

嘉宝集团（600622）深度报告

光大安石领航，点燃地产金融雄心 买入（上调）

投资要点：

2017年1月19日

■ **光控系跃居第一大股东+收购光大安石 51%股权，轻重并举打造全产业链地产金融投资平台：**1) 16年光控系通过定增+二级市场举牌合计持有公司股权 19.27%，超越嘉定国资系（持股比例 17.08%）跃居第一大股东，光控系高管陈爽先生、潘颖先生任职公司董事，坚定入股并进入管理层彰显光控系对公司未来发展充满信心。2) 现金收购光控系旗下行业领先的房地产股权基金公司光大安石 51%股权，业绩承诺稳健，优质资产注入标志着公司向“轻重并举、双轮驱动”的地产金融方向转型。3) 公司与光控系战略合作不断深化，先后出资光翎、光彬、光渝、首誉光控资管计划等项目，未来有望实现优质地产主业+领先房地产基金的显著协同，打造覆盖全产业链的金融地产投资平台，成就地产金融领域融合典范并树立行业标杆。

■ **光大安石为行业龙头，顶级团队+成熟体系+金融基因为核心竞争力，打通“融投管退”建立稳固护城河：**1) 光大安石是光控旗下最具规模的产业投资基金管理人，截至 16 年 6 月末累计管理规模 700+亿元人民币，其前身为雷曼兄弟旗下亚洲房地产投资平台，近年来连续荣登中国房地产基金综合排名榜首。2) 安石团队由经验丰富的房地产、工程、投资及资管专家组成，融合早期雷曼风格与中国市场特色打造成成熟体系，依托浓厚的金融基因和股东光大集团资源支持取得房地产投资基金领域显著竞争优势。3) 安石盈利模式为管理费（1.5%）+超额业绩分成（20%），兼具稳定性+高收益，管理规模高成长性保障未来业绩增长空间，同时投后管理领先行业带来超额业绩想象空间（大融城塑造经典），此外，安石最强大优势在于全面打通房地产基金“融投管退”，任何阶段项目均可切入，建立稳固的护城河。

■ **地产金融新时代，房地产基金蓝海空间广阔，高成长性+高壁垒保障领军企业充分享有先发优势：**1) REITs 在海外历史悠久、长期收益领先，美国 REITs 总市值已突破万亿美元，日本、香港、新加坡等亚洲市场亦蓬勃发展。2) 参考海外，随着我国经济增速放缓，无风险利率下行，资产荒导致高收益率优质资产稀缺，同时国内房地产投资高增长时代结束，宏观环境为房地产基金带来发展契机，目前行业整体规模仅数千亿，类 REITs 初具规模，未来随着制度创新推进、商业模式成熟，房地产基金或将面临广阔蓝海空间。3) 房地产资管新时代下，融资需求+并购整合趋势推动地产金融服务向多元化、创新化方向发展，轻资产运营模式备受青睐，诸如光大安石此类能够全面打通“融投管退”、拥有金融基因和成熟运营体系的企业将获得显著竞争优势并建立稳固的护城河，资产管理规模有望高增长。

投资建议：

光大安石为房地产基金龙头，依托顶级团队+成熟体系+金融基因竞争优势领先，全面打通“融投管退”建立稳固护城河，且行业蓝海空间广阔，高壁垒保障长期领先优势。房地产资管新时代，公司拟打造国内首家覆盖全产业链的金融地产投资平台。目前公司 NAV 约 98 亿，给予合理估值 82 亿，预计安石 17 年贡献公司利润 1.54 亿，考虑行业空间、市场地位及高成长性，给予 35 倍 PE，对应市值 54 亿，合计市值 136 亿，即 20 元/股，对应 32 倍 17 年 PE。我们认为，公司携手光控系有望成就 A 股最佳地产金融标的，成为地产金融领域融合典范，带动未来业绩高增长预期，坚定看好发展前景，给予“买入”评级（上调）。

风险提示：1) 房地产资管业务拓展不利；2) 房地产基金行业前景不及预期。

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

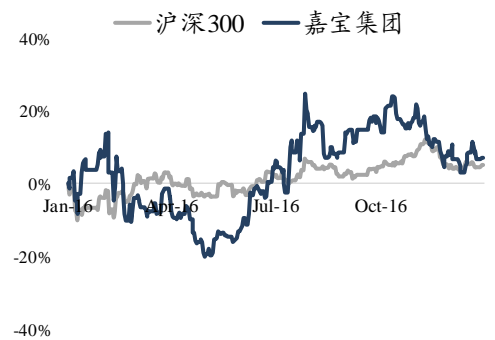
dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn

18019242961

股价走势



市场数据（2017年1月18日）

| | |
|---------------|-------|
| 收盘价（元） | 14.98 |
| 市盈率（2015） | 37.23 |
| 市净率（2015） | 3.25 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 7704 |

基础数据（2015）

| | |
|-------------|-------|
| 每股净资产（元） | 4.61 |
| 资产负债率（%） | 62.39 |
| 总股本（百万股） | 683 |
| 流通 A 股（百万股） | 514 |

相关报告

1. 嘉宝集团：收购光大安石，进军房地产基金，20161219

目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 收购光大安石，成就 A 股最佳地产金融标的 | 4 |
| 1.1. 光控系跃居第一大股东，收购光大安石 51%股权..... | 4 |
| 1.2. 光大安石为行业龙头，团队+体系+资源为核心竞争力 | 5 |
| 1.3. 打通“融投管退”建立护城河，全产业链优势鲜明 | 9 |
| 2. 嘉宝集团轻重并举，打造地产金融投资平台典范 | 12 |
| 2.1. 嘉宝集团是嘉定区国资委旗下老牌优质房企 | 12 |
| 2.2. 携手光控系打造地产金融平台，协同深化、多点开花..... | 13 |
| 2.3. 传统房地产开发业务深耕嘉定周边，业务价值优异 | 15 |
| 3. 地产金融新时代，房地产基金蓝海空间广阔 | 17 |
| 3.1. 海外 REITs 蓬勃发展，美国万亿市场最为成熟..... | 17 |
| 3.2. 中国类 REITs 初具规模，标准 REITs 或即将破冰..... | 21 |
| 3.3. 地产金融新时代，房地产基金面临蓝海空间广阔 | 23 |
| 4. 投资建议：给予“买入”评级（上调） | 24 |
| 5. 风险提示： | 24 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 嘉宝集团股权结构（光控系举牌增持后） | 4 |
| 图表 2: 嘉宝集团非公开发行股票认购情况 | 4 |
| 图表 3: 嘉宝集团董事会成员（2016.04 调整后） | 4 |
| 图表 4: 光大安石股权结构（收购完成后） | 5 |
| 图表 5: 2015-2019E 光大安石业绩承诺 | 5 |
| 图表 6: 光大安石历史沿革 | 6 |
| 图表 7: 中国房地产基金综合能力 TOP10 | 6 |
| 图表 8: 光大安石基金管理规模 | 6 |
| 图表 9: 光大安石管理团队概览 | 7 |
| 图表 10: 光大控股基金管理业务布局 | 8 |
| 图表 11: 2011-2015 光大控股基金管理规模 | 8 |
| 图表 12: 光大控股金融业务布局 | 8 |
| 图表 13: 2011-2016.06 光大控股总资产规模 | 8 |
| 图表 14: 2011-2016H1 光大控股业绩概况 | 8 |
| 图表 15: 光大安石美元基金一期投资概况 | 10 |
| 图表 16: 光大安石经典项目——重庆大融城青年主题购物中心 | 10 |

| | |
|--|----|
| 图表 17: 大融城资产支持专项计划结构..... | 11 |
| 图表 18: 光大安石财务报表主要项目列示..... | 11 |
| 图表 19: 嘉宝集团发展历程..... | 12 |
| 图表 20: 嘉宝·梦之湾景苑..... | 12 |
| 图表 21: 嘉宝·紫提湾实景..... | 12 |
| 图表 22: 2011-2016Q1-3 嘉宝集团营业收入..... | 13 |
| 图表 23: 2011-2016Q1-3 嘉宝集团业绩概况..... | 13 |
| 图表 24: 2011-2016.09 嘉宝集团总资产..... | 13 |
| 图表 25: 2011-2016.09 嘉宝集团净资产..... | 13 |
| 图表 26: 股权型房地产资产管理合作项目..... | 14 |
| 图表 27: 债权型房地产资产管理合作项目..... | 14 |
| 图表 28: 嘉定大融城实景图..... | 15 |
| 图表 29: 嘉定大融城项目概况..... | 15 |
| 图表 30: 嘉宝集团房地产开发项目概览(截至2016年6月末)..... | 15 |
| 图表 31: 2015-2016.09 公司预收账款..... | 16 |
| 图表 32: 2016.02-2017.01 嘉定房价(元/平米)..... | 16 |
| 图表 33: 2011-2016.09 公司负债率(扣除预收)..... | 16 |
| 图表 34: 2011-2016.09 公司账面现金(百万元)..... | 16 |
| 图表 35: REITs 分类概览..... | 17 |
| 图表 36: REITs 基本结构(信托型)..... | 17 |
| 图表 37: 1972-2015 美国 REITs 数量及规模..... | 18 |
| 图表 38: 1950-2015 美国 GDP 及住宅开工增速..... | 18 |
| 图表 39: 1954-2015 美国国债收益率..... | 18 |
| 图表 40: 1989-2016 美国权益型 REITs 投资回报指数(月度数据)..... | 19 |
| 图表 41: 1990-2016 美国权益型 REITs 分红率(月度数据, 对比10年期国库券)..... | 19 |
| 图表 42: 亚洲各国交易所 REITs 总市值..... | 20 |
| 图表 43: 香港、新加坡各物业类型 REITs 数量..... | 20 |
| 图表 44: 香港、新加坡持有国内物业资产的 REITs 概览..... | 20 |
| 图表 45: 1997-2015 中国 GDP 增速(%)..... | 21 |
| 图表 46: 中国无风险收益率持续下行..... | 21 |
| 图表 47: 1997-2015 中国房地产新开工投资额..... | 21 |
| 图表 48: 1997-2015 中国房地产新开工面积..... | 21 |
| 图表 49: 中国版“类 REITs”产品结构..... | 22 |
| 图表 50: 国内发行的“类 REITs”产品概览..... | 22 |
| 图表 51: 房地产行业兼并重组事件..... | 23 |
| 图表 52: 嘉宝集团盈利预测..... | 24 |

1. 收购光大安石，成就 A 股最佳地产金融标的

嘉宝集团引入战略股东光大控股，光控系增持后持股 19.27%，跃居第一大股东，且两位高管进入董事会，并收购房地产股权基金龙头光大安石 51% 股权。安石依托顶级团队+成熟体系+金融基因取得领先竞争优势，且管理费（1.5%）+业绩分成（20%）的盈利模式兼具稳定性+高收益，全面打通“融投管退”建立稳固的护城河，全产业链优势鲜明。

1.1. 光控系跃居第一大股东，收购光大安石 51% 股权

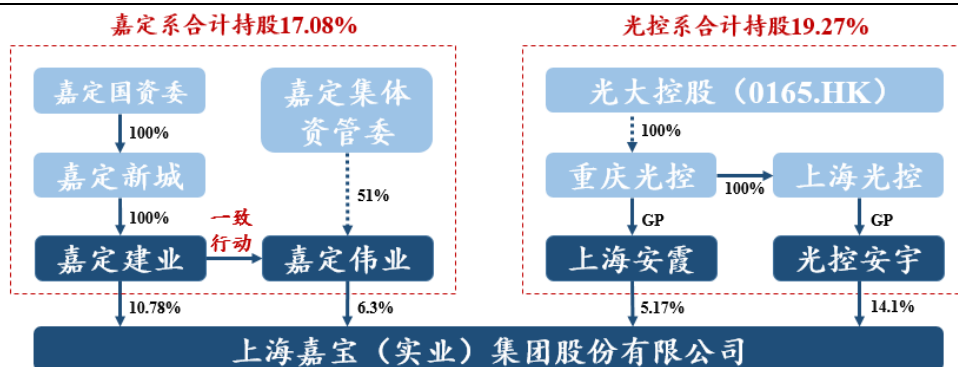
股权变更先行，光控系通过定增+二级市场举牌跃居公司第一大股东。

1) 嘉宝集团为嘉定区国资委旗下优质房地产公司，2016年2月，公司向7名认购对象非公开发行1.68亿股，募资18.19亿元，用于投资昆山及嘉定区相关地产项目。本次定增，除公司原第一大股东嘉定建业参与外，光大控股旗下光控安宇、上海安霞合计认购9748.7万股，占发行后总股本的14.28%，光控系入股上市公司，位居增发后第二大股东。

2) 2016年7月，光控系于二级市场增持公司股权4.99%，增持后，光控系（光控安宇+上海安霞）合计持股比例19.27%，超越原嘉定系（嘉定建业+嘉定伟业）的合计17.08%，跃居第一大股东。本次举牌增持光控系平均持股成本14.7元/股，坚定增持彰显其对公司发展前景充满信心。

3) 2016年4月，公司调整董事会成员，光控系高管陈爽先生、潘颖先生任职董事，目前嘉定系依然保持对董事会及公司的实际控制权。

图表 1: 嘉宝集团股权结构（光控系举牌增持后）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 嘉宝集团非公开发行股票认购情况

| 认购对象 | 认购数量 (万股) | 认购对象 | 认购数量 (万股) |
|------|-----------|------|-----------|
| 嘉定建业 | 1119.31 | 中邮基金 | 3690.32 |
| 南翔资产 | 232.99 | 嘉实基金 | 1019.43 |
| 光控安宇 | 6218.50 | 卫保川 | 1019.43 |
| 上海安霞 | 3530.24 | 合计 | 16830.22 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

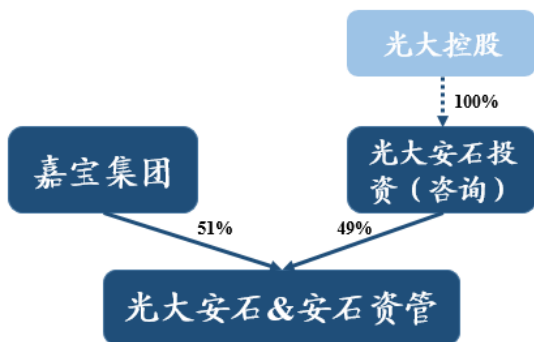
图表 3: 嘉宝集团董事会成员（2016.04 调整后）

| 职位 | 董事会成员 | 本届任期 |
|-------|-----------------------------|--------------|
| 非独立董事 | 钱明（董事长暨总裁）、沈培新、李俭、龚侃侃、陈爽、潘颖 | 2014-06-24 ~ |
| 独立董事 | 袁树民、陈乃蔚、唐耀 | 2017-06-23 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

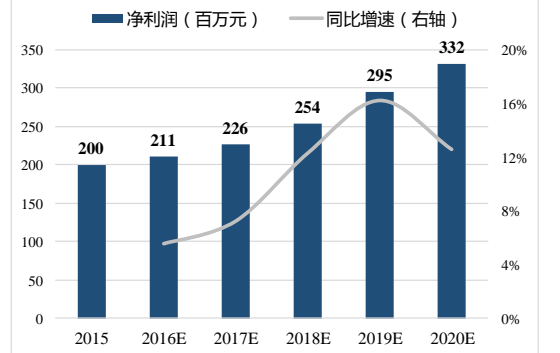
优质资产注入，收购领军私募房地产基金公司光大安石 51%股权。2016年11月，公司以现金方式出资15.4亿元，受让光大安石投资（咨询）有限公司持有的光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司（光大安石）、光大安石（北京）资产管理有限公司（安石资管）各51%股权。交易对手光大安石投资（咨询）为控股型公司，主要通过下属光大安石+安石资管开展私募房地产股权投资基金业务，且光大安石与安石资管在业务推进过程中分别负责房地产投资项目的投前、投后管理，两者共同构成房地产投资管理的完整业务链。本次收购完成后，公司将实现对光大安石并表，但目前剩余49%股权仍归属于光控系。

图表4：光大安石股权结构（收购完成后）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表5：2015-2019E 光大安石业绩承诺



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

安石业绩承诺稳健，公司进一步向“轻重并举、双轮驱动”转型。

1) 本次收购，光大安石的业绩承诺相当稳健，2016、2017、2018年承诺净利润分别为2.11、2.26、2.54亿元，增速平稳向上，未来实际完成业绩有望超预期（根据公司公告，安石资管于2015年进行人员整合和业绩调整，尚处于拓展期，因而暂时不考虑其业绩贡献）。

2) 公司通过本次收购获得光大安石旗下优质的房地产私募基金管理业务资产、品牌及优秀管理团队，加速探索轻资产转型发展模式，并进一步提升综合实力及市场影响力。收购光大安石标志着公司由“传统开发、单轮驱动”向“轻重并举、双轮驱动”的转型升级迈出重要一步。

1.2. 光大安石为行业龙头，团队+体系+资源为核心竞争力

光大安石为光控系下最具规模的产业投资基金，拥有独特历史背景。

1) 光大安石是光大控股旗下专注于中国市场的房地产私募股权投资基金公司，拥有基金业协会颁发的私募投资基金管理人资格，是光控系旗下最具规模的产业投资基金管理人及排他性的房地产投资平台。光大安石专注于中国房地产私募股权投资近10年，累计管理规模超过700亿元人民币，累计成功退出项目近百个，退出规模超过300亿元，2016年6月末，管理人民币基金规模156亿元，美元基金1.2亿美元。

2) 光大安石历史背景独特，前身为雷曼兄弟旗下亚洲房地产投资平

台，后由光大控股于2008年出资85万美元收购51%股权，并保留主要团队以延续风格。2011年，雷曼遭遇危机退出，光大引入英国基金管理公司安石投资（ASHMORE）为股东。2014年，随着一期美元基金退出（IRR达20%+），安石投资退出，光大收购其股份成为绝对控股股东。

3) 光大安石在各项行业排名中位居龙头地位，在由国务院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“中国房地产百强企业研究成果发布会”上，光大安石于2015、2016年连续荣登“中国房地产基金综合能力TOP10”第一名。

图表6：光大安石历史沿革



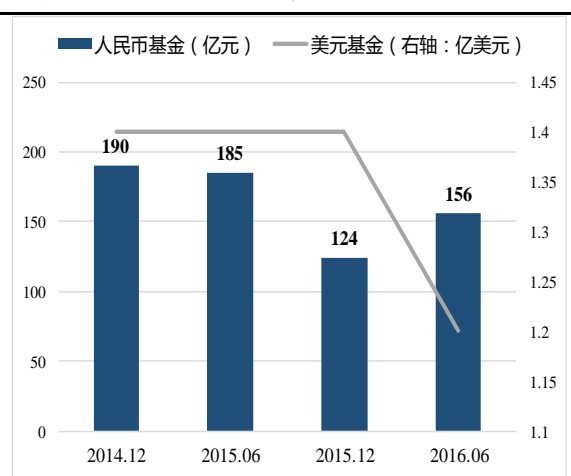
资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图表7：中国房地产基金综合能力TOP10

| 排名 | 2015 | 2016 |
|----|--------|--------|
| 1 | 光大安石投资 | 光大安石投资 |
| 2 | 信保(天津) | 信保(天津) |
| 3 | 信业股权投资 | 信业股权投资 |
| 4 | 上海建银精瑞 | 稳盛(天津) |
| 5 | 稳盛(天津) | 长富汇银投资 |
| 6 | 天津高和投资 | 上海建银精瑞 |
| 7 | 鼎晖宇泰地产 | 天津高和投资 |
| 8 | 长富汇银投资 | 鼎晖宇泰地产 |
| 9 | 上海五牛基金 | 上海瑞威资产 |
| 10 | 富浩骅盖 | 弘睿(北京) |

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图表8：光大安石基金管理规模



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

顶级团队+成熟体系+金融基因+股东资源优势，构建核心竞争力。

1) 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。团队主要由经验丰富的房地产专家（超过60名）、投资专家、工程专家和资产管理专家组成，拥有对不同金融领域及中国市场深入的专业知识。

2) 光大安石经过长期实践形成完善的房地产投资管理运营体系，采用平衡模式，通过有针对性的投资并积极参与开发与资产管理以提升物业价值，因而公司自身定位是能够为项目带来重大增值的合伙人。安石

聚焦于住宅和商业物业两大类房地产开发，同时亦投资物流、办公等其他类型资产，其中，住宅投资侧重一、二线城市，并同享誉全球的住宅开发商和当地市场领导者建立战略合作关系，商业投资则侧重于二、三线城市市中心购物商场或一线城市城郊购物中心等，并由安石团队亲自管理以提升物业品质、创造投资价值。

图表 9: 光大安石管理团队概览

| | |
|---|--|
|  | 潘颖，光大控股房地产投资及基金募集负责人、光大安石首席执行官。 加入光大安石前曾任职于国家外汇管理局外汇储备交易处并设立中国人民银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。1998 年加入美国洛杉矶的 Seagate 资产管理公司，2004 年同光大合作设立光大海基资本并担任首席执行官，先后募集两期基金专注于中国投资机会，规模超过 1.5 亿美元。在私募股权投资领域有超过 17 年经历。持有西安交通大学管理学院经济学学士学位。 |
|  | 陈宏飞，光大安石首席投资官。 负责项目并购及资产管理，曾任职单位包括铁狮门中国基金；雷曼商业地产组下属公司 Capital 服务控股。他有 9 年中国房地产市场的直接投资经验，成功投资的项目累计总投资超过 10 亿美元。他有建筑设计、审批及施工经验。他持有南加州大学房地产开发硕士和清华大学建筑学学士。 |
|  | 胡兵，光大安石资管总经理。 负责项目执行和投资组合管理。他有超过 10 年投资组合管理、房地产资产管理和资本市场经验。他熟悉中国资本市场、REITs 产品创新等持有型房地产退出通路。胡先生于 2013 年 1 月加入光大安石，曾任职单位包括联想控股、融科投资。他持有香港科技大学工商管理硕士，北京大学光华管理学院学士。 |
|  | 艾渝，光大安石董事总经理。 在 2008 年加入光大安石之前，曾任职于摩根大通香港投资银行部，主要负责亚洲（除日本）房地产市场，并参与公开上市、可转债、公司兼并和融资等多种金融产品。在加入摩根大通香港之前，曾作为分析师任职于摩根大通纽约总部投资银行部，主要负责全球基础设施及交通行业的杠杆收购交易，以及债券融资交易。他有美国华盛顿大学圣路易斯金融学硕士学位，并以荣誉奖学金获得加拿大西蒙弗雷泽大学经济学学士学位。 |
|  | 王毅喆，光大安石董事总经理。 2012 年 4 月加入光大安石。曾在中信集团信业基金和中化集团外贸信托任职 8 年。在那段时间，他发起并完成了 29 个房地产信托项目，项目成本总计超过 90 亿人民币，其中 7 个项目为股权投资，22 个项目为债权投资。所有的项目都实现了成功的收益。王先生毕业于清华大学，拥有建筑学士学位和计算机科学硕士学位。 |
|  | 余小玲，光大安石财务总监。 于 2008 年 3 月作为财务总监加入光大安石并负责财务、人事及运营。在加入光大安石之前，曾作为地区财务总监任职于 GCRE 东京，雷曼在亚洲的资产管理公司。此前她任职于美洲银行证券公司东京分部。她拥有日本学习院大学的 MBA 学位以及北京外国语大学的日本文化硕士学位。 |
|  | Bryan Bachner，光大安石首席法律顾问。 负责公司法律，合规事务和 Company 管理。在 2008 年加入之前，他是华盛顿国会图书馆法律研究部的助理董事，领导律师团队为美国国会、最高法院及行政分支机构提供建议和有关国际间比较性外国的法律事务研究。他持有塔夫斯大学的学士学位，美洲大学华盛顿法学院的法学博士和位于中国湖北的武汉大学法学院的博士学位。 |

资料来源：光大安石官方网站，东吴证券研究所

3) 光大安石享有浓厚的金融基因，股东光大集团为全牌照金融集团，且光大控股秉持“大资产管理”战略，专注发展“跨境资产管理及投资”业务，提供各类基金管理服务，2016 年 6 月末总资产规模高达 621 亿港元。光大安石在设立之初的目标定位即多元化、多币种的房地产资产管理平台（目前依然包含美元和人民币双币种基金，同时包含固定收益类、股权类、混合式等模式）。考虑国内房地产大规模开发刚需性住宅的时代已过，光大安石主动向商业持有型物业过渡，而浓厚的金融基因助推安石在商业持有型物业领域取得较传统房地产商天然的领先优势。

4) 根据光大安石首席执行官潘颖先生接受公开采访所述，光大安石

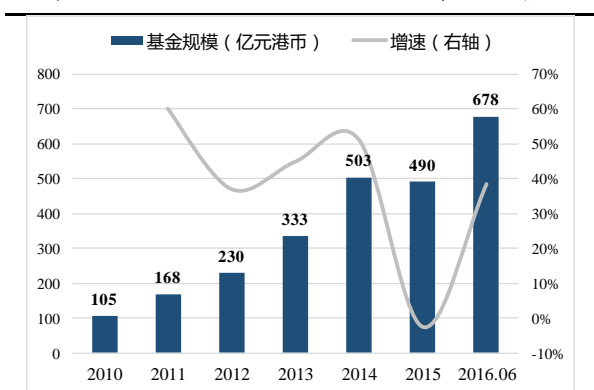
在光大集团内部获得有力的资源支持和倾斜，主要系集团内部原有的可能产生资源争夺的地产开发板块-光大置业，于2007年整体划拨出去，以便于集团获取金融控股牌照。因此，集团内部目前没有实质性的地产开发运营板块，而诸如银行、信托、证券等金融业务与安石差异性明显，因此集团内部地产相关的投资机会和资源便全面向安石倾斜。

图表 10: 光大控股基金管理业务布局

| 基金一级分类 | 基金二级分类 | 基金详情 |
|--------|------------|---|
| 一级市场基金 | 私募基金 | 投资于工业、农业、消费等各领域的特别机会基金 |
| | 创投基金 | 投资于高增长、高科技产业的北京中关村产业投资基金、光大江阴创投基金、光大无锡国联基金等 |
| | 产业投资基金 | 除光大安石外，还包括光大英利、医疗健康、新能源、低碳基金、以色列基金、全球并购基金等 |
| 二级市场基金 | 股权类投资组合 | 股票类基金和专户 |
| | 债权类投资组合 | 固定收益类基金和专户 |
| | PIPE 类投资组合 | PIPE 及新三板业务 |
| 夹层基金 | 境内夹层基金 | 境内夹层融资 |
| 首誉光控 | 首誉光控 | 为光大控股主动管理产品募资的境内特定客户资管 |
| FOF 基金 | 多策略另类投资基金 | 行业领先的私募股权基金 |

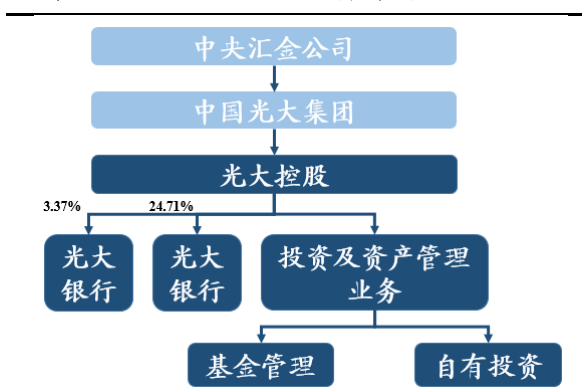
资料来源：光大控股官方网站，东吴证券研究所

图表 11: 2011-2015 光大控股基金管理规模



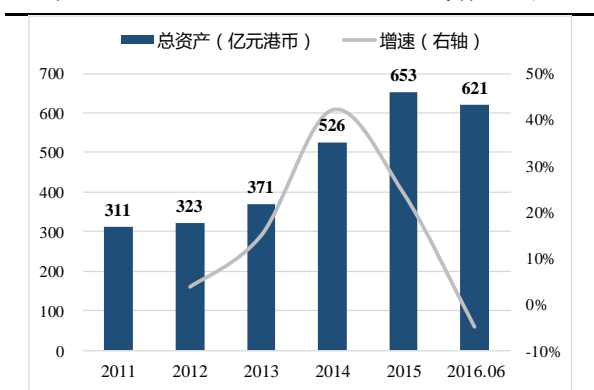
资料来源：光大控股公告，东吴证券研究所

图表 12: 光大控股金融业务布局



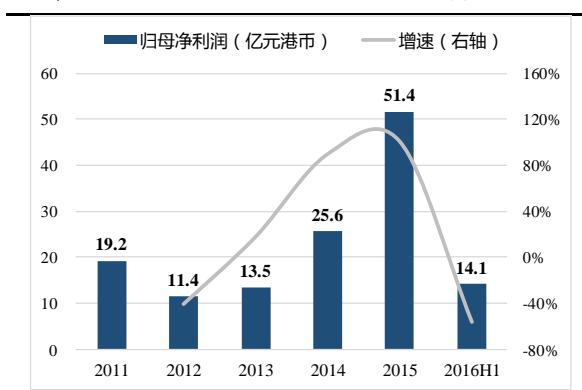
资料来源：光大控股公告，东吴证券研究所

图表 13: 2011-2016.06 光大控股总资产规模



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 14: 2011-2016H1 光大控股业绩概况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 打通“融投管退”建立护城河，全产业链优势鲜明

全面打通“融投管退”为光大安石最显著优势，护城河稳固保障长期竞争实力领先。

1) 与国内大多数房地产基金公司相比，光大安石最显著的优势在于依托浓厚的金融基因全面打通“融投管退”，可切入任何阶段的项目。具体而言，与传统房地产开发商相比，光大安石投资前要求精准测算，诸如未来十年的租金收益、融资方式、杠杆等，以此判断合适的退出年份，而开发商往往对持有型物业难以实现精算，更不了解未来退出时的价值。因此，如前文所述，投资持有型物业要求具备浓厚的金融基因，而光大安石借助天然优势打通“融投管退”全产业链，占据绝佳市场定位。

2) 房地产投资的项目流动性低、运作周期长、环节多（诸如项目尽职调查、资金募集、产品结构分层设计等），同时还要求投后运营管理能力，对团队协作及成熟的运营体系要求极高，因而构成行业壁垒。光大安石依托成熟的全产业链模式，拥有完全自主的操盘能力（体现为评估判断准、风险偏好高等优势），因而可接手许多普通基金公司无法承接的项目，先发及体系优势形成稳固的护城河，保障长期竞争实力领先。

融资端：雄厚的背景资源提供强大的募资和低成本负债能力。

1) 资金实力和融资能力是光大安石的天然传统优势，融资渠道广阔且成本低、效率高，股东光大集团作为拥有全牌照的金融控股集团，旗下光大银行、光大证券、光大兴陇信托、光大永明保险等一批实力强劲的金融机构在融资端提供有力支持。

2) 光控系入主公司并收购光大安石 51% 股权后，双方在融资领域协同显著，公司多次出资认购光控系旗下房地产基金份额（涉及光翎、光彬、光丹、光渝、首誉光控等多个基金项目），资金协同是公司同光大安石的重要合作领域之一。

投资端：一期美元基金超高收益率或难以复制，目前向商业物业、一线城市转移。

1) 光大安石于 2011 年募集的 1.5 亿美元基金一期，目前已基本退出，且年化回报率（IRR）高达 20%，然而，如此高的回报率由于市场环境变化的因素或将难以复制。但长期而言，我国商品房、写字楼、综合商业等业态迄今只有 20 余年的发展时间，远未达到饱和状态，虽然此前的行业暴利被政策抑制，但重估预期收益率，中长期回报依然可观。

2) 目前光大安石在管项目中，商业地产比例提升，区域向一线城市转移，体现出房地产投资从刚需住宅开发向商业持有型物业过渡的阶段。考虑中国地产行业的核心不动产聚集于一线城市，尤其是商业综合体（土地有限+核心物业有限）极具稀缺性，在货币整体宽松大环境下，预计价值仍会持续攀升。

3) 一期美元基金为纯股权投资模式，后续基金多选择固定收益与股权投资相结合的形式（但股权模式占比近 80%），主要系银监会为防止房

地产开发商借助杠杆过度扩张，限制开发商融资拿地，倒逼开发商采用明股实债的模式借道融资。

图表 15: 光大安石美元基金一期投资概况

| 环节 | 详情 |
|----|---|
| 融资 | 2011 年完成 1.5 亿美元资金募集 |
| 投资 | 以纯股权形式投资六个项目，其中四个住宅投资，两个商业投资，单笔投资额在 2000 万美元左右，均控制在总募资额 20% 以内 |
| 管理 | 资产管理团队将重庆大融城由 13 万平方米的批发市场全面改造为主题购物中心，年经营性增长平均超 25%，出租率稳定在 97% 以上 |
| 退出 | 整体年化回报率（IRR）约 20%，重庆大融城项目年化回报率高达 26% |

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

管理端：光大安石投后运营及管理能力出色，实现显著资产增值，大融城品牌塑造经典。

1) 大融城作为光大安石自有商业品牌，充分体现其出色的运营、管理及资产增值能力。在由国务院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个单位联合举办的“2016 中国房地产品牌价值研究成果发布会”上，“大融城”自有商业运营品牌荣获“2016 中国商业地产项目品牌价值 TOP10”第四名。

2) 2010 年落成的重庆大融城项目极具代表性，安石资管团队将 13 万平方米的批发市场全面改造为购物中心，整体销售退出，单一项目年化回报率高达 26%，年经营性增长平均超 25%，2014 年起实现租金收益过亿元，出租率稳定在 97% 以上。公开资料显示，预计 2020 年，光大安石目标管理和在建的大融城项目将达到 25-30 个，管理项目市值将超过 500 亿元。

3) 我们认为，未来无论地产或并购基金，或都将要求具备资产管理能力，纯粹的财务投资机会将越来越少，因而诸如光大安石等具备领先资产运营及管理能力的机构有望胜出。

图表 16: 光大安石经典项目——重庆大融城青年主题购物中心



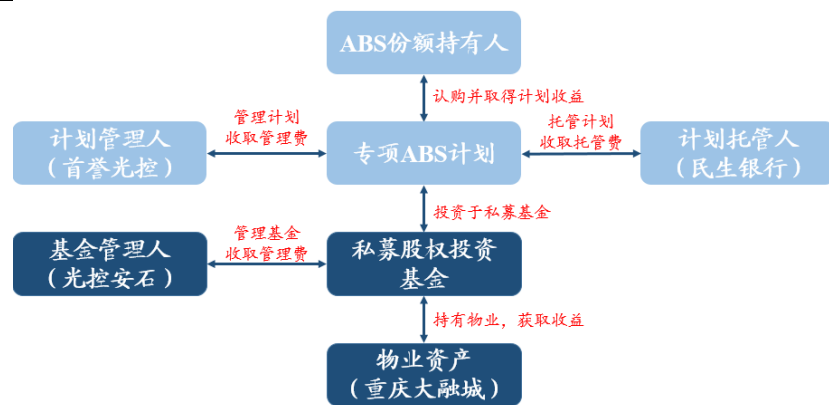
资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

退出端：开创国内 REITs 新模式，大融城 REITs 成功发行，标志着国内商业地产进入“PERE+REITs”时代。

1) 光大安石依托专业优势开创国内 REITs 新模式，由首誉光控作为计划管理人、光控安石作为基金管理人的“大融城资产支持专项计划”（“大融城 REITs”）于 2016 年 9 月在深交所挂牌，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 ABS。

2) 大融城 REITs 极具特色，采取首誉光控、光控安石双层管理人模式，从而实现项目层面更好的分工，首誉光控在持牌优势下，具有较强的渠道优势和机构资源，光控安石则专注于商业地产运营投资。因此，此单“类 REITs 项目”亦被认为开创国内商业地产“PERE+REITs”战略模式的先河，同时间接扩充了私募地产基金退出的途径。

图表 17：大融城资产支持专项计划结构



资料来源：《首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划说明书》，东吴证券研究所

盈利模式：按规模收取管理费+超额业绩分成兼具稳定性+高收益。

1) 光大安石管理基金中约 80%为股权模式基金，其盈利模式主要是按管理规模收取 1.5%的管理费，同时在项目到期后按照实现基准投资收益标准后提取 20%作为业绩分成，此外，安石通常会以少量自有资金出资劣后端，对投资人而言锁定道德风险，对光大安石而言分享投资收益。

2) 由光大安石财务报表可以看出，公司净利润率通常高达 65%-70%，且低负债、高 ROE 特征显著。

图表 18：光大安石财务报表主要项目列示

| 单位：百万元 | 2015 | 2016Q1 |
|--------|--------|--------|
| 总资产 | 467.77 | 426.35 |
| 总负债 | 150.74 | 90.42 |
| 营业收入 | 293.28 | 32.7 |
| 归母净利润 | 199.88 | 18.9 |
| 净利润率 | 68.2% | 57.8% |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 嘉宝集团轻重并举，打造地产金融投资平台典范

嘉宝集团作为嘉定区老牌优质房企，具备良好的区域品牌效应和品质形象。2015年以来，公司积极探索轻资产发展模式，引入光大控股作为战略股东后，与光控系协同持续深化，积极参与房地产资管、地产基金等领域，股权及债权型项目多点开花，嘉定大融城项目成为经典合作案例，看好公司未来轻重并举，实现传统开发与房地产金融融合发展。

2.1. 嘉宝集团是嘉定区国资委旗下老牌优质房企

公司打造区域性老牌优质房企，跨入大体量、多项目、跨区域、多业态地产开发的新阶段。

1) 嘉宝集团成立于1990年10月，前身是由嘉定当地四家乡镇企业合并组建而成的上海嘉宝照明电器公司，为当时国内最大的电光源生产和出口企业，1992年12月在上交所上市。2000年以来，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，且主业转向房地产开发。历经长期、稳健发展，公司地产品牌效应逐步显现，成长为国家一级房地产资质开发企业，拥有全资、控股、参股企业二十余家。

2) 目前，公司已跨入大体量、多项目、跨区域、多业态地产开发新阶段，年开发建筑面积约百万平米。公司以工匠精神着力打造精品楼盘，备受业界认可，上半年，嘉宝·梦之湾景苑获评“上海市优秀住宅金奖”称号，上海嘉定大融城项目已通过上海市优质工程“白玉兰奖”验收。

图表 19: 嘉宝集团发展历程

| 1990-1999 | 2002-2006 | 2007 | 2016 |
|--|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • 设立初为全国最大电光源生产出口基地 • 1992年成为全国首批股份制试点并上市 • 2000年控股权回归嘉定国资委并推动重组 | <ul style="list-style-type: none"> • 2002年把握房地产发展机遇，加大地产业务投入 • 股权分置改革顺利，工贸型企业整体扭亏为盈 | <ul style="list-style-type: none"> • 非公开增发6193万股，募资5.5亿元用于扩大资本实力、促进持续发展 | <ul style="list-style-type: none"> • 探索轻资产，出资地产基金，涉足地产金融 • 引进光大控股为战略投资者，收购光大安石 |

资料来源：嘉宝集团官方网站，东吴证券研究所

图表 20: 嘉宝·梦之湾景苑



资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图表 21: 嘉宝·紫提湾实景



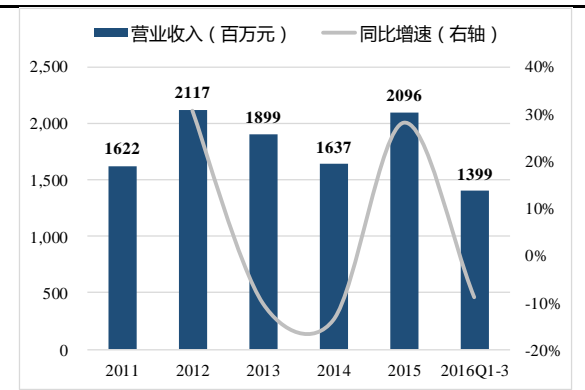
资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

树立良好的区域品牌效应+成熟的经营管理团队保障业绩平稳。

1) 公司围绕“一业为主、适度多元、本土做强、逐步向外”的基本战略不断提升经营管理能力，主要核心竞争力体现为：(i) 具备良好的区域品牌效应，通过十余年发展，已在上海和周边地区树立起较好的品质地产形象；(ii) 具备较强的市场适应和应对风险能力，历经多次国家对房地产行业的宏观调控，熟悉市场周期变化；(iii) 拥有成熟的经营管理团队，多年来高管队伍保持稳定。

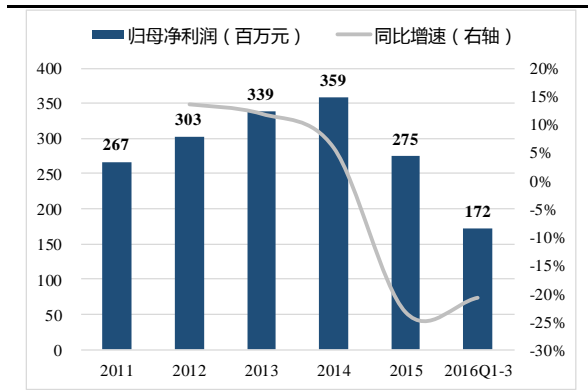
2) 公司近年来经营业绩行房地产行业趋势性因素影响下有所下滑，2016年前三季度实现营业收入13.99亿元，同比下降8.97%，实现归母净利润1.72亿元，同比下降20.85%，扣除非经常损益后归母净利润同比增长15.84%。截至2016年9月末，公司总资产规模123.8亿元，净资产规模49.5亿元。

图表 22: 2011-2016Q1-3 嘉宝集团营业收入



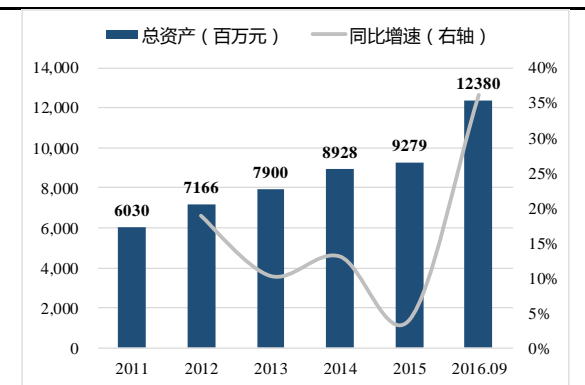
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 23: 2011-2016Q1-3 嘉宝集团业绩概况



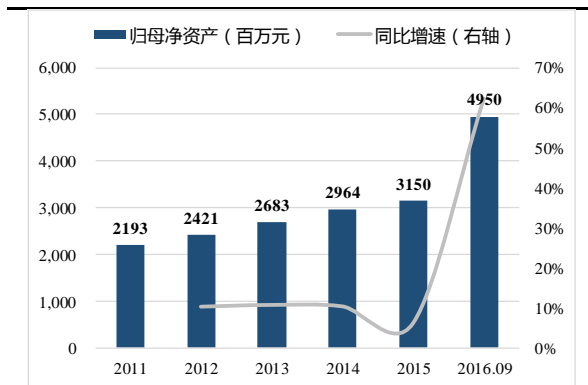
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 24: 2011-2016.09 嘉宝集团总资产



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 25: 2011-2016.09 嘉宝集团净资产



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 携手光控系打造地产金融平台，协同深化、多点开花 引入光大控股作为战略投资者，携手合作探索轻资产发展模式。

1) 公司自 2015 年以来便积极探索轻资产发展模式，先后成立上海嘉宝实业集团投资管理有限公司、上海奇伊投资管理咨询有限公司，专

业从事房地产资产管理和服务等事宜，尝试切入房地产金融、发起地产基金，资产管理等领域。

2) 2016年，公司正式引入战略股东光大控股，实现强强联合，在房地产资产管理、基金设立、资产支持专项计划等业务领域取得突破，战略合作不断深化，协同效应主要体现为：(i) 光大控股的金融资本实力为嘉宝集团做大做强提供坚实的资金基础；(ii) 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；(iii) 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。

与光控系深入推进房地产资产管理领域合作，股权型、债权型项目多点开花。

1) 股权型项目：(i) 公司全资子公司嘉宝投资作为权益级有限合伙人(LP)，认缴4.5亿元上海光翎投资中心(有限合伙)财产份额，最终投资上海市闸北区沪太路319街坊87丘地块的商业办公项目，此外，合伙企业委托公司全资子公司上海奇伊投资管理咨询有限公司和光控安石(北京)投资管理有限公司共同就合伙企业的业务、经营以及投资组合的管理等事项提供咨询服务。(ii) 公司全资子公司嘉宝投资作为夹层级有限合伙人(LP)，认缴5300万元上海光彬投资中心(有限合伙)财产份额(占比4.23%)，最终投资上海市徐汇区漕河泾虹漕路88号H88越虹广场项目，此外，嘉宝投资作为有限合伙人(LP)，认缴2.3亿元上海光丹投资中心(有限合伙)财产份额(占比57.49%)，光丹投资为光彬投资的权益级有限合伙人(LP)。(iii) 公司全资子公司嘉宝投资作为优先级有限合伙人(LP)，认缴8.75亿元上海光渝投资中心(有限合伙)财产份额，作为权益级有限合伙人(LP)，认缴2.35亿元财产份额，光渝拟通过设立“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。

2) 债权型项目：2016年，公司先后两次向光控系旗下的首誉光控资产管理公司购买专项资产管理计划(“首誉光控-广州海伦堡流金岁月二号专项资产管理计划”、“首誉光控-重庆英利定向资产管理计划”)，以参与债权型房地产资产管理项目。截至2016年9月末，公司持有首誉光控-广州海伦堡流金岁月二号专项资产管理计划8928.89万份，持有首誉光控-重庆英利定向资产管理计划1.2亿份，已全部实现退出。

图表 26: 股权型房地产资产管理合作项目

| 被投单位 | 权益性质 | 金额(亿元) |
|------|--------|--------|
| 光翎投资 | 权益级 LP | 4.5 |
| 光彬投资 | 权益级 LP | 0.53 |
| 光丹投资 | 权益级 LP | 2.3 |
| 光渝投资 | 权益级 LP | 2.35 |
| | 优先级 LP | 8.75 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 27: 债权型房地产资产管理合作项目

| 投资类型 | 签约方 | 9月末持有份额 |
|----------|----------|-------------------|
| 专项资产管理计划 | 首誉光控资产管理 | 8929万份 |
| 专项资产管理计划 | 首誉光控资产管理 | 2016年购买1.2亿份已全部退出 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

与光大安石合作拓展创新物业租赁经营模式，增强资产运作能力。公司通过与光大安石合作，创新物业租赁经营模式，涉足大型商业综合体的运营管理，增强资产运作能力，提升物业档次和质量。双方合作的上海嘉定大融城项目于2016年上半年正式开业，据大融城运营方统计数据显示，开业前两天共创造45万的客流量，目前项目运行情况良好，成为区域内体量最大、业态最全、格局最新的一站式、年轻态的中高端家庭型购物中心。

图表 28: 嘉定大融城实景图



资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图表 29: 嘉定大融城项目概况

| | |
|-------|---------------------------|
| 开发商 | 光大安石&嘉宝集团 |
| 总建筑面积 | 13万平方米 |
| 停车位 | 1000+ |
| 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、H&M等 |
| 业态配比 | 零售 40%，餐饮 30%，其他 30%，业态齐全 |

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

2.3. 传统房地产开发业务深耕嘉定周边，业务价值优异

房地产开发及土地储备项目聚焦上海嘉定、昆山地区，充分受益区域市场量价齐升。

1) 公司传统房地产开发业务深耕上海嘉定及昆山地区，土地储备及项目投资开发均聚焦于该区域，充分发挥本土区域优势。截至2016年6月末，公司持有待开发土地的计容建筑面积7.66万平方米，全部位于上海嘉定地区；公司房地产开发项目总建筑面积合计159.66万平方米，其中70%位于上海嘉定及浦东地区，其余位于昆山，总投资额126.2亿元。

2) 嘉定区为上海郊区中离市区最近的区域，近年来区域房价持续攀升，2017年1月均价升至2.9万元/平米，即将突破3万元大关，且呈现量价齐升态势（公司预收款高增长）。未来，嘉定房价或将进一步上涨，主要系五年城建规划将进一步完善城区配套建设：(i) 陈翔路站商业获批，将建设34万方超大商业体，预计将于2018年6月营业；(ii) 嘉闵高架正在建设中，出行更便利；(iii) 扩建医院、66所学校等生活配套设施。

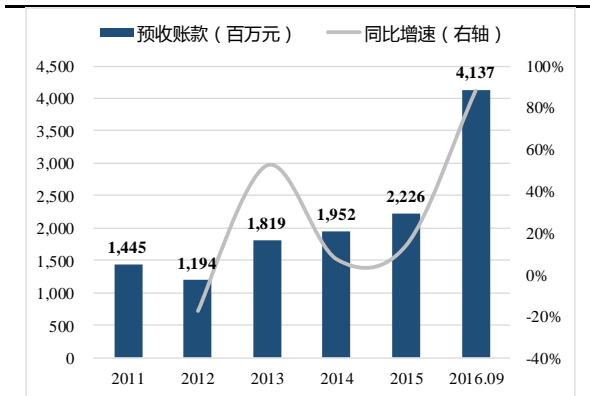
图表 30: 嘉宝集团房地产开发项目概览（截至2016年6月末）

| 地区 | 项目 | 业态 | 项目阶段 | 总建筑面积 (万平方米) | 总投资额 (亿元) |
|------|--------|-----|------|-----------------|--------------|
| 上海嘉定 | 紫提湾 | 住宅 | 竣工 | 27.44 | 15.79 |
| 上海嘉定 | 梦之湾 | 住宅 | 竣工 | 22.91 | 23.27 |
| 上海嘉定 | 梦之缘 | 商住办 | 在建 | 23.15 | 23.00 |
| 上海浦东 | 嘉宝前滩后院 | 住宅 | 在建 | 6.06 | 17.26 |
| 昆山花桥 | 梦之晨 | 住宅 | 在建 | 25.65 | 13.50 |

| | | | | | |
|------|-------|----|----|--------|--------|
| 昆山花桥 | 梦之悦 | 住宅 | 在建 | 21.63 | 16.88 |
| 上海嘉定 | 云翔佳苑 | 住宅 | 在建 | 22.69 | 10.00 |
| 上海嘉定 | 宝菊清水园 | 住宅 | 竣工 | 7.73 | 4.21 |
| 上海嘉定 | 嘉宝大厦 | 商办 | 在建 | 2.40 | 2.30 |
| 合计 | | | | 159.66 | 126.21 |

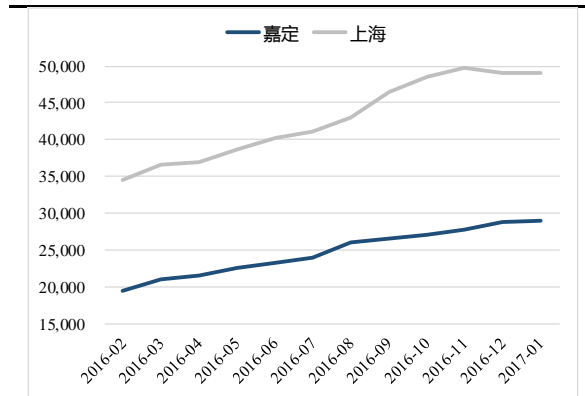
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 31: 2015-2016.09 公司预收账款



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 32: 2016.02-2017.01 嘉定房价 (元/平方米)



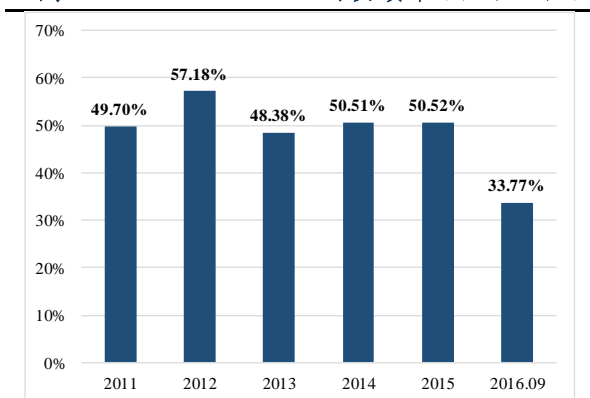
资料来源：安居网，东吴证券研究所

近年来房地产业务扩张步伐稳健，低负债率+充沛现金流助力公司未来向轻资产方向转型升级。

1) 公司近年来传统房地产开发业务扩张速度明显趋缓，步伐稳健、精耕细作，同时账面财务杠杆率维持显著低于行业平均的水平，2016年9月末资产负债率仅33.77%(扣除预收款项后)，且不存在短期有息负债，几乎没有财务负担。

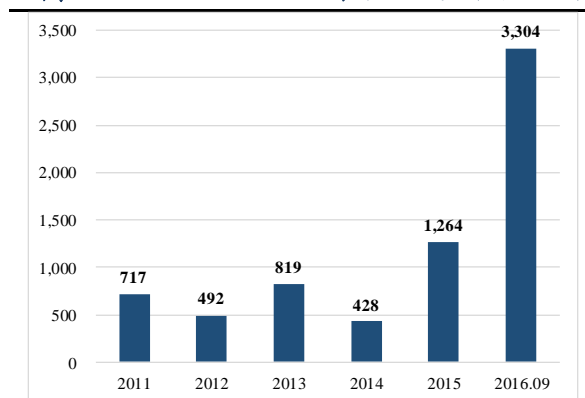
2) 2016年9月末，公司账面现金余额高达33.04亿元(主要系销售款增长+增发募集资金入账)，充沛的现金流助力公司未来探索轻资产发展模式并推动转型升级。2016年11月，公司已现金出资15.4亿元收购光大安石51%股权，预计后续将投入更多资金参与房地产资产管理业务或进行相关领域并购。

图表 33: 2011-2016.09 公司负债率 (扣除预收)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 34: 2011-2016.09 公司账面现金 (百万元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 地产金融新时代，房地产基金蓝海空间广阔

REITs 在海外市场历史悠久、收益领先，美国 REITs 总市值已突破万亿美元。参考海外，随着我国经济增速趋缓+无风险利率下行+地产开发增速下降，房地产基金面临蓝海空间广阔。房地产资管新时代下，地产金融向多元化、创新化方向发展，轻资产运营模式备受青睐，全面打通“融投管退”、拥有金融基因的企业将获得显著优势及稳固的护城河。

3.1. 海外 REITs 蓬勃发展，美国万亿市场最为成熟

REITs 是专门投资于房地产领域的信托基金，致力于获取稳定的收益和长期资本增值。

1) REITs (Real Estate Investment Trusts) 即房地产投资信托基金，指通过发行基金收益凭证募集资金作为基金产品，并将基金资产交由专业投资管理机构来管理运作，专门投资于房地产项目或业务，以获取稳定的现金流收益和长期资本增值的一种基金形态(收益主要来自于租金+物业升值，同时大部分收益用于分红)。

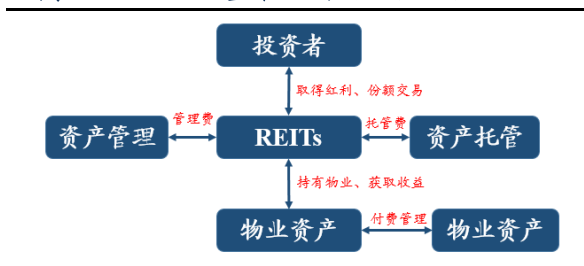
2) REITs 的最大特征在于专门投资于房地产投资、开发、销售、租赁、消费等方面，投资标的包含多种物业类型。投资于 REITs 具有明显的竞争优势，包括：(i) 将高价值、投资周期长、流动性差的房地产投资证券化，通过收益权分割和变现提升流动性，降低投资风险；(ii) 实现房地产所有权和经营权分离，推动专业化管理；(iii) 以集合基金的形式投资形成规模优势，降低交易成本；(iv) REITs 大部分收益将用于分红，长期回报率较高，且与股市、债市的相关性较低，对投资者而言是优异的大类资产配置选择之一。

图表 35: REITs 分类概览

| 分类标准 | 类型 |
|------|----------------------------------|
| 投资模式 | 权益型&质押型&混合型，当前全球约 90%属于权益型 |
| 组织结构 | 契约型&公司型 |
| 投资标的 | 住宅、购物中心、医疗中心、仓库、写字楼、酒店、工业/物流、综合等 |

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图表 36: REITs 基本结构 (信托型)



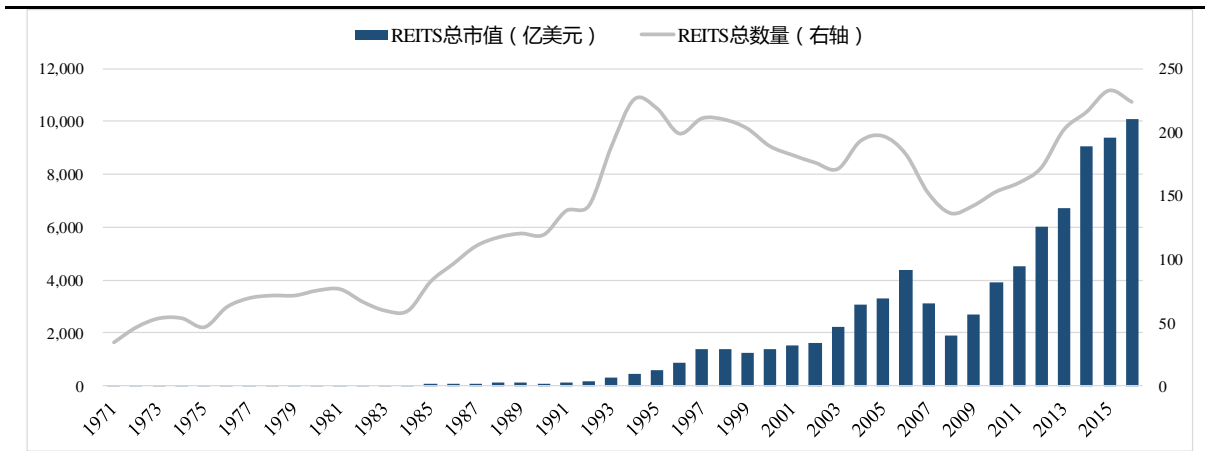
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

海外 REITs 蓬勃发展，美国市场历史悠久且市值突破万亿美元，长期低风险、高收益优势显著。

1) 美国 REITs 诞生并兴起于 20 世纪 60 年代，经历 70 年代的快速发展和重创，80 年代的复苏以及 90 年代中后期以至 21 世纪以来的迅猛发展，之后经历了 2008 年的金融危机后现已重新步入快速增长轨道。根据 NAREIT 统计数据，截至 2016 年末，美国市场共有 224 支 REITs，总市值合计 1.02 万亿美元，其中权益型 REITs 市值 9574 亿美元，占比高达 94%，同时 REITs 成交活跃度不断提升，2016 年 12 月的日均成交额

为 73 亿美元，较 2011 年 12 月的 33 亿美元翻番。

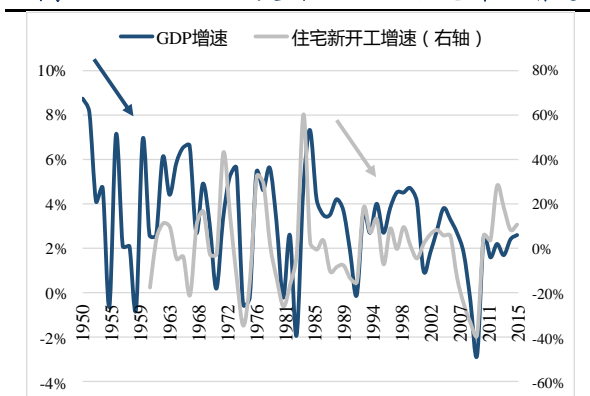
图表 37: 1972-2015 美国 REITs 数量及规模



资料来源: NAREIT, 东吴证券研究所

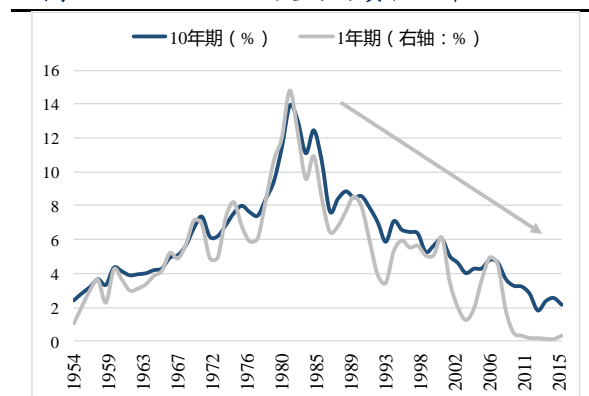
2) 纵观全球 REITs 发展历程, 结合各类研究成果及数据分析, 可以认为经济增速趋缓、无风险资产收益率持续下行和房地产开发投资增速下滑是 REITs 蓬勃发展的三大契机。以美国为例, 1960 年以前其年度 GDP 增速时常超过 6%, 部分年份高达 7%-9%, 1960 年以后 GDP 增速大多在 6% 以下, 且呈现稳步降低趋势, 同时住宅新开工增速波动性亦降低, 整体增速趋缓。此外, 美国无风险资产 (国债) 收益率自 1981 年达到峰值以来显著性下滑, 而美国 REITs 数量自 1984 年以来呈显著性爆发态势, 因而无风险利率下行是 REITs 发展的关键契机。此外, 不同于实业公司或房地产开发商, 一般情况下 REITs 的收益享有税收优惠, 而税收优惠制度是 REITs 蓬勃发展的重要驱动力量, 美国 1986 年的颁发的《税收改革法案》减免 REITs 重复征税, 并且允许商业物业等资产出售时资本利得税递延, 因而房地产公司获得充足的动力发展 REITs, 同时法规要求 REITs 必须将至少 90% 的应纳税收入派发给单位持有人才能拥有免税资格, 从而实现投资人与业主双赢。

图表 38: 1950-2015 美国 GDP 及住宅开工增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

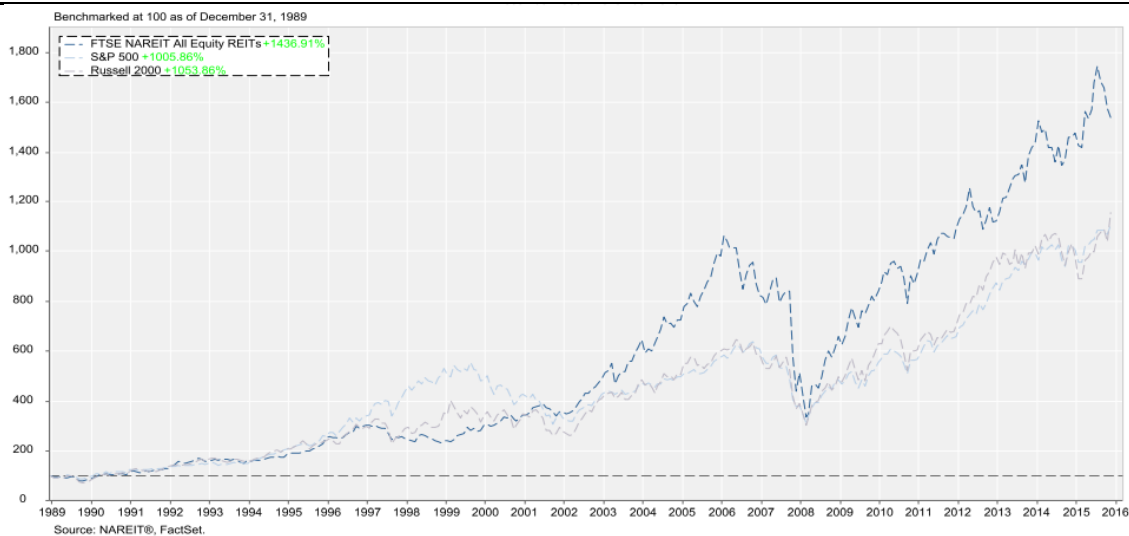
图表 39: 1954-2015 美国国债收益率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

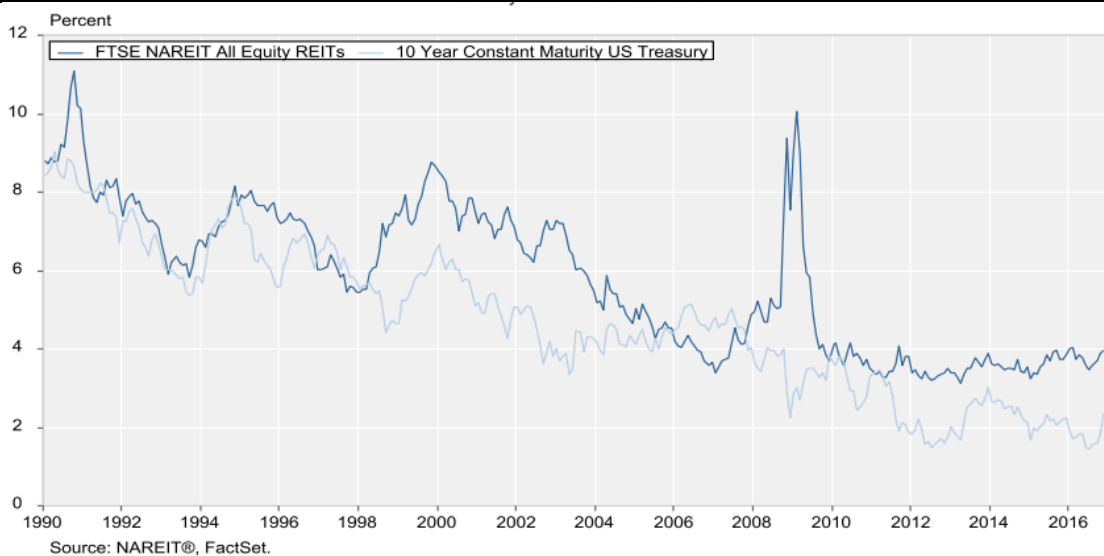
3) 根据 NAREIT 数据追踪, REITs 为投资人提供非常优异的回报业绩, 长期累积收益甚至远超股市, 分红率显著高于国债, 相对市场表现更加出色。在全球低利率+资产荒环境下, 资金获取稳定回报的渠道越来越少, 国债等传统的稳健避险渠道吸引力大不如前, 大量的敏锐资金转而投向更具潜力的房地产市场。REITs 的回报本质上是由房地产市场周期决定, 而美国地产营运指标仍呈现上升趋势, 包括出租率与入住率提升、净收入增加等, 需求旺盛, 行业健康有序, 因此 REITs 未来业绩表现更加值得期待。此外, 这也为中国尚处于早期的 REITs 提供启示, 国内集中各种优质稀缺资源的一线城市核心物业资产, 未来或将能够提供领跑全球的相关 REITs 产品, 整体呈现出低风险高收益的特征。

图表 40: 1989-2016 美国权益型 REITs 投资回报指数 (月度数据)



资料来源: NAREIT, REITWatch

图表 41: 1990-2016 美国权益型 REITs 分红率 (月度数据, 对比 10 年期国库券)



资料来源: NAREIT, REITWatch

亚洲 REITs 发展势头迅猛，日本、新加坡领衔，融合大批国内物业资产，为中国 REITs 发展树立标杆。

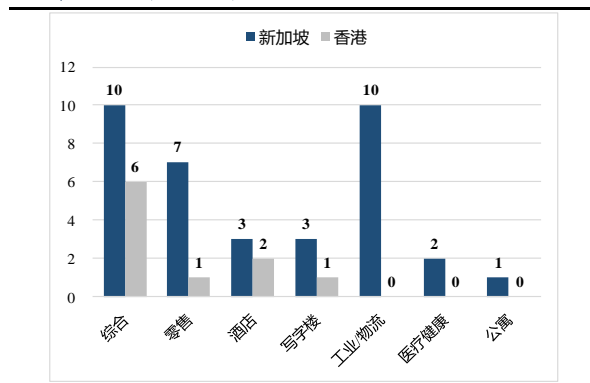
1) REITs 于 21 世纪初期引入亚洲市场，目前发展势头迅猛，物业类型包括酒店、写字楼、零售、公寓、工业、医疗等各类。根据戴德梁行的统计数据，截至 2016 年 9 月末，亚洲市场上共有活跃的 REITs 合计 141 支，总市值高达 2095.9 亿美元，其中近 95% 来源于日本、新加坡、香港。分业态来看，综合类物业 REITs 数量最多，新加坡、香港合计 10 支，新加坡工业/物流型物业亦为主要业态。

图表 42: 亚洲各国交易所 REITs 总市值

| 区域 | 总市值 (亿美元) | 数量 | 占比 |
|------|-----------|-----|--------|
| 日本 | 1160.1 | 56 | 55.35% |
| 新加坡 | 518.3 | 36 | 24.73% |
| 香港 | 300.9 | 10 | 14.36% |
| 马来西亚 | 68.6 | 16 | 3.27% |
| 台湾 | 22.2 | 5 | 1.06% |
| 泰国 | 24.8 | 15 | 1.18% |
| 韩国 | 1.0 | 3 | 0.05% |
| 合计 | 2095.9 | 141 | 100% |

资料来源：戴德梁行，东吴证券研究所

图表 43: 香港、新加坡各物业类型 REITs 数量



资料来源：戴德梁行，东吴证券研究所

2) 虽然国内尚未形成成熟的 REITs 市场，但许多香港或新加坡上市 REITs 都拥有位于国内的物业资产，同时国内许多物业业主亦有动力将持有的物业注入香港或新加坡的上市 REITs，以盘活自有资产。根据戴德梁行统计数据，香港 10 支 REITs 中有 5 支持有国内物业，新加坡 36 支 REITs 中则有 10 支持有国内物业，两地区的 REITs 合计持有 67 处国内物业资产，其中 50% 以上位于一线城市。

图表 44: 香港、新加坡持有国内物业资产的 REITs 概览

| 上市地 | REITs | 物业数量 | 区域 | 主要业态 |
|-----|-------------|------|-----------|-------|
| 香港 | 春泉产业信托 | 1 | 北京 | 办公 |
| | 领展房地产投资信托基金 | 2 | 北京、上海 | 零售、办公 |
| | 汇贤产业信托 | 3 | 北京、重庆、沈阳 | 商业综合体 |
| | 开元产业投资信托基金 | 7 | 杭州、上海、宁波等 | 酒店 |
| | 越秀房地产投资信托基金 | 7 | 广州、上海 | 商业综合体 |
| 新加坡 | 凯诗物流信托 | 1 | 上海 | 工业物流 |
| | 华联商业房地产投资信托 | 1 | 上海 | 商业综合体 |
| | 升禧环球房地产投资信托 | 1 | 成都 | 零售 |
| | 腾飞酒店信托 | 2 | 北京 | 酒店 |
| | 丰树大中华商业信托 | 2 | 北京、上海 | 办公 |
| | 雅诗阁公寓信托 | 9 | 广州、上海、苏州等 | 服务式公寓 |
| | 北京华联商业信托 | 5 | 北京、成都、大连等 | 零售 |

| | | | |
|-----------|----|-----------|------|
| 凯德商用中国信托 | 11 | 北京、上海、杭州等 | 零售 |
| 运通网城房地产信托 | 6 | 杭州 | 工业物流 |
| 丰树物流信托 | 9 | 上海、广州、无锡等 | 工业物流 |

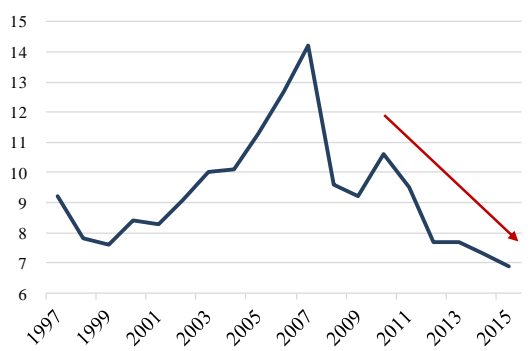
资料来源：亚洲房地产投资信托基金（REITs）研究报告，戴德梁行，东吴证券研究所

3.2. 中国类 REITs 初具规模，标准 REITs 或即将破冰

经济增速趋缓+无风险利率下行，环境塑造 REITs 发展契机，税优等制度仍待完善。

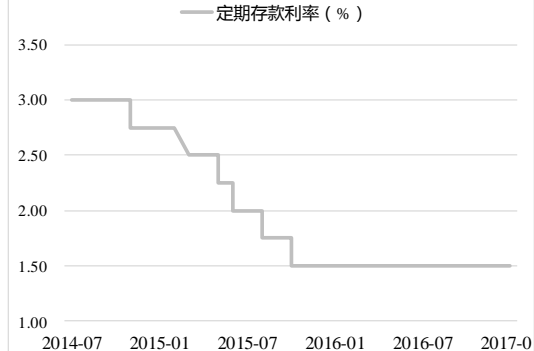
1) 2015 年中国 GDP 增速为 6.9%，创 25 年来新低，在经济结构调整新常态下，经济增速换挡，未来增长或将持续性趋缓。此外，我国无风险利率持续下行，低利率环境造成资产荒，优质高收益资产成为稀缺性资源，REITs 的吸引力大幅提升。行业角度，近年来房地产开发投资规模爆发，目前开发投资增速已明显下降，2014-2015 年均呈现负增长，预计房地产大规模开发时代即将结束，由增量时代进入存量时代，未来精细化运营持有型物业或成为主流，为国内 REITs 的发展带来行业契机。

图表 45: 1997-2015 中国 GDP 增速 (%)



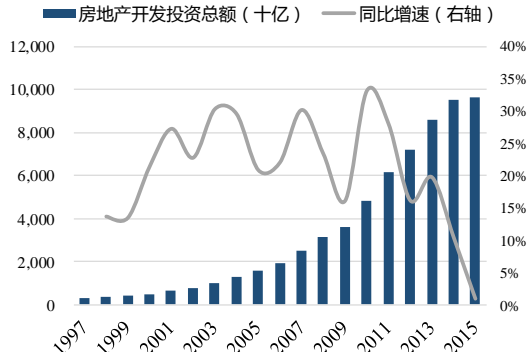
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 46: 中国无风险收益率持续下行



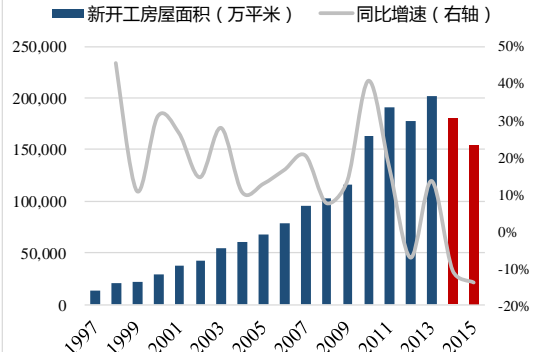
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 47: 1997-2015 中国房地产新开工投资额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 48: 1997-2015 中国房地产新开工面积



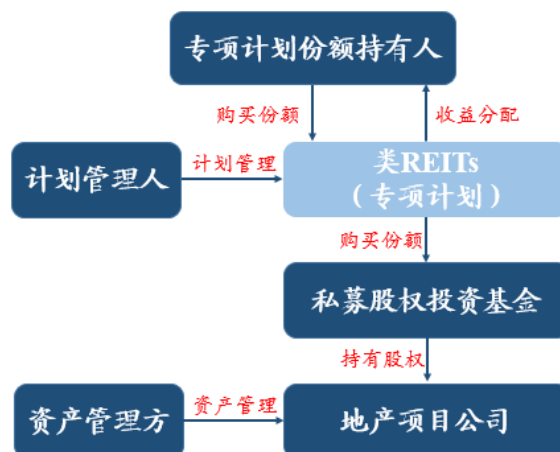
资料来源：Wind，东吴证券研究所

2) 我国近年来一直积极探索 REITs 发展模式，2010 年 6 月，国务院先后批准了北京、上海、天津和广州作为首批 REITs 试点城市。然而，

与国际成熟市场相比，我国 REITs 相关的法规制度尚不完善，无法支撑真正意义上的 REITs 产品，其中最核心的重复税收问题目前仍未取得进展，未来如若制度层面取得突破，REITs 将迎来新契机。

中国版的“类 REITs”先行试点并初具规模，但真正标准化的 REITs 尚未出现。2014 年 5 月，中信启航专项资产管理计划正式发行，作为国内首单基于物业资产的资产支持专项计划(即“类 REITs”)，通过资产证券化专项资产管理计划载体在深交所挂牌，标志着我国对 REITs 的探索迈出重要步伐。自此，国内陆续发行近 10 款类似的“类 REITs”产品，金额合计达到 295 亿元。2015 年 6 月，鹏华基金以公募基金身份参与万科合作的地产项目，即鹏华前海万科 REITs，但其实质投资标的属于非上市公司股权，不在证监会对公募基金所规定的投资范围之内，因此不具有可复制性，无法成为标准 REITs 的标杆。因此，我国目前仍然尚未出现具有公开性、标准性等特征的海外成熟市场化的 REITs 产品。

图表 49: 中国版“类 REITs”产品结构



资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图表 50: 国内发行的“类 REITs”产品概览

| 专项计划名称 | 日期 | 类型 | 金额 | 交易所 |
|-----------------------------|------------|------|-------|-----|
| 中信启航专项资产管理计划 | 2014/4/25 | 写字楼 | 52.1 | 深交所 |
| 中信华夏苏宁云创资产支持专项计划 | 2014/12/16 | 门店 | 43.95 | 深交所 |
| 中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划 | 2015/6/29 | 门店 | 33.35 | 深交所 |
| 恒泰浩睿-海航浦发大厦资产支持专项计划 | 2015/11/26 | 写字楼 | 25 | 上交所 |
| 招商创融-天虹商场(一期)资产支持专项计划 | 2015/12/11 | 商场 | 14.5 | 深交所 |
| 恒泰浩睿-彩云之南酒店资产支持专项计划 | 2015/12/23 | 酒店 | 58 | 上交所 |
| 天风-中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划 | 2016/6/8 | 商场 | 14 | 上交所 |
| 东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划 | 2016/6/16 | 商场 | 10.5 | 深交所 |
| 中信华夏苏宁云享资产支持专项计划 | 2016/6/24 | 物流地产 | 18.47 | 深交所 |
| 首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划 | 2016/8/5 | 商场 | 25 | 深交所 |

资料来源：德晟资本 REITs 事业部整理

3.3. 地产金融新时代，房地产基金面临蓝海空间广阔

地产金融化时代来临，融资需求+并购整合趋势推动房地产金融服务向多元化、创新化方向发展。

1) 近年来房地产市场调控持续升温，房地产信贷收紧，造成房企融资遇到困难，国内房企总量约五万家，其中已上市的不足 200 家，融资渠道单一是亟待解决的问题。数据显示，目前房地产企业资产负债率高企，信托、民间资本等融资方式成本高昂，而海外上市、海外债券等融资方式则门槛较高，中小房企难以企及。融资困难问题将推动地产金融发展，未来或出现更加多元化的融资渠道和房地产金融服务。

2) 目前我国房地产企业分化加剧，主要系各地区城市发展前景、发展速度、市场规模进入分化阶段，预计房地产行业并购与整合时代将来临，房地产金融将在新的时代扮演关键角色。在此背景下，金融机构将在地产金融领域提供更加丰富的融资工具，诸如人民币房地产基金、房地产资产管理计划、房地产公司债等，地产金融布局备受重视。

图表 51: 房地产行业兼并重组事件

| 时间 | 事件 |
|---------|--|
| 2016年3月 | 中海地产宣布收购中信旗下的中信地产和中信泰富的住宅物业组合 |
| 2016年5月 | 融创中国将以 43.9 亿元收购莱蒙国际位于河北燕郊、上海等地的 7 个项目公司所有股权 |
| 2016年7月 | 保利地产公告将与中航地产筹划重组整合方案 |
| 2016年7月 | 恒大地产完成对嘉凯城的要约收购，成为控股股东 |

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

商业地产大资管时代，轻资产运营模式备受青睐，打通“融投管退”优势显著、护城河稳固。

1) 随着近年来房企拿地成本高企，商业地产领域对资本运作要求越发严格，因而具备浓厚金融基因的房地产基金深度介入，开启房地产大资管时代，在国内货币政策相对宽松和金融创新的推进下，轻资产地产金融模式将成为中国房地产重要发展趋势。目前，商业地产领域已经逐渐形成三种主流的轻资产运行模式：(i) 以运营商为核心，投资机构作为财务投资人的类资管模式；(ii) 以投资机构为核心，运营机构作为受托管理人的基金模式；(iii) 集运营与投资为一体，运营机构同时作为投资管理人，打通投资建设、运营管理与投资退出整条产业链的模式。

2) 我们认为，在新的房地产资管时代下，诸如光大安石此类能够全面打通“融投管退”提供全产业链地产金融服务的企业，将在未来以持有型商业物业为主流的环境中取得领先，较传统房地产开发商优势显著，且具备稳固的护城河保障长期优势。未来如果标准化 REITs 取得进一步突破，将显著提升产业链运营效率，助推此类具备金融基因、拥有先发优势的地产金融企业取得产业主导地位。

4. 投资建议：给予“买入”评级（上调）

嘉宝集团引入光控系为第一大股东，收购光大安石 51% 股权，探索轻资产发展模式。光大安石为行业龙头，依托顶级团队+成熟体系+金融基因取得领先的竞争实力，且全面打通“融投管退”建立稳固的护城河。国内房地产基金行业未来蓝海空间广阔，高行业壁垒有望助推领先企业长期保持先发优势，稳固行业地位。公司携手光控系，在地产金融新时代打造国内首家覆盖全产业链的金融地产投资平台，有望成就地产金融领域融合典范。

目前公司 NAV 约 98 亿元，给予合理估值 82 亿元，预计安石 2017 年贡献上市公司利润 1.54 亿元（上市公司持股比例 51%），考虑行业空间、龙头地位及高成长性，给予 35 倍 PE，对应市值 54 亿（海外对资产管理公司估值通常采用 P/AUM 方法，以管理规模的一定比例，例如 5%-20%，作为资产管理公司合理市值，考虑国内房地产资产管理市场空间广阔，行业龙头管理规模有望快速提升，成长性不可忽视，我们认为根据经营利润给予较高 PE 的估值方法在当前发展阶段或更加合理）。

综上所述，公司合计合理估值 136 亿，即 20 元/股，预计公司 16、17、18 年净利润分别为 3.11、4.23、5.65 亿元，合理市值对应 32 倍 17 年 PE。我们认为，公司携手光控系有望成就 A 股最佳地产金融标的，成为地产金融领域融合典范，并带动未来业绩高速增长预期，坚定看好发展前景，给予“买入”评级（上调）。

图表 52：嘉宝集团盈利预测

| 单位：百万元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 光大安石盈利预测 | | | | |
| 营业收入 | 293 | 371 | 472 | 605 |
| 营业收入增速 | - | 26.37% | 27.37% | 28.10% |
| 归母净利润 | 200 | 241 | 302 | 381 |
| 归母净利润增速 | - | 20.53% | 25.41% | 26.09% |
| 贡献上市公司净利润（51%） | 102 | 123 | 154 | 194 |
| 嘉宝集团整体盈利预测 | | | | |
| 营业收入 | 2,096 | 2,295 | 2,657 | 2,995 |
| 营业收入增速 | 28.04% | 9.49% | 15.77% | 12.72% |
| 归母净利润 | 275 | 311 | 423 | 565 |
| 归母净利润增速 | -23.40% | 13.17% | 36.00% | 33.56% |
| EPS | 0.40 | 0.46 | 0.62 | 0.83 |
| PE | 37.18 | 32.86 | 24.16 | 18.09 |

资料来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示：

- 1) 房地产资产管理业务拓展不利；
- 2) 房地产基金行业前景不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

