公司点评

嘉宝集团 股票代码：600622.SH

收购光大安石资产，强化唯一平台地位

事　　项：

11 月 2 日晚，嘉宝集团公告拟以现金方式出资 15.43 亿元受让光大安石投资持有的光大安石 51%股权和安石资管 51%股权，后两者分别负责房地产投资项目的投前、投后管理。其中，光大安石估值 30.2 亿元，15 年归母净资产 3.2 亿元，营业收入 2.9 亿元，归母净利润 2.0 亿元，安石资管估值 249 万元，15 年归母净资产 479 万元，营业收入 2,327 万元，归母净利润 380 万元，并且光大安石投资承诺目标公司 16-18 年净利润分别不低于 2.10、2.26 和 2.54 亿元，对应增速 4%、7%和 12%。本次交易完成后，光大安石、安石资管将纳入公司合并报表范围。

目标价：20.00RMB

当前股价：17.27RMB

投资评级　推荐

评级变动　维持

主要观点

1. 收购光大安石和安石资管，借力房地产基金龙头、快速发展业务

光大安石是光大控股旗下最具规模的产业投资基金管理人，是光大控股旗下排他性的房地产投资平台，专注于中国房地产私募股权投资近 10 年，已完成超 50 个房地产投融资项目，于 2015-16 年连续荣登“中国房地产基金综合能力 TOP10”第一名，其打造的“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。而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。本次交易将利于公司迅速获得优质房地产私募基金管理类资产、品牌及优秀管理团队，提升公司综合实力。

2.收购估值合理、盈利能力较强，三年贡献平均业绩 1.2 亿元

本次标的公司合计估值 30.3 亿元，合计归母净利润 3.2 亿元，对应 PE14.9 倍，低于 14 年收购案列中广发基金（11.2 倍）、华夏基金（19.0 倍）和东吴基金（21.3 倍）的平均 PE17.2 倍，并且鉴于目前光大安石在房地产基金业务方面国内排名第一，本次收购估值较为合理。同时，光大安石 2015 年的净利率和 ROE 分别高达 68%和 63%，显示了其轻资产模式优势以及较强的盈利能力；并且承诺 16-18 年两标的公司合计净利润分别不低于 2.10、2.26 和 2.54 亿元，对应增速 4%、7%和 12%，待纳入并表范围后将分别于 16-18 年权益贡献业绩 1.1、1.2 和 1.3 亿元。

3. 股权和业务接连绑定，光大系发展公司成为唯一平台决心可鉴

北京光控安宇于 2016 年 8 月以 14.71 元/股受让光安阳光持有的公司 7.78%的股权，而后者 7 月通过二级市场以 14.48 元/股的均价增持公司股票；权益变动后，光控安宇、上海安霞分别持有嘉宝集团 14.1%和 5.17%的股份，光大系合计持股比例达到 19.27%，成为第一大股东，平均持股成本 11.82 元/股，利益将进一步绑定。通过与光大安石战略合作，公司在房地产资产管理、资产支持专项计划等方面业务快速发展，

证券分析师

证券分析师：华中炜

执业编号：S0360512040001
邮箱：huazhongwei@hcyjs.cor

联系人：袁豪

电话：021-20572598
邮箱：yuanhao@hcyjs.com

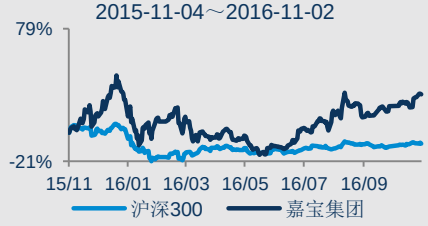
联系人：鲁星泽

电话：021-20572575
邮箱：luxingze@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	68,261
流通 A 股/B 股(万股)	51,430/-
资产负债率(%)	55.9
每股净资产(元)	7.3
市盈率(倍)	51.43
市净率(倍)	3.74
12 个月内最高/最低价	19.65/10.96

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《嘉宝集团（600622）：光大系成第一大股东，地产基金快速推进》
2016-11-01

未经许可，禁止转载

截至今年 7 月，嘉宝集团子公司合计投资 18.4 亿元认购 4 个房地产基金的份额，合计规模 70.7 亿元，分别投资上海市闸北区沪太路地块、徐汇区漕河泾虹漕路 88 号 H88 越虹广场和上半年开业的嘉定大融城等商办地产项目，基金由嘉宝和光控安石按 50:50 的管理费分成方式作为 GP 共同管理运营。

4.投资建议：收购光大安石资产，强化唯一平台地位，维持推荐评级

三季度中，光大系进一步增持公司股权至 19.27%，成为公司第一大公司，合计持股成本 11.82 元/股，而本次将公司唯一的房地产投资平台转让于嘉宝集团，叠加前期股权利益的绑定，可见光大系发展公司成为唯一房地产基金平台的决心坚定，这将助于加速公司轻资产模式的转型，将推动公司在房地产资产管理、资产支持专项计划等业务快速发展。我们维持公司 2016-17 年每股收益预测分别为 0.51 元和 0.64 元（暂未考虑光大安石业绩贡献），上调目标价至 20.00 元，维持***推荐***评级。

5.风险提示：

销售低于预期；房地产基金业务发展低于预期。

图表 1　嘉宝集团本次收购标的估值情况和盈利能力

项目	光大安石	安石资管	合计
2015 年营业收入（万元）	29,328	2,327	**31,654**
2015 年归母净利润（万元）	19,956	380	**20,336**
2015 年归母净资产（万元）	31,703	479	**32,182**
本次收购估值（万元）	302,472	249	**302,721**
净利率	68%	16%	**64%**
PE（倍）	15.2	0.7	**14.9**
PB（倍）	9.5	0.5	**9.4**
ROE	63%	79%	**63%**

资料来源：公司数据，华创证券

图表 2　被收购标的光大安石业绩预测

项目	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	平均/复合增速
营业收入（万元）	29,328	34,405	36,988	41,824	46,749	52,166	57,000	
归母净利润（万元）	19,956	21,091	22,612	25,395	29,525	33,244	36,717	
净利率	68%	61%	61%	61%	63%	64%	64%	**62%**
营业收入增速	NA	17%	8%	13%	12%	12%	9%	**12%**
净利润增速	NA	6%	7%	12%	16%	13%	10%	**11%**

资料来源：公司数据，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1264	2841	2619	2560
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1	0	0	0
预付账款	10	13	16	20
存货	6635	6636	8216	10607
其他流动资产	409	165	190	228
流动资产合计	8320	9654	11041	13414
其他长期投资	512	533	577	614
长期股权投资	296	296	296	296
固定资产	102	93	89	84
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	49	62	77	99
非流动资产合计	959	984	1038	1093
资产合计	**9279**	**10638**	**12079**	**14507**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	160	195	240	305
预收款项	2226	2819	3491	4507
其他应付款	136	160	194	248
一年内到期的非流动负债	95	95	95	95
其他流动负债	1302	1585	1956	2812
流动负债合计	3919	4854	5976	7966
长期借款	853	853	853	853
应付债券	970	970	970	970
其他非流动负债	46	46	46	46
非流动负债合计	1870	1870	1870	1870
负债合计	5789	6724	7846	9836
归属母公司所有者权益	3150	3559	3858	4270
少数股东权益	341	355	374	401
所有者权益合计	3490	3914	4233	4671
负债和股东权益	**9279**	**10638**	**12079**	**14507**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	**790**	**1313**	**10**	**(112)**
现金收益	836	1232	(111)	21
存货影响	116	(0)	(1581)	(2390)
经营性应收影响	(126)	(24)	(28)	(42)
经营性应付影响	479	911	1089	1611
其他影响	(515)	(806)	640	689
投资活动现金流	**224**	**55**	**51**	**49**
资本支出	78	0	0	1
股权投资	388	0	0	0
其他长期资产变化	(242)	55	51	48
融资活动现金流	**(177)**	**(136)**	**(172)**	**82**
借款增加	56	(0)	0	325
财务费用	233	136	172	243
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	(466)	(272)	(345)	(486)

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2096**	**2654**	**3286**	**4243**
营业成本	1540	1875	2315	2942
营业税金及附加	187	146	181	233
销售费用	36	46	57	73
管理费用	33	42	51	66
财务费用	35	73	77	86
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	(2)	0	1	2
投资收益	22	22	22	44
营业利润	**284**	**494**	**626**	**882**
营业外收入	114	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**398**	**494**	**626**	**882**
所得税	104	124	156	220
净利润	**294**	**371**	**469**	**661**
少数股东损益	19	24	31	44
归属母公司净利润	**275**	**346**	**438**	**618**
NOPLAT	221	409	513	696
EPS(摊薄)（元）	0.53	0.51	0.64	0.90

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	28%	27%	24%	29%
EBIT 增长率	-8%	82%	25%	36%
归母净利润增长率	-23%	26%	27%	41%
获利能力				
毛利率	26%	29%	30%	31%
净利率	13%	13%	13%	15%
ROE	9%	10%	11%	14%
ROIC	6%	15%	21%	22%
偿债能力				
资产负债率	62%	63%	65%	68%
债务权益比	1.7	1.7	1.9	2.1
流动比率	2.1	2.0	1.8	1.7
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转天数	12.4	12.9	13.0	12.8
应付帐款周转天数	257.1	222.9	220.8	214.6
存货周转天数	1413.3	1198.3	1086.2	1081.7
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.51	0.64	0.90
每股经营现金流	1.54	1.92	0.01	(0.16)
每股净资产	6.1	5.2	5.7	6.3
估值比率				
P/E	32.3	34.0	26.9	19.1
P/B	2.8	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	44.3	28.5	24.7	20.4

房地产组分析师介绍

华创证券房地产组组长、高级分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室　华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500