

## 嘉宝集团（600622）

### 地产基金 AUM 加速，REITs 预期渐强 买入（维持）

2017 年 10 月 31 日

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号：S0600515050001  
dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199746  
maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号：S0600515050002  
wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号：S0600516110001  
hux@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2017 年三季报，前三季度实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 4.73%，实现归属于母公司股东净利润 3.35 亿元，同比增长 94.21%，对应 EPS 为 0.38 元/股；归属于母公司股东净资产 52.5 亿元，较年初增长 2.73%，对应 BVPS 为 5.91 元/股。

#### 投资要点：

■ **地产结算+房地产基金驱动业绩翻倍，轻重并举转型颇具成效：**公司前三季度收入 14.65 亿元，同比小幅增长 4.73%，归母净利润大幅度增长 94.21%至 3.35 亿元，已分别完成年度业绩预算目标约 49%、76%，结合中报情况，预计公司业绩翻倍高增长主要源于房地产开发业务的结算毛利率同比显著提升，且控股子公司光大安石纳入合并报表范围。前三季度公司房地产销售收入 15.55 亿元，同比下降 53.20%，结算收入 10.95 亿元，同比减少 16.48%，但预计结转成本降低（营业成本项大幅减少 2.82 亿元）。此外，控股子公司光大安石房地产基金业务前三季度实现营业收入 2.94 亿元，其中管理费收入 2.75 亿元，考虑安石 2017、2018 年净利润承诺分别为 2.26、2.54 亿元，预计将有力支撑公司全年业绩。

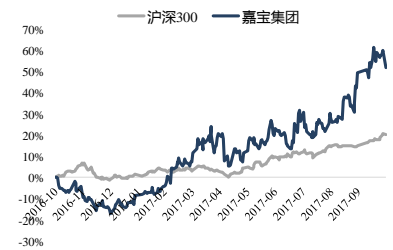
■ **光控系增持推进房地产金融战略转型，光大安石龙头优势鲜明：**1）公司近年来推进以房地产金融为核心的战略转型，收购光大安石 51%股权+光控系全面入主，全新的管理团队拥有国际视野及丰富的行业经验，且光大集团晋升公司实际控制人后推动华丽转型升级。目前，光控系合计持股比例达到 24.61%（三季度再度小幅增持 0.28%），且根据此前披露的增持计划，光控系未来持股比例最高可达 29.77%，坚定入主彰显信心。2）光大安石是国内最具品牌影响力的主动管理型房地产基金，连续三年位居“中国房地产基金综合能力”TOP 10 榜首，且全面打通“融投管退”，此前发行大融城资产支持专项计划被中国 REITs 联盟评为“最佳类 REITs”。截至 9 月末，光大安石在管物业面积约 295 万平米，管理基金规模合计达到 482 亿元，较年初增加 150 亿元，注入上市平台后 AUM 加速增长。3）公司与光大安石房地产基金业务显著协同，先后出资参与光魅、光翎、光渝投资中心等地产基金，在资金、资产、开发等领域全面深化合作。

■ **房地产基金前景光明，REITs、住房租赁等政策利好不断：**1）房地产投资端而言，目前我国房地产基金投资占房地产总投资的比重极低，而美国该比率约为 70%，行业未来发展空间广阔。2）资产运营角度而言，随着住宅开发建设放缓，房地产高增长阶段基本结束，但城市特别是一线城市核心区的存量资产改造和运营依然存在大量投资机会，未来房地产基金将更注重存量物业的改造、持续运营、内容提供及产品创新等综合能力。3）房地产资产管理行业政策利好不断，受住房租赁新政推动，今年以来监管层多次强调鼓励 REITs 发展，近期各种创新“类 REITs”接连推出，未来若标准 REITs 制度取得突破，光大安石拥有先发优势，关联方首誉光控具备设计发行经验及专业技术，公司作为稀缺性标的充分受益。

■ **盈利预测与投资评级：**地产结算毛利率大幅提升+光大安石并表驱动公司前三季度业绩翻倍，轻重并举战略转型颇具成效。光大安石作为房地产基金龙头，管理规模达 482 亿元，未来有望充分受益于房地产基金发展机遇。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64、0.76、0.87 元/股，看好长期发展前景，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1）房地产基金行业前景低于预期；2）房地产资产管理业务拓展不力；3）住房租赁市场未来发展不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价（元）	20.09
一年最低/最高价	10.80/21.89
市净率（倍）	3.40
流通 A 股市值（百万元）	13,432

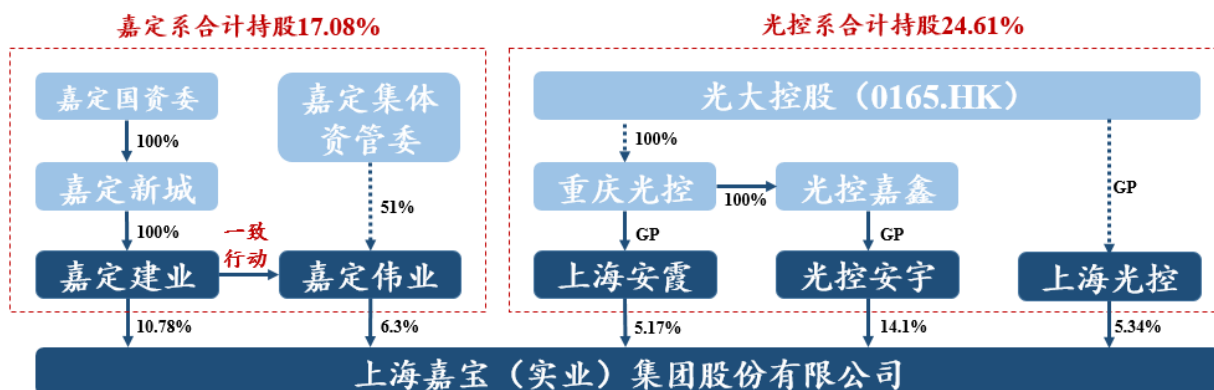
#### 基础数据

每股净资产（元）	5.91
资本负债率（%）	55.98
总股本（百万股）	887
流通 A 股（百万股）	669

#### 相关研究

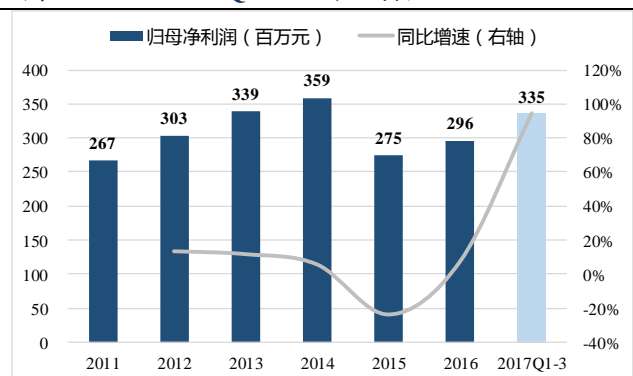
1. 嘉宝集团：2017 年中报点评-轻重并举业绩翻倍，华丽转型地产金融 -20170821
2. 嘉宝集团：地产金融时代的最佳标的 -20170724
3. 嘉宝集团：2017 年一季报点评-加码房地产资管，开启业绩增长空间 -20170505

图表1: 嘉宝集团股权结构 (2017年9月30日)



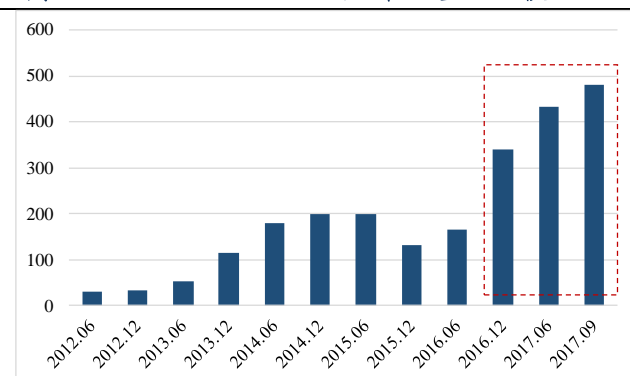
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表2: 2011-2017Q1-3 公司业绩概况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表3: 2012-2017.09 光大安石管理基金规模 (亿元)



数据来源: 光大控股年报, 公司公告, 东吴证券研究所

图表4: 嘉宝集团盈利预测 (维持)

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>光大安石盈利预测</b>					
营业收入	293	351	584	907	1,180
营业收入增速		19.60%	66.60%	55.13%	30.16%
归母净利润	200	228	374	553	708
归母净利润增速		14.07%	64.04%	47.86%	28.03%
贡献上市公司净利润 (51%)			191	282	361
<b>嘉宝集团整体盈利预测</b>					
营业收入	2,096	2,364	3,212	3,728	4,092
营业收入增速	28.04%	12.79%	35.88%	16.06%	9.77%
归母净利润	275	296	565	671	772
归母净利润增速	-23.50%	7.69%	91.04%	18.82%	15.05%
EPS	0.31	0.33	0.64	0.76	0.87
PE	64.91	60.28	31.55	26.56	23.08

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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>