

嘉宝集团 (600622)

强烈推荐

行业：房地产开发

光大安石注入，A股唯一房地产基金标的

公司公告拟以现金方式受让光大安石 51%股权、安石资管 51%股权，对公司转型具有重要意义，自我们 7 月初发表深度报告以来，公司涨幅达 23%。

投资要点：

◇ 以加快转型发展步伐，增强持续经营能力，提升综合实力为目的，购买光大安石等资产。公司拟以现金出资 15.4 亿元，受让关联人光大安石投资持有的光大安石 51%股权、安石资管 51%股权，不构成重大资产重组。

◇ 随着光大安石、安石资管的注入，公司成为 A 股唯一房地产基金标的。光大安石拥有中国证券投资基金业协会颁发的私募投资基金管理人资格，是光大控股旗下最具规模的产业投资基金管理人，是光大控股旗下排他性的房地产投资平台。光大安石拥有资深的房地产投资运营管理团队和操作、运营房地产项目的投资管理经验，专注于中国房地产私募股权投资近 10 年，已完成超过 50 个房地产投融资项目。安石资管主要从事对光大安石所投资的项目进行投后运营、管理服务，目前在管的房地产项目建筑面积达 240 余万方。光大安石与安石资管在业务推进过程中分别负责房地产投资项目的投前、投后管理，两者共同构成房地产投资管理的完整业务链，本次收购将加速公司轻资产转型，公司也将成为 A 股唯一房地产基金标的，极具稀缺性。

◇ 光大安石注入将提振公司盈利能力。15 年末光大安石资产总额为 4.7 亿元，归母所有者权益 3.2 亿元；15 年营业收入 2.9 亿元，归母净利润 2.0 亿元，归母扣非净利润 2.0 亿元，净利率达 69%。15 年末安石资管资产总额 6373 万元，归母所有者权益 479 万元；15 年营业收入 2327 万元，归母净利润 380 万元，净利率 16%。交易完成后，光大安石、安石资管将纳入公司合并报表范围。光大安石的注入将迅速提升公司盈利能力，借力资本市场迅速扩大资产管理规模。

◇ 自 7 月底光大控股成为公司第一大股东后，房地产资管业务发展迅速，股权、债权型投资多元开花，转型成效显著。本次购买光大安石等资产将使公司迅速完善资管产业链，提升公司盈利能力，交易仍需获得股东大会核准。公司 RNAV 17.2 元/股，暂不考虑注入资产，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 14.7%；16-18 年 EPS 为 0.47、0.60、0.71 元，三年复合增长 20.7%，对应当前股价 PE36、28、24 倍，鉴于公司转型取得重大突破，提高 6 个月目标价至 22 元，对应 16 年 PE47 倍，再次“强烈推荐”评级。

◇ 风险提示：政策调控利空行业基本面、资产购买受阻、土地储备不足等。

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	318	408	483
净利润同比(%)	-23%	16%	28%	18%
毛利率(%)	26.5%	27.4%	29.7%	30.8%
ROE(%)	8.7%	6.2%	7.5%	8.3%
每股收益(元)	0.40	0.47	0.60	0.71
P/E	42.23	36.47	28.43	24.02
P/B	3.68	2.25	2.12	2.00
EV/EBITDA	36	30	23	19

资料来源：中国中投证券研究总部

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： 22

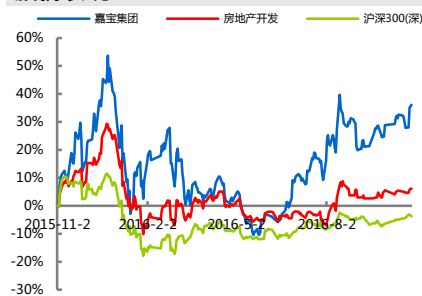
当前股价： 17.27

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)	118
流通市值(亿元)	89
成交量(百万股)	7.02
成交额(百万元)	120.74

股价表现



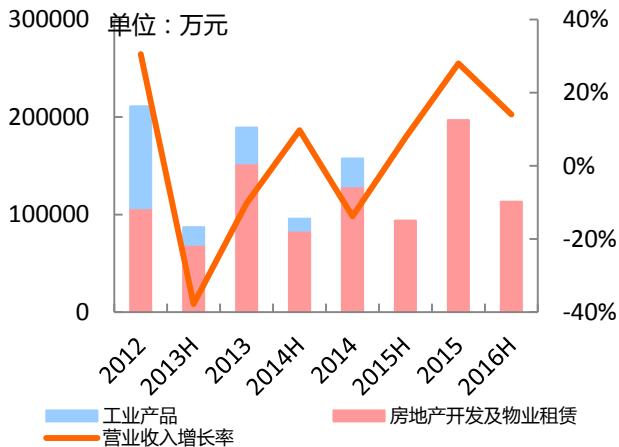
相关报告

《嘉宝集团-光大有望主导发展，资管业务步入正轨》2016-08-30

《嘉宝集团-光大晋升第一大股东，国内唯一房地产基金上市平台》2016-07-31

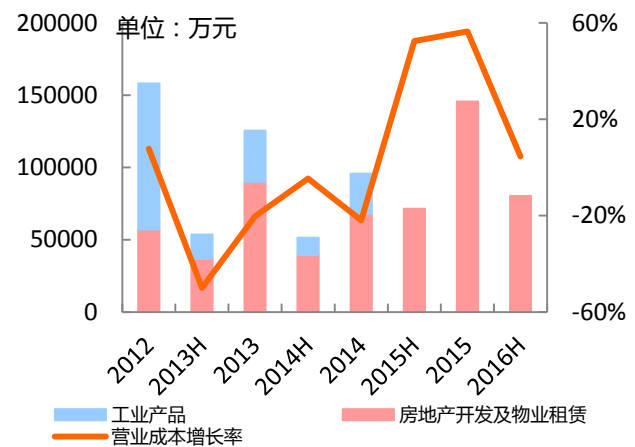
《嘉宝集团-“房地产服务产业链”蓝海“房地产基金”启航在即》2016-07-18

图 1 各业务营业收入历年变化



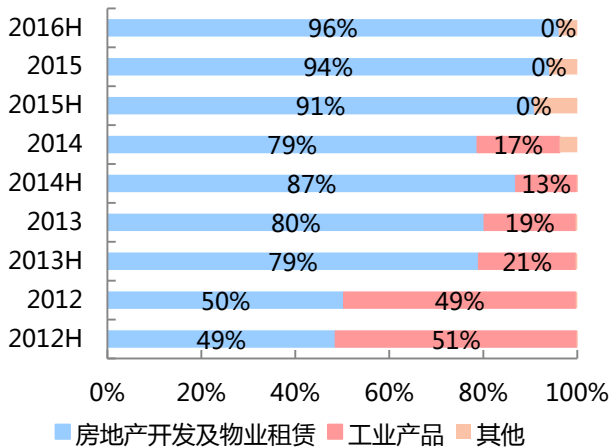
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



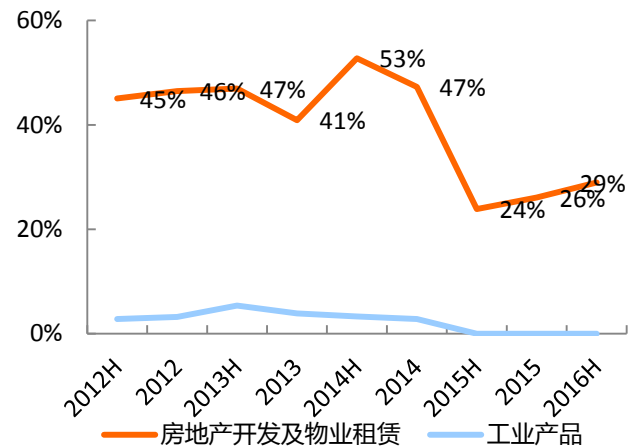
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 各业务占比变化



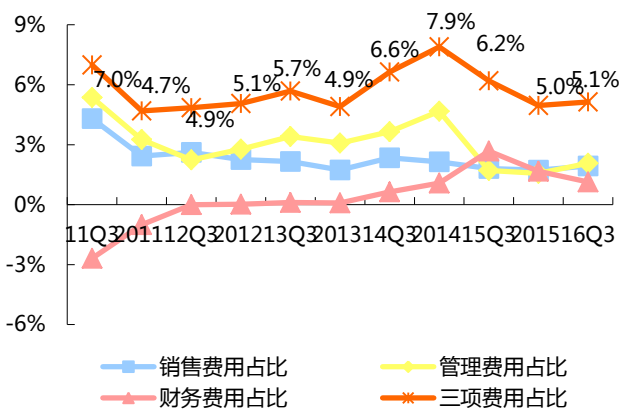
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 各业务毛利率变化



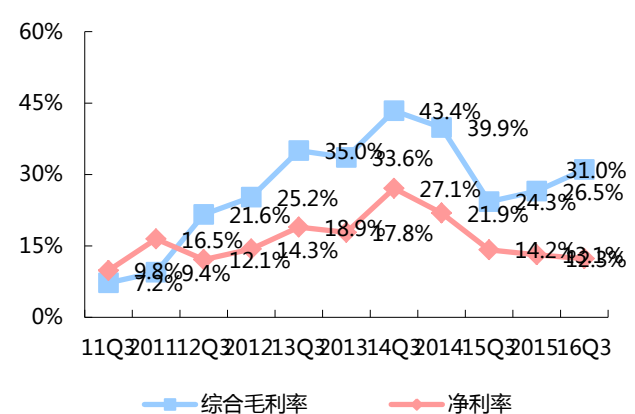
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 三费水平



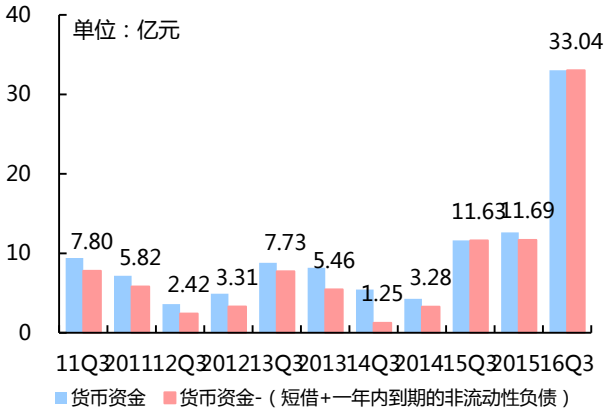
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 综合毛利率和净利率



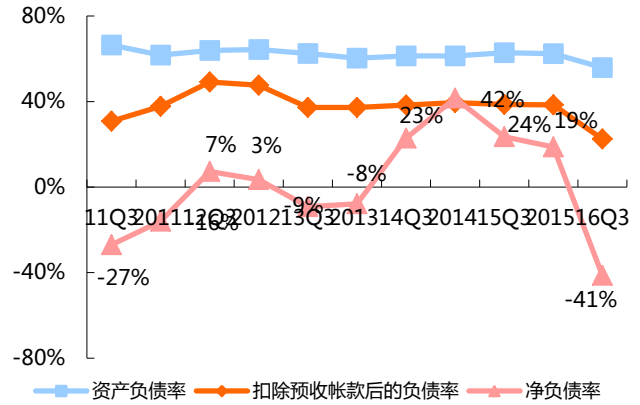
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 货币资金和短期负债



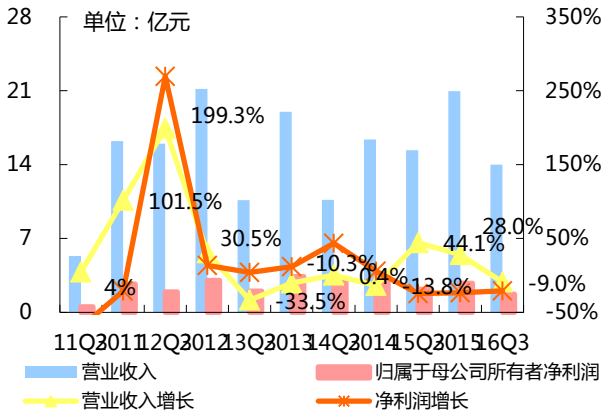
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 负债水平



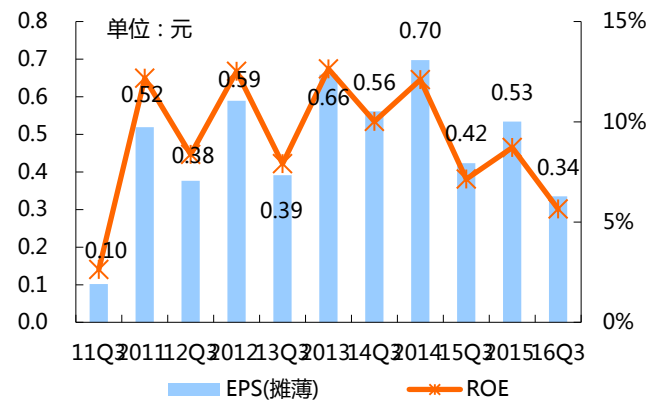
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

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	9968	10156	10281
现金	1264	3467	4171	4773
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
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	10943	11145	11283
流动负债	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
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	5423	5295	5056
少数股东权益	341	363	392	426
股本	514	683	683	683
资本公积	611	2239	2239	2239
留存收益	1887	2234	2536	2879
归属母公司股东权益	3150	5156	5458	5801
负债和股东权益	9279	10943	11145	11283

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	790	607	893	819
净利润	294	341	437	517
折旧摊销	3	10	11	12
财务费用	35	39	29	23
投资损失	-22	-22	-22	-22
营运资金变动	469	241	407	257
其它	11	-0	31	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	1600	-185	-213
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	1628	0	0
其他	-100	-147	-135	-163
现金净增加额	836	2203	704	602

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	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	39	29	23
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	347	477	585
营业外收入	114	114	114	114
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	398	460	590	699
所得税	104	120	154	182
净利润	294	341	437	517
少数股东损益	19	22	29	34
归属母公司净利润	275	318	408	483
EBITDA	322	395	517	621
EPS (元)	0.53	0.47	0.60	0.71

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	28.0%	14.0%	16.0%	14.0%
营业利润	-27.6%	22.1%	37.5%	22.8%
归属于母公司净利润	-23.4%	15.8%	28.2%	18.4%
获利能力				
毛利率	26.5%	27.4%	29.7%	30.8%
净利率	13.1%	13.3%	14.7%	15.3%
ROE	8.7%	6.2%	7.5%	8.3%
ROIC	7.2%	9.4%	14.4%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	62.4%	49.6%	47.5%	44.8%
净负债比率	16.38%	16.56%	16.02%	15.79%
流动比率	2.12	2.75	2.86	3.07
速动比率	0.43	1.08	1.30	1.56
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.24	0.25	0.28
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.47	0.60	0.71
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	7.55	8.00	8.50
估值比率				
P/E	42.23	36.47	28.43	24.02
P/B	3.68	2.25	2.12	2.00
EV/EBITDA	36	30	23	19

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
2016-08-30	《嘉宝集团-光大有望主导发展，资管业务步入正轨》
2016-07-31	《嘉宝集团-光大晋升第一大股东，国内唯一房地产基金上市平台》
2016-07-18	《嘉宝集团-“房地产服务产业链”蓝海“房地产基金”启航在即》
2016-07-13	《嘉宝集团-经营持续改善，进军房地产基金新蓝海》
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、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、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