

嘉宝集团 (600622)
强烈推荐
行业：房地产开发

光大安石并表净利剧增，地产基金龙头尽享政策红利

公司发布半年报，17年上半年实现营收 11.82 亿元 (+0.25%)，归母净利润 2.71 亿元 (+103.28)，基本每股收益 0.31 元 (+93.75%)。

投资要点：

◆ **光大安石并表，归母净利显著增加。** 17年上半年实现营收 11.82 亿元 (+0.25%)，归母净利润 2.71 亿元 (+103.28)，分别完成年度计划的 39.39%、61.63%。归母净利增幅远超营收主要系房地产开发业务毛利率与上年同期相比较高且光大安石和安石资管并表所致：17年上半年光大安石和安石资管累计实现营业收入 1.75 亿元、净利润 0.94 亿元，归母净利润 0.48 亿元，净利率达 53.8%。毛利率跳增 19.3 个 pc 至 49.7%，净利率跳增 11.6 个 pc 至 23.0%，三费占比增加 7.1 个 pc 至 11.5%，税金占比下降 6.2 个 pc 至 4.9%。 **地产销售回落，预收款保障全年业绩。** 17年上半年销售面积 1.57 万方 (-85.46%)，销售额 7.66 亿元 (-65.77%)，待开发项目计容面积 4.2 万方，开发项目计容面积 99.2 万方。预收款 37.2 亿元，可锁定全年业绩。

◆ **光大安石地产基金龙头，政策扶持尽享红利。** 17年上半年房地产基金业务营收 1.75 亿元，其中管理及咨询服务费收入 1.64 亿元。截至 6 月底应收账款 1.17 亿元 (+242%)，主要系地产基金业务确认的应收咨询服务费和资产管理服务费。光大安石平台房地产资产管理国内领先，连续三年蝉联“中国房地产基金综合能力 TOP10”榜单第一名，现有在管物业面积逾 280 万方，新增管理规模 96 亿元，在管规模 433 亿元，规模增速超预期。政策鼓励企业规模化发展租赁业务下，公司将借助其行业龙头和唯一上市公司优势，成为资产证券化和房地产基金蓝海发展黄金期的最重要的红利分享者。

◆ **光大系持续增持，入驻董事会深化合作加速转型。** 上海光控 3 至 4 月购买 3413 万股，占比 5.0%，均价 18.32 元/股。截至 4 月 22 日，光大系合计持股 24.27%，同时上海光控公告计划自 4 月 7 日起 12 个月内增持 0.5%-5.5%。17 年中报显示上海光控持股达 5.06%，光大系合计持股达 24.33%，上海光控正稳步推进既定增持计划。5 月选举产生第九届董事会、监事会，其中光大系占据 6 名非独董中的 4 名，光大系积极入驻董事会，未来公司与光大集团合作深化可期。

◆ **公司坚持“轻重并举，双轮驱动”的发展战略，光大集团持股 24.33% 股权 (上海光控计划于 12 个月内增持 0.5%-5.5%，目前尚未达到增持目标)。RNAV9.9 元/股，国家鼓励企业自持物业发展租赁市场，市场对资产证券化及房地产基金的需求正在爆发。预计 17-19 年营收 30、36、43 亿元，EPS0.44、0.58、0.73 元，对应当前股价 PE43、36、30 倍，6 个月目标价 20 元，对应 17 年 PE45 倍，“强烈推荐”。**

◆ **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	2959	3586	4277
收入同比(%)	13%	25%	21%	19%
归属母公司净利润	296	467	608	766
净利润同比(%)	8%	58%	30%	26%
毛利率(%)	30.4%	34.4%	36.2%	37.7%
ROE(%)	5.8%	8.3%	10.1%	11.7%
每股收益(元)	0.28	0.44	0.58	0.73
P/E	57.11	36.17	27.76	22.05
P/B	3.31	3.02	2.80	2.59
EV/EBITDA	28	18	14	11

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

当前股价： 16.29

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	887
流通股本(百万股)	669
总市值(亿元)	145
流通市值(亿元)	109
成交量(百万股)	2.47
成交额(百万元)	40.45

股价表现

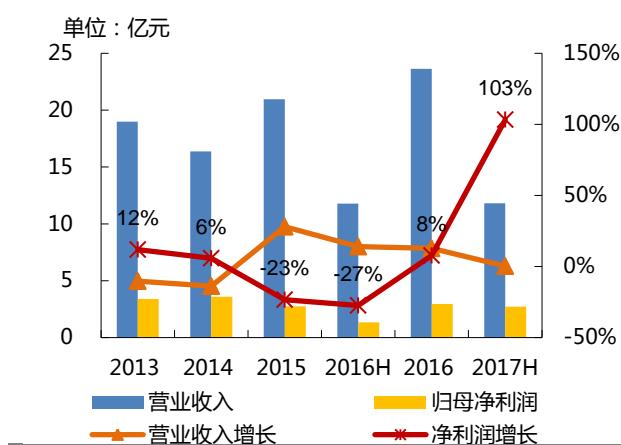


相关报告

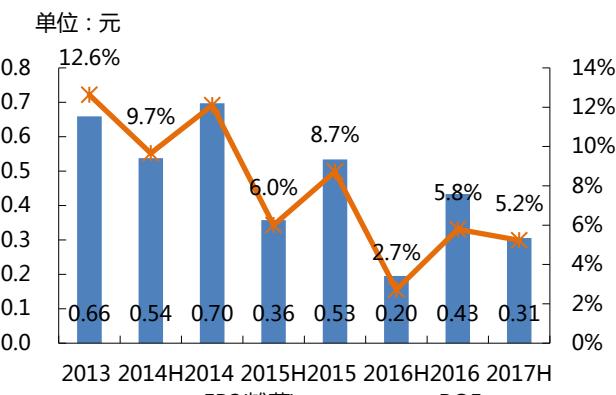
《嘉宝集团-鼓励自持与租赁，资产证券化前景广阔》 2017-07-21

《嘉宝集团-实际控制人变更，资管业务加速推进》 2017-04-24

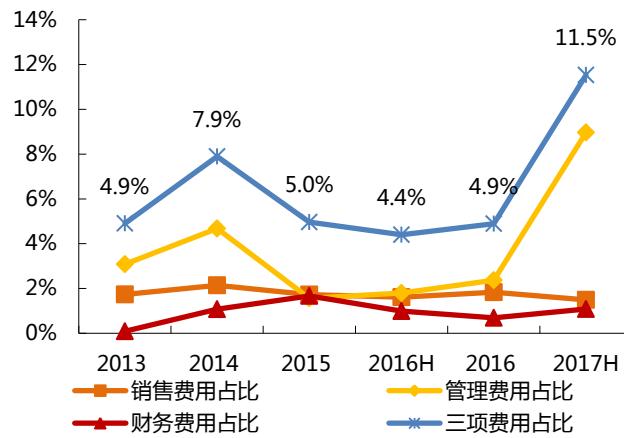
《嘉宝集团-光大安石注入，A 股唯一房地产基金标的》 2016-11-02

图 1 经营情况


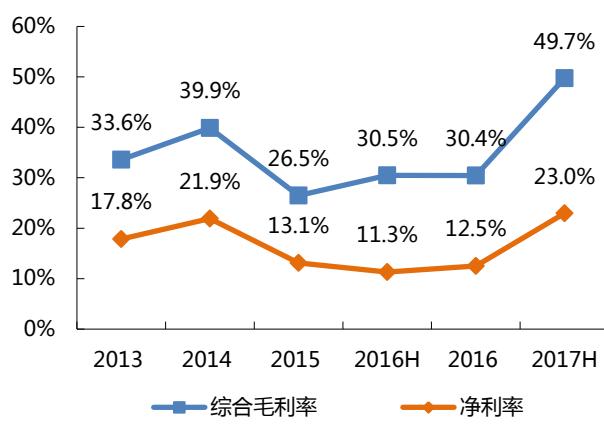
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 2 EPS 和 ROE


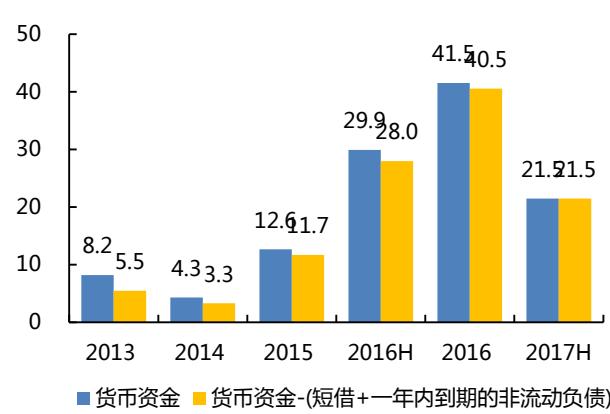
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 3 三费水平


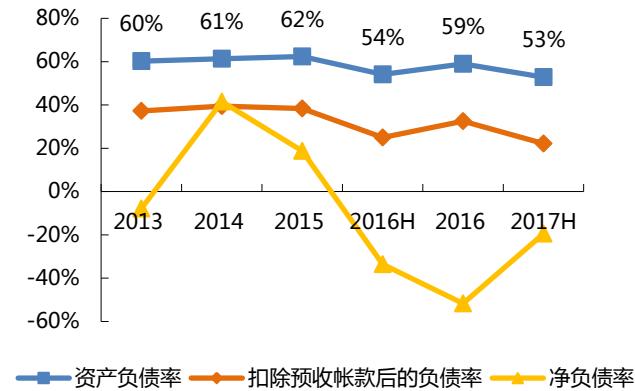
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 4 综合毛利率和净利率


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 5 货币资金和短期负债


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 6 负债水平


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11881	13557	14177	14973
现金	4153	6128	7144	7832
应收账款	34	43	52	62
其它应收款	151	189	228	273
预付账款	15	18	22	26
存货	7044	6695	6245	6295
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	15440	16413	17088
流动负债	7402	8069	8674	8900
短期借款	99	99	99	99
应付账款	309	387	469	559
其他	6994	7583	8106	8242
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	9068	9626	9806
少数股东权益	780	773	762	749
股本	683	1056	1056	1056
资本公积	2239	2035	2035	2035
留存收益	2039	2509	2934	3443
归属母公司股东权益	5108	5600	6024	6533
负债和股东权益	14358	15440	16413	17088

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1741	1372	1569	844
净利润	291	459	598	753
折旧摊销	7	8	9	10
财务费用	16	8	7	10
投资损失	-29	-29	-29	-29
营运资金变动	1436	905	938	50
其它	20	22	46	50
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	-33	-241	-318
短期借款	99	0	0	0
长期借款	-813	-50	-50	-50
普通股增加	168	373	0	0
资本公积增加	1628	-205	0	0
其他	-251	-151	-191	-268
现金净增加额	2101	1975	1016	688

资料来源：中国中投证券财富研究部，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	2959	3586	4277
营业成本	1644	1941	2287	2663
营业税金及附加	260	325	394	470
营业费用	43	54	66	78
管理费用	56	70	85	101
财务费用	16	8	7	10
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	590	776	983
营业外收入	30	30	30	30
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	388	613	799	1006
所得税	97	154	200	253
净利润	291	459	598	753
少数股东损益	-5	-8	-10	-13
归属母公司净利润	296	467	608	766
EBITDA	389	606	792	1004
EPS (元)	0.43	0.44	0.58	0.73
主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	12.8%	25.2%	21.2%	19.3%
营业利润	28.7%	61.5%	31.4%	26.7%
归属于母公司净利润	7.7%	57.9%	30.3%	25.9%
获利能力				
毛利率	30.4%	34.4%	36.2%	37.7%
净利率	12.5%	15.8%	17.0%	17.9%
ROE	5.8%	8.3%	10.1%	11.7%
ROIC	16.4%	222.0%	-134.8	-112.2
偿债能力				
资产负债率	59.0%	58.7%	58.7%	57.4%
净负债比率	1.64%	0.98%	0.41%	-0.11%
流动比率	1.61	1.68	1.63	1.68
速动比率	0.65	0.85	0.91	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.20	0.23	0.26
应收账款周转率	125	74	73	72
应付账款周转率	7.01	5.58	5.34	5.18
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.44	0.58	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.30	1.49	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.84	5.30	5.71	6.19
估值比率				
P/E	57.11	36.17	27.76	22.05
P/B	3.31	3.02	2.80	2.59
EV/EBITDA	28	18	14	11

相关报告

报告日期	报告标题
2017-07-21	《嘉宝集团-鼓励自持与租赁，资产证券化前景广阔》
2017-04-24	《嘉宝集团-实际控制人变更，资管业务加速推进》
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,中国中投证券财富研究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。

谢余胤，中投证券财富研究部房地产行业分析师，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,旨为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，但我们将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

由国由投证券有限责任公司财富研究部

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