

嘉宝集团 (600622)

强烈推荐

行业：房地产开发

## 经营持续改善，进军房地产基金新蓝海

公司引入战略投资人光大控股，光大方合计持股 14.28%成为第二大股东，与第一大股东持股占比仅差 2.8%，未来深度合作值得期待。

### 投资要点：

✧ **引进光大控股切入房地产基金，开启房地产金融服务轻资产转型之路，构建全新盈利模式。** 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)，或将与光大安石(光大控股旗下的唯一房地产资产管理平台)在融资、资产管理等协作。公司与光大方共同管理光翎投资基金，出资 4.5 亿元认购权益级 LP 份额，基金总额 32 亿元将投资于沪太路项目。**光大安石对于扩张的诉求强烈并且拥有丰富的房地产基金管理经验；嘉宝丰富的项目开发经验将帮助光大安石迅速规模化。**

✧ **房地产基金凭借其独特的投资属性、较低门槛以及更具优势的融资成本拥有巨大发展潜力**，能以更小的资本撬动更大的杠杆，具有高回报率，能够迅速扩大规模，实现轻资产运营。房地产基金将逐渐抢占房地产信托的市场份额，预计至 2025 年，房地产基金的市场份额将达到 1.31 万亿，年化增长率约 14.5%；而房地产信托的市场份额将由 2015 年的 1.28 万亿逐渐下降至 0.65 万亿。公司引入战略合作伙伴光大控股后，同时拥有开发商背景、PE 背景，借助光大安石丰富的管理经验、光大控股强大的融资能力(15 年银行贷款利率仅为 2.82%)，公司有望在 房地产基金这个新兴行业中成为佼佼者。

✧ **房地产经营持续改善，项目储备升值潜力大。** 16 年 Q1 营收 7.9 亿元(+25.7%)，毛利率 33.7%，较 15 年末增 7.2 个百分点，高于行业 4.2 个百分点；净利率 13.1%，高于行业 3.9 个百分点。**公司三费率 3.6%，同比降 1.8 个百分点，低于行业 7.6 个百分点。**一季度末，可供出售总建面 26.8 万方，结算收入 7.7 亿元(同比增 39.5%)，未结算收入约 4.3 亿元，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，超额完成计划 7.3%。

✧ **引入战略投资人光大控股，深度合作可期；试水房地产基金加速项目开发并获得管理费收益，实现轻资产运营，预计房地产基金业务将带动公司业务转型升级，成为公司新的盈利增长点。**目前 RNAV 18.1 元/股，预计 16-18 年营业收入为 24、28、32 亿元，同比增速分别为 14%、16%、14%，三年复合增速为 14.6%；16-18 年 EPS 为 0.46、0.59、0.70 元，三年复合增长 20.3%，对应当前股价 PE30、24、20 倍，6 个月目标价 18 元，对应 PE39 倍，维持“强烈推荐”评级。

✧ **风险提示：**市场波动剧烈、房地产基金发展遇阻、销售不及预期、项目储备少等。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2096	2388	2770	3159
收入同比(%)	28%	14%	16%	14%
归属母公司净利润	275	315	403	478
净利润同比(%)	-23%	15%	28%	19%
毛利率(%)	26.5%	27.4%	29.7%	30.8%
ROE(%)	8.7%	8.7%	10.1%	10.9%
每股收益(元)	0.40	0.46	0.59	0.70
P/E	30.00	26.12	20.46	17.24
P/B	2.62	2.27	2.07	1.88
EV/EBITDA	26	21	16	13

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

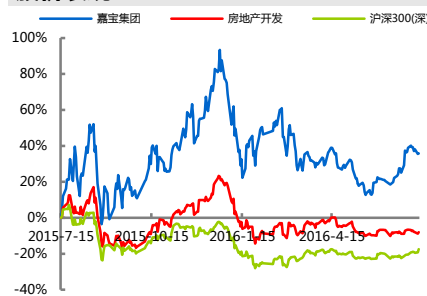
当前股价： 14.05

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)	96
流通市值(亿元)	72
成交量(百万股)	10.22
成交额(百万元)	141.95

### 股价表现



### 相关报告

《嘉宝集团-毛利率稳增，运营结构优化》

2016-04-28

《嘉宝集团-地产基金试水，轻资产转型

可期》2016-04-13

## 目 录

<b>一、 经营持续改善，战略合伙人光大控股助力轻资产转型</b> .....	<b>5</b>
1. 上海嘉定区国资委上市平台，财务基本面持续向好 .....	5
2. 项目集中于上海嘉定、昆山，开发价值高 .....	7
3. 获光大控股战略投资，未来深度合作可期 .....	9
4. 投资光翎投资(有限合伙)，基金管理有益尝试 .....	13
<b>二 房地产基金新蓝海，REITs 加速发展完善退出渠道</b> .....	<b>15</b>
1. 房地产基金——行业新蓝海，房企融资新途径 .....	15
2. REITs——开辟融资新思路，拓展房地产基金退出通道 .....	21
3. 类 REITs 实例分析 .....	24
<b>三 盈利预测</b> .....	<b>27</b>
1. 盈利预测 .....	27
2. 风险提示 .....	28

## 图目录

图 1 各业务营业收入历年变化 .....	5
图 2 各业务营业成本历年变化 .....	5
图 3 各业务占比变化 .....	6
图 4 各业务毛利率变化 .....	6
图 5 三费水平 .....	6
图 6 综合毛利率和净利率 .....	6
图 7 货币资金和短期负债 .....	7
图 8 负债水平 .....	7
图 9 经营情况 .....	7
图 10 EPS 和 ROE .....	7
图 11 上海嘉定、昆山住宅样本平均价格及其同比走势 .....	8
图 12 上海市工业、商业、办公物业租金变化 .....	9
图 13 上海市工业、商业、办公物业空置率 .....	9
图 14 定增后公司前两大股东情况 .....	9
图 15 光大安石在“募投管退”四个环节的优势 .....	10
图 16 光大控股总募资规模 .....	11
图 17 光大控股基金管理业务投后管理项目数 .....	11
图 18 光大安石人民币基金 .....	12
图 19 光大安石美元基金 .....	12
图 20 上海光翎投资中心投资结构示意图 .....	13
图 21 沪太路项目工程设计方案规划总平面图 .....	14
图 22 沪太路项目区位 .....	14
图 23 成交土地溢价率高企 .....	17
图 24 房地产开发投资资金来源 .....	17
图 25 房地产基金累计募集规模比较 .....	18
图 26 房地产基金市场规模稳步增长 .....	18
图 27 房地产信托市场份额逐渐下降 .....	18
图 28 房地产基金、信托市场规模出现剪刀差 .....	18
图 29 房地产开发投资资金来源 .....	19
图 30 保利地产旗下信保基金投资结构 .....	19
图 31 信托投向房地产行业总额占比逐年下降 .....	19
图 32 房地产开发投资完成额增速放缓 .....	19
图 33 中国私募房地产基金募集情况 .....	19
图 34 中国私募房地产基金投资情况 .....	19
图 35 全球私募房地产基金募集情况 .....	20
图 36 2013 年主要地区私募房地产基金募集情况 .....	20
图 37 中国房地产基金退出方式 .....	20

图 38 中国房地产基金回报情况.....	20
图 39 房地产基金退出方式运营模式.....	21
图 40 房地产投资方式分类.....	21
图 41 携手光大，PE 背景、开发商背景兼备.....	21
图 42 美国上市 REITs 分类型个数.....	22
图 43 美国上市 REITs 分类型总市值.....	22
图 44 美国 MSCI 房地产投资信托指数及同期标普 100 指数涨幅比较(基准日 2005 年 6 月 17 日).....	22
图 45 REITs 按照投资形式的不同分类.....	23
图 46 中国 REITs 交易模型.....	23
图 47 二手住宅租金回报率.....	24
图 48 甲级写字楼租售比.....	24
图 49 恒泰浩睿—彩云之南酒店资产支持专项计划交易结构图.....	25
图 50 中信启航专项资产管理计划交易结构图.....	26

## 表目录

表 1 截至 15 年末公司房地产项目开发投资情况.....	8
表 2 公司持有型房地产项目情况.....	8
表 3 定增募集资金投资项目情况.....	10
表 4 光大控股屡获荣誉.....	11
表 5 光大控股房地产基金业务布局广泛.....	12
表 6 管理人 ROE (假设业绩报酬 20%、项目为 3 年期、三费费率 5%，企业所得税 25%).....	14
表 7 沪太路项目盈利测算 (假设优先级预期收益率为 6.5%，净利率 13.1%).....	15
表 8 我国房地产基金以“股权+债权”混合类为主.....	16
表 9 房地产信托、房地产私募基金融资成本比较.....	17
表 10 组织形式的比较.....	18
表 11 中信启航专项资产管理计划静态回报率测算.....	26
表 12 中国现有 REITs 项目情况.....	27
表 13 公司房地产项目开发投资情况.....	27

## 一、经营持续改善，战略合作人光大控股助力轻资产转型

### 1. 上海嘉定区国资委上市平台，财务基本面持续向好

上海嘉宝实业(集团)股份有限公司的实际控制人为上海市嘉定区国资委，公司作为嘉定区国资委的上市平台，在嘉定区经济和社会发展中具有举足轻重的地位。积淀十余年，公司已在上海及周边地区树立起良好品质地产形象，开发楼盘屡获各类重要奖项，形成良好的品牌效应。

剥离工业后，公司轻装上阵，房地产开发及物业租赁营收除 14 年外稳步上升。15 年实现营业收入 20.1 亿元，同比增 51.2%，完成年度预算目标的 104.78%；毛利率 27%，同比减少 20.8 个百分点，主要是 15 年结转的梦之湾项目和宝菊清水园动迁配套房项目与上期结转的紫提湾项目相比毛利率较低，归母净利润 2.75 亿元，同比降 23%，完成年度预算目标的 109.85%；归母扣非净利润 1.7 亿元，同比降 29.9%。公司预计 16 年实现营业收入约 22 亿元（同比增 5%），营业成本约 16 亿元（同比增 4%），净利润约 2.2 亿元（同比降 20%）。

**16 年一季度销售大幅增长，毛利率大增、负债稳降、资金充裕，运营结构不断优化。** 16 年一季度，公司实现营收 7.9 亿元(+25.7%)，营业成本 5.2 亿元(+10.4%)；毛利率 33.7%，较 15 年末大增 7.2 个百分点，高于同期行业平均毛利率 4.2 个百分点；净利率 13.1%，与 15 年年末持平，高于同期行业平均净利率 3.9 个百分点；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，同比增 69.5%。**一季度销售面积 5.8 万方，同比增 51.6%；销售收入 12.0 亿元，同比增长 233.5% 结算面积 4.9 万方，同比增 45.2% 结算收入 7.7 亿元，同比增 39.5%。一季度末预收账款 24.7 亿元，锁定 16 年全年业绩目标。**

图 1 各业务营业收入历年变化

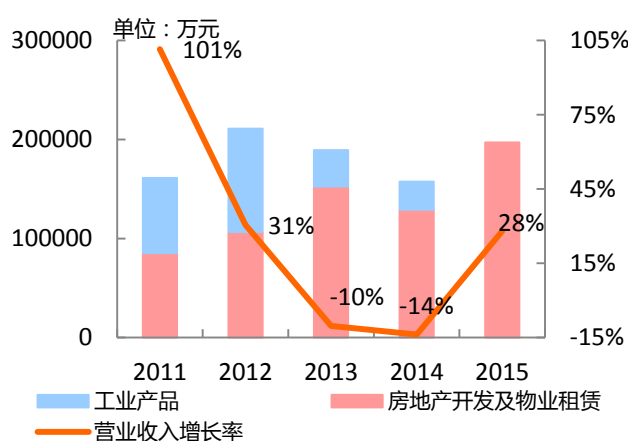
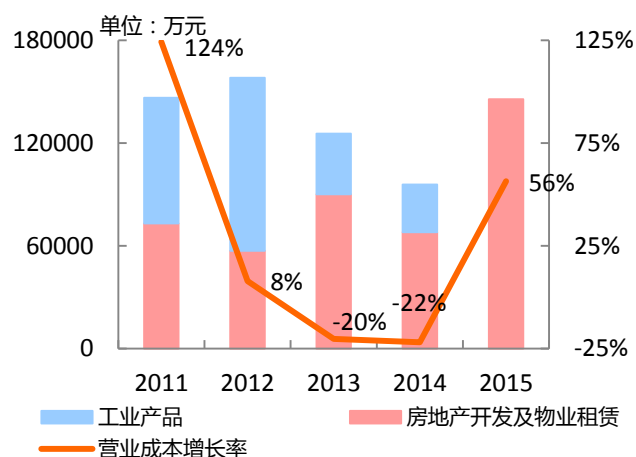


图 2 各业务营业成本历年变化



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

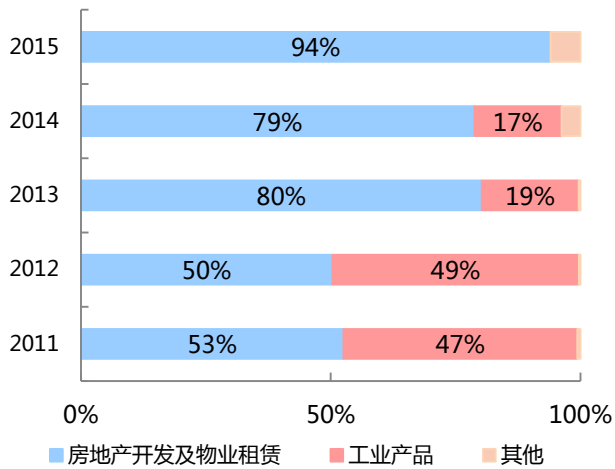
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

**资金充裕，预收账款锁定全年业绩。** 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%。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，完成公司计划。截至 15 年末融资余额 19.1 亿元，整体

请务必阅读正文之后的免责条款部分

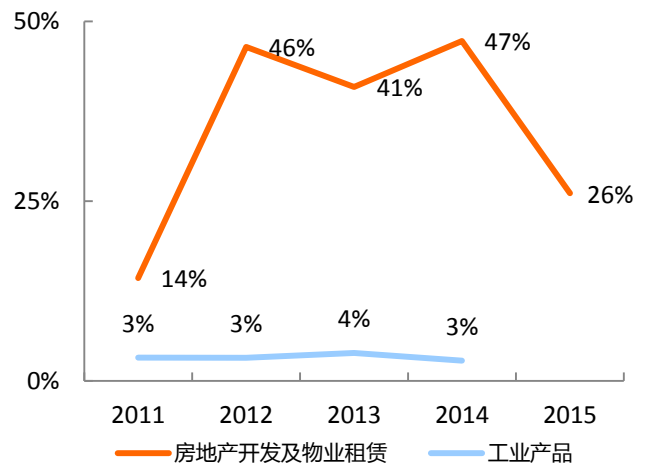
平均融资成本为 5.36%。

**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

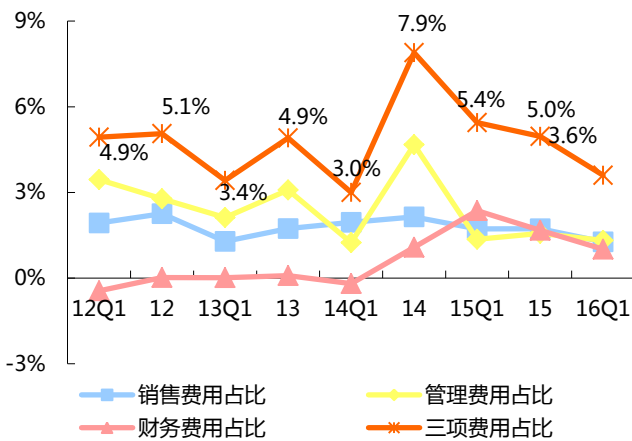
**图 4 各业务毛利率变化**



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

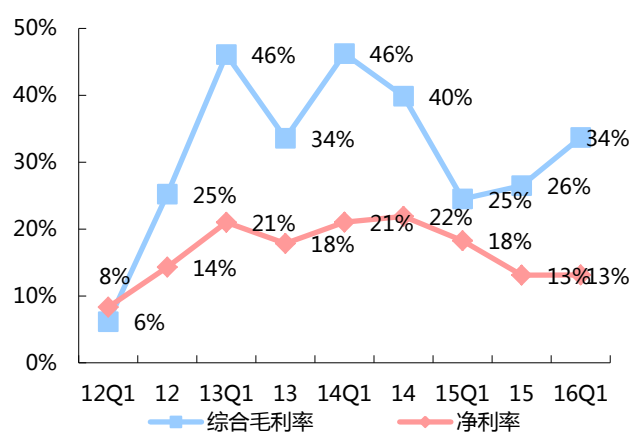
**公司三费费率显著低于行业平均且持续下降。**16 年一季度公司三费费率为 3.6%(销售费率、管理费率、财务费率分别为 1.3%、1.3%、1.0%)，较去年同期降低 1.8 个百分点，低于行业同期三费费率 7.6 个百分点。15 年公司三费费率为 5.0%(销售费率、管理费率、财务费率分别为 1.7%、1.6%、1.7%)，较去年同期降低 2.9 个百分点，低于行业同期三费费率 4.2 个百分点。

**图 5 三费水平**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

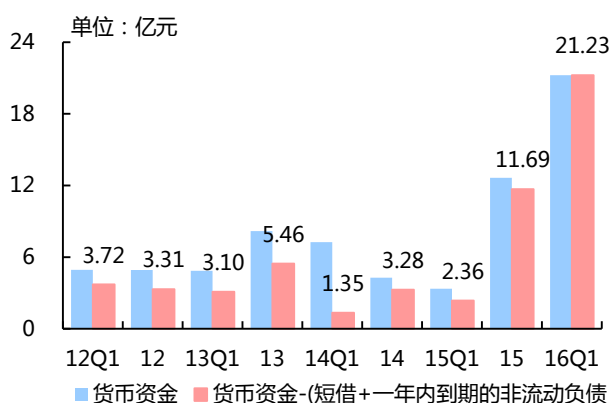
**图 6 综合毛利率和净利率**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

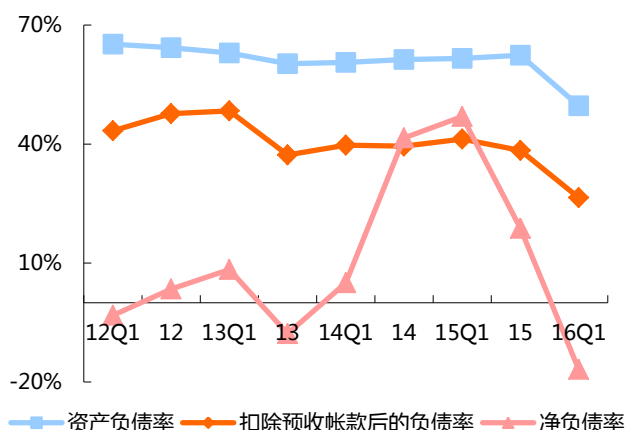
**稳步实施规模多元化发展战略，力争在 2020 年底成为发展模式创新、行业优势明显、具有自身特色的房地产综合开发和运营的大型企业。**公司将继续执行“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略，围绕地产主业，积极创新项目开发、物业经营等新型业务模式；参与区域的新城建设、北虹桥开发、科创中心承载区等平台打造及开发；探索收购兼并、房地产基金、供应链优化等扩张新路径。

图 7 货币资金和短期负债



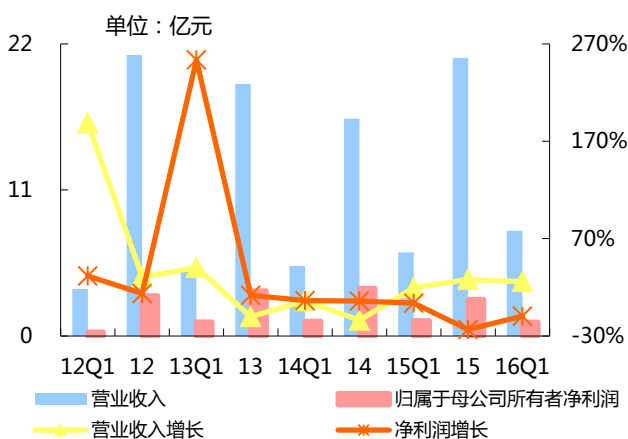
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 负债水平



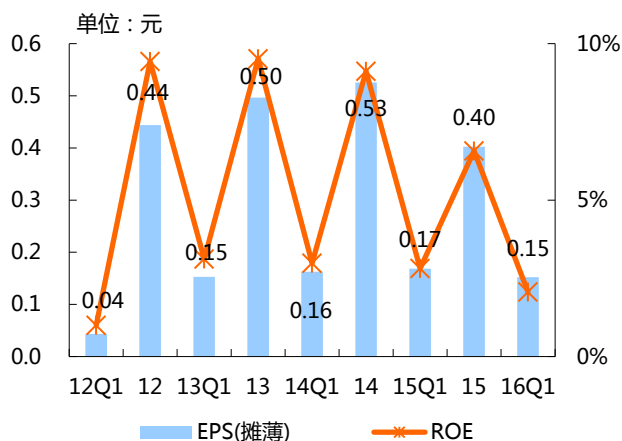
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

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

## 2. 项目集中于上海嘉定、昆山，开发价值高

**受益上海、长三角城市带销售火爆，16年开局良好。**一季度公司实现销售面积 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%)。截至一季度末，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)，预计未来结算收入将受益于上海及其周边房价上涨；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。由开发物业及持有型物业计算 RNAV 为 18.1 元/股，对应当前股价折价率约 60%，具有较高投资价值。

**15 年 在 建、竣 工 建 面 大 幅 增 长，总 体 进 展 顺 利，在 售 楼 盘 去 化 达 到 预 期。**截至 15 年末，在建建面 101.58 万方，同比增长 37.7%；竣工建面 58.07 万方，同比增长 116.0%；上海嘉定大融城、嘉宝大厦项目正在进行内外部装修；嘉宝梦之晨、云翔佳苑动迁配套用房项目主体结构已全部封顶并验收完毕；嘉宝梦之缘、前滩后院项目正在进行主体结构施工，部分封顶。嘉定菊园竹筱项目已具备开发条件，梦之悦项目已于 15 年 12 月初顺利奠基。公司物业租赁经营保持稳中有进。全年实现租金 4,505 万元。年末受让嘉定

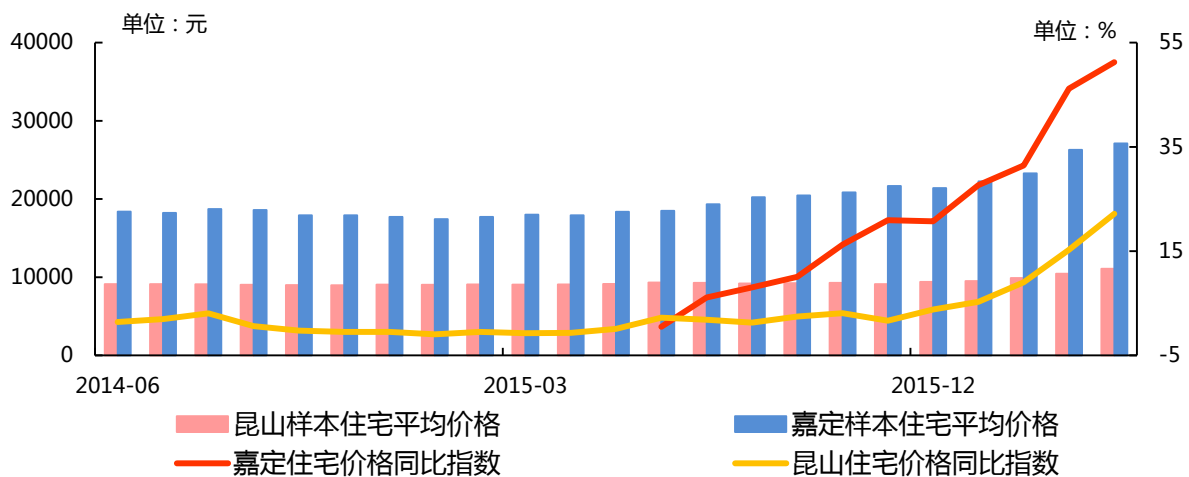
区嘉罗公路 1385 号物业，公司与光大安石合作经营、长期持有的上海嘉定大融城项目招商工作进展良好。

**表 1 截至 15 年末公司房地产项目开发投资情况**

地区	项目	经营业态	用地面积 (万方)	计容建面 (万方)	总建面 (万方)	在建建面 (万方)	竣工建面 (万方)	总投资额 (亿元)
上海嘉定	紫提湾	住宅	12.31	17.67	27.44	0	27.44	15.79
上海嘉定	梦之湾	住宅	10.81	17.35	22.91	0	22.91	23.27
上海嘉定	梦之缘	商住办	7.41	15.77	23.15	23.15	0	23.00
上海浦东	前滩后院	住宅	2.57	3.09	6.06	6.06	0	17.26
昆山花桥	梦之晨	住宅	6.67	20.00	25.65	25.65	0	13.50
昆山花桥	梦之悦	住宅	7.96	17.51	21.63	21.63	0	16.88
上海嘉定	云翔佳苑	住宅	7.42	18.09	22.69	22.69	0	10.00
上海嘉定	宝菊清水园	住宅	2.84	5.68	7.73	0	7.73	4.21
上海嘉定	嘉宝大厦	商办	1.03	1.44	2.40	2.40	0	2.30
合计			59.02	116.60	159.65	101.58	58.07	126.21

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 11 上海嘉定、昆山住宅样本平均价格及其同比走势**



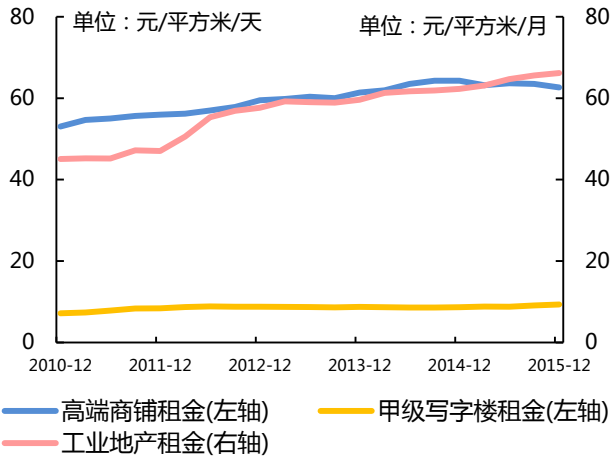
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**表 2 公司持有型房地产项目情况**

地区	经营业态	出租房地产建 面(万方)	16 年 Q1 租金收 入 (万元)	15 年租金收入 (万元)	14 年租金收入 (万元)	13 年租金收入 (万元)
上海	工业类	6.87	604	1396	1384	1160
上海	办公类	0.95	267	617	590	374
上海	商业类	3.08	1079	2492	2310	2606
合计		10.90	1950	4505	4284	4140

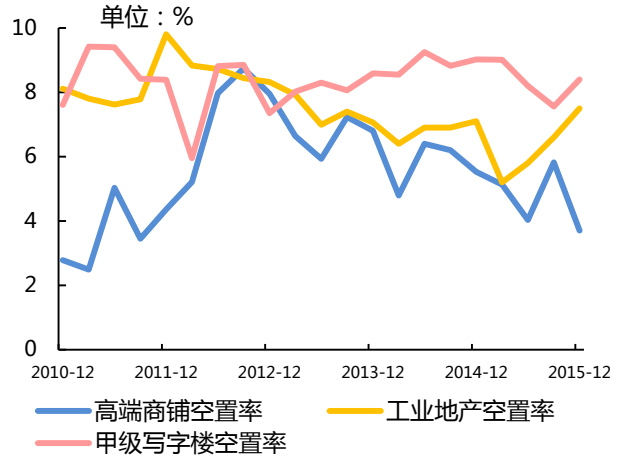
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 12 上海市工业、商业、办公物业租金变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 13 上海市工业、商业、办公物业空置率

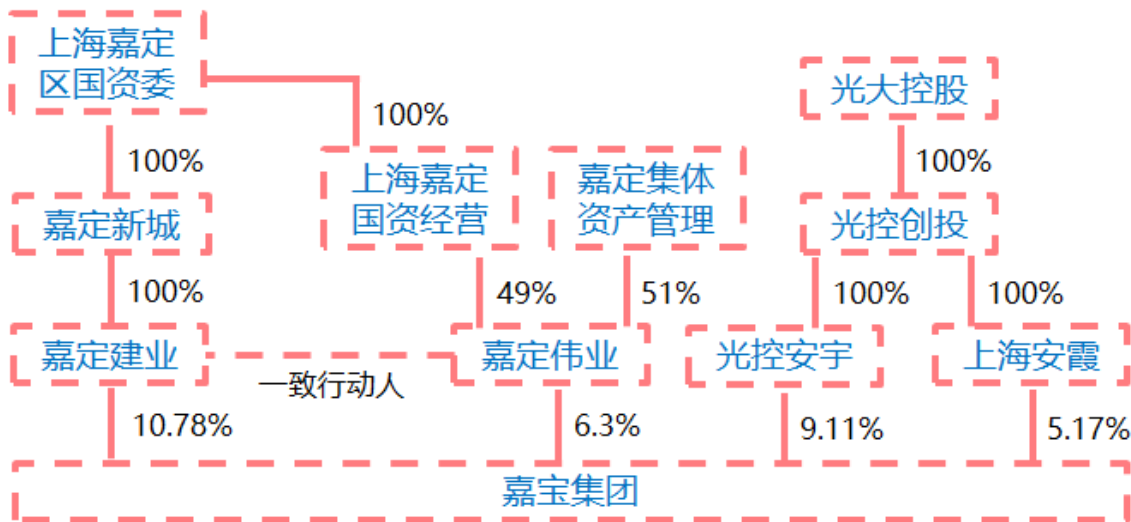


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 3. 获光大控股战略投资，未来深度合作可期

**定增完成，锁定期 36 个月。**截至 16 年 1 月底，公司完成向嘉定建业、光控安宇、上海安霞等共 7 家发行对象的定向增发，募集资金总额为 18.2 亿元。嘉定国资委旗下嘉定建业与其一致行动人嘉定伟业合计持有公司 17.08% 的股权，嘉定建业仍为公司第一大股东；**光大方合计持股 14.28%，与第一大股东持股占比仅差 2.8%。**募集资金扣除发行费用后，将投入公司位于昆山及上海的房地产开发项目，为项目提供有力的资金保障，有助于提高公司资本实力，优化资本结构，降低资产负债率和财务风险，为未来新业务发展储备融资能力。

图 14 定增后公司前两大股东情况



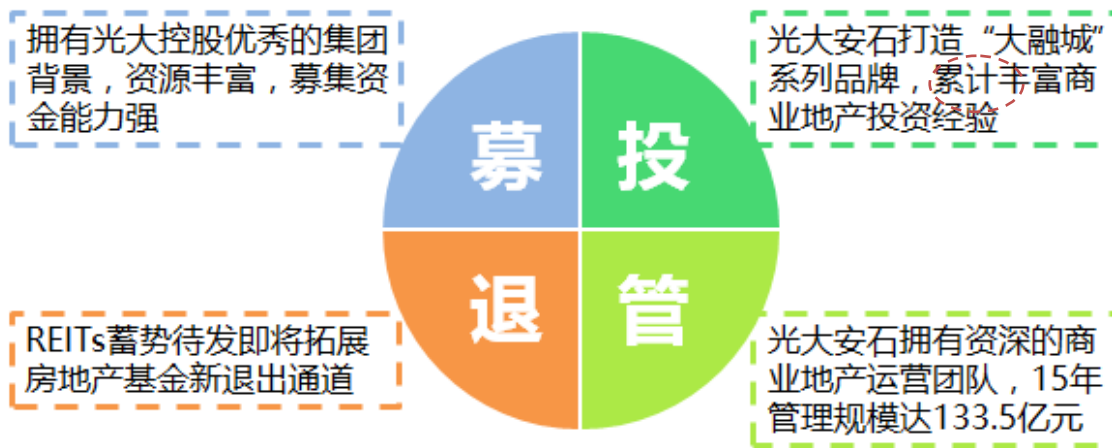
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

本次定增对象为光大控股全资子公司光控安宇和上海安霞，此次定增目的明确以引进光大控股作为战略投资者。光大控股是一家多元化金融控股上市公司，光大集团作为控股股东持有 49.75% 的股权，致力于打造拥有稳定收入和领先核心能力的跨境投资和

**资产管理平台**，设立多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金和对冲基金。光大集团基金管理业务发展迅速，投资地域由中国拓展至海外市场，产业链由传统股权投资延伸至医疗健康、房地产等产业基金，形成了成熟的基金产品体系。

截止 15 年末，集团基金管理业务下主动管理 31 支基金，共持有 71 个投后管理项目，其中 14 个项目已在全球范围内不同证券交易市场上市。各基金总募集资金规模为港币 490 亿元(人民币约 411.6 亿元，按 1 : 0.84 汇率兑换)，较 14 年末下降 2.6%，其中**光大安石投资的中国房地产基金募集规模约港币 159 亿元等值(人民币 133.6 亿元)**，共占比 32.4%，高占比也体现了房地产基金在集团基金业务中的发展取向。我们认为，光大控股介入上市公司将全方位为公司的发展提供支持，在房地产基金的“募投管退”四个环节给予相应的资金或资源支持。

**图 15 光大安石在“募投管退”四个环节的优势**



资料来源：中国中投证券研究总部

**表 3 定增募集资金投资项目情况**

项目名称	项目总投 资(亿元)	已投入资金(含土 地价款, 亿元)	拟投入募集 资金(亿元)	预计销售 额(亿元)	总建面 (万方)	用地面积 (万方)	投资回报 率
昆山花桥梦之悦项目	16.88	7.10	8.00	20.13	22.21	7.96	9.64%
昆山花桥梦之晨花园项目	14.04	6.65	3.65	17.59	25.65	6.67	13.93%
上海嘉定梦之缘项目	21.90	11.80	6.55	26.27	23.15	7.41	9.99%
合计	52.81	25.55	18.19	63.98	71.02	22.04	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**光大安石为光大控股旗下的唯一房地产资产管理平台，未来公司将有机会与光大安石在融资、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。**在以下领域进行拓展：(1)光大控股的金融资本实力为嘉宝集团做大做强提供了坚实的资金基础；(2)在传统的重资产房地产开发模式基础上，发展房地产资产管理等轻资产业务，通过“轻重并举”的模式，实现更高的投资回报率；(3)在传统的房地产开发业务基础上，在智能建筑、智能家居、智慧城市等领域进行探索，实现传统房地产资产的互联网、物联网化。

**光大安石是专注于中国房地产私募股权投资，拥有光大集团的独特资源，15 年光大安石荣获中国房地产基金综合能力 TOP10 榜单第一。**光大安石具有清晰的发展目标，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

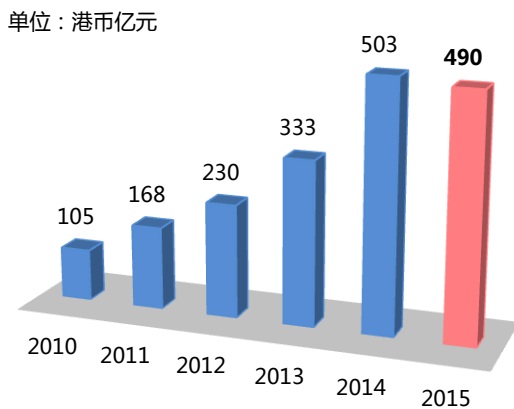
未来 5 年计划管理 25 个项目。光大安石步步为营，打造真正意义上的全产业链金融地产投资管理平台：14 年与新加坡上市的英利国际联手整合旗下商业物业，共同打造“大融城”品牌；15 年光大控股战略入股嘉宝集团，携手管理沪太路项目；此外，将联手首誉光控打通房地产资产证券化的全流程，进一步增加管理收益。

**表 4 光大控股屡获荣誉**

时间	所获荣誉
2016 年 3 月	旗下光大安石蝉联“中国房地产基金综合能力 TOP10 榜单”第一
2016 年 2 月	光大中国焦点基金被 BarclayHedge 评选为 2015 年新兴市场-亚洲对冲基金业绩冠军
2016 年 1 月	“第十三届中国财经风云榜”中获“2015 年度最佳资产管理服务商”
2015 年 12 月	“清科 - 2015 年中国股权投资年度排名”中获“中国 PE 投资机构 20 强第 13 名”
2015 年 6 月	光大控股荣获清科集团“2014 年中国机构 LP10 强”第五名
2015 年 3 月	旗下光大安石荣登中国房地产基金综合能力 TOP10 榜单第一
2010 年 7 月	第三次获选“第五届资本中国杰出企业成就奖”之“杰出投资企业”

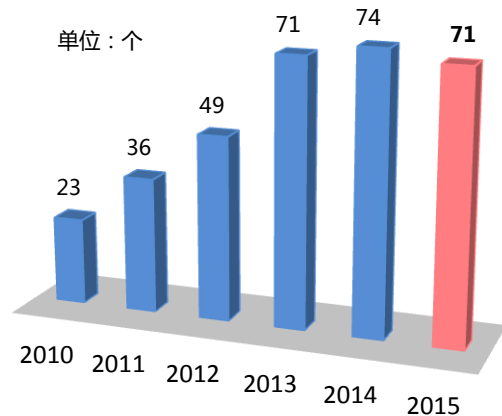
资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

**图 16 光大控股总募资规模**



资料来源：光大控股年报、中国中投证券研究总部

**图 17 光大控股基金管理业务投后管理项目数**

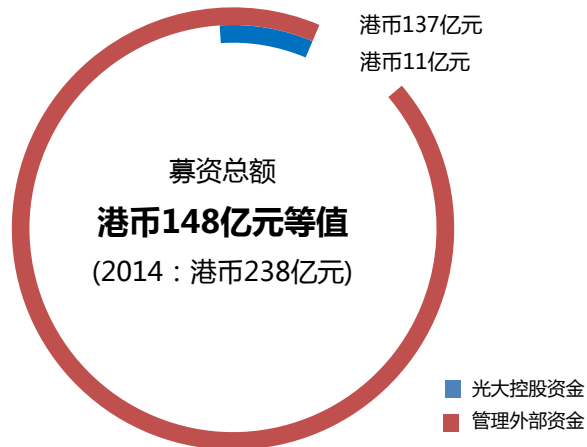
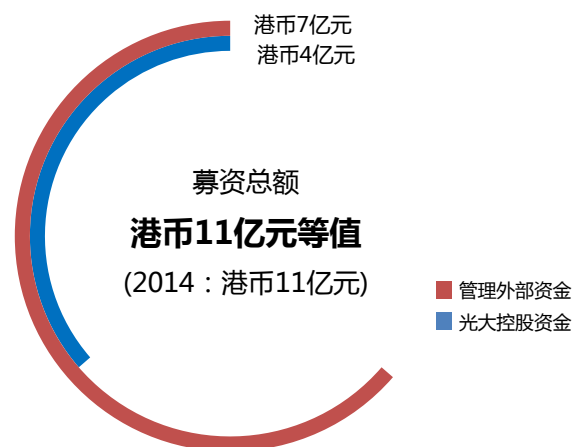


资料来源：光大控股年报、中国中投证券研究总部

**光大安石本身对于扩张的诉求十分强烈并且拥有丰富的房地产基金管理经验。**截至 15 年末，光大安石(人民币)基金的资产管理规模约为港币 148 亿元等值(约合人民币 124.3 亿元) 光大安石(美元)基金的资产管理规模约为港币 11 亿元等值(约合人民币 9.2 亿元)。所管项目均处于中国一线及核心二线城市(例如北京、上海、重庆等)的核心地段，项目涉及多元化的住宅、办公和商业投资，其中在管的购物中心项目共 4 个，总面积约 32.7 万方，代表项目为重庆的“大融城”系列；在管的主动开发项目共 2 个，总面积约 75.5 万方，代表项目为通州新北京中心。

**国际化的一流平台和投资管理团队。**光大安石投资原名亚雷投资(ALAM)，在中国业务最早追溯到 2005 年，是国际顶级房地产私募股权基金投资者雷曼兄弟房地产 PE 的亚洲房地产投资平台，后由光大控股于 2008 年收购并保留主要团队。光大安石团队由 60 余名经验丰富的房地产专家、投资专家、工程专家和资产管理专家组成，团队拥有丰富的投资经验和对不同的金融领域、中外市场对均有专业且深入的认识。光大安石拥有强大的业务网络，与国内外各大开发商建立了长期有效的合作信任关系，合作伙伴

包括内地，香港和新加坡上市房地产公司、TOP50 开发企业、区域龙头企业。由于光大安石为私募房地产基金，不同于公募房地产基金仅收取管理费用，光大安石收益由管理费收入与业绩报酬组成。一般管理费收入为管理资金总额的 0.5%-2%，业绩报酬一般为盈利的 20%。

**图 18 光大安石人民币基金**

**图 19 光大安石美元基金**


资料来源：光大控股年报、中国中投证券研究总部

资料来源：光大控股年报、中国中投证券研究总部

**光大安石运营管理经验丰富。**15 年光大安石以股权方式投资于中国高增长潜力房地产项目的第一期美元基金进入退出期，并于 2015 年初成功推出潘阳荣盛的两个项目。目前第一期美元基金投资的 6 个项目中已有 4 个项目成功实现退出，有关合伙人已全部收回投资本金并实现盈利，仍持有的 2 个项目——上海大融城和徐州项目将全部体现为投资者利润，目前两个项目投后管理状况良好。2010 年建成的重庆大融城项目，年经营性增长平均超 25%，14 年的租金收益过亿元。

**表 5 光大控股房地产基金业务布局广泛**

日期	大事件
2015 年 7 月	光大控股战略入股嘉实集团，拓展房地产资产管理网络
2015 年 6 月	光大安石入股阳光 100 与其确立全方位战略合作关系，巩固在中国房地产基金市场的领先地位
2014 年 10 月	光大控股旗下光大安石发起设立的产业投资基金正式完成签约
2014 年 6 月	光大控股计划斥资 17.6 亿港元入股新加坡上市的中国地产发展商英利成为其第二大兼策略性股东
2011 年 7 月	光大安石房地产基金参与开发上海“新荟广场”购物中心项目
2010 年 7 月	旗下房地产基金引入英资公司 Ashmore 为新的战略伙伴
2009 年 7 月	设立内地房地产投资基金及两个创业投资基金

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**与光大安石早有渊源，合作项目嘉定大融城已顺利开业。**11 年 11 月光大安石与嘉宝集团合作开发新荟广场购物中心项目，后更名为嘉定大融城。项目位于上海市西北部的嘉定新城，属于上海市重点发展的区域。建面约 12.6 万平方米，共 7 层，是一个集购物、餐饮、休闲娱乐为一体的大型综合购物中心，位居嘉定新城四大综合体之首，已于 16 年 5 月底正式开业。该项目受让于上海嘉宝安石置业有限公司，注册资本为人 3 亿元，其中光大安石出资 1.53 亿元，占 51% 股权；嘉宝集团全资子公司嘉宝神马出资 1.41 亿元，占 47% 股权；光控嘉鑫(光大方)出资 600 万元，占 2% 股权。光大安石拥

有丰富经验的管理团队和十分雄厚的资本实力，嘉宝集团拥有丰富的项目开发经验，此次合作是双方资源结合的有益尝试。

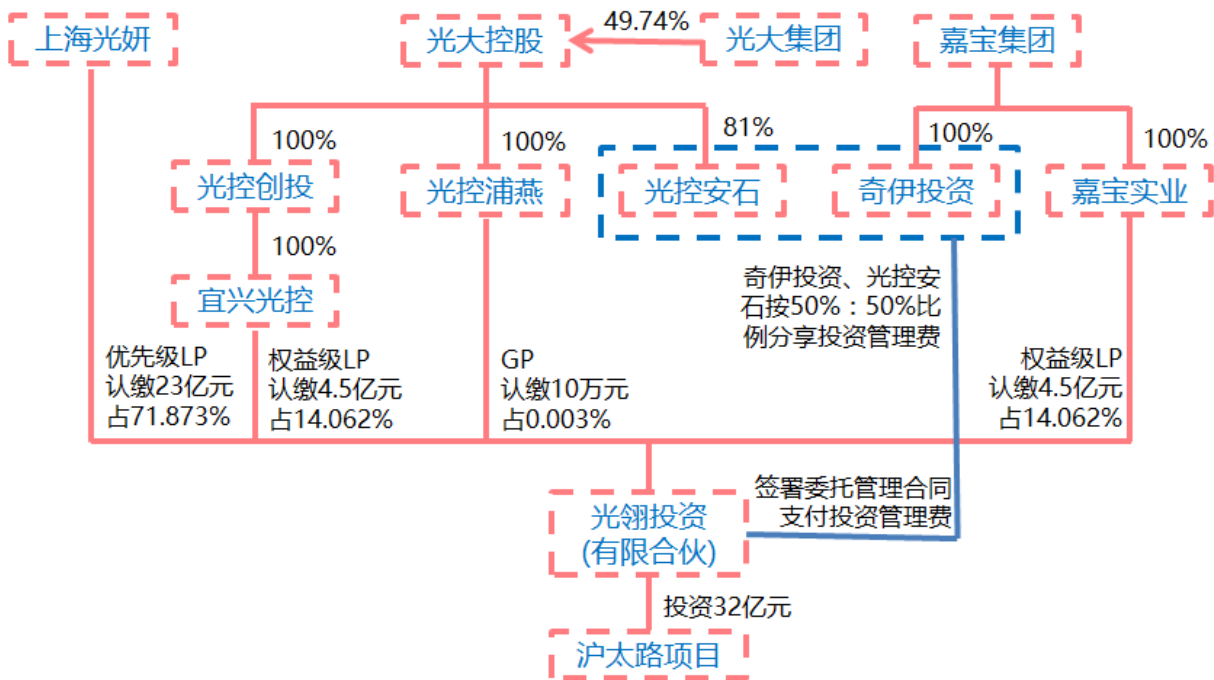
#### 4. 投资光翎投资(有限合伙)，基金管理有益尝试

为探索轻资产发展模式、进军房地产投资信托基金新领域，公司全资子公司嘉宝实业拟投资光翎投资(有限合伙)。有限合伙人认缴出资总额为人民币 32 亿元。上海光妍(优先级 LP)认缴 23 亿元占合伙企业财产份额为 71.873%；宜兴光控(权益级 LP)认缴 4.5 亿元占 14.062%；嘉宝实业(权益级 LP)认缴 4.5 亿元占 14.062%。光控浦燕(GP)认缴 10 万元占 0.003%。

此外，GP 光控浦燕及光翎投资拟与公司的下属公司奇伊投资、光大控股的下属公司光控安石签署委托管理合同，合伙企业将委托奇伊投资和光控安石共同就基金的业务、经营以及基金投资组合的管理等事项提供咨询服务；并且按约定向奇伊投资、光控安石支付投资管理费。投资管理费包括委托管理合同项下的固定投资管理费和浮动投资管理费，奇伊投资、光控安石将按 50%：50%的比例分享上述投资管理费。合伙企业向奇伊投资、光控安石支付完毕投资管理费后，则无需再根据合伙合同的约定向 GP 光控浦燕支付基金管理费及应向其分配的超额收益部分。

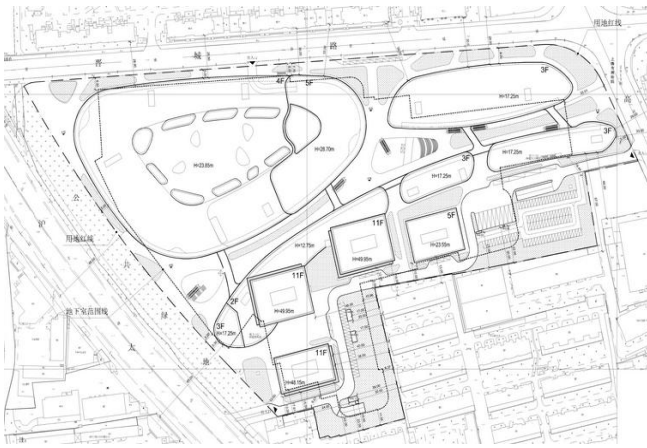
光翎投资将全部出资投资于商业办公项目——沪太路项目。地块土地面积约 8 万方，建筑面积为 16 万方，容积率为 2.0，以底价成交，成交价 13.79 亿元，楼面价 8600 元/平米，出让年限为商业 40 年、办公 50 年。

图 20 上海光翎投资中心投资结构示意图



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 21 沪太路项目工程设计方案规划总平面图



资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

图 22 沪太路项目区位



资料来源：高德地图、中国中投证券研究总部

公司作为国内著名的区域性房地产开发企业，在长三角地区拥有较强的品牌影响力，以及丰富的项目开发、商业运营经验；光大安石作为国内著名的房地产基金之一，拥有丰富经验的管理团队和十分雄厚的资本实力。本次认购光翎投资基金有助于公司进一步增强资产综合运作能力、积极培育新的利润增长点、积累房地产基金管理经验、加速从重资产向轻资产的转型，也是公司继续贯彻执行“一业为主、适度多元；本土做强、逐步向外”基本战略的重要体现。

房地产私募基金的管理人的收益主要为管理费以及业绩报酬，由于市场竞争激烈，管理费已由过去的 2% 逐步下降至目前的 0.5%-1% 左右，业绩报酬在 15%-20% 左右。根据保利地产 15 年年报显示，信保基金 15 年年末净资产为 6.9 亿元，15 年净利润 1.1 亿元，ROE 为 15.9%，高于房地产行业平均 5.8 个百分点。我们假设业绩报酬 20%、项目为 3 年期、三费费率 5%，企业所得税 25%，GP 管理人的跟投比例越低，杠杆越大（杠杆约 6-9 倍杠杆），其 ROE 越高。当 GP 一致行动人作为认购优先级 LP 时，整体 ROE 因为杠杆变低也将下降。**作为房地产基金管理人，利用杠杆获得高 ROE，实现轻资产运营，整体模式类似于万科的小股操盘，能够迅速做大规模。**

表 6 管理人 ROE (假设业绩报酬 20%、项目为 3 年期、三费费率 5%、企业所得税 25%)

GP 跟投比例	项目毛利率					
	24%	26%	28%	30%	32%	34%
4%	29%	30%	31%	33%	34%	35%
5%	24%	25%	26%	27%	29%	30%
6%	20%	22%	23%	24%	25%	26%
8%	16%	17%	18%	19%	19%	20%
9%	14%	15%	16%	17%	18%	18%
10%	13%	14%	15%	15%	16%	17%

资料来源：中国中投证券研究总部

假设优先级预计收益率为 6.5%、业绩报酬 20%、管理费率为 1%，对沪太路项目的回报率进行测算，由于项目属于持有还是出售物业仍未披露，因此分别进行测算，目前嘉定区商业物业的租金在 4 至 6 元/天/平米。当租金在 4.5-5.5 元/天/平米区间内，沪

太路项目的静态回报率约为 5.1%-9.0% (考虑企业所得税)。当售价处于 3.5-4.5 万元每平方米时,公司的 ROE 为 18%-27% (考虑土地增值税、三费、企业所得税),至少比 2015 年公司整体 ROE 高 9.3 个百分点。**轻资产运营能够显著提高公司的 ROE, 提升盈利水平的同时迅速扩大规模。**

**表 7 沪太路项目盈利测算 (假设优先级预期收益率为 6.5%, 净利率 13.1%)**

	租金(元/天/平米)	年租金收入(亿元)	嘉宝实业权益级 LP	奇伊投资管理费	奇伊投资业绩报酬	收益测算	
	总建面 16 万方,假设可租建面 12.8 万方		出资 4.5 亿元	假设业绩报酬 20%, 管理费率 1%		嘉宝方投资收益	年化回报率
持有物业	4.5	2.10	0.11	0.16	0.03	0.30	5.1%
	4.6	2.15	0.13	0.16	0.03	0.33	5.5%
	4.7	2.20	0.15	0.16	0.04	0.35	5.8%
	4.8	2.24	0.17	0.16	0.04	0.37	6.2%
	4.9	2.29	0.19	0.16	0.05	0.40	6.6%
	5.0	2.34	0.21	0.16	0.05	0.42	7.0%
	5.1	2.38	0.23	0.16	0.06	0.44	7.4%
	5.2	2.43	0.25	0.16	0.06	0.47	7.8%
	5.3	2.48	0.26	0.16	0.07	0.49	8.2%
	5.4	2.52	0.28	0.16	0.07	0.51	8.6%
	5.5	2.57	0.30	0.16	0.08	0.54	9.0%
销售物业	售价(万元/平米)	销售收入(亿元)	嘉宝实业权益级 LP	奇伊投资管理费	奇伊投资业绩报酬	嘉宝方投资收益	ROE
	3.5	32.00	2.87	0.16	0.72	3.75	18.0%
	3.6	33.28	3.39	0.16	0.85	4.39	19.0%
	3.7	34.56	3.90	0.16	0.97	5.03	19.9%
	3.8	35.84	4.41	0.16	1.10	5.67	20.8%
	3.9	37.12	4.92	0.16	1.23	6.31	21.8%
	4.0	38.40	5.43	0.16	1.36	6.95	22.7%
	4.1	39.68	5.95	0.16	1.49	7.59	23.6%
	4.2	40.96	6.46	0.16	1.61	8.23	24.4%
	4.3	42.24	6.97	0.16	1.74	8.87	25.3%
	4.4	43.52	7.48	0.16	1.87	9.51	26.2%
4.5	44.80	7.99	0.16	2.00	10.15	27.0%	

资料来源：中国中投证券研究总部

## 二、房地产基金新蓝海，REITs 加速发展完善退出渠道

### 1. 房地产基金——行业新蓝海，房企融资新途径

房地产基金本质是一种融资形式，募集投资者的资金投资于地产开发项目、商业项目等，最终通过出售、上市、并购或管理层回购等方式退出而获利，所获利润在扣除各项费用和税金后向受益凭证持有者发放。房地产基金主要形式为股权类、债权类以及“股

+债”混合类，基金投资者的收益主要为投资收益、利息收入、股权增值收益等；而基金管理者的收益主要为管理费用、业绩报酬等。房地产基金的组织形式有股份公司、有限合伙公司或契约型基金。

**房地产基金弥补了银行贷款的缺陷，可在项目获取开发的不同时点为企业补充现金。房地产企业处于资金密集型行业，在项目获取、开发时对资金需求较高，需要有较高的融资能力。一线城市及核心二线城市土地的稀缺性导致房企拿地成本愈来愈高，房地产基金弥补了银行贷款的缺陷，可在项目获取开发的不同时点为企业补充现金。**我国房地产开发投资资金来源主要为自筹资金（33%）、定金及预收款（22%，其中较大部分来自个人银行贷款）、各项应付款（20%）、银行贷款（12%）及个人按揭贷款（11%）；而上述各项来源均直接或间接地使用了杠杆，预计银行资金在房地产开发投资资金中占比超 50%，房地产对银行贷款的依赖性很大。但银行贷款的并不能完全满足房企企业的资金需求：（1）土地储备贷款要求贷款金额不得超过所收购土地评估价值的 70%，土地拍卖时日渐增高的溢价率将增加房地产企业的融资压力；（2）项目开发贷款则要求房地产企业四证齐全，自有资金应达到项目预算总投资的 35%，对企业自有资金的要求较高。

房地产基金的盈利主要是管理费+业绩报酬+跟投收益（认购劣后才有），随着竞争加剧项目回报率逐渐降低，业绩报酬、跟投收益随之降低，管理费不受影响，一般跟投越少、杠杆越高、整体收益越高。最理想的模式是房地产基金仅作管理人，以业绩报酬和管理费为主要收入，不用自有资金去为房地产公司融资，有能力吸引别的资金投资房地产私募基金，或者能以更低的成本融到钱投入到房地产基金中，起到一个中间人或者说平台的作用，这样可以在有限的资本金里管理更大的规模，实现高周转，以更少的资本金撬动更大的回报才有竞争力，才能在这个行业里生存下去，所以募资能力对于一个房地产私募基金来说非常重要。

**表 8 我国房地产基金以“股权+债权”混合类为主**

	股权类	债权类	混合类
基本原理	参与跟投获得项目股份，与开发商共担风险与收益	不获得项目股份，委托银行贷款给房企，有担保，违约风险较小	“股权+债权”混合，基金获得项目股份并提供借款
GP 盈利来源	管理费、业绩报酬	通道费	管理费、业绩报酬
LP 盈利来源	租金收入、物业升值溢价、股权增值收益	利息收入	股权增值收益、债券利息收入

资料来源：中国中投证券研究总部

通过募集资金方式的不同分为公募房地产基金或私募房地产基金，我国目前绝大多数房地产基金为私募房地产基金。根据 Preqin 统计数据，13 年我国私募房地产基金募集金额约 693.4 亿元，同比增 79.1%；新募基金数为 132 个，同比增 40.4%。由于统计口径的问题，信托资金投资房地产基金未被算入房地产基金募集资金，因此估算行业整体规模还需要加上信托资金投向房地产行业的总值，由此估算出目前房地产基金以及房地产信托整体的市场份额在 1.65 万亿元左右。

本质上看，房地产信托、房地产基金、REITs 均为房地产开发经营公司提供融资，其产品结构差别较小，但长期看房地产基金有其不可替代的优势并将逐渐吸纳房地产信

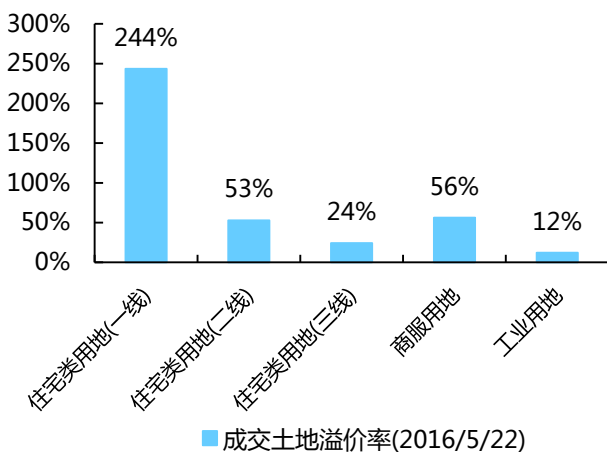
托的市场份额，原因如下：(1) 房地产企业使用房地产基金融资成本约 8.1%-11.6%，房地产信托的融资成本约 6.6%-11.1%，对房地产企业来说两者的融资成本差异不大；(2) 房地产信托对开发商的要求较高，开发商需要满足 4 证齐全（包括：《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》、《国有土地使用证》），自有资金占 30%，拥有 2 级以上的开发资质，并且需要抵押土地以及在建工程，对于需要支付土地款以及四证齐全前需要流动资金的房企来说，房地产基金是必不可少的融资方式；(3) 房地产信托主要以债权类投资为主，投资者要求能够获得稳定的回报率；但房地产基金、REITs 是以“债权+股权”混合类为主，投资者可以选择获得稳定的收益或是与开发商共同承担风险并获得股权增值、项目开发经营收益，与优质开发商合作带来的收益其吸引力将远胜于固定回报率；(4) 我国目前发行的 REITs 都为类 REITs，离真正意义上的 REITs 还有一定距离，而其结构设计本质仍为房地产基金；REITs 的快速发展仍需要政策、税收等完善，因此进入快速发展期还需要一些时间，房地产基金则获得了快速发展的土壤。

**表 9 房地产信托、房地产私募基金融资成本比较**

房地产信托融资成本					
	理财产品收益	通道费	托管费	信托盈利	区间成本
下限	5%	0.50%	0.05%	1%	6.6%
上限	7%	1%	0.10%	3%	11.1%
房地产基金融资成本					
	优先级收益	管理费	托管费	业绩报酬	区间成本
下限	6%	0.50%	0.05%	1.5%	8.1%
上限	7%	1%	0.10%	3.5%	11.6%

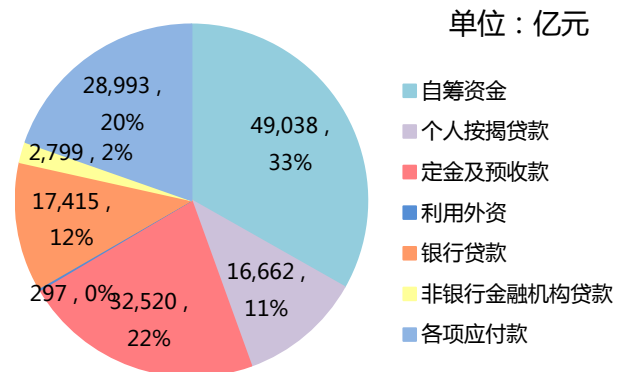
资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

**图 23 成交土地溢价率高企**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 24 房地产开发投资资金来源**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

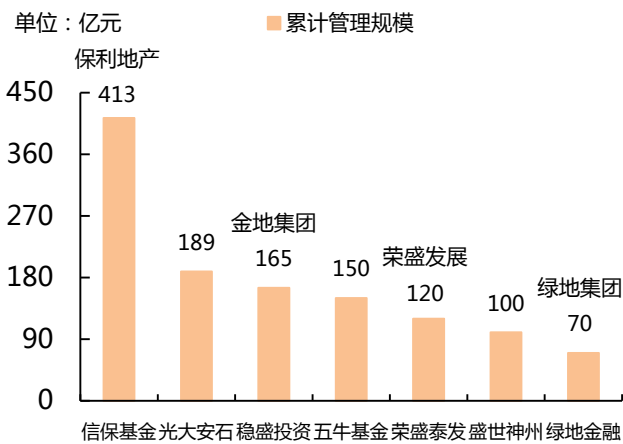
房地产基金投资属性的独特性将为房地产基金带来巨大发展潜力，预计房地产基金将逐渐抢占房地产信托的市场份额。预计至 2025 年，房地产基金的市场份额将达到 1.31 万亿（占房地产开发资金的 8.7%），年化增长率约 14.5%；而房地产信托的市场份额将由 2015 年的 1.28 万亿（占房地产开发资金的 10.3%）逐渐下降至 0.65 万亿（占房地产开发资金的 4.3%）。

**表 10 组织形式的比较**

	股份公司	有限合伙公司	契约型
存在形式	以公司法为基础,通过设立投资公司或资产管理公司,投资人即为公司的股东	以基金管理公司形式存在,是国外基金进入我国房地产市场采用的主要形式	信托公司利用信托形式经营私募基金业务
发行凭证	股份	收益凭证	收益凭证
税收	双重缴税:企业、投资者均需缴税	合伙人需要缴税	双重:企业受益人均需缴税
法人资格	有	无	无
收益分配	运营收益按股份分配	资产增值或现金流收益按协议分配	通道业务收益按协议分配

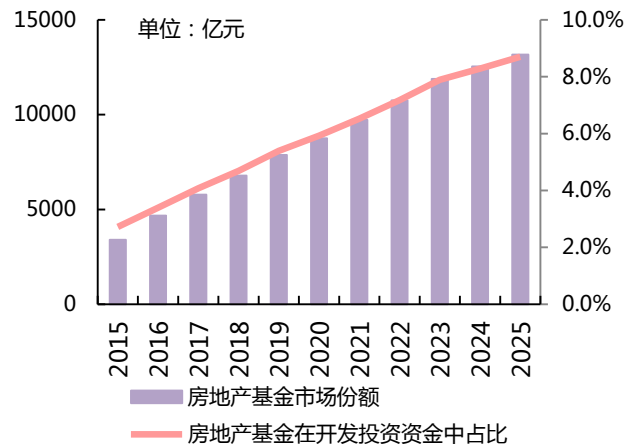
资料来源:互联网、中国中投证券研究总部

**图 25 房地产基金累计募集规模比较**



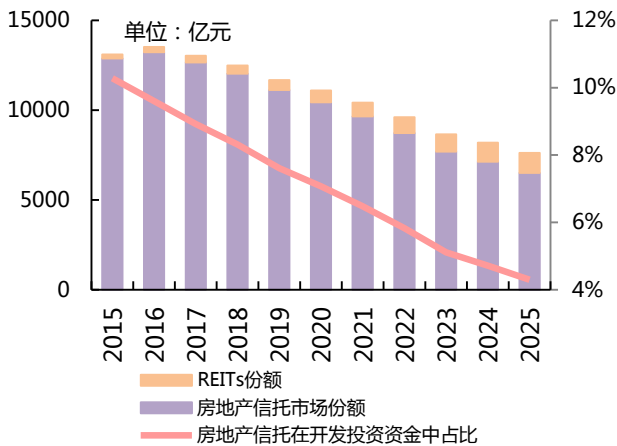
资料来源:2016年中国房地产百强企业研究报告、中国中投证券研究总部

**图 26 房地产基金市场规模稳步增长**



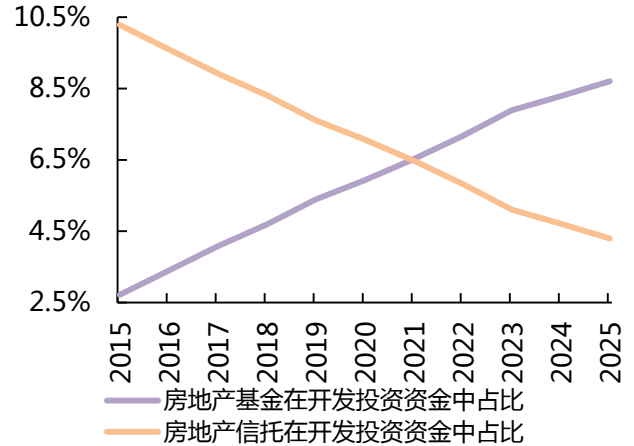
资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

**图 27 房地产信托市场份额逐渐下降**



资料来源:2016年中国房地产百强企业研究报告、中国中投证券研究总部

**图 28 房地产基金、信托市场规模出现剪刀差**



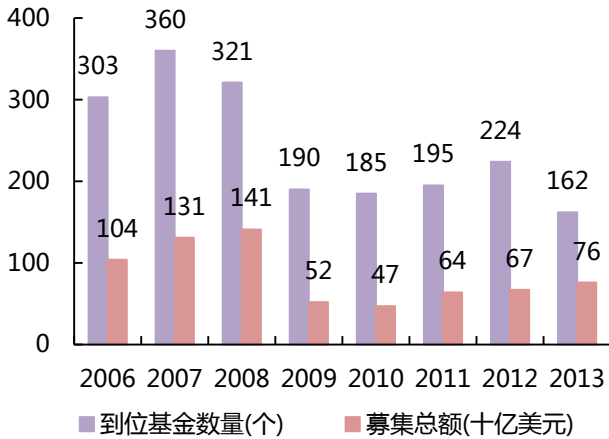
资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

根据《2016年中国房地产百强企业研究报告》,目前房地产基金综合能力前三名分别为光大安石、信保基金、兴业资管。保利地产旗下信保基金最早涉足地产基金,结合保利地产开发商背景已形成规模效应,发展模式为信保基金与保利地产联合拿地,再引入信托等其他资金接盘所占股权,降低保利地产的负债率。15年末信保基金累计管理规模为413亿元,市场占有率约2.5%。**目前房地产行业较为分散,低成本融资能**



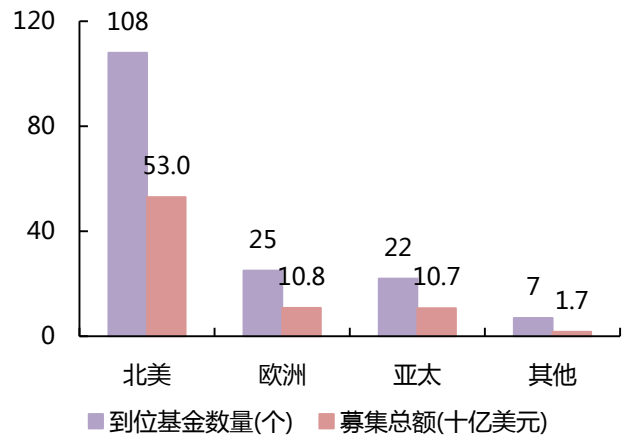
券研究总部

**图 35 全球私募房地产基金募集情况**



券研究总部

**图 36 2013 年主要地区私募房地产基金募集情况**

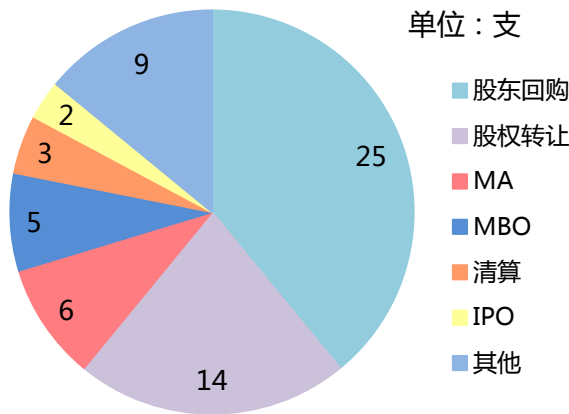


资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

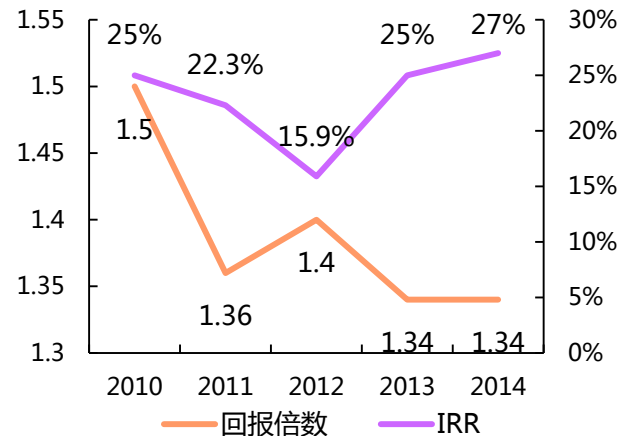
资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

国内的私募房地产基金大多为项目导向型，不用花费较多时间进行项目投资筛选，因此整体存续期较短，一般为 1 至 3 年左右。私募房地产基金 ROE 约 15%，静态回报率约在 20%，回报率高主要由于杠杆较高。房地产基金市场竞争加剧、全球资金成本大幅下降、地价高企都压缩了房地产基金的利润空间，预计房地产基金静态回报率长期仍将下降。在回报率下降的背景下，拥有较强低成本融资能力，能够高周转、规模化、标准化发展的公司才能够在地产基金行业中崛起。

**图 37 中国房地产基金退出方式**



**图 38 中国房地产基金回报情况**



资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

未来拥有 PE 背景、开发商背景或产业背景的房地产基金将拥有绝对的竞争优势，有望在房地产基金这个新兴行业中成为佼佼者。公司引入战略合作伙伴光大控股后，同时拥有开发商背景、PE 背景，借助光大安石丰富的管理经验、光大控股强大的融资能力（15 年银行贷款利率仅为 2.82%），以及公司自身上市平台的优势，公司有望在房地产基金这个新兴行业中成为佼佼者。

图 39 房地产基金退出方式运营模式

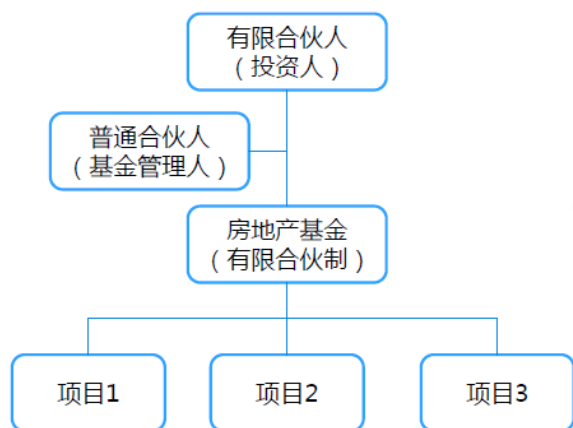
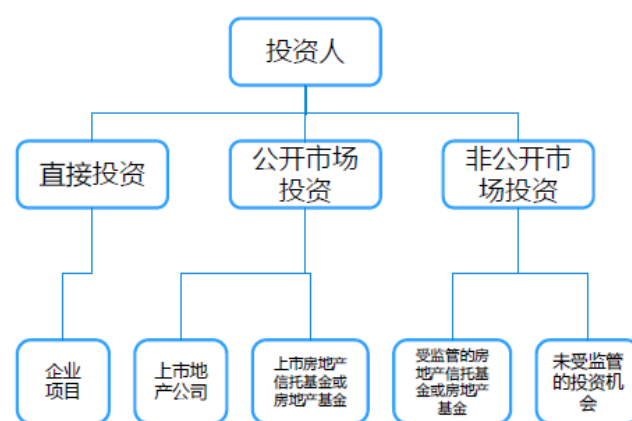


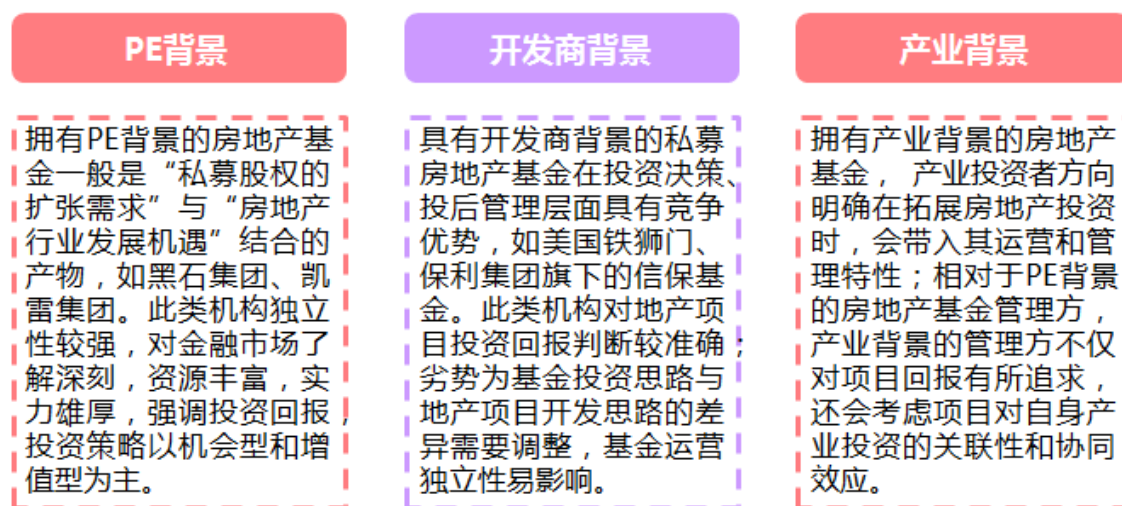
图 40 房地产投资方式分类



资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

图 41 携手光大，PE 背景、开发商背景兼备

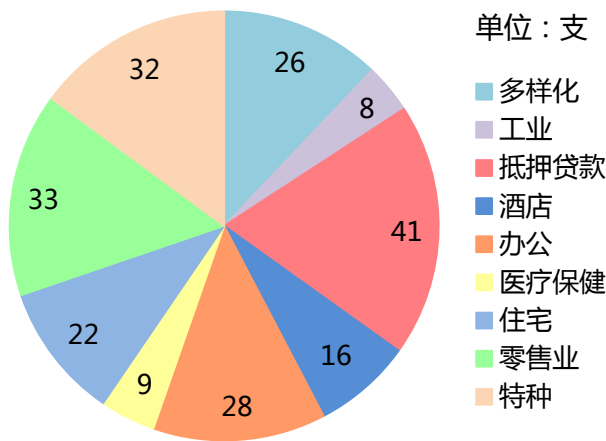


资料来源：2014 年中国房地产基金研究白皮书、中国中投证券研究总部

## 2. REITs——开辟融资新思路，拓展房地产基金退出通道

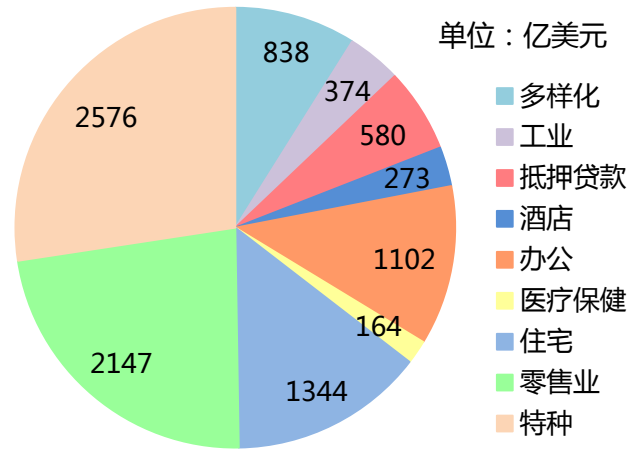
**标准房地产投资信托基金 ( Real Estate Investment Trusts,简称“REITs”)**属于**公募房地产基金**，是**不动产证券化**的一种。REITs 通过公开发售股票或单位受益凭证来募集资金交由专业投资管理机构运作，并将基金投资于房地产业或项目来获取投资收益和资本增值，然后将投资收入以分红形式分配给投资者。REITs60 年代起源于美国，至今已发展了 50 余年，尤其近十年来 REITs 的发展突飞猛进，平均日交易总量由 06 年的 24 亿美元(约合人民币 156 亿元,本文美元兑人民币汇率以 1 美元=6.5 人民币计算)上增至 16 年的 67 亿美元(约合人民币 435.5 亿元)，年复合增长率 10.8%。目前美国 REITs 已非常成熟，上市 REITs 已达 215 支，以抵押贷款、零售业地产、特种地产为资产标的的上市 REITs 位列前三，分别为 41、33、32 支；上市 REITs 总市值达 9398 亿美元(约合人民币 61087 亿元)。

图 42 美国上市 REITs 分类型个数



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

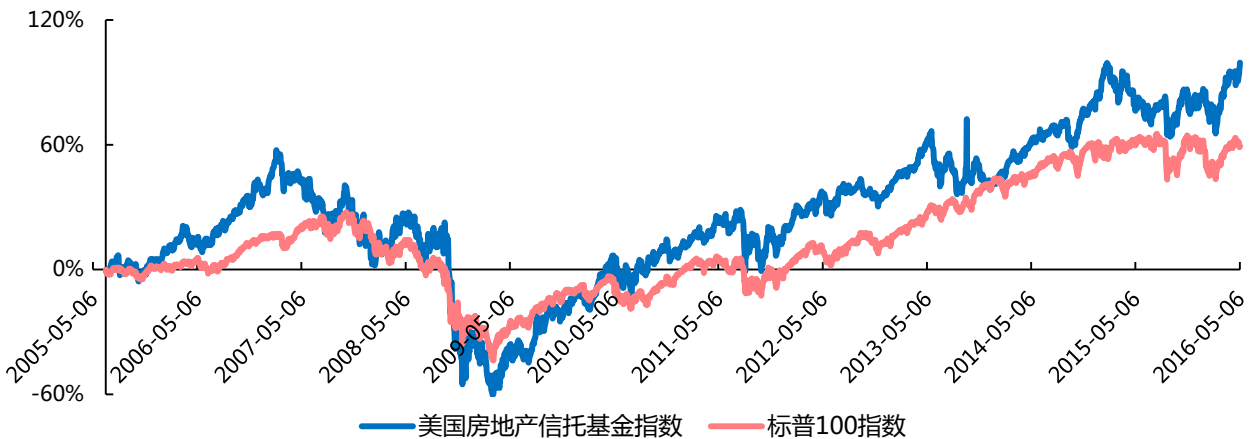
图 43 美国上市 REITs 分类型总市值



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

REITs 运作方式有两种，区别主要为发起方，第一种：特殊目的机构 SPV 向投资者发行收益凭证，将所募集资金集中投资于标的物业，并将标的物业所产生的现金流向投资者还本付息。第二种：物业所有者将部分或全部标的物业资产打包发起设立 REITs，以租金、按揭利息等作为标的，均等分割后出售给投资者，并定期派发红利。

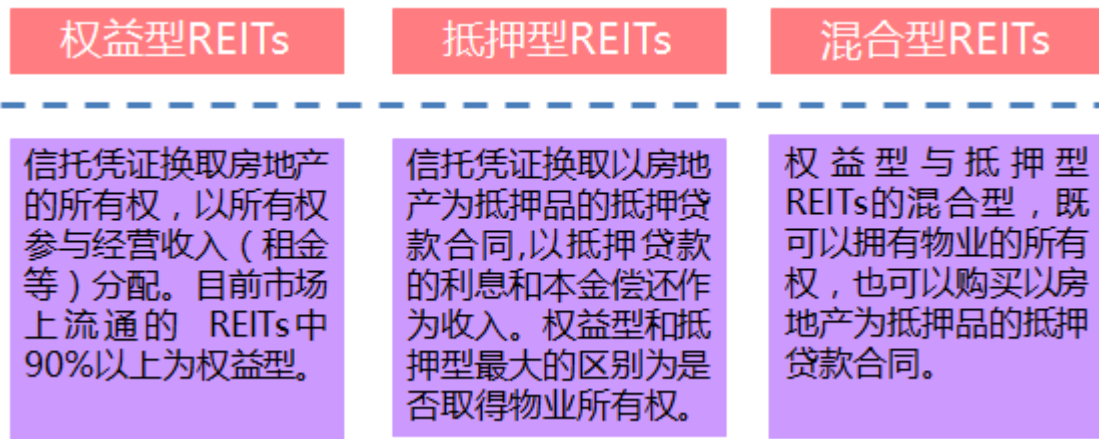
图 44 美国 MSCI 房地产投资信托指数及同期标普 100 指数涨幅比较(基准日 2005 年 6 月 17 日)



资料来源：CHOICE、中国中投证券研究总部

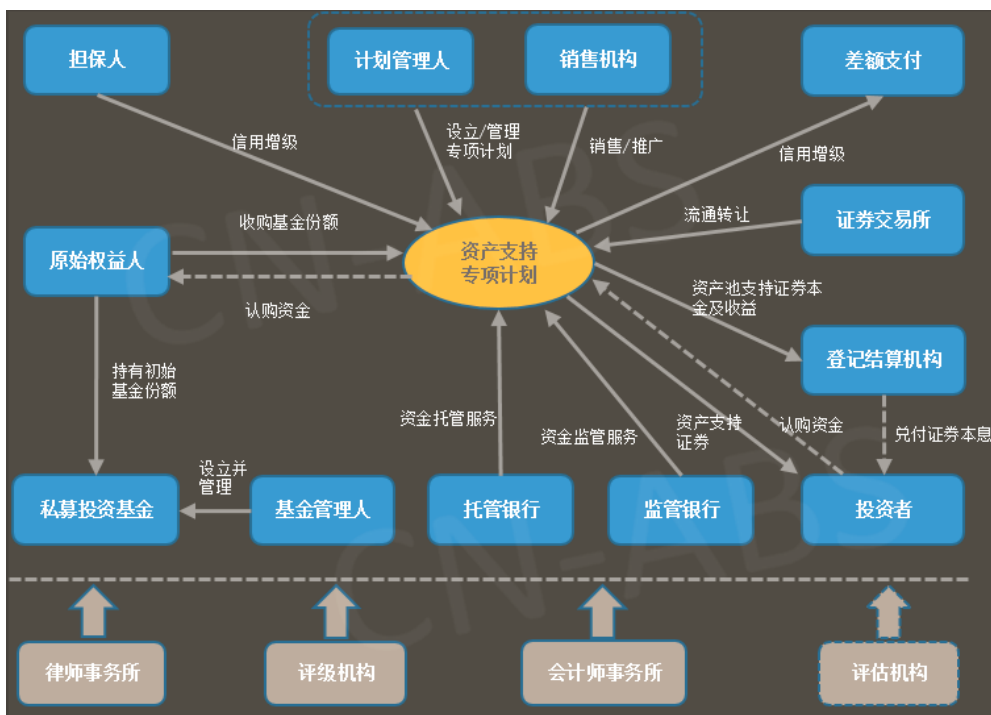
**REITs 为开发商和房地产基金提供了低成本的融资渠道及有效的退出渠道。开辟融资新思路** 传统模式为开发商以自有资金和信贷融资获得的资金进行地产开发，而 REITs 可以帮助开发商或房地产基金在未满足发放贷款的情况下，以低成本募集资金投入开发项目中。**拓展房地产基金退出渠道**：除了出售物业外，开发商或房地产基金可以通过证券化打包出售物业可以加速资金回笼，大幅缩短了投资回报周期。**REITs 也为普通房地产投资者提供了便捷的投资渠道**，不需要通过购买实体物业出租以获取租金回报，只需投资相关 REITs 即可获得租金回报；此外，由于 REITs 可以在二级市场上转让，投资者可以随时降权益现金化。

图 45 REITs 按照投资形式的不同分类



资料来源：中国中投证券研究总部

图 46 中国 REITs 交易模型



资料来源：CN-ABS、中国中投证券研究总部

根据中国资产证券化分析网站统计，目前我国 REITs 共有 6 支，总值 226.9 亿元，标的物业主要为零售业、办公物业，均在债券市场交易，利率收入税率为 20%。这 6 支 REITs 均在盘活存量物业进行了非常有益的尝试，对于写字楼、酒店等商业物业持有人来说，REITs 能够将标的物业的股权证券化，并且由于房地产私募基金的结构设计，物业持有人能够避免股权转让的企业所得税，因此对于有盘活存量物业诉求的房企十分有吸引力。但我国 REITs 大多以私募形式发行并非真正意义上的 REITs 对投资者人数、资金起点均有较高门槛要求。由于内部外部因素，我国公募房地产基金发展遭遇瓶颈，主要影响因素有：1) 高端物业存量较少，而且高端物业本身就能够产生稳定的现金流，房地产企业没有必要发行公募房地产基金进行融资；2) 商业地产租金回报率较低，例

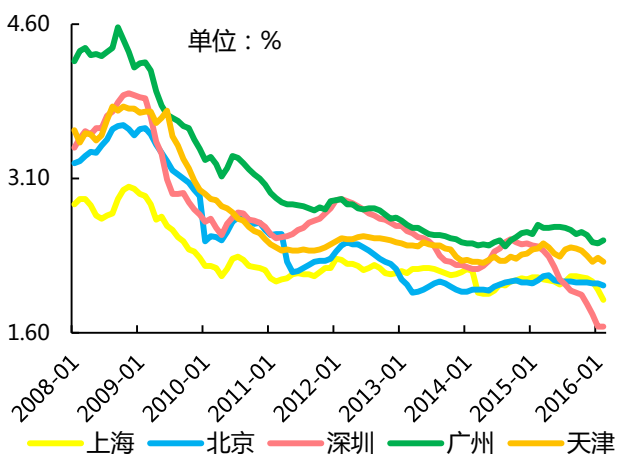
如 15 年末上海、深圳甲级写字楼租售比仅为 5.7%、6.0%，对比信托项目 9%-12% 的回报率，REITs 对投资者吸引力较弱；3) 公开交易审批手续复杂、耗时长；4) 没有税收优惠，面临双重缴税的问题。

16 年 5 月，住建部副部长陆克华提出培育和发展住房租赁市场相关政策措施，其中提到鼓励金融机构加大支持，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。16 年 6 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》提出加大政策支持力度，为住房租赁市场提供金融支持，支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，推进 REITs 试点。**高层多次发声将加速促进 REITs 税收优惠等政策的落地，解决企业投资者双重缴税、产权登记、流动性不足等问题。REITs 的蓬勃发展将为光大安石的管理项目提供丰富退出渠道，有利于提高资金周转速度，实现轻资产运营模式。**

此外，近期监管层内部已形成针对证券期货经营机构资产管理业务的三份文件的征求意见稿或修订稿，其中《基金管理公司特定客户资产管理子公司风控指标指引》要求基金子公司净资本不得低于各项风险资本之和的 100%，专户业务中主动管理业务将最多按 3% 计提风险资本。《指引》促进基金子公司大力发展资产证券化业务因为资产证券化业务按照 0.1%-0.2% 计提，可以缓解基金子公司资本压力，REITs 作为不动产资产证券化的重要方式将充分受益。

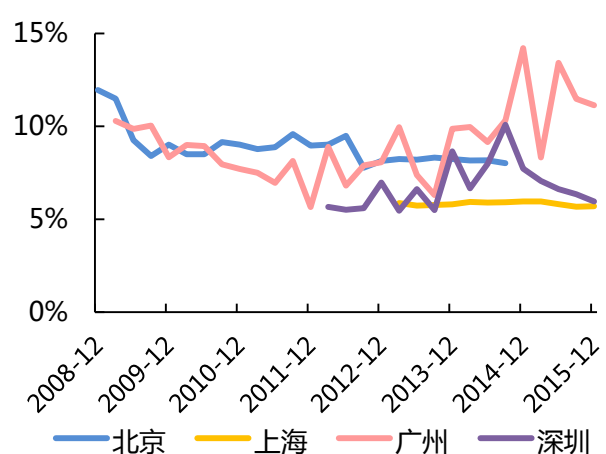
**光大安石主要以有限合伙公司形式及股份公司形式参与房地产基金项目，目前我国房地产基金的退出方式主要为股东回购以及股权转让，两者的执行成本均很高、且信息不对称，而以发行 REITs 作为退出方式则能很好的降低执行成本并且能够在公开市场进行交易，具有很强的流动性。REITs 的发展不仅能够拓展房地产基金的退出通道，促进房地产基金的蓬勃发展；也能够有效盘活存量资产，符合国家建设租购并举住宅制度的大方向。**

图 47 二手住宅租金回报率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 48 甲级写字楼租售比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 3. 类 REITs 实例分析

**REITs 一般通过收购房地产私募基金的基金份额获得标的资产的股权，其中私募基金**

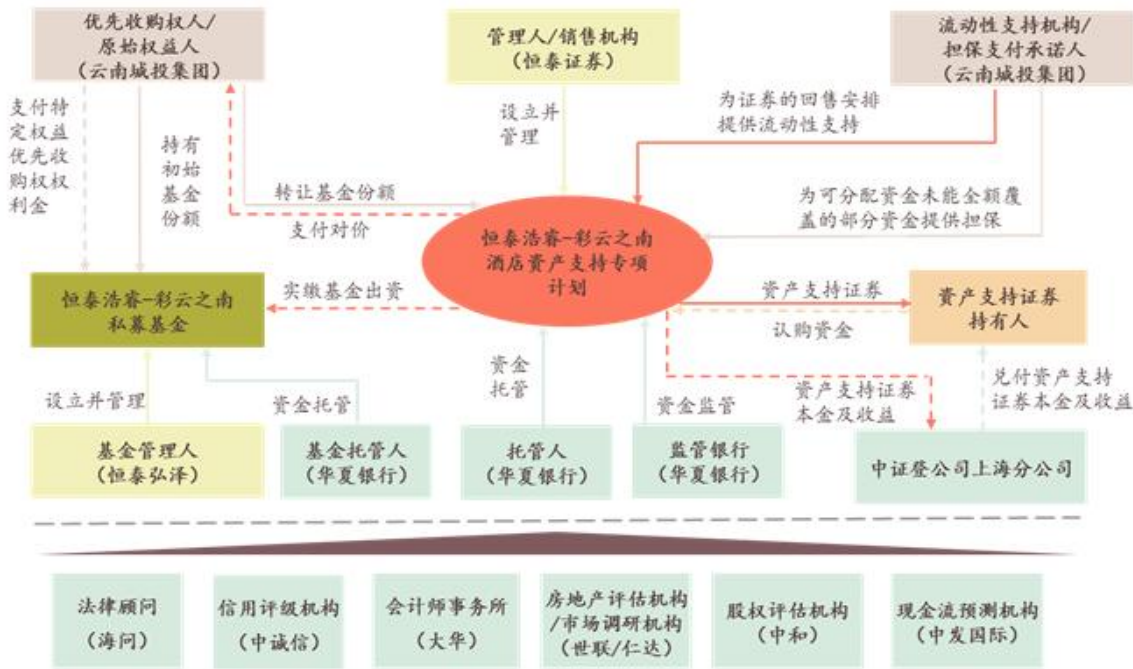
请务必阅读正文之后的免责条款部分

**地产基金起到了隔离风险、避税的作用。**恒泰浩睿—彩云之南酒店资产支持专项计划首先由恒泰弘泽设立并管理恒泰浩睿—彩云之南私募基金,原始权益人云南城投集团认购全部基金份额;基金管理人恒泰弘泽再代表私募基金向云南城投集团购买目标股权(北京酒店公司 100%股权共 20.1 亿元,版纳投资公司 100%股权共计 6.1 亿元),并向项目公司发放委托贷款。恒泰证券作为专项计划的管理人代表专项计划以 5 千万元收购私募基金的全部基金份额,优先 A、B、C 类将按顺序清偿。

云南城投集团通过运作将目标股权装入房地产私募基金,以便资产支持计划能够通过认购私募基金份额获得目标股权。目标资产为两处酒店物业,分别位于北京市朝阳区与云南西双版纳旅游度假区。REITs 份额持有人的收入和现金流来源于目标资产的客房收入、餐饮收入、以及其他收入,并以此实现盈利。

私募基金份额总计 58 亿份,每份 1 元,云南城投集团采取分期出资方式已实缴出资 5 千万元。优先 A 级 7.7 亿元,预期收益率 4.49%,持续期 18 年,按年摊还本金;优先 B 级 49.3 亿元,预期收益率 6.39%,持续期 9 年,到期还本。优先 C 级 1 亿元,预期收益率 7.99%,持续期 9 年,到期还本。

**图 49 恒泰浩睿—彩云之南酒店资产支持专项计划交易结构图**



资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

中信启航专项资产管理计划的资产原持有人与计划管理人均为中信证券,中信证券作为资产原持有人向私募基金转让拥有目标资产的项目公司 100%的股权,取得股权转让对价;并作为专项计划管理人收取管理费,并认购私募基金的全部基金份额。私募基金管理人为中信证券间接拥有全部权益的下属公司,收取私募基金管理费及取得效益报酬。私募基金控制的项目公司将向中信证券及其关联方出租目标资产,取得租金收入。

中信证券认购次级受益凭证实际发售数量 10%。目标资产为资产原持有人通过其持有 100%股权的天津京证和天津深证拥有的北京物业(总建面 6.99 万方)和深圳物

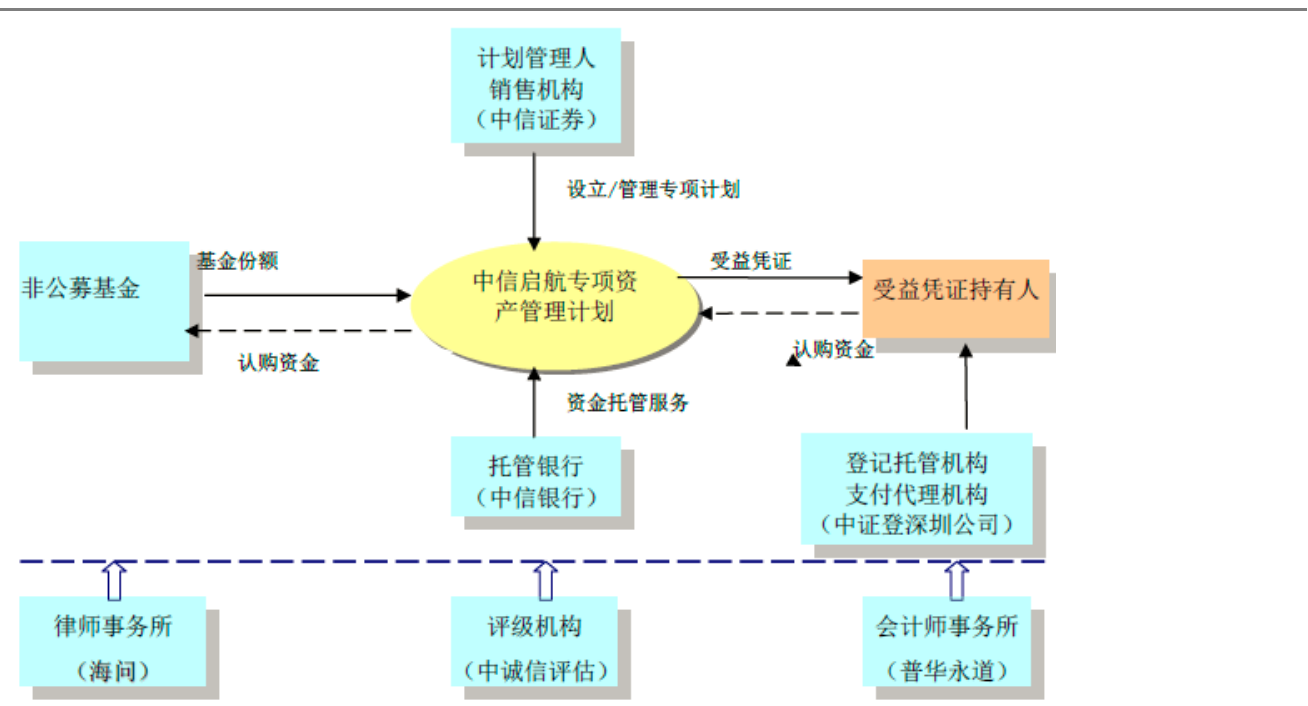
业（总建面 3.04 万方）。优先级受益凭证的目标发售规模为 36.5 亿元，优先级收益率为 7%；次级受益凭证目标发售规模为 15.6 亿元，每年受益支付相关费用后按 10：90 的比例分配给优先级受益凭证持有人和次级受益凭证持有人。根据测算，中信证券通过 REITs 将所持物业证券化，年化收益率约在 8.8%-13.7%之间。

**表 11 中信启航专项资产管理计划静态回报率测算**

租金(元/月/平方米)		北京物业租金							
		400	410	420	430	440	450	460	470
深圳 物业 租金	200	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7
	210	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.5	4.6	4.7
	220	4.2	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7
	230	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8
	240	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8
	250	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9
	260	4.3	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9
	270	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.9
中信证券静态 回报率测算		8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.2%	11.7%	12.2%
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	11.9%	12.4%
		9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.6%
		9.5%	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.8%
		9.7%	10.2%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
		9.9%	10.4%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%
		10.1%	10.6%	11.1%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
		10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 50 中信启航专项资产管理计划交易结构图**



资料来源：中信启航专项资产管理计划受益凭证募集说明书、中国中投证券研究总部

**表 12 中国现有 REITs 项目情况**

项目名称	起始日	类型	总额(亿元)	优先级收益率
恒泰浩睿-彩云之南酒店资产支持专项计划	2015 年	酒店	58.0	4.49/6.39/7.99
招商创融-天虹商场(一期)资产支持专项计划	2015 年	零售业	14.5	5.24
恒泰浩睿-海航浦发大厦资产支持专项计划	2015 年	办公	25.0	5.30
中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划	2015 年	零售业	33.4	5.60
中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	2014 年	零售业	44.0	6.17
中信启航专项资产管理计划	2014 年	办公	52.1	7.00
合计			226.9	

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 三、盈利预测

### 1. 盈利预测

盈利预测主要基于以下假设：

**1) 公司房地产开发及物业租赁业务营业收入稳步增长，受益市场回暖项目结算收入增多，毛利率将逐渐回升。** 预计 16-18 年房地产开发及物业租赁业务营业收入分别为 23.6、26.7、30.5 亿元，对应增长率为 15.0%、7.5%、10.0%，18 年毛利率回升至 29.1% 较 15 年提升 3 个百分点。16 年一季度销售收入 12.0 亿元(同比增长 233.5%)、结算收入 7.7 亿元 (同比增 39.5%)大幅增长，一季度末预收账款 24.7 亿元，基本锁定 16 年全年业绩，公司 16 年业绩目标营收达 22 亿元，预计将超额完成 7.3%。

**2) 房地产基金业务 16 年起步，规模发展仍需时间沉淀。** 沪太路项目带来管理费收入预计在 17 年实现，公司与光大管理费分成比例为 50%：50%，假设管理费率为 2%并且暂无新增管理项目，预计 16-18 年地产金融业务营业收入分别为 0、0.32、0.34 亿元，**公司基金业务，未来地产金融业务将随中国 REITs 的规模发展出现显著增长，公司地产金融业务潜力十分看好。**

**3) 市场对于公司未来房地产基金的规模预期较高，至 2025 年房地产基金总规模约 1.31 万亿元，最早涉足该行业的信保基金 15 年累计管理规模 413 亿元，市场占有率约 2.5%，行业分散度高，有待整合。地价高溢价率虽然促进房地产基金的发展，但也压缩了房地产基金的利润空间。拥有较强融资能力，能够规模化、标准化发展的公司能够在房地产基金行业中崛起。** 公司引入战略合伙人光大控股后，同时拥有开发商背景、PE 背景，借助光大安石丰富的管理经验、光大控股强大的融资能力，公司有望在房地产基金这个新兴行业中成为佼佼者。未来预计作为第二大股东的光大集团将会有更多的资源倾斜，加速项目开发并获得管理费收益，实现轻资产转型，**参考美国黑石集团、科勒尼不动产上市初期 PE，并鉴于 A 股标的稀缺性给予嘉宝集团 39 倍 PE，预计 16 年每股收益为 0.46 元/股，目标价为 18 元。**

**表 13 公司房地产项目开发投资情况**

	2015A	2016E	2017E	2018E
--	-------	-------	-------	-------

营业收入(万元)	209554	238801	277002	315883
房地产开发及物业租赁	196991	235601	263402	301331
房地产基金收入	0	3200	13600	14552
增长率(%)	27.98%	13.96%	16.00%	14.04%
房地产开发及物业租赁	52.77%	15.00%	7.50%	10.00%
房地产基金收入	0.00%	0.00%	325.00%	7.00%
毛利(万元)	55512	65518	82181	97186
房地产开发及物业租赁	51412	63818	73581	87784
房地产基金收入	0	1700	8600	9402
毛利率(%)	26.49%	27.44%	29.67%	30.77%
房地产开发及物业租赁	26.10%	27.09%	27.94%	29.13%
房地产基金收入	0.00%	53.13%	63.24%	64.61%
毛利贡献率(%)				
房地产开发及物业租赁	92.61%	97.41%	89.54%	90.33%
房地产基金收入	0.00%	2.59%	10.46%	9.67%

资料来源：中国中投证券研究总部

**引入战略投资人光大控股，深度合作可期；试水房地产基金加速项目开发并获得管理费收益，实现轻资产运营，预计房地产基金业务将带动公司业务转型升级，成为公司新的盈利增长点。目前 RNAV 18.1 元/股，预计 16-18 年营业收入为 24、28、32 亿元，同比增速分别为 14%、16%、14%，三年复合增速为 14.6%；16-18 年 EPS 为 0.46、0.59、0.70 元，三年复合增长 20.3%，对应当前股价 PE30、24、20 倍，参考美国黑石集团、科勒尼不动产等房地产基金公司上市初期 PE，并鉴于标的稀缺性给予嘉宝 39 倍 PE，对应 6 个月目标价 18 元，维持“强烈推荐”评级。**

## 2. 风险提示

- 1) 近期市场风险偏好下降，地产类个股整体估值偏低；
- 2) 房地产行业竞争日趋激烈，行业增收不增利现象普遍。15 年 A 股上市 142 家房企实现营收 12223 亿元(+39.7%)，营业利润 1620 亿元(+15.8%)，归母净利润 988 亿元(+10.7%)。但 15 年行业毛利率 28.2%，同比降 3.6 个百分点；净利率 9.9%，同比降 2.0 个百分点；ROE10.1%，同比降 1.9 个百分点；
- 3) 公司首次尝试房地产基金，相关经验仍需积累；
- 4) 一线城市土地资源稀缺，拿地成本增高，对公司融资能力有较高要求。公司 15 年没有新增项目，目前项目储备仅满足未来 3 年开发需求。

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	8320	8445	8670	8861
现金	1264	1944	2685	3354
应收账款	1	1	1	1
其它应收款	82	93	108	123
预付账款	10	12	14	16
存货	6635	6068	5534	5040
其他	328	328	328	328
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	9279	9419	9658	9864
<b>流动负债</b>	3919	3626	3545	3354
短期借款	0	0	0	0
应付账款	160	182	211	241
其他	3759	3444	3334	3113
<b>非流动负债</b>	1870	1797	1750	1702
长期借款	853	803	753	703
其他	1016	994	996	999
<b>负债合计</b>	5789	5423	5295	5056
少数股东权益	341	363	391	425
股本	514	683	683	683
资本公积	611	611	611	611
留存收益	1887	2339	2679	3089
归属母公司股东权益	3150	3633	3972	4383
<b>负债和股东权益</b>	9279	9419	9658	9864

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	790	608	895	821
净利润	294	338	431	512
折旧摊销	3	10	11	12
财务费用	35	43	36	30
投资损失	-22	-22	-22	-22
营运资金变动	469	241	407	257
其它	11	-0	31	32
<b>投资活动现金流</b>	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
<b>筹资活动现金流</b>	-177	76	-150	-148
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	-100	-98
<b>现金净增加额</b>	836	680	741	669

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2096	2388	2770	3159
营业成本	1540	1733	1948	2187
营业税金及附加	187	213	247	282
营业费用	36	41	48	55
管理费用	33	37	43	49
财务费用	35	43	36	30
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
<b>营业利润</b>	284	343	469	578
营业外收入	114	114	114	114
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	398	457	583	692
所得税	104	119	152	180
<b>净利润</b>	294	338	431	512
少数股东损益	19	22	28	34
<b>归属母公司净利润</b>	275	315	403	478
EBITDA	322	395	517	621
EPS (元)	0.53	0.46	0.59	0.70

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.0%	14.0%	16.0%	14.0%
营业利润	-27.6%	20.8%	36.8%	23.2%
归属于母公司净利润	-23.4%	14.8%	27.7%	18.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.5%	27.4%	29.7%	30.8%
净利率	13.1%	13.2%	14.5%	15.1%
ROE	8.7%	8.7%	10.1%	10.9%
ROIC	7.2%	9.4%	14.4%	19.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.4%	57.6%	54.8%	51.3%
净负债比率	16.38%	16.56%	16.02%	15.79%
流动比率	2.12	2.33	2.45	2.64
速动比率	0.43	0.66	0.88	1.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.23	0.26	0.29	0.32
应收账款周转率	1217	1122	1131	1122
应付账款周转率	12.62	10.13	9.90	9.67
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.46	0.59	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.89	1.31	1.20
每股净资产(最新摊薄)	4.61	5.32	5.82	6.42
<b>估值比率</b>				
P/E	30.00	26.12	20.46	17.24
P/B	2.62	2.27	2.07	1.88
EV/EBITDA	26	21	16	13

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-28	《嘉宝集团-毛利率稳增，运营结构优化》
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、城投控股、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,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学学硕士。

## 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