

2016年10月25日

嘉宝集团 (600622.SH)

深度分析

“嘉”偶天成，宝剑出鞘

投资要点

公司为上海市嘉定区域房地产企业，有望享受上海房价上涨带来的确定性业绩贡献；此外，光大系入股嘉宝，助力公司轻资产模式转型，打破公司偏居一隅的限制，也为两者带来深层次合作甚至主导性发展埋下铺垫，光大系的国有性质与公司“嘉”偶天成，有望成为公司风云化龙之引。鉴于公司房地产基金模式为市场稀有标的以及光大控股介入公司后的战略协作想象空间，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

◆ **受益于沪市及周边地产热潮**：嘉宝集团历次转型均围绕嘉定区域，目前已发展成为纯粹的区域型房地产开发企业，本轮沪市地产热潮带动嘉定区量价同步上涨，这从公司上半年公布的销售情况已有体现：2016H1 销售面积 10.82 万平米，同比增长 46.3%，销售金额更是高达 22.37 亿元，同比增长 163.1%，在其带动下，公司预收款项也得到了较大的增厚，上半年末预收款达到 33.2 亿元，较年初增长 11 亿元，将有效保障未来一至两年的结算业绩。预计 2016-2018 年公司房地产板块营收分别为 23.2 亿元、27.9 亿元、32.1 亿元，毛利率随着动迁项目的结算尾期亦将逐步提升。

◆ **房地产基金-轻资产模式值得期待**：公司在决定引入光大系入股后，积极探索轻资产发展模式，截至目前为止光大系已经与公司有多个房地产基金项目的合作，嘉宝集团子公司分别出资 4.5 亿元、0.53 亿元、2.3 亿元、11.1 亿元，认购上海光翎、光彬、光丹、光渝投资中心（有限合伙）四个房地产基金的财产份额，分别投资于上海闸北区沪太路项目、H88 越虹广场项目和“大融城”系列项目。上半年公司累计出资 18.43 亿元，与光大控股合作规模达到 70 亿元。目前国内房地产基金受限于政策及市场影响，仍处于起步阶段，对比发达国家成熟经验，其在国内具备较大的发展潜力，公司轻资产模式的转型值得期待。

◆ **光大系主导路线或逐渐明晰**：公司与光大系合作并非仅限于项目层面。光大系 2016 年通过定增及二级市场增持方式目前合计持有公司 19.27% 股权，成为第一大股东，并且公司于 5 月初股东大会，通过了选举陈爽和 PANGYING（潘颖）为公司董事的决议，陈和潘均为光大系高管。从光大系人事入驻嘉宝董事会的动作来看，我们认为光大系入股似乎有主导业务的可能。光大控股实力雄厚，具有强大资金实力，并具备多年基金操作经验，光大安石同样是光大控股旗下唯一的房地产基金，我们认为依靠着光大系优质的管理平台经验，嘉宝集团或有可能以房地产基金作为起点及突破口，未来逐步打造成为光大系下属的综合资产管理平台。

◆ **投资建议**：公司近两年主要收入及利润来源仍是房地产开发，不过其轻资产模式具备较大潜力，且光大系的入股为公司带来较大想象力。国内并无明确可对标上市公司，国外诸如黑石已进入成熟模式，估值方面参考意义亦不太大，因此我们参照上海本地房地产股中位数估值，在其基础上，给予公司一定估值溢价（2017 年 35X）。我们预计嘉宝集团 2016 和 2017 年对应 EPS 在 0.47 和 0.69 元，公司 10 月 24 日股价在 15.98 元，对应 2016 和 2017 年 PE 在 33.3 倍和 22.8 倍。按 2017 年 35

房地产 | 住宅地产 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

24.15 元

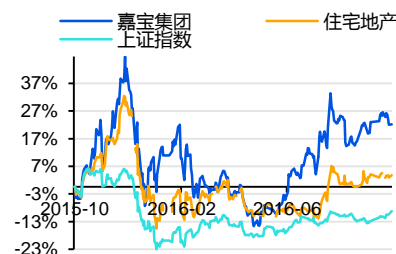
股价(2016-10-24)

15.98 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,908.04
流通市值 (百万元)	8,218.57
总股本 (百万股)	682.61
流通股本 (百万股)	514.30
12 个月价格区间	11.13/19.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.61	5.62	29.14
绝对收益	-0.5	9.45	20.81

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsec.cn

021-20655640

报告联系人

郑春明

zhengchunming@huajinsec.cn

021-20655654

相关报告

倍市盈率测算，对应股价 24.15 元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

- ◆ **风险提示：**房地产政策性风险；房地产基金业务开展不达预期；与光大战略协同不及预期

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,637.4	2,095.5	2,324.3	2,786.0	3,214.5
同比增长(%)	-13.8%	28.0%	10.9%	19.9%	15.4%
营业利润(百万元)	392.1	284.0	458.0	673.5	986.6
同比增长(%)	-0.2%	-27.6%	61.3%	47.1%	46.5%
净利润(百万元)	358.6	274.6	319.7	468.3	689.1
同比增长(%)	5.8%	-23.4%	16.4%	46.5%	47.2%
每股收益(元)	0.53	0.40	0.47	0.69	1.01
PE	29.7	38.8	33.3	22.8	15.5
PB	3.6	3.4	3.3	3.0	2.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、由照明电器销售逐渐转变为房地产开发企业	5
1、围绕嘉定区域主业逐步完成变更	5
2、短期将持续受益于上海土地上涨	6
3、股本结构-借国企改革之机引入光大控股，蜕变的开始	7
(1) 国企改革之机引入光大控股	7
(2) 光大控股系进一步增持至第一大股东	8
二、迈入轻资产时代，打造资产管理平台雏形	9
(一) 携手光大控股-探索轻资产模式	9
(二) 房地产基金--轻资产化的尝试，地产业的新蓝海	11
1、房地产基金市场具备潜力	11
2、光大安石-国内房地产基金领先平台	12
(1) 光大安石-光大控股旗下的唯一房地产资产管理平台	12
(2) 成功案例-重庆观音桥大融城项目	13
(三) GP-LP 模式收益分享确定性强	14
1、入股光翎投资，打响转型房地产基金第一枪	15
2、入股光渝投资，合力打造“大融城”模式	17
3、GP-LP 模式收益测算	18
(四) 深层次合作-携手打造资产管理平台	19
三、近期经营业绩回顾	20
四、盈利预测及投资建议	22
五、风险提示	23
1、房地产政策性风险	23
2、房地产基金业务开展不达预期	23
3、与光大战略协同不及预期	23

图表目录

图 1：公司主营业务占比情况	5
图 2：嘉定区商品房销售均价：住宅（元/平米）	6
图 3：2015 年下半年以来销售大幅增长（单季度数据，百万元）	7
图 4：预收款项逐渐增厚	7
图 5：光大系股权结构图	8
图 6：公司股权结构图	9
图 7：2010-2013 年三类房地产三类融资渠道额度对比	11
图 8：光控安石股权结构图	12
图 9：首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划	14
图 10：光翎投资结构图	16
图 11：沪太路项目地理位置	17
图 12：光渝投资结构图	18
图 13：公司营收及增长情况（百万元，%）	20
图 14：净利润及增长情况（百万元，%）	20
图 15：负债率显著降低	21
图 16：在手资金相当充裕	21

图 17：毛利率表现情况	21
图 18：公司经营计划完成情况.....	22
表 1：至公司 2016 上半年主要在手项目情况.....	5
表 2：公司定增情况（2016 年 2 月已完成）	8
表 3：部分小股东情况	9
表 4：光大控股业务概览.....	10
表 5：光大控股与公司合作项目	15
表 6：嘉定大融城项目	15
表 7：权益级 LP 收益率测算（亿元）	19
表 8：公司房地产基金收入预测（单位：百万元）	19
表 9：房地产板块收入测算	22
表 10：上海房地产估值表.....	23

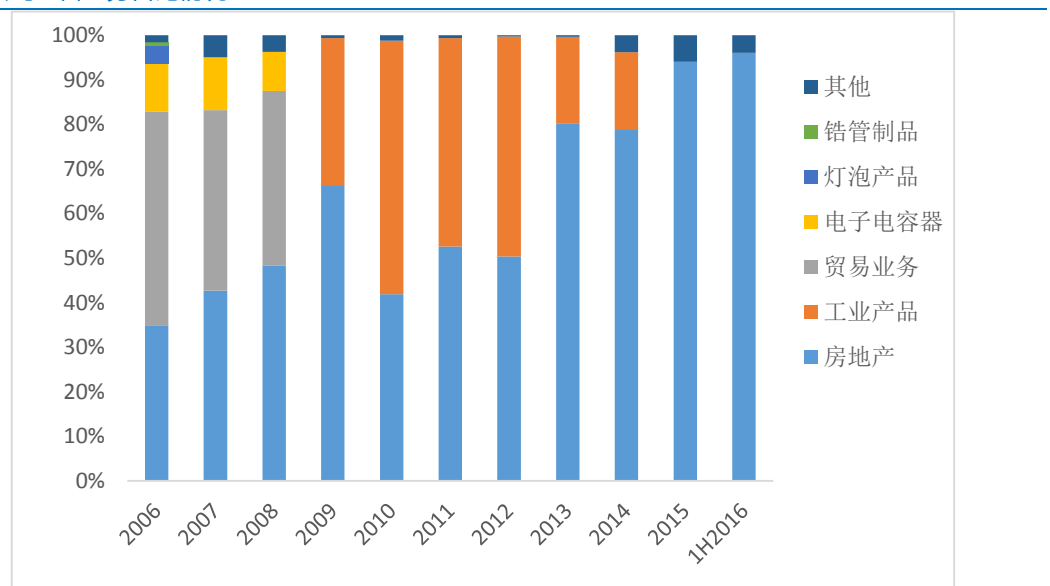
一、由照明电器销售逐渐转变为房地产开发企业

1、围绕嘉定区域主业逐步完成变更

公司位于上海嘉定，前身是上海嘉宝照明电器公司，公司于 1992 年 4 月进行股份制改造，同年 12 月在上交所上市，1994 年以股份公司为核心组建嘉宝集团，并积极调整产业结构，进入房地产领域。

2000 年，公司通过重大股权重组，成为嘉定区国有资产相对控股的上市公司，同时，公司的主导产业亦逐步转向以地产开发为主。截止 2016 上半年，公司原有的工业产品、贸易业务、电子电容器、灯泡制品等业务均已完成剥离，上半年公司房地产板块收入占比高达 96%。

图 1：公司主营业务占比情况



资料来源：Wind、华金证券研究所

公司历次主业变更均围绕嘉定区域开展，房地产业务亦是如此，公司目前主要房地产开发项目大部分位于嘉定区域，此外昆山花桥以及浦东杨思也有小部分项目地块。

表 1：至公司 2016 上半年主要在手项目情况

序号	地区	项目	经营业态	项目状态	项目用地面积(万平方米)	计容建筑面积(万平方米)	总建筑面积(万平方米)	总投资额(亿元)
1	上海嘉定	紫提湾	住宅	竣工	12.31	17.67	27.44	15.79
2	上海嘉定	梦之湾	住宅	竣工	10.81	17.35	22.91	23.27
3	上海嘉定	梦之缘	商住办	在建	7.41	15.77	23.15	23.00
4	上海嘉定	云翔佳苑	住宅	在建	7.42	18.09	22.69	10.00
5	上海嘉定	宝菊清水园	住宅	竣工	2.84	5.68	7.73	4.21
6	上海嘉定	嘉宝大厦	商办	在建	1.03	1.44	2.40	2.30
7	上海浦东	嘉宝前滩后院	住宅	在建	2.57	3.09	6.06	17.26
8	昆山花桥	梦之晨	住宅	在建	6.67	20.00	25.65	13.50
9	昆山花桥	梦之悦	住宅	在建	7.96	17.51	21.63	16.88

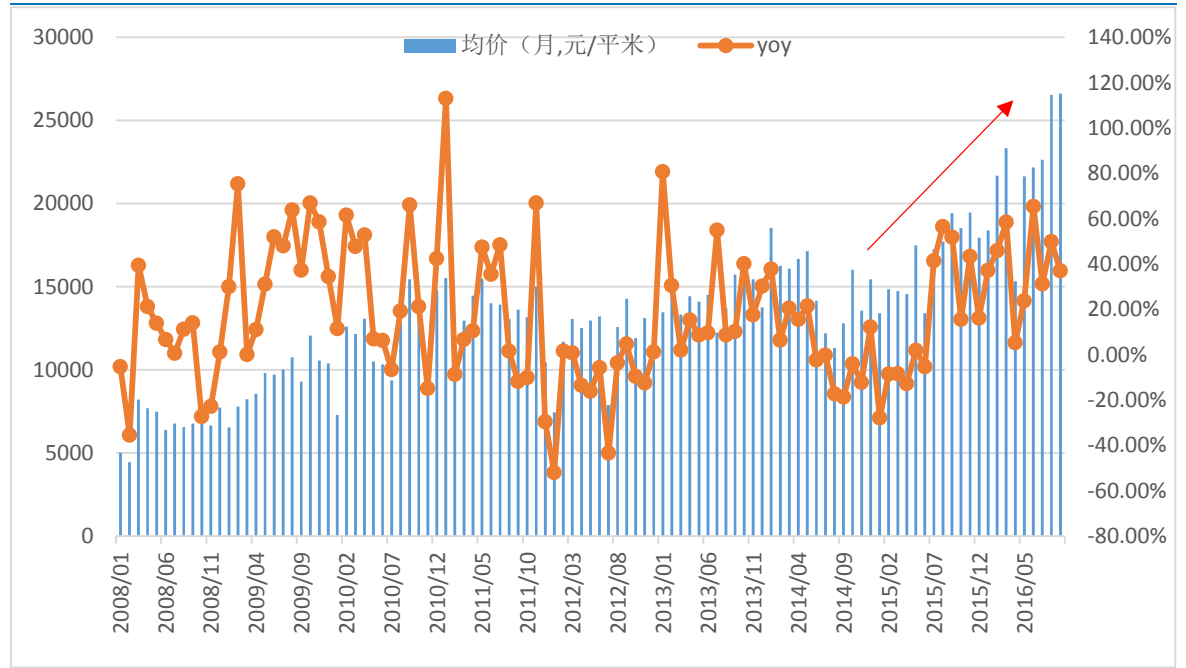
资料来源：公司公告、华金证券研究所

注：(1) 梦之晨项目的推广名为“梦之城”；(2) 嘉宝名邸（浦东杨思）项目的推广名为“嘉宝·前滩后院”

2、短期将持续受益于上海土地上涨

受益于上海核心城区楼市上涨的带动，周边地区房价同步大幅上扬，我们拉取了上海市嘉定区商品房住宅的成交均价数据，自 2015 年初以来扶摇直上，从彼时的 1.5 万元/平米上涨至 2016 年 9 月的 2.7 万元/平米，历时一年多涨幅接近 80%。

图 2：嘉定区商品房销售均价：住宅（元/平米）



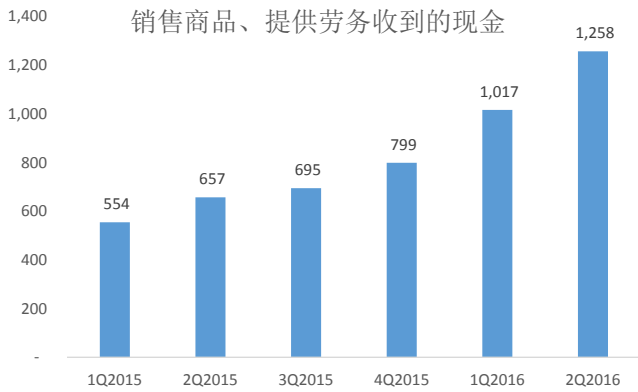
资料来源：Wind、华金证券研究所

在此背景下，公司的销售情况也录得不错的表现，2016 年上半年，公司销售面积 10.82 万平米，同比增长 46.3%，销售金额更是高达 22.37 亿元，同比增长 163.1%。

由于公司销售数据披露并不连续，我们用现金流量表中销售商品、提供劳务收到的现金来替代房地产的销售额（2015 年始公司收入已基本来自于房地产，这样的替代是较为合理的，上半年合计为 22.75 亿元，与公司公布销售情况也基本一致）。在房地产量价上涨的带动下，公司 2016 年 Q1 及 Q2 销售额分别录得 10.2 亿元、12.6 亿元，同比分别增长 83.6%，91.4%。

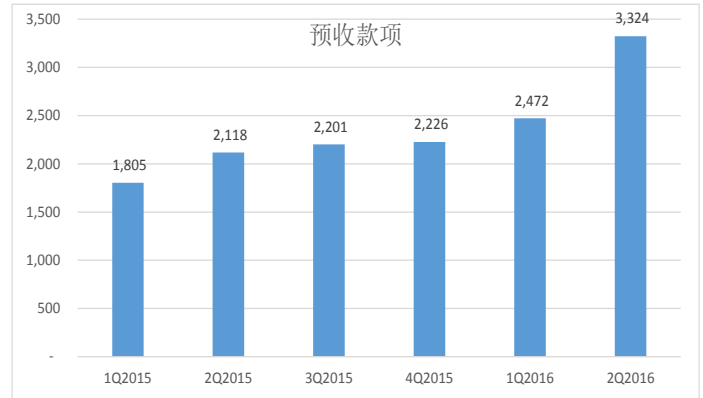
在强劲销售带动下，公司预收款项也得到了较大的增厚，上半年末预收款达到 33.2 亿元，较年初增长 11 亿元，预计将有效保障未来一至两年的结算业绩。

图 3：2015 年下半年以来销售大幅增长（单季度数据，百万元）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 4：预收款项逐渐增厚



资料来源：Wind、华金证券研究所

3、股本结构-借国企改革之机引入光大控股，蜕变的开始

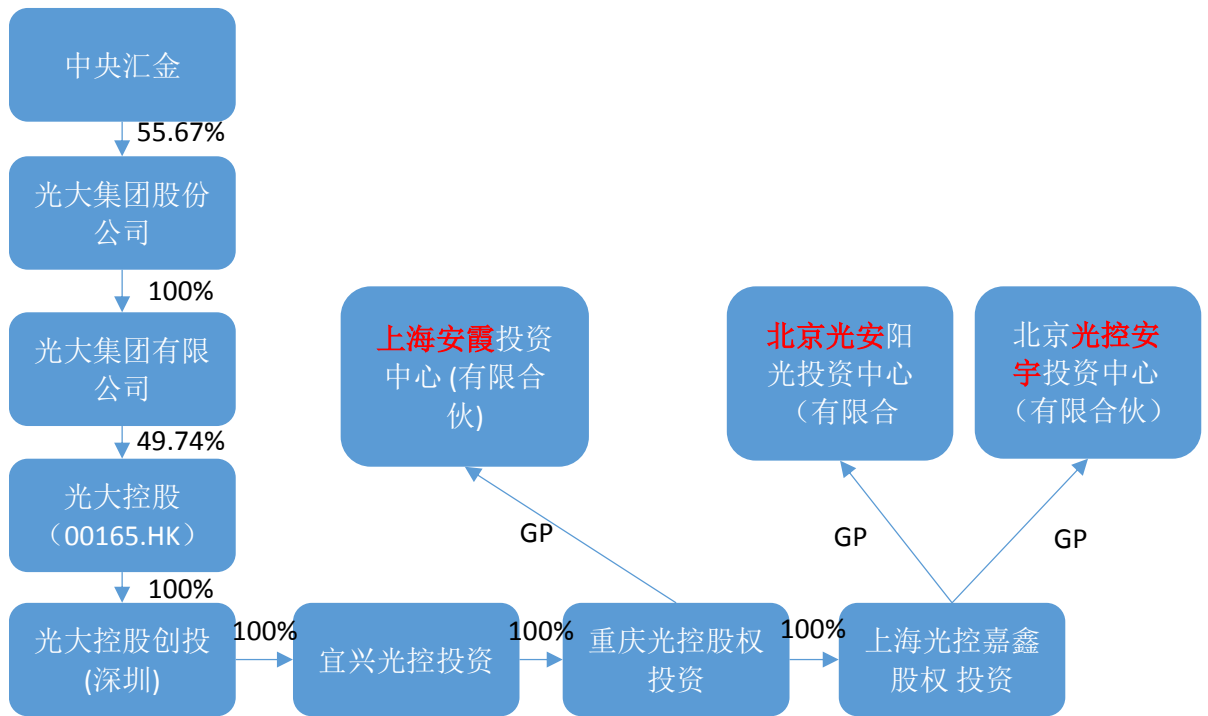
从股本结构来看，目前嘉定建业及其一致行动人嘉定伟业共持有公司 17.08% 股权，其中嘉定建业是嘉定区国资委全资孙公司，嘉定伟业是嘉定区国资委全资子公司参股公司。在向光大系定增及其主动增持前两者合计为公司的第一大股东，目前为第二大股东。

（1）国企改革之机引入光大控股

2015 年，国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，标志着国企改革顶层设计文件出台，随后国企改革进程显著加速，“1+N” 顶层设计体系中的配套文件已出台 17 个；据不完全统计，全国至少已有 25 个省出台了国企改革方案，上海以其“国家经济中心”的重要地位、国有资产的庞大体量更是备受关注。

在此风口下，作为上海嘉定国资委下辖的国有企业，嘉宝集团也在同年 5 月筹划定增引入光大集团下属光大控股系，并最终于 2016 年 2 月发行完成，**定增发行价为 10.81 元/股**，定增对象除了大股东嘉定建业外，还包含光大控股旗下的光控安宇和上海安霞，分别占定增后公司总股本的 9.11% 和 5.17%（合计 14.28%）。

图 5：光大系股权结构图



资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 2：公司定增情况 (2016 年 2 月已完成)

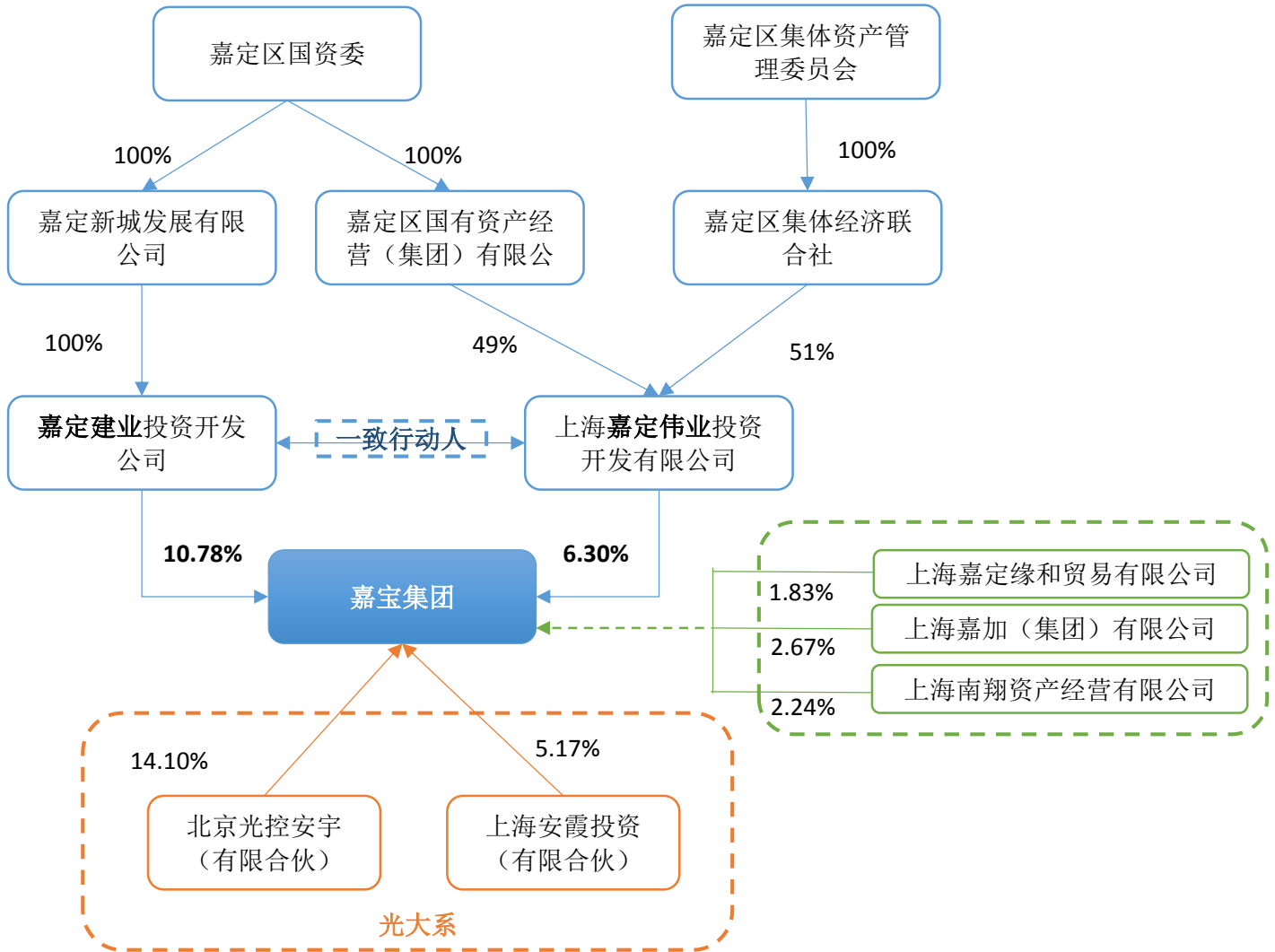
认购对象	认购股份数 (百万股)	认购金额上限 (百万元)
嘉定建业	11.19	121.00
南翔资产	2.33	25.19
光控安宇	62.19	672.22
上海安霞	35.30	381.62
中邮基金	36.90	398.92
嘉实基金	10.19	110.20
卫保川	10.19	110.20
合计	168.30	1,819.35

资料来源：公司公告、华金证券研究所 注：光控安宇与上海安霞为光大控股系

(2) 光大控股系进一步增持至第一大股东

此后，光大控股旗下的北京光安于 7 月 18 日至 7 月 27 日期间，通过二级市场增持公司 4.99% 股权 (均价 14.6 元/股左右)，并于 8 月 9 日公告转让予光控安宇，至此，光大控股系持有公司总股本比例达到 19.27%。

图 6：公司股权结构图



资料来源：Wind、华金证券研究所

不过考虑到上海南翔资产、嘉定缘和贸易及上海嘉加(集团)的国有性质,三者累计持股比例达到 6.74%,若考虑此部分持股,预计嘉定区国资委目前仍是公司的实际控制人,从光大一系列动作结合其与公司的业务协作,似有主导公司发展的意向,不排除光大继续通过在二级市场增持或其他方式取得控制权的可能。

表 3：部分小股东情况

主要股东	
上海嘉加(集团)有限公司	上海市郊县城镇集体工业联合社;上海嘉定城镇集体工业联合社
上海嘉定缘和贸易有限公司	上海市嘉定区国有资产经营(集团)有限公司工会工作委员会;熊小平
上海南翔资产经营有限公司	永丰村委会;嘉定区南翔镇新裕村委会;新丰村委会

资料来源：国家企业信用信息公示系统,华金证券研究所

二、迈入轻资产时代,打造资产管理平台雏形

(一) 携手光大控股-探索轻资产模式

多家海内外上市公司股东：中国光大控股有限公司（「光大控股」，股份代号：165.HK）于1997年在香港成立，母公司为中国光大集团，公司同时也是光大证券（601788.SH、6178.HK）的第二大股东（24.84%）和光大银行（601818.SH、6818.HK）的战略股东（3.37%）、中国飞机租赁集团控股有限公司（1848.HK）的控股股东、以及在新加坡上市的英利国际置业股份有限公司（5DM.SGX）的第二大股东。

综合化资产管理平台：凭借公司的雄厚实力，以及母公司和联营公司在中国金融业的地位和影响力，光大控股已成功在香港和内地形成了庞大的人际和业务网络。过去多年，光大控股通过国际化的管理平台及所设立的多个**私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、对冲基金和自有资金**，与海外投资者共同发掘和培育了众多具高增长潜力的中国企业，同时也为中国内地客户寻求海外投资机会提供了多元化的金融服务。

截止2016年6月30日，光大控股基金管理业务下主动管理33只基金（不包括以通道形式为其他外部机构募集的非主动管理类基金），共持有89个投后管理项目，其中16个项目已经在全球不同证券交易市场上市。募资管理总额增加至**港币678亿元**，较2015年末上升38.4%，其中外部资金占比约78%。

表4：光大控股业务概览

隶属业务		基金名称	成立日期	投资领域
基金管理				
一级市场基金	私募基金	中国特别机会基金 I	2004	工业及服务业
		中国特别机会基金 II	2007	电讯、传媒、高科技及消费业
		中国特别机会基金 III	2010	农业、消费、服务业、金融辅助行业
	并购基金	Catalyst 中国以色列基金	2014	以色列创新型企业
	创投基金	北京中关村产业投资基金	2007	高增长制造、高科技、服务行业
		光大江阴创投基金	2009	高增长产业
		光大无锡国联基金	2009	高增长产业
	产业投资基金	光大安石房地产基金	2009	中国房地产
		光大江苏新能源(低碳)	2010	新材料及节能环保
		光大医疗健康基金一期	2012	医疗健康产业
		青岛光控低碳新能基金	2013	新材料及节能环保
		山东高速光控产业基金	2014	市政、环保、清洁能源
		光大英利基金	2014	英利国际房地产
光大医疗健康基金二期		2015	医疗健康产业	
二级市场基金	资产管理	股票类基金		股票类投资
		固定收益类基金		固定收益类投资
		PIPE 投资及新三板基金		PIPE 及新三板投资
夹层基金	人民币夹层	境内夹层基金	2012	境内夹层融资
首誉光控	资产管理	首誉光控资产管理	2014	境内特定客户资产管理
多策略另类投资基金	另类投资基金	FoF 基金	2015	关注未上市但极具潜力的企业或项目，投资目标涵括私募股权、风险投资、地产等诸多品种
自有资金投资				
资本投融资	专为营运业务良好的被投企业提供全方位境内外的融资方案（包括人民币及其他外币）			

飞机租赁	通过持有中国飞机租赁集团控股有限公司 35.6% 股权, 积极发展中国及新兴市场的飞机租赁业务
养老产业	通过持有北京汇晨养老机构管理有限公司 67.27% 股权, 积极发展中国养老产业

资料来源: 光大控股官网、华金证券研究所

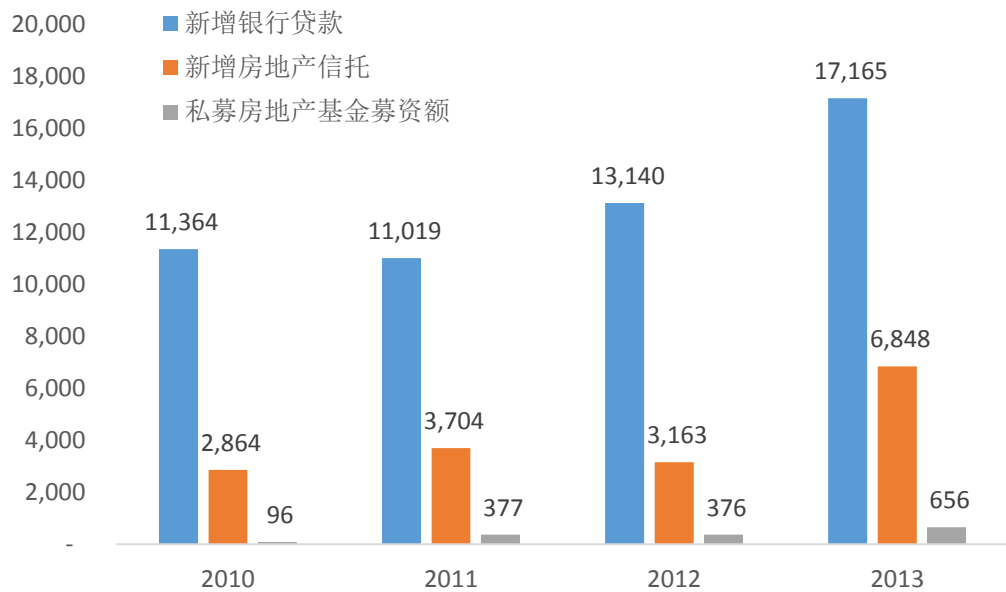
(二) 房地产基金--轻资产化的尝试, 地产业的新蓝海

1、房地产基金市场具备潜力

房地产基金起源于上世纪 60 年代的美国, 目前已成为国外居民资产配置中非常重要的一部分。随着国内房地产开发企业融资渠道单一和资金日益短缺, 国内房地产开发企业转型发展的需要, 以及国内庞大存量物业急需盘活, 预计未来几年房地产金融是房地产市场的主要发展方向。

相比欧美等成熟市场, 国内私募房地产基金融资占房地产市场融资比例依然较小, 2013 年房地产开发投资资金来源中, 来自于银行贷款部分仍占据主导地位。

图 7 : 2010-2013 年三类房地产三类融资渠道额度对比



资料来源: 清科研究中心, 华金证券研究所

我国房地产基金尚处于起步阶段: 国内房地产基金市场受制于种种因素, 仍处于起步阶段, 首先, 我国房地产本身是政策性较强的行业, 国内对于大型机构投资者投资房地产行业同样有限制的, 因此目前是以私募投资基金的形式为主, 存续的交易所 reits 也并不纯粹; 其次, 国内缺乏相应的金融工具, 诸如 reits 等产品缺乏相应规范, 且房地产企业增发及发债同样受到严格的审批; 其三, 同时具备房地产和金融领域双重经验的人才也较为稀缺。

房地产基金发展一举多得: 与之相对应的是, 发展私募房地产基金一方面能够为房地产公司提供新的融资方式, 改善房地产企业的负债结构; 另一方面, 对于房地产投资者而言, 能有效提高机构投资者的资金利用效率; 最后, 对于金融市场而言, 可以促进改善房地产行业的经营能力, 同样有利于国内多层次资本市场的建设。

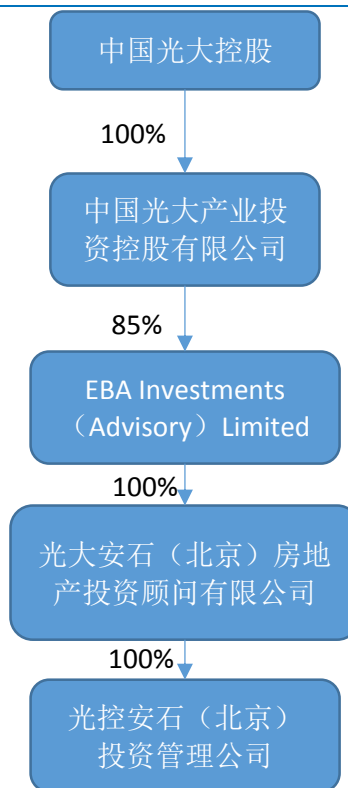
政府有积极推进意向：2016年6月，国务院办公厅印发了《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，其中提到支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。我们认为出于多方面的考量，未来政策的大方向无疑是支持房地产基金的发展的。

注：上文中提到的政策壁垒之一，诸如 REITs 的税收问题，存在双重征税的问题，一是在信托设立和终止环节对信托财产的征税问题，二是信托存续阶段的重复征税问题。具体而言，REITs 设立时，委托人按照信托协议将不动产转移给受托人，受托人需缴纳契税、印花税，委托人除缴纳印花税以外还要按照不动产的市场价值或评估价值就不动产转让缴纳营业税。存续阶段，受托人以信托目的管理信托财产而产生的信托净收益，需缴纳企业所得税，对获得的报酬应缴纳营业税和企业所得税，涉及的房产交易还需缴纳房产税。此时，投资者（受益人）对分配所得信托收益还需缴纳所得税。在终止阶段，委托人收回信托财产或受益人接受信托财产时，委托人或受益人还需缴纳契税、印花税，受托人还需缴纳相应营业税。（《REITs 面临的税收困境》）

2、光大安石-国内房地产基金领先平台

（1）光大安石-光大控股旗下的唯一房地产资产管理平台

图 8：光控安石股权结构图



资料来源：资产管理计划书、华金证券研究所

光大安石(北京)是光大控股的唯一排他性房地产投资平台。目前其已形成了包括股权投资、债权投资、结构化投融资、跨境多地资本市场业务等多条成熟产品线，可实现项目并购政策、主

动开发管理、跨境资本市场投资、创新型融资等，截止 2015 年末，光大安石投资累计资产管理规模超过 700 亿人民币。

2016 年 3 月 24 日，在由国务院研究发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家单位联合举办的“2016 中国房地产百强企业研究成果发布会”上，**光大安石投资荣获“中国房地产基金综合能力 TOP10 榜单”第一名。**

具备深厚历史积淀：光大安石投资的母公司 EBA Investments（即光大安石投资（咨询）有限公司）的前身是 ALAM（Hong Kong）Limited（亚雷投资）。亚雷投资成立于 2007 年 8 月 27 日，最初的两个股东为雷曼兄弟房地产 PE 以及美国的一个 Family office，在中国的投资业务开始于 2005 年；2008 年，亚雷投资经过重组，引入光大控股成为亚雷投资的控股股东，亚雷投资也于 2009 年 2 月 3 日更名为“Everbright ALAM（HongKong）Limited（光大亚雷）”。金融危机后光大亚雷引入全球最大新兴市场投资公司之一的英国安石投资集团作为投资者，光大亚雷于 2010 年 7 月 6 日更名为“Everbright Ashmore（HongKong）Limited（光大安石香港）”。2014 年，英国安石投资集团退出光大安石香港，并于 2015 年 1 月更名为“Everbright Investment（Advisory）Limited”。

经验丰富的管理及运营团队：光大安石投资拥有自身的房地产投资运营管理团队，核心管理团队稳定，拥有操作、运营数十个房地产项目的投资管理经验。其中，**陈爽**为光大控股战略委员会委员、首席执行官，负责主持光大控股的整体营运，其也在光大集团以及旗下上市公司担任部分职务；陈先生还先后在诺亚控股、光大证券、光大银行、交通银行先后任职，具有逾 23 年的商业银行及投资银行丰富经验；PANYING（潘颖）先生为光大控股管理决策委员会委员，负责房地产基金、机构销售及融资平台业务，潘先生亦为光大安石投资董事兼首席执行官，在加入光大控股前，潘先生曾任职于国家外汇管理局外汇储备交易处并设立央行全资子公司华安投资（香港），管理超过 200 亿港元的港币储备资产，潘先生在私募股权投资领域有超过 17 年的经验；此外，光大安石的资管总经理胡兵先生也有这超过 10 年的投资组合管理、房地产资产管理和资本市场经验，熟悉中国资本市场、REITs 产品创新等持有型房地产退出通道。

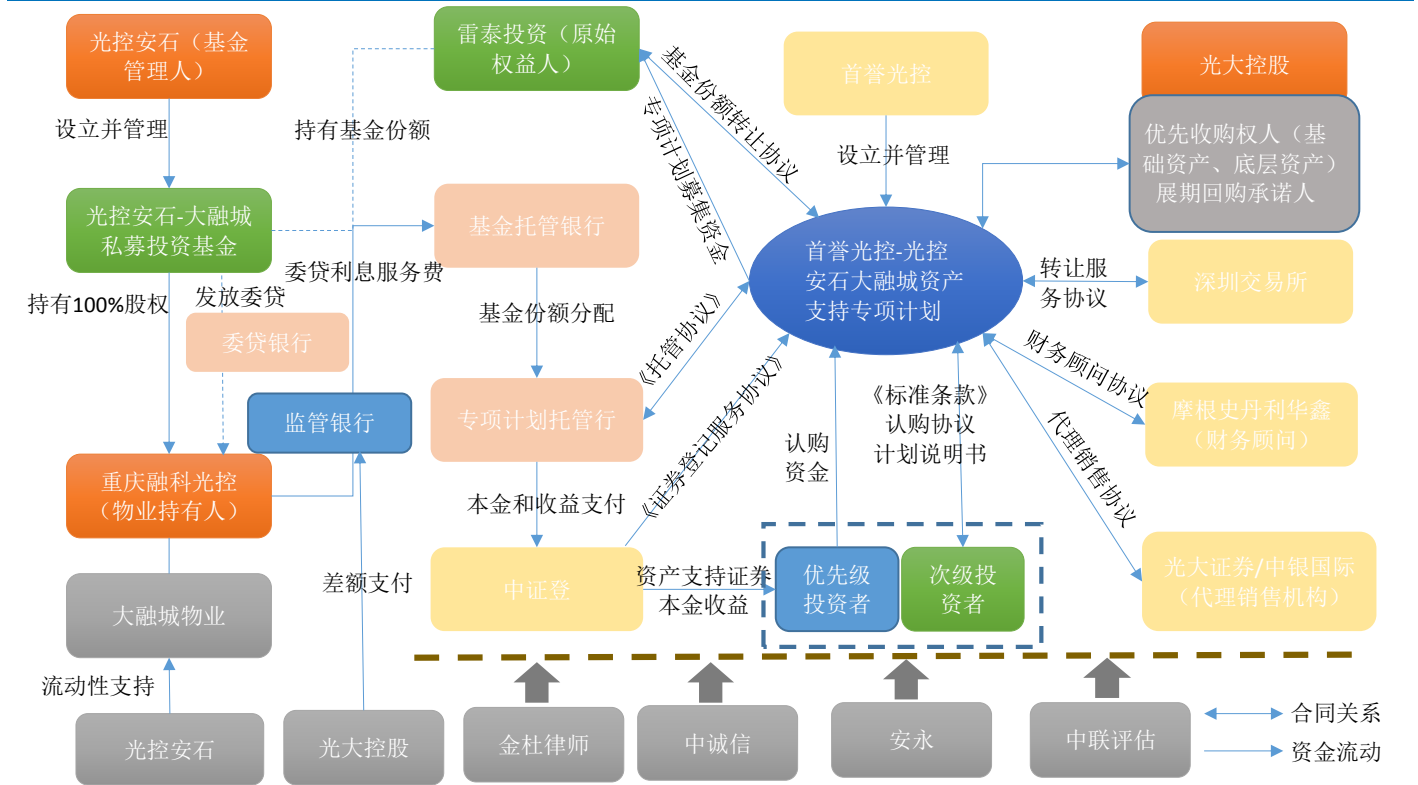
打造“大融城”品牌型商业项目：“大融城”系列购物中心，是光大安石投资的核心品牌，致力于成为城市的商业中心，推动城市的商业发展，乃至推动整个城市商业格局的变革。“大融城”品牌自 2010 年创建，经过五年发展，截止 2015 年末光大安石投资管理和在建项目已经达到 7 个，建筑面积近百万方，资产管理约 200 亿。未来光大安石计划以北京、上海、重庆为核心在全国范围内拓展“大融城”项目，成为全国知名商业品牌。

（2）成功案例-重庆观音桥大融城项目

重庆“大融城”位于重庆市江北观音桥核心商圈，是重庆融科光控实业发展有限公司在西南地区的首个商业地产项目。重庆融科光控实业发展有限公司是由联想控股旗下的融科智地控股有限公司与光大集团属下的光大亚雷（外资）共同出资组建的中外合资企业。其收购位于重庆江北观音桥一个局部烂尾项目“现代广场”（部分由重百江北商场使用），并斥资 10.00 亿元将其改造为大型购物中心。重庆大融城 2010 年开业，是重庆首家青年主题购物公园，集时尚零售、特色餐饮、电影院、儿童天地于一体。经过多年的运营，已成为当地最受年轻人喜爱的商场。

首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划：光大控股旗下光控安石和首誉光控作为管理人设立的大融城资产支持专项计划(大融城 REITs)日前正式成立，并已于近期在深圳证券交易所挂牌。该产品吸引了包括银行、券商、基金、信托等多家机构竞标投资，其中优先级 A 档 13 亿元最终发行利率为 3.8%，优先级 B 档 3 亿元最终发行利率为 4.3%。大融城 REITs 是以重庆观音桥大融城购物中心为底层资产，未来租金及其他经营收入带来的现金流为还款来源设计的资产证券化产品。重庆观音桥大融城购物中心是光大安石管理的地产私募基金 2009 年投资的首个购物中心，此次发行 REITs 是国内商业地产「PERE+REITs」首单成功交易。

图 9：首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划



资料来源：资产支持计划书、华金证券研究所

首誉光控、光控安石的双层管理人模式 (PERE+Reits)：一方面，计划管理人——首誉光控，是具有 ABS 管理人资质的持牌机构，而另一方面，与首誉合作的光控安石则在作为基础资产的地产基金中扮演基金管理人角色。流程如下：认购人通过与计划管理人签订《认购协议》，将认购资金以专项资产管理方式委托计划管理人管理；计划管理人根据《基金份额转让协议》约定，将专项计划发行收入部分收入划拨至原始权益人账户，用于购买基金份额；计划管理人购买基金份额后，即成为私募基金的基金份额持有人，应根据《基金合同》及《基金份额转让协议》约定，履行向私募基金实缴基金出资的义务。

(三) GP-LP 模式收益分享确定性强

轻资产战略快速起步：公司在决定引入光大系入股后，积极探索轻资产发展模式，大力推进房地产资产管理和服务，已经与公司有多个房地产基金项目的合作，截至目前为止，嘉宝集团子公司分别出资 4.5 亿元、0.53 亿元、2.3 亿元、11.1 亿元，认购上海光翎、光彬、光丹、光渝投资中心 (有限合伙) 四个房地产基金的财产份额，分别投资于上海闸北区沪太路项目、徐家汇漕

河泾虹漕路 88 号项目、H88 越虹广场项目和嘉定大融城等项目。**上半年公司累计出资 18.43 亿元，与光大控股合作规模达到 70 亿元。**

未来公司可与光大安石在多个领域合作发展：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。

表 5：光大控股与公司合作项目

	被投资单位	投资项目	所占权益	备注
2016.1	上海光翎投资中心(有限合伙)	上海市闸北区沪太路 319 街坊 87 丘地块的商业办公项目	14.062%	作为权益级有限合伙人，认缴 4.5 亿元
2016.5	上海光彬投资中心(有限合伙)	上海市徐汇区漕河泾虹漕路 88 号 H88 越虹广场项目	4.23%	作为夹层级有限合伙人，认缴 5,300 万元财产份额
2016.5	上海光丹投资中心(有限合伙)	作为上海光彬投资中心(有限合伙)的权益级有限合伙人，将投资上述 H88 越虹广场项目。	57.49%	作为有限合伙人，认缴 23,000 万元财产份额
2016.7	上海光渝投资中心(有限合伙)	“大融城计划”，投资于国内商办地产	49.998%	认购合伙企业优先级份额 8.75 亿元，认购合伙企业权益级份额 2.35 亿元

资料来源：公司公告，华金证券研究所

不过我们也发现，事实上在光大入股公司前与公司便有过业务上的合作，公司 2014 年与光大安石合作成立嘉宝安石（公司占有股权 47%），并将子公司嘉宝神马旗下的新荟购物广场项目转让予嘉宝安石，作为嘉定大融城开发项目。嘉定大融城项目总建筑面积达到 12.5 万平米，已于今年开业，预计未来将为公司带来稳定的项目投资收益。

表 6：嘉定大融城项目

	详情
开发商	光大安石与嘉宝集团共同打造
总建面	近 13 万方
停车位	1000 多个
项目定位	综合购物中心
主力店品牌	永辉超市、卢米埃影院、星巴克、K 族等
业态配比	零售 40%、餐饮 30%、其他 30%
项目地址	上海市嘉定区宝安公路 3386 号（近裕民南路）

资料来源：赢商网、华金证券研究所

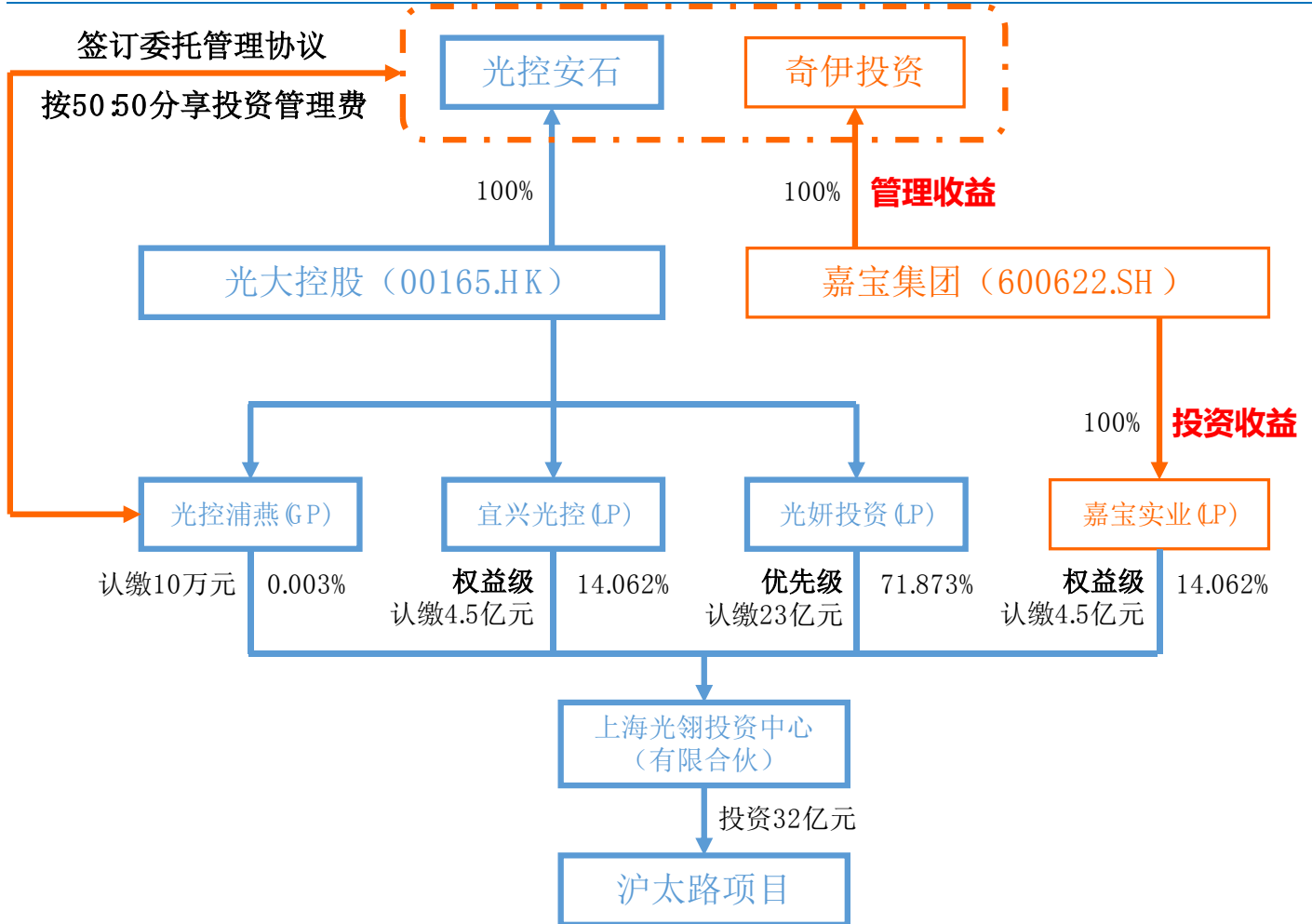
接下来，我们重点介绍上述项目中的光翎投资基金与光渝基金项目。

1、入股光翎投资，打响转型房地产基金第一枪

2016 年 1 月 16 日，嘉宝集团对外公告，其通过全资子公司嘉宝实业出资 4.5 亿元投资上海光翎投资中心（有限合伙），作为权益级有限合伙人，占比 14.062%。

另外，上海光妍投资中心（有限合伙）作为优先级有限合伙人认缴 23 亿元合伙企业财产份额，占 71.873%；宜兴光控作为权益级有限合伙人认缴 4.5 亿元合伙企业财产份额，占 14.062%；上海光控浦燕股权投资管理有限公司作为普通合伙人认缴 10 万元合伙企业财产份额，占 0.003%。其中，光妍投资是光大控股下属公司光控嘉鑫作为普通合伙人的私募基金，宜兴光控和光控浦燕均为光大控股下属公司。

图 10：光翎投资结构图



资料来源：公司公告、华金证券研究所

光控浦燕作为 GP，有权基于 LP 的出资额收取一定比例的管理费。但是光控浦燕和嘉宝集团下属公司奇伊投资、光大控股下属公司光控安石签署一份委托管理合同，由奇伊投资和光控安石就基金的业务、经营以及基金投资组合的管理等事项提供咨询服务。

奇伊投资和光控安石作为光翎投资的实际 GP，有权收取固定比例的管理费以及达到盈利目标后的超额收益，该部分将按 50%：50%的比例由奇伊投资和光控安石分享。同时，合伙企业在向奇伊投资、光控安石支付费用后，无需再向原 GP 光控浦燕支付相关费用。所以，嘉宝集团既作为 LP 分享项目的投资收益，又作为 GP 分享项目的管理收益。

➤ 沪太路项目简介

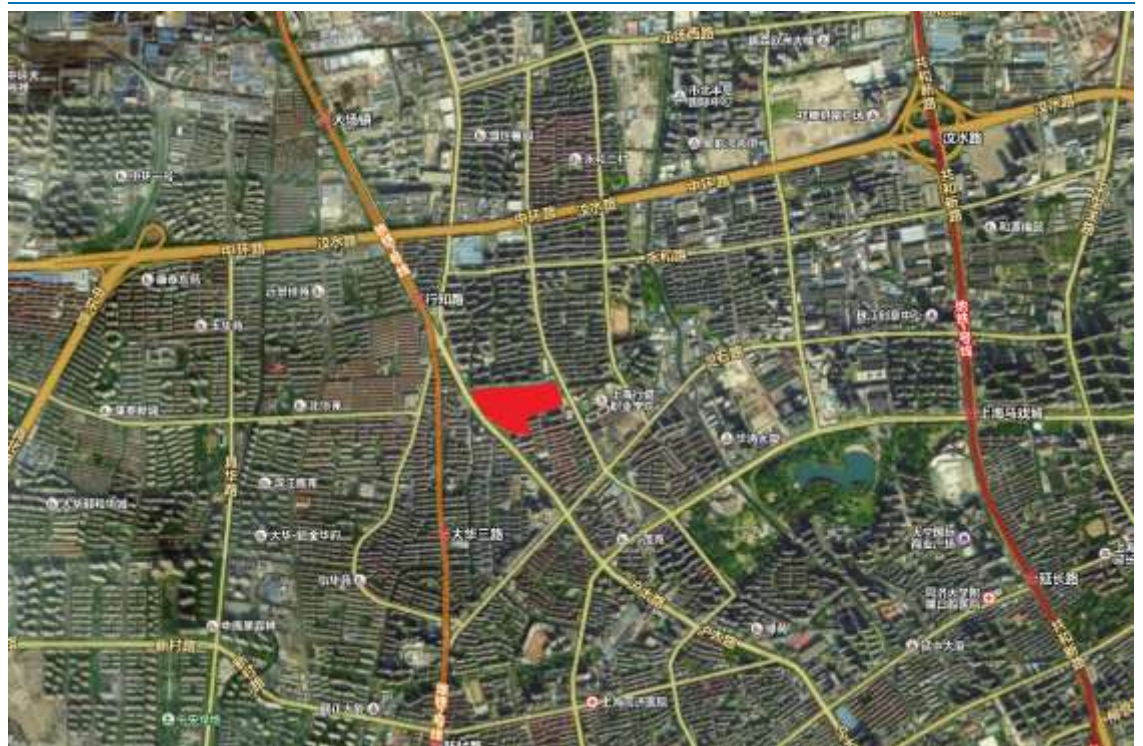
光翎投资中心全部出资将投资于位于上海市闸北区沪太路 319 街坊 87 丘地块的商业办公项目。该地块总占地面积 89444 平方米，其中建设用占地面积 80159 平方米，代征面积 9286 平方米，规划建筑面积超过 16 万平方米。

沪太路项目是在 2013 年 5 月 16 日由绿地地产集团和赵汉忠(星浩资本董事长)联合竞得，成交价 13.79 亿元，楼面地价 8600 元/平方米，与周边近两年成交的同类型地块相比明显偏低，其中 2016 年 2 月 4 日成交的闸北区永和社区 N070601 单元 076f-02、076c-04 地块楼面地价为 12359 元/平方米。

从地块具体位置看，地块处在彭浦永和大华板块交界处，西侧紧靠轨交 7 号线，西侧临近交通主干道沪太路，周边交通出行条件颇佳。此外，地块处在传统居住型板块，周边各类基础商业配套齐全，但从总体来看，地块附近缺乏大型商务配套，小型商业配套定位普遍较低。不过，位于地块东南侧的不远处即为大宁灵石公园，公园北部边界的广中西路沿线办公楼集中度较高，商务商业氛围浓厚，属于大宁商圈的核心区，对出让地块会有一定辐射影响。

在上海市闸北区政府官网的新闻显示，该地块原为由上海绿地集团和星浩资本集团共同打造大型都市商业综合体项目——闸北星光耀广场，总投资约 30 亿元，包括 4 幢总面积近 5 万平方米的花园式总部经济办公楼。光翎投资入主后，项目已交由光翎投资进行运作，改名为上海大宁大融城，将成为上海第二个大融城项目。目前项目写字楼部分已经结构封顶，整体预计将于 2017 年上半年全面开业迎客。

图 11：沪太路项目地理位置

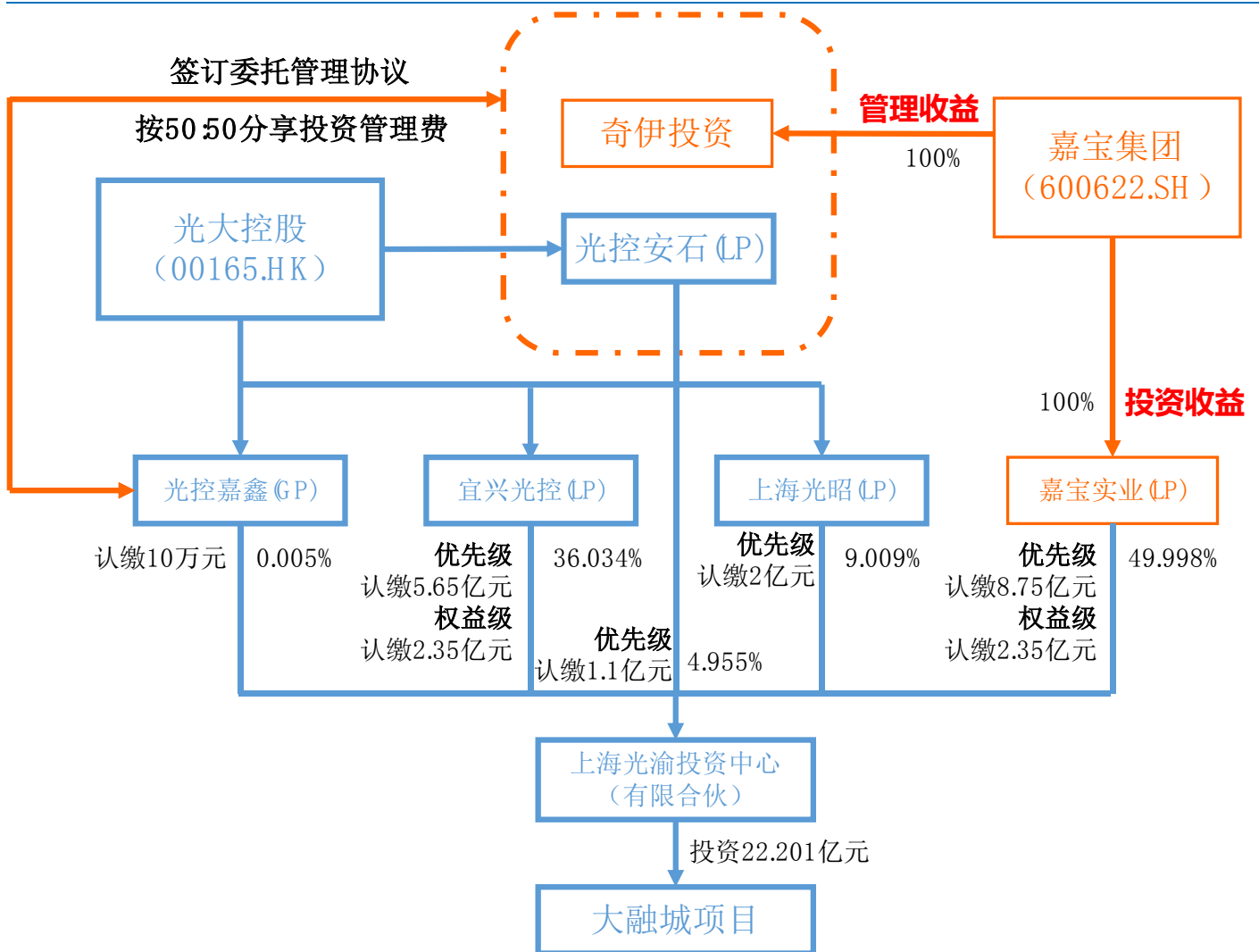


资料来源：百度地图，华金证券研究所

2. 入股光渝投资，合力打造“大融城”模式

7月16日,嘉宝集团公告称拟安排全资子公司嘉宝实业与光控嘉鑫、宜兴光控、光昭投资、光控安石共同成立上海光渝投资中心(有限合伙),公司作为有限合伙人拟投资总金额11.1亿元,其中认购合伙企业优先级份额8.75亿元,认购合伙企业权益级份额2.35亿元(权益级A档1.8亿元,权益级B档5500万元),占49.998%。另外三个有限合伙人中,宜兴光控认缴8亿元(优先级5.65亿元、权益级A档1.8亿元、权益级B档5500万元),占比36.034%;光昭投资认缴2亿元(优先级),占比9.009%;光控安石认缴1.1亿元(优先级),占比4.955%。光控嘉鑫作为普通合伙人,出资10万元,占比0.005%。光控嘉鑫、宜兴光控、光昭投资、光控安石均为光大控股下属公司。

图 12：光渝投资结构图



资料来源：公司公告、华金证券研究所

注：GP 分成收入模式参照光翎投资

光渝投资中心拟通过包括但不限于设立“大融城特定专项资产管理计划”等途径,投资于国内商办地产。可以看到,光渝投资的模式与光翎投资略有不同的是,公司不但认购了合伙企业的权益级,还认购了其优先级份额,我们判断是出于部分现金回流的考虑。

3、GP-LP 模式收益测算

为了测算方便，我们假设初始项目投资额 100 亿元，根据保守预计项目年化回报率为 10%（根据光大安石此前的项目经验 15%-20%来看，这样的回报率偏保守，不过我们认为未来国内房地产本身存在一定的不确定性，故这样的谨慎也是合理的），预计管理费率为 1.5%，根据大部分房地产投资基金权益结构假定优先级：权益级为 3:1，则可简单测算权益级 LP 的年化收益率为 19%。（假定初期公司权益级份额以自有资金参与）。

表 7：权益级 LP 收益率测算（亿元）

项目投资（亿元）	100
IRR	10%
项目收益	10
管理费率	1.5%
管理费	1.5
项目净收益	8.5
优先级份额	75
优先级收益	3.75
优先级收益率	5%
权益级份额	25
权益级收益	4.75
权益级收益率	19%

资料来源：华金证券研究所

表 8：公司房地产基金收入预测（单位：百万元）

单位：百万元	2016E	2017E	2018E
房地产基金收入	75	187.5	357.5
基本假设：			
房地产基金管理资产规模	10000	15000	20000
自有资金投入规模	2000	3000	4000
其中：			
权益级份额规模	500	750	1000
权益级份额占比	25%	25%	25%
优先级份额规模	1500	2250	3000
优先级份额占比	75%	75%	75%
产品收益率			
其中：			
权益级份额平均收益率	19%	19%	19%
优先级份额平均收益率	5%	5%	5%
管理费率	1.5%	1.5%	1.5%
管理费收入	75	112.5	150
自有资金投入收入		75	207.5
其中：			
权益级份额投资收入			95
优先级份额投资收入		75	113

资料来源：华金证券研究所 注：我们假设项目周期平均为 2 年，优先级份额自 2017 年起兑现收益，权益级份额 2018 年起兑现

（四）深层次合作-携手打造资产管理平台

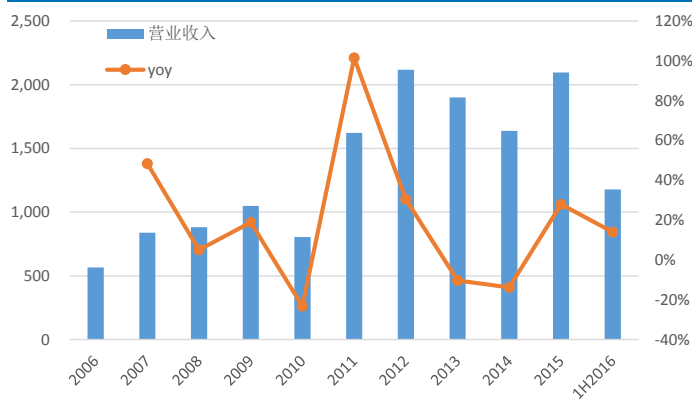
公司于5月初召开了股东大会，通过了选举陈爽和 PANGYING (潘颖) 为公司董事。陈爽先生现任光大控股董事及 CEO，潘颖先生现任光大控股管理决策委员会委员，光大控股旗下光大安石董事兼 CEO。两位董事在金融行业有着丰富的经验。

从光大系人事入驻嘉宝董事会的动作来看，我们认为光大系入股或许不仅仅限于双方业务上的合作，这也是我们作出光大有主导公司发展意向判断的主要原因，我们认为依靠着光大控股优质的资产管理平台经验，嘉宝集团极有可能以房地产基金作为起点及突破口，未来逐步打造成为光大系下属的综合资产管理平台，并且今年以来港股回归 A 股的热潮此起彼伏，这对公司未来的走向又更增添了想象力。

三、近期经营业绩回顾

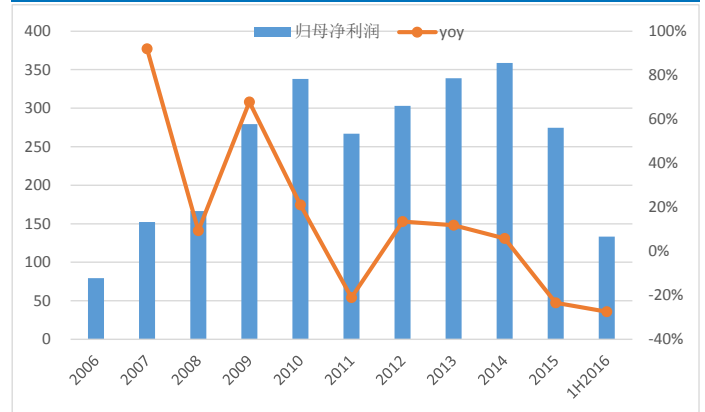
从公司近期经营情况来看，上半年公司实现营业总收入 11.79 亿元，同比增长 14.0%；实现归母净利润为 1.33 亿元，同比下滑 27.4%，分别完成年度预算的 53.6%、60.6%。业绩出现一定程度下滑，源于上年同期公司结转的物业动迁补偿收入和地方奖励较多，导致公司营业外收入大幅减少（本年营业外收入仅 732 万元，远低于上年同期的 1.12 亿元），最终拖累净利润下滑幅度较大。若剔除非经常性损益因素，上半年扣非后净利润 1.18 亿元，同比增长 43.48%。

图 13：公司营收及增长情况（百万元，%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

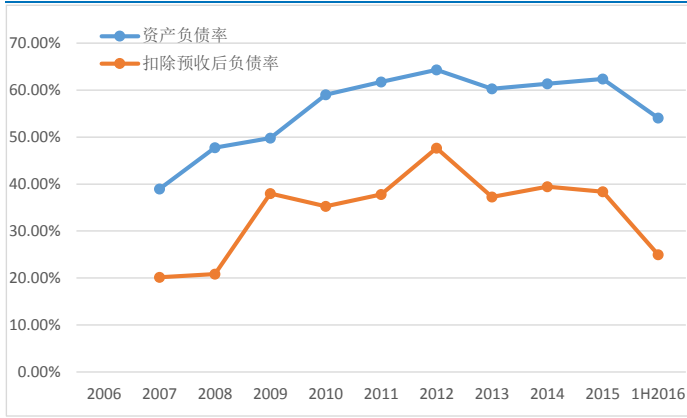
图 14：净利润及增长情况（百万元，%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

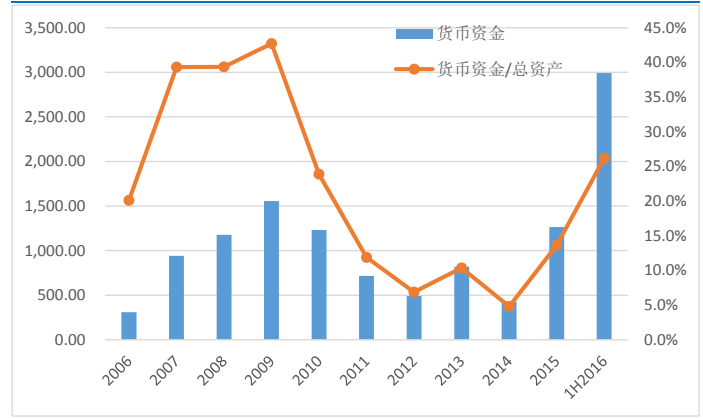
此外，公司 2016 年初定增完成后对资产负债结构也有显著改善，上半年末公司资产负债率为 54.08%；剔除预收账款的资产负债率为 24.98%，同比分别下滑 7.85%、13.17%；在持有资金方面，公司相当充裕，不管是对于公司进一步土地开发还是房地产基金项目的开展都有充足保障。

图 15：负债率显著降低



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 16：在手资金相当充裕



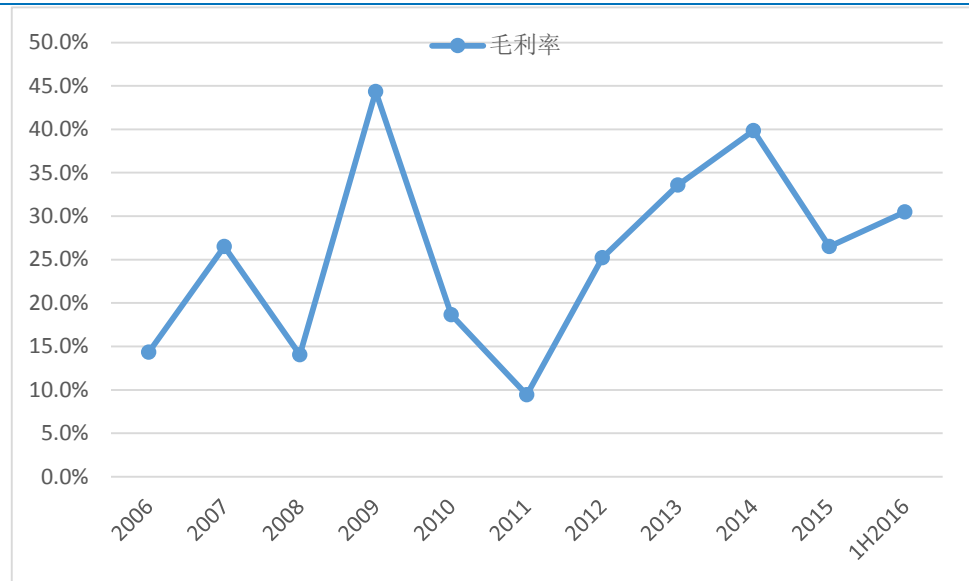
资料来源：Wind、华金证券研究所

经营计划目标完成确定性高：在对比了公司近几年的经营计划和实际完成情况之后，我们发现公司的计划完成率确定性极高，2013-2015年归母净利润完成率分别达到113%、124%、110%。公司2016年目标营收和目标净利润分别为22亿元、2.2亿元，我们认为也基本能够实现。

之所以如此判断，一方面源于公司2015年末较高的预收账款与2016年表现优异的销售收入，若2016年结算率保持在与2015年45%左右的水平，其结算收入超过年度经营计划基本没有疑虑。

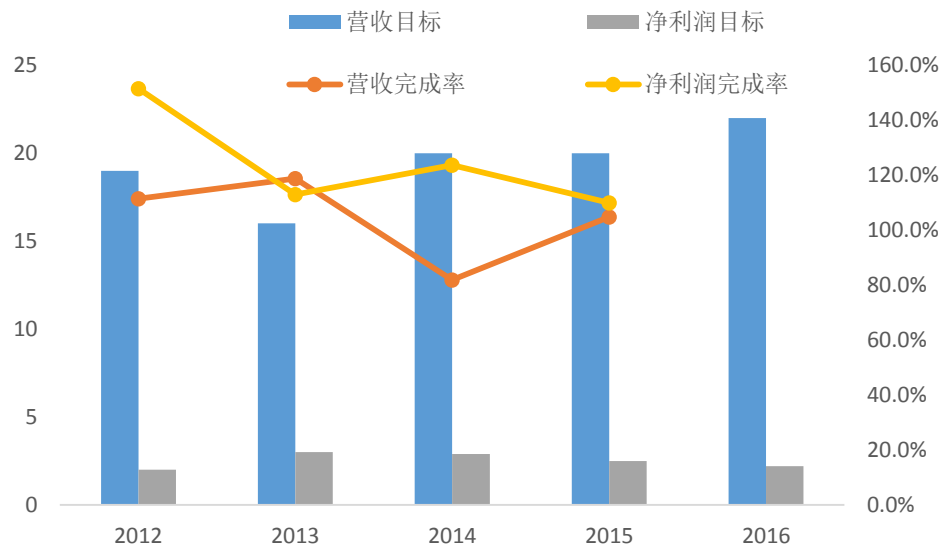
至于毛利率方面，虽然2015年由于结转了部分动迁配套项目导致毛利率有所下滑（主要为宝菊清水园项目），随着项目大部分已经结清，预计未来房地产业务的整体毛利将明显提升，这在2016年上半年已经有所体现。

图 17：毛利率表现情况



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 18：公司经营计划完成情况



资料来源：Wind、华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

我们基于以下部分假设来对公司未来几年的业绩状况作出预测。

1、**传统房地产业务方面**：受益于沪市及周边房地产市场的强劲表现，上半年出色的销售以及大量的预收款奠定了未来两年的结算业绩，并且随着公司动迁房的结算完毕，公司的结算毛利率水平亦将同步提升。预计 2016-2018 年公司房地产板块营收分别为 23.2 亿元、27.9 亿元、32.1 亿元。

表 9：房地产板块收入测算

	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万元)	4,415	4,636	4,868	5,111
结算收入 (百万元)	2,324	2,786	3,214	3,600
预收账款 (百万元)	4,317	5,174	5,970	6,685
结转率 (%)	35%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

2、**房地产基金业务方面**：2016 年公司在此方面快速布局，借助于光大系有望迅速做大规模，不过考虑到此业务尚处于起步阶段，预计短期内收益主要来自于管理费以及优先级固定收益，权益级贡献或略有延后，预计 2016-2018 年房地产基金收入分别为 7500 万元、1.87 亿元、3.67 亿元，计入利润表投资收益部分。

3、公司近两年主要收入及利润来源仍是房地产开发，不过其轻资产模式潜力具备极大想象力，后期发展空间广阔，且光大系的入股为公司添砖助力。国内并无明确可对标业务上市公司，国外诸如黑石已进入成熟模式，估值方面参考意义亦不太大，因此我们参照上海本地房地产股中位数估值，在其基础上，给予公司一定估值溢价（2017 年 35X）。我们预计嘉宝集团 2016 和 2017 年对应 EPS 在 0.47 和 0.69 元，公司 10 月 24 日股价在 15.98 元，对应 2016 和 2017

年 PE 在 33.3 倍和 22.8 倍。按 2017 年 35 倍市盈率测算，对应股价 24.15 元，给予“买入-A”评级。

表 10：上海房地产估值表

		总市值 (亿元)	PE(2016E)	PE(2017E)	PE(2018E)
600606.SH	绿地控股	1,113	13	11	9
600622.SH	嘉宝集团	111	29	23	18
600094.SH	大名城	227	36	26	20
600641.SH	万业企业	104	25	21	17
600663.SH	陆家嘴	801	34	29	24
600748.SH	上实发展	157	23	20	19
600639.SH	浦东金桥	217	38	31	24
600621.SH	华鑫股份	63	37	27	21
600895.SH	张江高科	288	56	47	38
600848.SH	上海临港	190	70	57	48
600604.SH	市北高新	192	95	76	59
	中位数		36	27	21

资料来源：Wind、华金证券研究所 截止 10 月 24 日

五、风险提示

- 1、房地产政策性风险
- 2、房地产基金业务开展不达预期
- 3、与光大战略协同不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,637.4	2,095.5	2,324.3	2,786.0	3,214.5	年增长率					
减:营业成本	984.8	1,540.4	1,580.6	1,830.4	2,079.8	营业收入增长率	-13.8%	28.0%	10.9%	19.9%	15.4%
营业税费	216.1	186.8	253.4	306.6	330.2	营业利润增长率	-0.2%	-27.6%	61.3%	47.1%	46.5%
销售费用	35.1	36.2	43.4	53.3	59.0	净利润增长率	5.8%	-23.4%	16.4%	46.5%	47.2%
管理费用	76.5	32.8	48.8	69.6	86.8	EBITDA 增长率	3.4%	-22.1%	49.5%	51.9%	44.1%
财务费用	17.6	35.0	22.2	56.2	65.1	EBIT 增长率	3.8%	-22.1%	50.5%	52.0%	44.1%
资产减值损失	0.7	0.5	1.5	0.9	0.9	NOPLAT 增长率	5.4%	-25.4%	52.7%	52.0%	44.1%
加:公允价值变动收益	8.1	-1.9	1.1	-1.7	0.8	投资资本增长率	79.3%	-20.6%	-5.6%	68.7%	-36.2%
投资和汇兑收益	77.5	22.1	82.5	206.3	393.3	净资产增长率	10.0%	1.1%	3.9%	10.4%	13.1%
营业利润	392.1	284.0	458.0	673.5	986.6	盈利能力					
加:营业外净收支	125.6	113.6	5.4	7.3	8.2	毛利率	39.9%	26.5%	32.0%	34.3%	35.3%
利润总额	517.7	397.6	463.4	680.8	994.8	营业利润率	23.9%	13.6%	19.7%	24.2%	30.7%
减:所得税	118.0	103.5	115.9	170.2	248.7	净利润率	21.9%	13.1%	13.8%	16.8%	21.4%
净利润	358.6	274.6	319.7	468.3	689.1	EBITDA/营业收入	25.2%	15.3%	20.7%	26.2%	32.7%
						EBIT/营业收入	25.0%	15.2%	20.7%	26.2%	32.7%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	61.3%	62.4%	65.3%	66.0%	63.4%
货币资金	428.2	1,264.2	569.4	222.9	1,326.4	负债权益比	158.6%	165.9%	188.5%	194.3%	173.3%
交易性金融资产	57.5	60.5	61.6	59.8	60.6	流动比率	2.18	2.12	1.57	2.00	1.65
应收帐款	59.4	82.3	180.9	120.1	189.4	速动比率	0.35	0.43	0.24	0.18	0.30
应收票据	-	-	0.1	0.0	0.0	利息保障倍数	23.22	9.11	21.59	12.99	16.14
预付帐款	35.1	10.4	64.5	20.6	64.9	营运能力					
存货	6,740.2	6,635.5	8,152.6	9,982.0	9,392.4	固定资产周转天数	4	9	15	13	11
其他流动资产	725.3	267.2	623.7	538.7	476.5	流动营业资本周转天数	621	614	475	530	474
可供出售金融资产	126.8	307.0	173.6	202.5	227.7	流动资产周转天数	1,624	1,406	1,392	1,331	1,257
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	26	12	20	19	17
长期股权投资	477.1	295.8	295.8	295.8	295.8	存货周转天数	1,265	1,149	1,145	1,172	1,085
投资性房地产	225.8	205.4	205.4	205.4	205.4	总资产周转天数	1,850	1,564	1,529	1,438	1,354
固定资产	9.0	97.9	97.5	97.0	96.6	投资资本周转天数	759	683	530	577	514
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	2.1%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	43.6	53.0	41.0	45.1	46.0	管理费用率	4.7%	1.6%	2.1%	2.5%	2.7%
资产总额	8,927.9	9,279.1	10,466.1	11,790.1	12,381.7	财务费用率	1.1%	1.7%	1.0%	2.0%	2.0%
短期债务	100.0	-	-	6.6	-	三费/营业收入	7.9%	5.0%	4.9%	6.4%	6.6%
应付帐款	1,452.6	1,422.9	3,557.4	1,759.0	3,733.1	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	12.1%	8.7%	9.8%	13.0%	16.9%
其他流动负债	2,132.9	2,496.3	2,603.0	3,720.1	3,253.9	ROA	4.5%	3.2%	3.3%	4.3%	6.0%
长期借款	792.5	853.3	-	1,400.9	-	ROIC	12.8%	5.3%	10.2%	16.5%	14.1%
其他非流动负债	997.9	1,016.4	678.1	897.5	864.0	分红指标					
负债总额	5,475.9	5,788.9	6,838.5	7,784.0	7,851.0	DPS(元)	0.16	0.16	0.16	0.23	0.36
少数股东权益	488.2	340.6	367.0	408.7	464.4	分红比率	30.1%	39.3%	33.3%	34.2%	35.6%
股本	514.3	514.3	682.6	682.6	682.6	股息收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	2.3%
留存收益	2,368.8	2,497.9	2,578.0	2,914.8	3,383.7						
股东权益	3,452.1	3,490.1	3,627.6	4,006.1	4,530.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	399.7	294.0	319.7	468.3	689.1	EPS(元)	0.53	0.40	0.47	0.69	1.01
加:折旧和摊销	3.2	3.0	0.4	0.4	0.4	BVPS(元)	4.34	4.61	4.78	5.27	5.96
资产减值准备	0.7	0.5	-	-	-	PE(X)	29.7	38.8	33.3	22.8	15.5
公允价值变动损失	-8.1	1.9	1.1	-1.7	0.8	PB(X)	3.6	3.4	3.3	3.0	2.6
财务费用	35.4	59.1	22.2	56.2	65.1	P/FCF	-34.2	8.6	-16.2	-47.3	8.2
投资损失	-77.5	14.1	-82.5	-206.3	-393.3	P/S	6.5	5.1	4.6	3.8	3.3
少数股东损益	41.0	19.4	27.9	42.3	57.0	EV/EBITDA	23.0	26.1	22.3	17.4	9.7
营运资金的变动	-1,786.4	930.2	208.4	-2,287.5	2,026.3	CAGR(%)	8.5%	36.4%	-1.6%	8.5%	36.4%
经营活动产生现金流量	-1,588.7	789.6	497.2	-1,928.3	2,445.5	PEG	3.5	1.1	-20.5	2.7	0.4
投资活动产生现金流量	298.8	223.7	213.7	180.9	366.4	ROIC/WACC	1.3	0.5	1.0	1.6	1.4
融资活动产生现金流量	899.1	-177.3	-1,405.7	1,400.9	-1,708.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn