

嘉宝集团 (600622)

强烈推荐

行业：综合

毛利率稳增，运营结构优化

公司公布一季报，一季度营收 7.9 亿元(+25.7%)，归母净利润 1.04 亿元(受去年同期非经常性损益较高影响降 9.6%)，归母扣非净利润 1.02 亿元(+69.5%)。

投资要点：

◇ **毛利率大增、负债稳降、资金充裕，运营结构不断优化。一季度公司营收 7.9 亿元(+25.7%)，营业成本 5.2 亿元(+10.4%)，毛利率 34%(较 15 年末大增 8 个百分点)。** 账面现金 21.2 亿元，净负债率降 36 个百分点至-17%，资产负债率降 12 个百分点至 50%。三费共 0.29 亿元(-17%)。预收账款 24.7 亿元，占 15 年全年营收 123%，保证全年营收稳增长。**一季度销售面积 5.82 万方(+51.6%)，合同销售收入 11.95 亿元(+233.5%)，结算面积 4.85 万方(+45.2%)，结算收入 7.68 亿元(+39.5%)。** 一季度末，可供出售总建面 26.8 万方(其中上海 20.84 万方，昆山 5.96 万方)。出租物业的建面 10.9 万方(出租物业均位于上海，其中工业类 6.9 万方，办公类 0.9 万方，商业类 3.1 万方)，取得租金总收入 1,950 万元。

◇ **公司在从事房地产开发业务的同时积极探索新的发展和盈利模式。** 公司将在地产金融领域进行尝试：融入区域经济发展，积极参与北虹桥开发建设；乘科创东风，参股投资创业期企业；加强对受托代建项目管理经验的积累。

◇ **地产金融将全面提升公司业务格局，成为新的利润引擎。** 15 年公司引进战略投资者光大控股(定增对象光控安宇、上海安霞均系光大控股下属投资主体)，将有机会与光大安石(光大控股旗下的唯一房地产资产管理平台)在**融资、资产管理、互联网+**等方面进行多方位协作，更好地促进公司发展。此外，公司积极探索收购兼并、置业置换、管理输出、地产基金、战略合作、供应链优化等做强做大新路径。**16 年 1 月公司公告拟出资 4.5 亿元投资上海光翎投资中心基金，与光大合作以 GP 身份共同管理基金并认购劣后级 LP 份额。公司已踏上轻资产转型之路，后续规模扩张值得期待。**

◇ **公司力争在 2020 年底成为模式创新、优势明显、独具特色的房地产综合开发和运营的大型企业。** 16 年涉足地产金融领域，探索轻资产发展模式，地产金融也将带动公司业务升级，成为新的盈利增长点。目前 RNAV 18 元/股，预计 16-18 年营业收入为 24、27、31 亿元，同比增速分别为 12%、13%、14%，三年复合增速为 13.4%；16-18 年最新摊薄 EPS 为 0.45、0.54、0.64 元，三年复合增长 16.8%，对应当前股价 PE29、24、20 倍，6 个月目标价 18 元，对应 16 年 PE40 倍，维持“强烈推荐”评级。

◇ 风险提示：市场波动剧烈、转型遇阻、园区开发进展不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2096	2356	2671	3055
收入同比(%)	28%	12%	13%	14%
归属母公司净利润	275	306	371	437
净利润同比(%)	-23%	12%	21%	18%
毛利率(%)	26.5%	27.1%	28.6%	29.5%
ROE(%)	8.7%	8.5%	9.4%	10.1%
每股收益(元)	0.40	0.45	0.54	0.64
P/E	35.14	31.51	26.03	22.09
P/B	3.06	2.66	2.45	2.24
EV/EBITDA	30	26	21	17

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 18

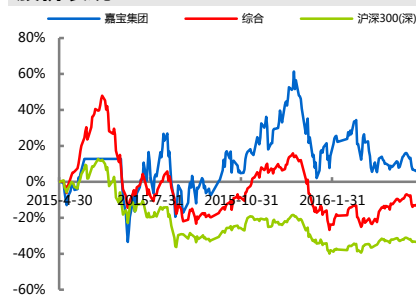
当前股价： 13.04

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	683
流通股本(百万股)	514
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	67
成交量(百万股)	6.15
成交额(百万元)	80.51

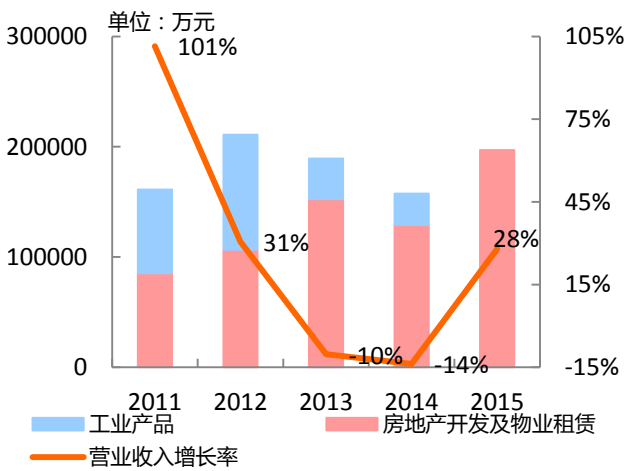
股价表现



相关报告

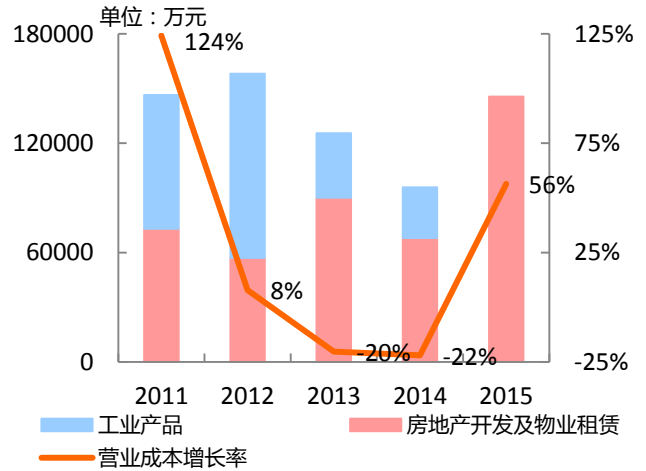
《嘉宝集团-地产基金试水，轻资产转型可期》2016-04-13

图 1 各业务营业收入历年变化



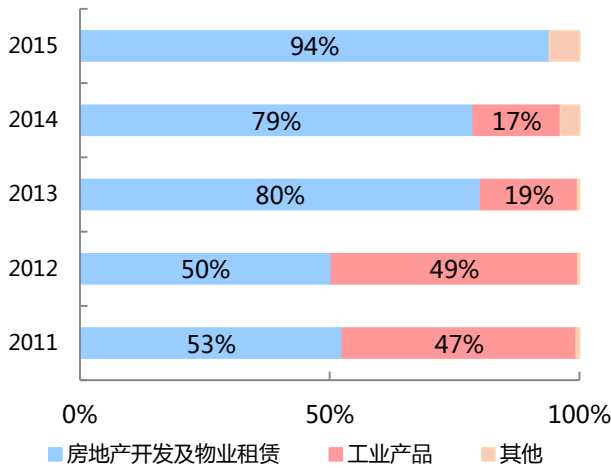
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



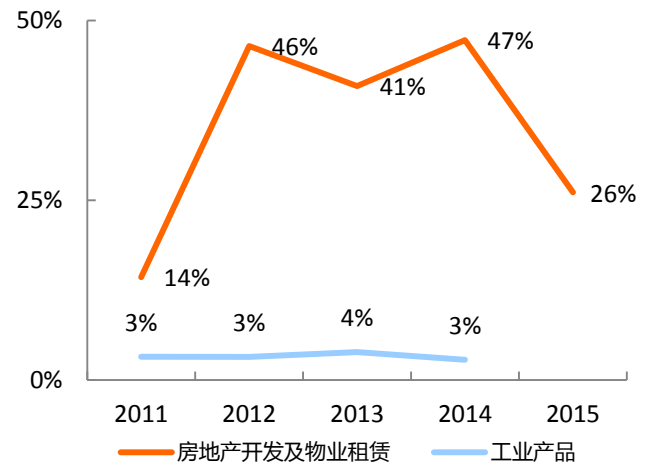
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务占比变化



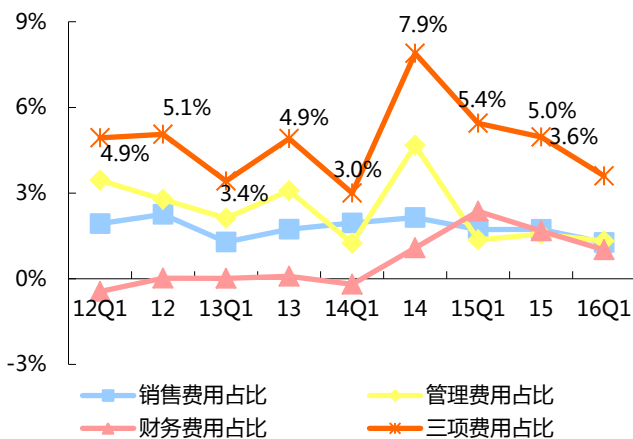
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务毛利率变化



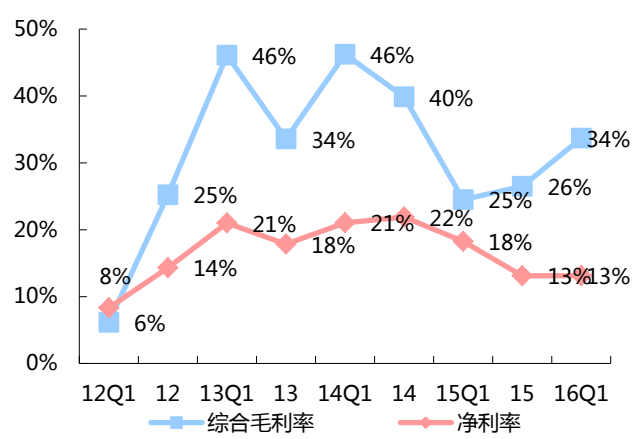
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 三费水平



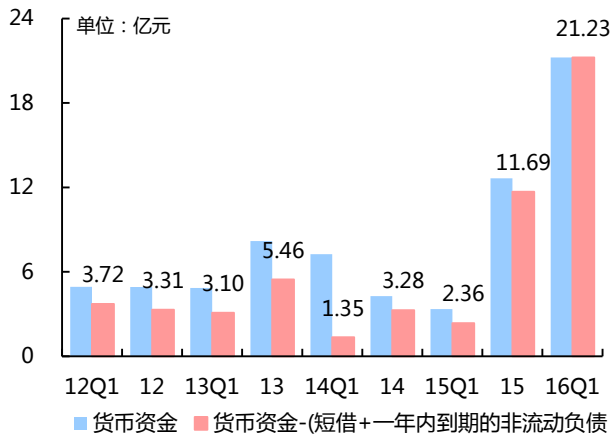
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 综合毛利率和净利率



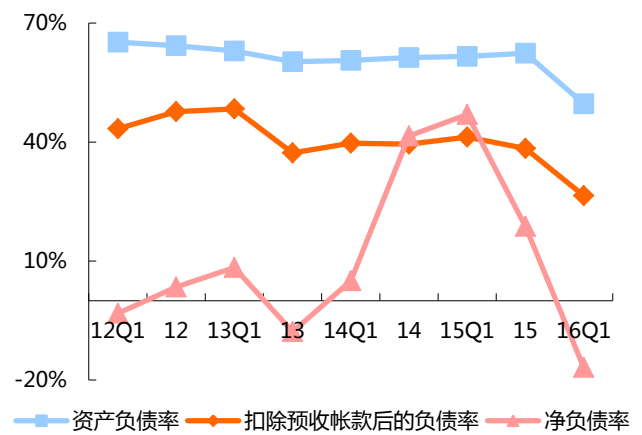
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 货币资金和短期负债



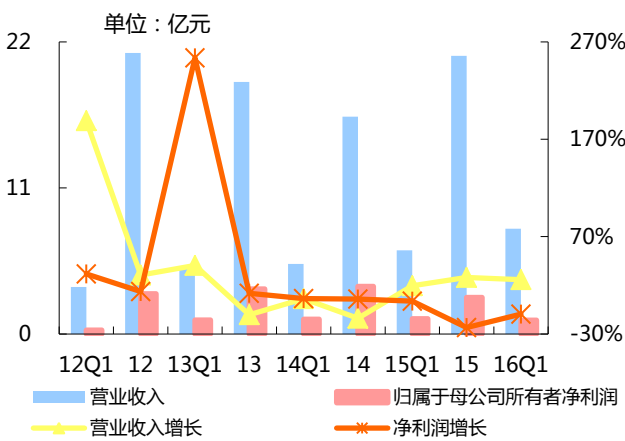
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 负债水平



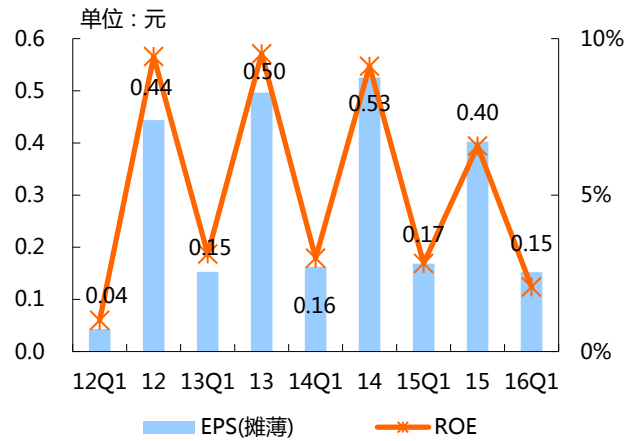
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 经营情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 10 EPS 和 ROE



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8320	8407	8556	8721
现金	1264	1908	2575	3218
应收账款	1	1	1	1
其它应收款	82	92	104	119
预付账款	10	12	13	15
存货	6635	6068	5534	5040
其他	328	328	328	328
非流动资产	959	974	989	1002
长期投资	296	296	296	296
固定资产	98	104	108	112
无形资产	0	0	0	0
其他	565	575	585	595
资产总计	9279	9382	9544	9724
流动负债	3919	3598	3473	3294
短期借款	0	0	0	0
应付账款	160	180	204	233
其他	3759	3418	3269	3061
非流动负债	1870	1797	1750	1702
长期借款	853	803	753	703
其他	1016	994	996	999
负债合计	5789	5395	5223	4996
少数股东权益	341	362	388	419
股本	514	683	683	683
资本公积	611	611	611	611
留存收益	1887	2330	2639	3014
归属母公司股东权益	3150	3624	3933	4308
负债和股东权益	9279	9382	9544	9724

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	790	572	820	790
净利润	294	328	397	468
折旧摊销	3	10	11	12
财务费用	35	43	37	31
投资损失	-22	-22	-22	-22
营运资金变动	469	217	371	270
其它	11	-3	26	32
投资活动现金流	224	-4	-4	-5
资本支出	78	15	15	15
长期投资	388	10	11	11
其他	689	22	22	22
筹资活动现金流	-177	75	-149	-143
短期借款	-100	0	0	0
长期借款	61	-50	-50	-50
普通股增加	0	168	0	0
资本公积增加	-38	0	0	0
其他	-100	-43	-99	-93
现金净增加额	836	644	667	643

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2096	2356	2671	3055
营业成本	1540	1718	1907	2155
营业税金及附加	187	210	238	272
营业费用	36	41	46	53
管理费用	33	37	42	48
财务费用	35	43	37	31
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	22	22	22	22
营业利润	284	330	423	519
营业外收入	114	114	114	114
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	398	443	537	633
所得税	104	115	140	165
净利润	294	328	397	468
少数股东损益	19	22	26	31
归属母公司净利润	275	306	371	437
EBITDA	322	382	471	562
EPS (元)	0.53	0.45	0.54	0.64

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	28.0%	12.4%	13.4%	14.4%
营业利润	-27.6%	16.1%	28.3%	22.6%
归属于母公司净利润	-23.4%	11.5%	21.1%	17.8%
获利能力				
毛利率	26.5%	27.1%	28.6%	29.5%
净利率	13.1%	13.0%	13.9%	14.3%
ROE	8.7%	8.5%	9.4%	10.1%
ROIC	7.2%	9.0%	12.7%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	62.4%	57.5%	54.7%	51.4%
净负债比率	16.38%	16.65%	16.24%	15.98%
流动比率	2.12	2.34	2.46	2.65
速动比率	0.43	0.65	0.87	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.25	0.28	0.32
应收账款周转率	1217	1115	1119	1124
应付账款周转率	12.62	10.12	9.95	9.87
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.45	0.54	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.84	1.20	1.16
每股净资产(最新摊薄)	4.61	5.31	5.76	6.31
估值比率				
P/E	35.14	31.51	26.03	22.09
P/B	3.06	2.66	2.45	2.24
EV/EBITDA	30	26	21	17

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-13	《嘉宝集团-地产基金试水，轻资产转型可期》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434