	0.91	1.20	1.49
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.20	0.20	0.22	0.23
应收账款周转率	---	---	---	---	---
存货周转率	0.23	0.24	0.25	0.34	0.52
每股指标（元）					
每股收益	0.53	0.44	0.73	0.96	1.20
每股经营现金流	1.54	2.55	3.69	4.12	4.54
每股净资产	6.12	7.48	8.00	8.96	10.16
估值比率					
P/E	39.3	47.4	28.6	21.6	17.4
P/B	3.4	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	31.1	18.6	9.1	4.4	1.7

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
郭　镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
金　山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
李　飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。