嘉宝集团（600622.SH）

团队融合，迎接发展

公司评级	买入
当前价格	19.71 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-17

相对市场表现

分析师： 乐加栋 S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师： 金 山 S0260515090001
021-60750652
jinshan@gf.com.cn

相关研究：

新起点、新征程，迈向规模增长之路	2017-04-24
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

联系人： 李飞
gflifei@gf.com.cn

核心观点：

- **新一届董事会和高管团队成立，迎接新发展**

嘉宝集团公告公司新一届董事会和高管团队正式成立：董事会共由 9 位董事组成，其中 3 位独立董事，6 位非独立董事中，陈爽、潘颖和陈宏飞亦在光大集团旗下公司任职；高管团队主要成员共有 12 人，其中，陈宏飞、胡兵、余小玲和徐憨婧亦在光大安石任职。引入光大集团和光大安石方面的管理人才，将为公司在房地产基金业务领域的发展奠定更为坚实的基础。

- **大股东增持彰显信心，房地产基金发展空间广阔**

公司现金收购光大安石 51%股权已完成，房地产基金业务将成为公司收入和利润的重要来源。同时，中国光大控股为公司第一大股东，持股 24.27%，后续计划再增持 0.5%-5.5%，公司实控人亦变更为中国光大控股。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、收入以及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 亿元，当年净利润将分别达到 4.35、7.26 亿元。

- **综合考虑地产结算资源和光大安石 51%股权并表，预计公司 17、18 年 EPS 分别为 0.73、0.96 元，维持“买入”评级**

公司的房地产基金业务主要由控股子公司光大安石负责，后者是国内主动管理型房地产基金的龙头公司，有能力也有优势持续做大房地产基金业务规模，收入利润增长可期。原有地产资源提供稳定结算利润和现金流。

- **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）	37.19	44.80	27.01	20.45	16.45
市净率（P/B）	3.22	2.63	2.46	2.20	1.94
EV/EBITDA	31.11	18.55	8.31	3.83	1.26

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

新一届董事会和高管团队成立，迎接新发展

2017年5月14日，嘉宝集团发布公告，公司召开第九届董事会第一次（临时）会议，审议通过了8项议案，同时公告了公司2016年度股东大会决议。自此，公司新一届董事会和高管团队正式成立：董事会共由9位董事组成，其中3位独立董事，6位非独立董事中，陈爽先生、潘颖先生和陈宏飞先生亦在光大集团旗下公司任职；高管团队主要成员共有12人，其中，陈宏飞先生、胡兵先生、余小玲女士和徐憨婧女士亦在光大安石任职。我们认为，新一届董事会和高管团队的人员构成，体现了光大与嘉宝的进一步深入融合，同时，引入光大集团和光大安石方面的管理人才，将为上市公司在房地产基金业务领域的发展奠定更为坚实的基础。

表 1：嘉宝集团第九届董事会成员情况

成员	职务	现任职情况	曾任职经历
陈爽	董事长	现任公司董事长，**中国光大控股（0165.HK）首席执行官，中国光大集团有限公司执行董事兼副总经理**等职	曾任诺亚控股独立董事，光大证券董事，光大银行监事，公司董事等职
钱明	副董事长	现任公司副董事长、总裁、党委副书记等职	曾任上海市嘉定区委政策研究室科长、副主任，公司副董事长、董事长、党委书记等职
PAN YING（潘颖）	董事	现任公司董事，**中国光大控股（0165.HK）首席投资官及管理决策委员会成员**等职	曾任职于国家外汇管理总局外汇储备交易处、中国人民银行全资子公司华安投资（香港）、美国洛杉矶的 Seagate 资产管理公司及光大海基资本等
陈宏飞	董事	现任公司董事、常务副总裁、**光大安石董事长兼总经理**等职	曾任职于北京建筑设计院，Barker Pacific Group, Inc （洛杉矶），雷曼兄弟商业地产组下属公司，铁狮门中国基金等
王玉华	董事	现任公司董事，嘉定新城党工委副书记、管委会副主任等职	曾任上海嘉定新城发展有限公司党委委员、副总裁等职
龚侃侃	董事	现任公司董事，上海市嘉定区国有资产经营（集团）有限公司董事长、总经理、党委副书记等职	曾任上海国际汽车城（集团）有限公司副总经理等职
唐耀	独立董事	现任公司独立董事，同昌盛业（北京）资产管理顾问有限公司董事、总经理等职	曾任仲量联行董事，北京世邦魏理仕物业管理有限公司高级物业经理等职。
陈乃蔚	独立董事	现任公司独立董事，复旦大学法学院教授等职	曾任上海交通大学法律系主任等职
张晓岚	独立董事	现任公司独立董事等职	曾任上海对外经贸大学会计学教授等职

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：嘉宝集团高管团队成员情况

成员	职务	现任职情况	曾任职经历
钱明	总裁	现任公司副董事长、总裁、党委副书记等职	曾任上海市嘉定区委政策研究室科长、副主任，公司副董事长、董事长、党委书记等职
陈宏飞	常务副总裁	现任公司董事、常务副总裁、**光大安石董事长兼总经理**等职	曾任职于北京建筑设计院，Barker Pacific Group, Inc （洛杉矶），雷曼兄弟商业地产组下属公司，铁狮门中国基金等
陈正友	高级副总裁	现任公司高级副总裁	曾任上海嘉宏房地产有限责任公司工程部经理、常务副总经理、党

			支部书记，公司总裁助理、副总裁等职
胡兵	副总裁	现任公司副总裁，**光大安石资产管理负责人**等职	曾任职于联想控股股份有限公司、融科投资管理顾问有限公司等
沈培新	副总裁	现任公司副总裁、党委书记等职	曾任嘉定区委宣传部副部长，嘉定区华亭镇党委副书记、镇长、党委书记，公司副董事长等职
余小玲	副总裁	现任公司副总裁、**光大安石财务总监**等职	曾任职于美洲银行证券公司（东京）和雷曼兄弟旗下资产管理公司（东京）等企业
曹萍	副总裁	现任公司副总裁、党委委员等职	曾任公司工会主任、党委办公室副主任、党委副书记、纪委书记、综合办公室主任等职
王幸千	副总裁	现任公司副总裁等职	曾任公司党委委员、物业经营部经理等职
石建良	副总裁	现任公司副总裁等职	曾任公司设计管理部经理、总裁助理等职
金红	财务负责人	现任公司财务负责人等职	曾任公司党委委员、财务会计部副经理和经理等职
孙红良	董事会秘书	现任公司董事会秘书、党委副书记、纪委书记等职	曾任公司董事会办公室主任、总裁助理、副总裁等职
徐懿婧	证券事务代表	现任公司证券事务代表、**光大安石 IR 总监**等职	曾任职于阳光城、国脉科技，担任证券事务代表等职

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

大股东增持彰显信心，房地产基金发展空间广阔

2017年4月，公司完成了以现金15.44亿元收购光大安石51%股权和安石资管51%股权的交易，房地产基金业务将从2017年开始在公司利润表得以体现。同时，经过前期定向增发入股、两次二级市场增持之后，中国光大控股目前是公司的第一大股东，持股比例24.27%，并且计划在未来12个月继续增持公司0.5%-5.5%股份，充分彰显了对公司未来的发展信心。在此基础上，公司的实际控制人变更为“中国光大集团股份公司”，公司的中文名称也变更为“中国光大嘉宝股份有限公司”（股票简称变更为“光大嘉宝”）。

图1：嘉宝集团前十大股东情况（2017年一季报及后续公告）

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	1388	2.03%	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，蓝色为光大系、红色为嘉定区国资委

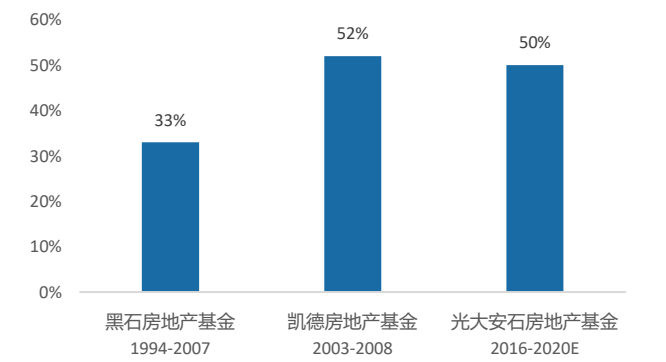
在我们第二篇公司深度报告《顺势而生，初露锋芒》中，我们详细分析了房地产基金业务的业务模式和利润特征，并通过研究新加坡凯德和美国黑石，阐述中国房地产基金行业的发展空间和前景。光大安石是目前国内规模最大、综合能力最强的主动管理型的房地产基金，依托于股东光大集团的金融优势和自身专业能力较强的管理团队，打通房地产基金募投管退的业务链条，打造中国版“凯德模式”（即“PE+不动产运营+类资产证券化”），在国内不动产金融蓬勃发展的背景下，未来规模的快速发展值得期待。我们预计，光大安石AUM在2017、2018年年末将分别达到600、900亿元，净利润则将分别达到4.35、7.26亿元。

表 3：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

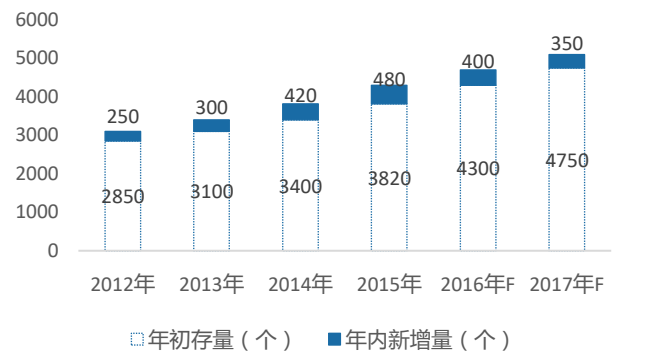
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图2：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3：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4：光大安石收入和净利润测算和展望

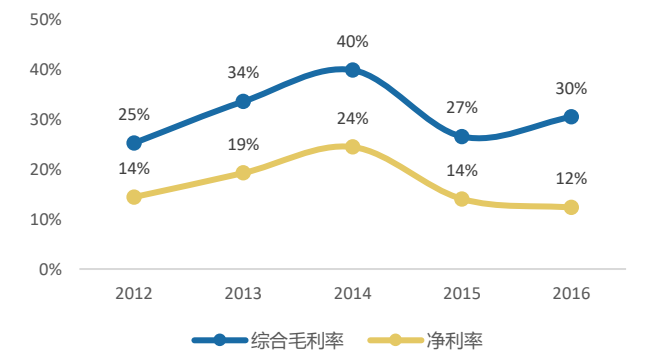
单位：亿元	公式	备注	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入（管理费）	**a=c*d**	**暂不考虑自有资金投资收益**	**3.47**	**6.75**	**11.25**	**15.75**	**20.25**
AUM	**b**	**旗下权益类在管资产规模**	**300**	**600**	**900**	**1200**	**1500**
实际落地投资额	c=b*85%	按照实际落地投资额计算管理费	231	450	750	1050	1350
管理费率	*d=c*1%*	*一般是1%-1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*	*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

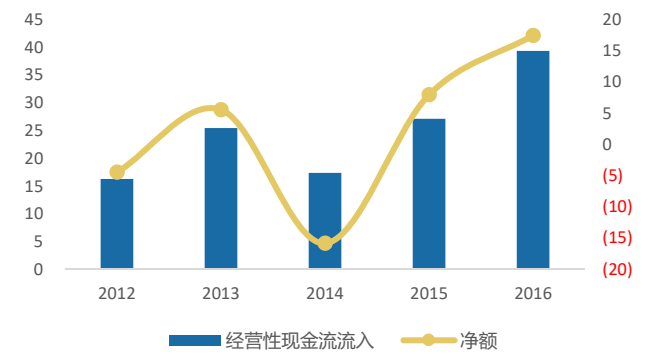
嘉宝集团是我们自2015年以来一直看好的标的。公司的房地产基金业务主要由控股子公司光大安石负责，而后者目前是国内主动管理型房地产基金的龙头公司，有能力也有优势（光大集团的金融优势、专业且经验丰富的人才优势）打造中国版的“凯德模式”，持续做大房地产基金业务规模，实现收入和利润较快速的增长。此外，公司原有的房地产业务则能够带来稳定的结算利润和现金流。综合考虑公司房地产结算资源和光大安石51%股权从2017年开始并表，我们预计，公司2017、2018年EPS分别为0.73、0.96元，继续看好，维持“买入”评级。

图5：嘉宝集团房地产结算毛利率和净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：嘉宝集团经营性现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表4：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%	143.3%	-80.7%	-43.6%
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%	-51.7%	-85.3%	-110.3%	-128.2%
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	37.2	44.8	27.0	20.4	16.5
P/B	3.2	2.6	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	31.1	18.6	8.3	3.8	1.3

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。