

嘉宝集团 (600622)

强烈推荐

行业：房地产开发

实际控制人变更，资管业务加速推进

16年公司营收 23.64 亿元(+12.8%)，归母净利润 2.95 亿元(+7.7%)，分别完成预算目标的 107.4%、134.4%；拟每 10 股派现金红利 2.1 元并转增 3 股。

投资要点：

✧ **公司实际控制人由上海市嘉定区国资委变更为中国光大集团。**上海光控股、光控安宇、安霞投资合计持股 1.67 亿股，占总股本 24.27%，为第一大持股主体，均系由光大控股下属企业，其实际控制人为中国光大集团，最终控制人为中央汇金。嘉定建业、嘉定伟业合计持股 1.17 亿股，占总股本 17.08%，为第二大持股主体，系嘉定区国资委下属公司。本次实际控制人变更意味着公司转型已取得实质性进展，未来在加快房地产开发的同时，也将加速推进房地产资产管理业务。通过受让光大安石和安石资管各 51% 股权，迅速获得优质的房地产私募基金管理资产、品牌及优秀管理团队，打通了房地产项目投前投后管理通道，增强投融资和盈利能力，为持续经营奠定了坚实的基础。

✧ **在手资金充裕大幅增长，稳健经营无忧。**16 年公司综合毛利率 30.4%(同比增 3.9 个百分点)，净利率 12.5%(同比降 0.6 个百分点)。预收账款 37.96 亿元(同比增 15.7 亿元)，货币资金 41.5 亿元(同比增 28.9 亿元)。净负债率为-52%，同比降 71 个百分点，资产负债率同比降 3 个百分点至 59%。三费费率 4.9%，持续低于行业平均且同比仍降 0.1 个百分点。平均融资成本 5.31%，同比降 0.05 个百分点，处于行业较低水平。**公司 17 年目标营收 30 亿元、营业成本 18 亿元、三费 3.6 亿元、归母净利润 4.4 亿元。**

✧ **推进“轻重并举、双轮驱动”的发展战略，在加大房地产开发力度的同时，依托光大安石平台自身“融、投、管、退”的全链条服务优势，战略聚焦于主动管理有稳定现金流的持有型资产，积极发展资产证券化。**股权型投资(探索轻资产发展模式，延伸房地产产业链)：光翎投资、光渝投资，所占权益 14.062%/49.998%，认缴金额 4.5/10.55 亿元。债权型投资：首誉光控-广州海伦堡流金岁月二号、首誉光控-重庆英利，投资份额 11480/12000 万份，本期盈利 670、505 万元。

✧ **上海光控股 17 年 3 月至 4 月购买公司 3413 万股，成交均价 18.2 元/股，仍计划于 12 个月内增持总股本 0.5%-5.5% 的股份，RNAV17.5 元/股，均提供高安全边际。**本次实际控制人变更有望推动房地产资管业务迅速发展，预计 17-19 年营业收入为 29、33、36 亿元，同比增速分别为 23%、12%、11%，三年复合增速为 15.3%；17-19 年 EPS 为 0.51、0.58、0.65 元，三年复合增长 23.4%，对应当前股价 PE38、33、30 倍，6 个月目标价 24 元，对应 17 年 PE47 倍，维持“强烈推荐”评级。

✧ **风险提示：**市场波动剧烈、转型遇阻、房地产基金业务进展不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2364	2910	3256	3623
收入同比(%)	13%	23%	12%	11%
归属母公司净利润	296	436	495	556
净利润同比(%)	8%	47%	14%	12%
毛利率(%)	30.4%	33.4%	33.8%	34.1%
ROE(%)	5.8%	7.6%	8.1%	8.5%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.58	0.65
P/E	55.73	37.81	33.30	29.67
P/B	3.23	2.89	2.70	2.51
EV/EBITDA	25	17	15	14

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

署名人：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： 24

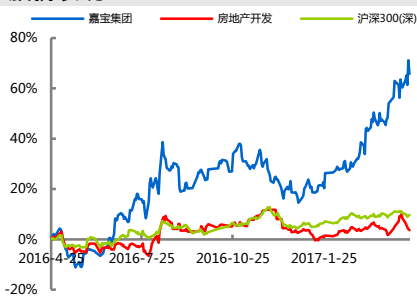
当前股价： 19.37

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)	132
流通市值(亿元)	100
成交量(百万股)	7.75
成交额(百万元)	155.18

股价表现



相关报告

《嘉宝集团-光大安石注入，A 股唯一房地产基金标的》2016-11-02

《嘉宝集团-资管业务加速发展，转型成效显著》2016-10-30

《嘉宝集团-光大有望主导发展，资管业务步入正轨》2016-08-30

图 1 三费水平

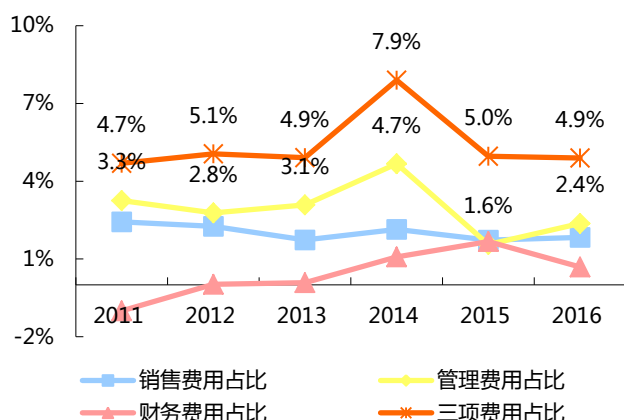
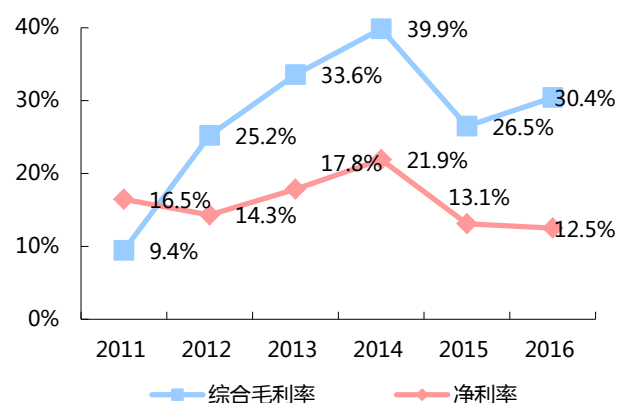


图 2 综合毛利率和净利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 货币资金和短期负债

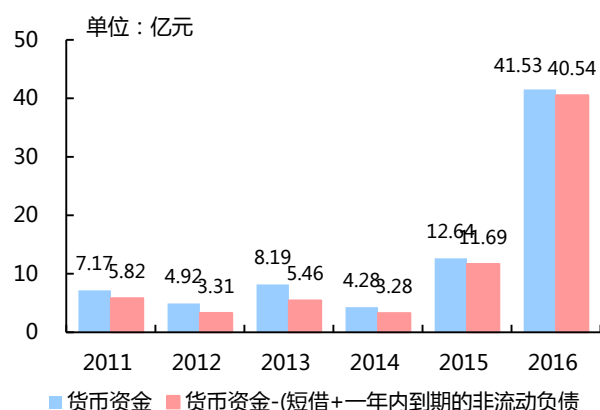
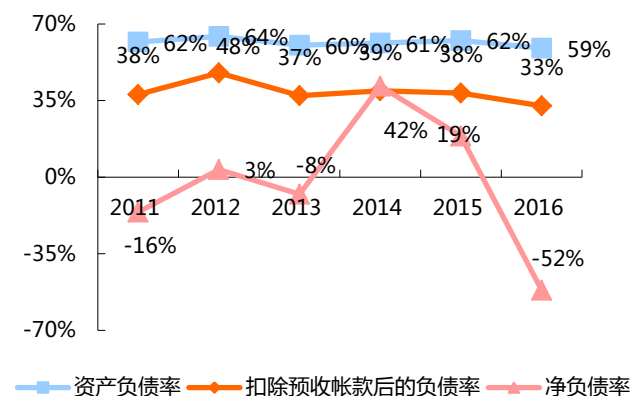


图 4 负债水平



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 经营情况

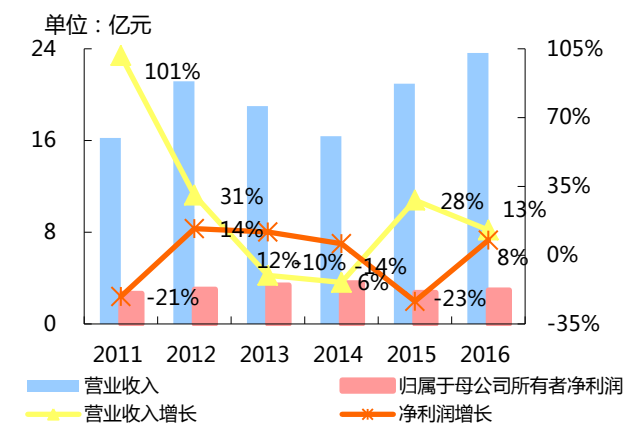
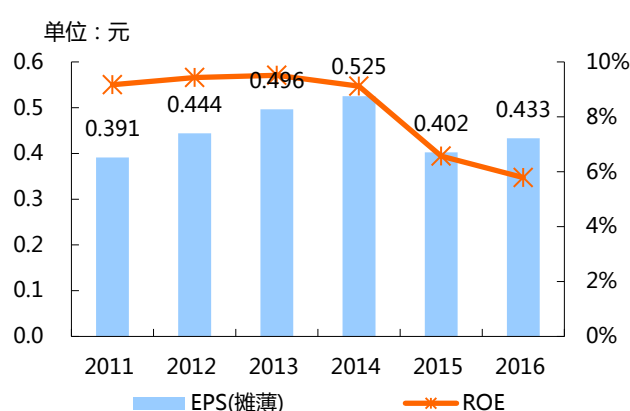


图 6 EPS 和 ROE



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

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	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11881	13023	13603	14961
现金	4153	5816	6899	8721
应收账款	34	42	47	53
其它应收款	151	185	207	231
预付账款	15	18	20	22
存货	7044	6477	5943	5449
其他	485	485	485	485
非流动资产	2476	1883	2236	2116
长期投资	468	468	468	468
固定资产	93	100	107	112
无形资产	2	2	2	2
其他	1914	1313	1660	1534
资产总计	14358	14906	15839	17077
流动负债	7402	7422	8016	8858
短期借款	99	99	99	99
应付账款	309	381	426	474
其他	6994	6943	7491	8285
非流动负债	1067	999	952	905
长期借款	40	-10	-60	-110
其他	1027	1009	1012	1015
负债合计	8469	8421	8968	9763
少数股东权益	780	773	765	755
股本	683	851	851	851
资本公积	2239	2239	2239	2239
留存收益	2039	2621	3016	3468
归属母公司股东权益	5108	5712	6106	6558
负债和股东权益	14358	14906	15839	17077

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1741	917	1555	1822
净利润	291	429	487	546
折旧摊销	7	8	9	10
财务费用	16	8	9	9
投资损失	-29	-29	-29	-29
营运资金变动	1436	484	1053	1259
其它	20	18	27	28
投资活动现金流	-471	636	-312	162
资本支出	1	15	15	15
长期投资	-130	9	10	10
其他	-601	661	-287	187
筹资活动现金流	831	110	-160	-162
短期借款	99	0	0	0
长期借款	-813	-50	-50	-50
普通股增加	168	168	0	0
资本公积增加	1628	0	0	0
其他	-251	-8	-110	-112
现金净增加额	2101	1664	1083	1822

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	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2364	2910	3256	3623
营业成本	1644	1939	2155	2387
营业税金及附加	260	320	358	398
营业费用	43	53	60	66
管理费用	56	69	77	86
财务费用	16	8	9	9
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资净收益	29	29	29	29
营业利润	366	550	627	707
营业外收入	30	30	30	30
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	388	572	650	729
所得税	97	144	163	183
净利润	291	429	487	546
少数股东损益	-5	-7	-8	-9
归属母公司净利润	296	436	495	556
EBITDA	389	566	645	725
EPS (元)	0.43	0.51	0.58	0.65

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	12.8%	23.1%	11.9%	11.3%
营业利润	28.7%	50.3%	14.1%	12.7%
归属于母公司净利润	7.7%	47.4%	13.6%	12.2%
获利能力				
毛利率	30.4%	33.4%	33.8%	34.1%
净利率	12.5%	15.0%	15.2%	15.3%
ROE	5.8%	7.6%	8.1%	8.5%
ROIC	16.4%	66.7%	-446.8	-35.2%
偿债能力				
资产负债率	59.0%	56.5%	56.6%	57.2%
净负债比率	1.64%	1.06%	0.43%	-0.11%
流动比率	1.61	1.75	1.70	1.69
速动比率	0.65	0.88	0.96	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.20	0.21	0.22
应收账款周转率	125	73	70	70
应付账款周转率	7.01	5.62	5.34	5.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.51	0.58	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	1.08	1.83	2.14
每股净资产(最新摊薄)	6.00	6.71	7.18	7.71
估值比率				
P/E	55.73	37.81	33.30	29.67
P/B	3.23	2.89	2.70	2.51
EV/EBITDA	25	17	15	14

相关报告

报告日期	报告标题
2016-11-02	《嘉宝集团-光大安石注入，A 股唯一房地产基金标的》
2016-10-30	《嘉宝集团-资管业务加速发展，转型成效显著》
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。

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

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

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

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