

2017年01月09日

嘉宝集团 (600622.SH)

动态分析

拟定关联交易额，夯实房地产基金业务

投资要点

事件：公司1月6日晚公布关联交易协议，预计2017年公司及下属企业与特定关联方关联交易额不超过19.35亿元，其中共同投资认购关联方资管计划产品不超过18.3亿元，收取管理费不超过0.91亿元，支付管理费不超过0.13亿元。

◆ **2017年拟定关联交易额19.35亿元**：2017年1月6日，公司发布公告，拟与宜兴光控、首誉光控等单位签订《日常关联交易协议》。与公司签订协议的关联方基本为公司董事潘颖（PANYING）、陈爽担任职务的企业，而它们又均是光大控股系高管团队成员。公司预计，2017年公司（含下属企业）与关联方宜兴光控、首誉光控等单位发生日常关联交易不超过19.35亿元，其中共同投资或认购关联方资管计划等产品不超过18.3亿元，收取管理费不超过0.91亿元，支付管理费不超过0.13亿元。此次关联交易额仅为公司2017年房地产基金部分业务规模，通过交易内容可以看出，在公司收购光大安石后，不但能获取稳定的管理费用，还可以通过光大安石的渠道进行自有资金的项目投资，多样化方式结合将有效提升投资收益率。

◆ **收购光大安石和安石资管51%股权已完成工商登记**：公司11月初公告，拟以15.4亿元，受让光大安石与安石资管分别51%股权，2016年11月30日，公司公告完成了上述股权转让的工商变更登记手续，2017年1月4日，公司公告，已向双方指定的共管账户支付了第一期交易对价，即标的资产总对价51%的款项（7.87亿元人民币）。经此，公司由单纯的房地产开发公司初步完成向房地产基金企业的蜕变。我们在此前深度报告中判断，光大系入股不排除有主导公司业务发展的可能，从光大系人事入驻嘉宝董事会、公司收购光大安石51%股权等系列动作来看，基本也印证了我们的猜测。

◆ **前三季度实现净利润1.72亿元**：公司前三季度实现营收/净利润13.99亿元、1.72亿元，同比分别下滑8.97%、20.85%，公司上年同期公司结转的物业动迁补偿收入和地方奖励较多，扣非后净利润则增长15.84%。此外，随着宝菊清水源等动迁项目逐渐结清，结算毛利率显著提升，Q3结算毛利高达34.1%，远高于去年同期的24.5%与Q2的23.9%，这从Q3营收下滑56.2%，净利润却逆势增长14.8%亦可体现。公司三季度末预收款高达41.4亿元，较上半年再次增厚逾8亿元，预计将有效保障公司未来两年的结算收入。

◆ **优质房地产私募基金标的，再次重申买入**：公司为上海市嘉定区域房地产企业，近两年主要收入及利润来源仍是房地产开发，有望享受上海房价上涨带来的确定性业绩贡献；并且公司优质的房地产私募基金平台具备市场稀缺性，轻资产模式存在想象空间；同时公司通过光大安石及安石资管的股权收购完成、以及后续关联交易的公布均进一步夯实了房地产基金的业务转型之路。

◆ **投资建议**：我们预计嘉宝集团2016-2018年对应EPS在0.47、0.69元和1.01元，公司1月9日收盘价15.57元，对应2017/2018年PE分别23倍和15倍，估值低于同业，维持“买入-A”评级，6个月目标价24.15元。

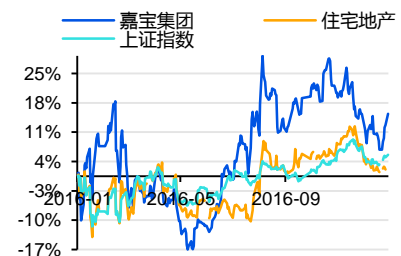
房地产 | 住宅地产 III

投资评级	买入-A(维持)
6个月目标价	24.15元
股价(2017-01-09)	15.57元

交易数据

总市值(百万元)	10,628.18
流通市值(百万元)	8,007.71
总股本(百万股)	682.61
流通股本(百万股)	514.30
12个月价格区间	11.13/17.84元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.37	-8.71	5.58
绝对收益	0.0	-3.17	5.11

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

嘉宝集团：结算毛利提升，房地产基金值得期待 2016-10-31

嘉宝集团：“嘉”偶天成，宝剑出鞘 2016-10-25

◆ **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；关联交易未获股东大会通过

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

一、与关联方签订日常关联交易协议议案

2017年1月6日，公司发布公告，为规范日常经营中的关联交易行为，拟与宜兴光控投资有限公司（以下简称“宜兴光控”）、首誉光控资产管理有限公司（以下简称“首誉光控”）等单位签订《日常关联交易协议》。与公司签订协议的关联方基本为公司董事潘颖（PANYING）、陈爽担任职务的企业，而他们又均是光大控股系高管团队成员。

表 1：关联方多为公司董事潘颖、陈爽担任职务企业

序号	关联方	关联关系
1	宜兴光控投资有限公司	陈爽先生在过去 12 个月内曾担任该公司法定代表人、执行董事和总经理
2	首誉光控资产管理有限公司	陈爽和潘颖已分别辞去董事和副董事长的职务，正办理工商变更手续
3	重庆浙商兴渝置业有限公司	陈爽和潘颖已分别辞去董事和副董事长的职务，正办理工商变更手续
4	北京华富新业房地产开发有限公司	董事潘颖在过去 12 个月内曾担任该公司法定代表人和董事长
5	北京华恒业房地产开发有限公司	董事潘颖在过去 12 个月内曾担任该公司法定代表人和董事长
6	上海光控嘉鑫股权投资管理有限公司	陈爽现担任该公司法定代表人和董事长 潘颖现担任该公司董事和总经理
7	光大控股创业投资(深圳)有限公司	陈爽先生现担任该公司董事
8	CHAMPION CASTLE INVESTMENTS LIMITED	陈爽先生现担任该公司董事
9	Everbright Hero LP Limited	陈爽先生现担任该公司董事
10	Everbright Ashmore Investment White (Hong Kong) Limited	陈爽先生现担任该公司董事
11	Everbright Ashmore Investment Management	陈爽先生现担任该公司董事长

资料来源：公司公告、华金证券研究所

公司预计，2017 年公司（含下属企业）与关联方宜兴光控、首誉光控等单位发生日常关联交易不超过 19.3528 亿元，其中共同投资或认购关联方资管计划等产品不超过 18.311 亿元，收取管理费不超过 0.9149 亿元，支付管理费不超过 0.1269 亿元。

我们认为在公司收购光大安石后，不但能获取稳定的管理费用，还可以通过光大安石的渠道进行自有资金的项目投资，多样化方式结合将有效提升投资收益率。

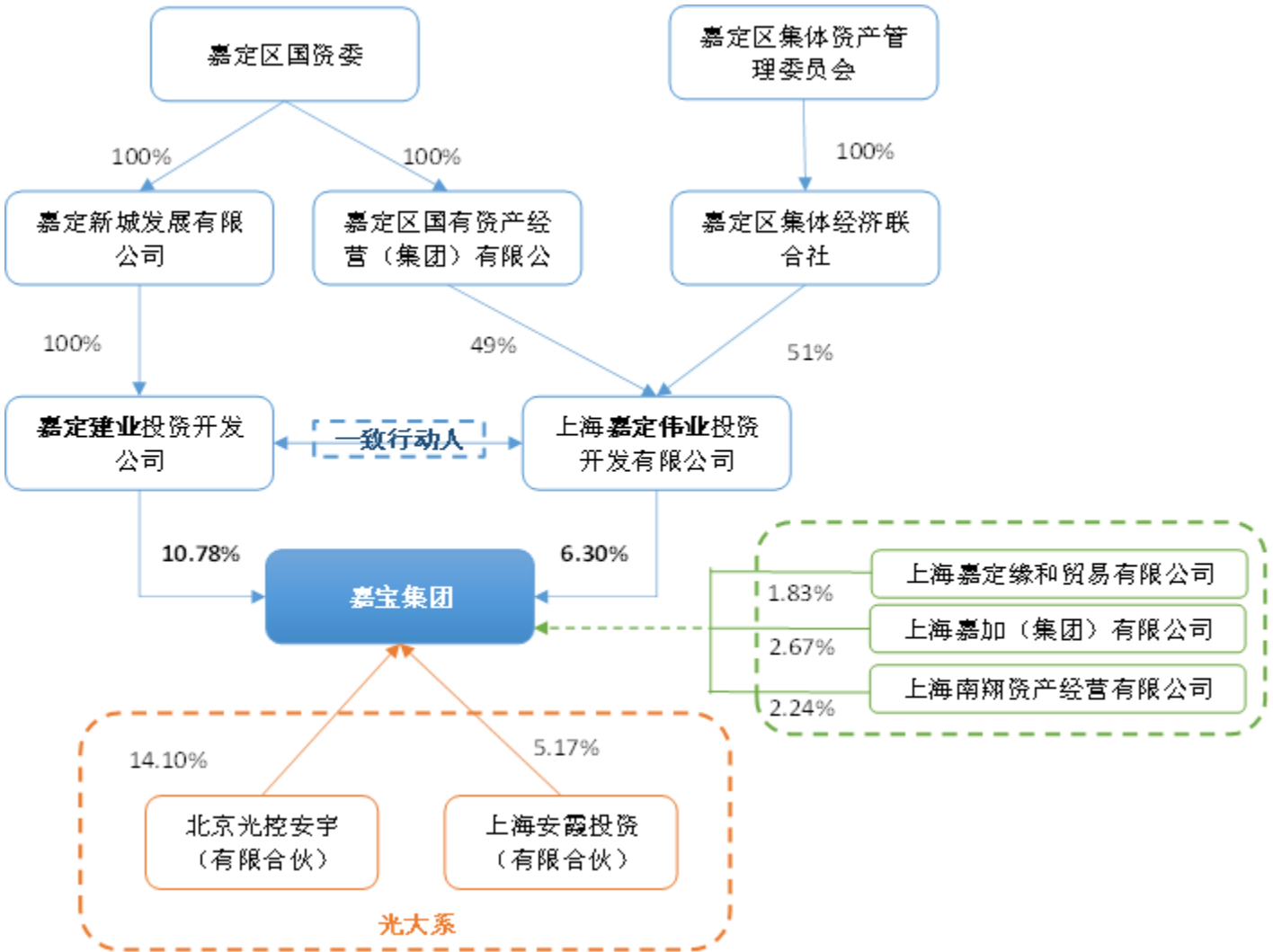
➤ 光大系主导路线或逐渐明晰

光大控股系在 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。

我们在此前深度报告中判断，光大系入股不排除有主导公司业务发展的可能，从光大系人事入驻嘉宝董事会、公司收购光大安石 51% 股权等系列动作来看，基本也印证了我们的猜测。

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，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。

图 1：公司目前股权结构图



资料来源：公司公告、华金证券研究所

本次关联交易尚须获得公司股东大会批准。

二、收购光大安石和安石资管 51%股权已完成工商登记

➤ 完成工商登记，并支付第一期交易对价 7.87 亿元人民币

公司 11 月初公告，拟以 15.4 亿元，受让光大旗下 EBA Investments (Advisory) Limited (光大安石投资) 持有的光大安石(北京)房地产投资顾问有限公司 51% 股权(光大安石，作价 15.4 亿元)以及光大安石(北京)资产管理公司 51% 股权(安石资管，作价 127 万元)。

2016 年 11 月 30 日，嘉宝集团公告完成了上述股权转让的工商变更登记手续，并领取了北京市工商行政管理局西城分局颁发的《企业法人营业执照》

2017 年 1 月 4 日，公司公告，根据公司与 EBA Investments (Advisory) Limited 签订的《股权购买协议》的有关约定，公司已于 2016 年 12 月 28 日向双方指定的共管账户支付了第一期交易对价，即标的资产总对价 51% 的款项(7.87 亿元人民币)。

经此，公司由单纯的房地产开发公司初步完成向房地产基金企业的蜕变。

➤ **光大安石为国内领先房地产私募基金投资平台**

光大安石是光大控股旗下**排他性**的房地产私募基金投资平台，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，光大安石于 2015 年及 2016 年连续荣登“中国房地产基金综合能力 TOP10”第一名；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 余万平方米。

收购溢价及业绩补偿：光大安石评估基准日账面净资产 3.34 亿元，评估价值为 30.2 亿元，对应 2016 年盈利预测 PE 约为 14.3X，光大安石其优良的管理经验、市场渠道、客户、品牌等综合因素形成的各种无形资产等共同导致了评估增值。此外，安石资管账面净资产 279 万元，评估值 249 万元。光大安石投资承诺目标公司合计在 2016-2018 年净利润分别不低于 2.11 亿元、2.26 亿元、2.54 亿元，对应 51%股权预计将分别增厚公司 2017/2018 净利润为 1.15 亿元、1.29 亿元。（由于完成收购日为 2016 年末，故对当年利润贡献较小）

公司同时与光大安石投资签署同业竞争协议：a)光大安石、安石资管及其下属公司为光大控股下属排他性的房地产私募投资基金主体；b) 光大控股及其附属公司目前没有实质从事与目标公司构成竞争关系的业务，并且未来也不会从事相关业务。

迎国企改革之风：我们认为 2016 年以来光大控股通过逐步入股嘉宝集团到成为公司的第一大股东（但通过我们此前深度报告分析，实际控制人或仍是嘉定区国资委），股权转让的方式不失为上海市国企改革的一种新方式，此次光大控股将光大安石这一优质资产注入嘉宝集团，则更加深化了这一改革进程。

三、优质房地产私募基金标的，再次重申买入

公司为上海市嘉定区域房地产企业，近两年主要收入及利润来源仍是房地产开发，有望享受上海房价上涨带来的确定性业绩贡献；并且公司优质的房地产私募基金平台具备市场稀缺性，轻资产模式存在想象空间；同时公司通过光大安石及安石资管的股权收购完成、以及后续关联交易的公布均进一步夯实了房地产基金的业务转型之路。

我们此前在深度报告中曾对公司未来几年公司的房地产基金规模及收入进行测算，彼时虽并未计入收购光大安石及安石资管股权贡献，不过我们判断收购完成后管理费收入将主要通过安石平台贡献，此前公司单独的管理费+投资项目合作模式或有所改变，因此暂不调整盈利预测，预计嘉宝集团 2016-2018 年对应 EPS 在 0.47、0.69 元和 1.01 元，公司 1 月 9 日股价在 15.57 元，对应 2017/2018 年 PE 分别 23 倍和 15 倍，估值低于同业，维持“买入-A”评级，目标价 24.15 元。

四、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；关联交易未获股东大会通过

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.huajinsec.cn