

【广发非银&海外】中国光大控股 (00165.HK)
壮大资管，开启价值发现之旅
核心观点：

- **金融央企下属出色资产管理平台。**公司主营私募股权投资业务，近年收入占比稳定超过 85%，包括基金管理业务及自有资金投资业务。
- **基金管理业务：产品线丰富，一级市场投资为优势。**截至 2019 年末资产管理规模达 1570 亿港元，其中一级市场基金占 74%，光大安石管理的房地产基金（478 亿港元）和光际资本产业并购基金（101 亿港元）为两只最大体量的基金。二级市场基金资产规模达 228 亿港元，旗舰基金成立以来业绩表现良好。母基金规模增长较快。**自有资金投资业务：由三大部分组成**，分别为战略性产业平台（布局飞机租赁、养老产业、智能物联网）、财务性投资（自营投资、基金孵化器投资及司库）、基石性投资（持股 3.0% 的光大银行和 21.3% 光大证券）。
- **公司的未来看点：**（1）私募股权投资 AUM 稳步提升，管理费+业绩报酬模式下营收稳定性有望提升；（2）壮大直接融资背景下，注册制、再融资均在有序推进，对创投业务的退出具有积极效应；（3）关注公司在金控管理办法下持股光大证券及光大银行的相关持股限制。
- **投资建议：估值洼地，未来有望迎来价值修复。**按分部估值法给予估值：（1）预计 2020 年公司客户合约收入为 6.03 亿港元，接近三年恒生指数 PE 平均为 10x 给予估值，对应市值为 60 亿港元。（2）自有资金投资及种子基金投资：按扣除持股光大证券及光大银行后 0.6xPB 计算，对应市值为 150 亿港元。（3）战略持有光大证券及光大银行股权按最新市值 20% 折价后对应市值为 147 亿港元。（4）公司自身 ROE 较海外可比资产管理公司低、及市场对集团式经营企业存在估值折价等，整体给予 30% 折价，合计 250 亿港元，对应 2020E 约为 10.4x PE 估值，合理价值 14.84 港元/股。一级市场环境改善，估值仍有提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场波动导致资产估值下降、项目退出进度不及预期等。
- **注：**本文除特殊说明外，均使用港元为货币币种。

盈利预测：

| 币种：港币 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 5,404 | 5,519 | 5,527 | 6,034 | 6,348 |
| 增长率(%) | -23.99% | 2.13% | 0.15% | 9.16% | 5.21% |
| 归母净利润(百万元) | 3,104 | 2,237 | 2,400 | 2,741 | 3,026 |
| 增长率(%) | -25.17% | -27.93% | 7.27% | 14.24% | 10.39% |
| EPS（元/股） | 1.84 | 1.33 | 1.42 | 1.63 | 1.80 |
| 市盈率（P/E） | 6.10 | 6.80 | 8.06 | 7.06 | 6.39 |
| 市净率（P/B） | 0.65 | 0.52 | 0.44 | 0.42 | 0.40 |

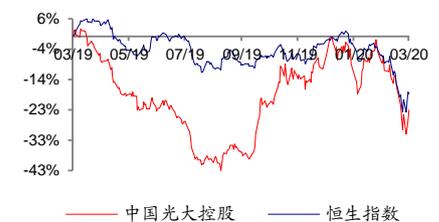
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级
买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 11.48 港元 |
| 合理价值 | 14.84 港元 |
| 报告日期 | 2020-03-29 |

基本数据

| | |
|-------------------|-------------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 1685.25/1685.25 |
| 总市值/流通市值（百万港元） | 18032.21/18032.21 |
| 一年内最高/最低（港元） | 15.84/8.57 |
| 30 日日均成交量/成交额（百万） | 6.08/71.41 |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅（%） | -21.90/16.43 |

相对市场表现

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈韵杨



SAC 执证号：\S0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、金融央企下属出色资产管理平台 | 5 |
| (一) 金融央企下属出色资产管理平台 | 5 |
| (二) 营收架构 | 6 |
| 二、基金管理业务 | 7 |
| (一) 产品线丰富，以一级市场投资为主 | 7 |
| (二) 优势业务：光大安石——中国一流房地产基金管理公司 | 12 |
| 三、自营投资业务 | 17 |
| 四、发展展望 | 19 |
| (一) 集团综合实力有望持续强化 | 19 |
| (二) 有望剥离基石投资回笼资金 | 20 |
| (三) 资本市场改革深化，投资类业务迎来更顺畅的退出渠道 | 21 |
| (四) 管理费+超额报酬的盈利模式下，业绩稳定性有望强化 | 22 |
| 五、盈利预测 | 22 |
| 六、估值分析及投资建议 | 24 |
| (一) 对比上市资产管理公司 | 24 |
| (二) 按分部估值法给予中国光大控股估值 | 25 |
| 七、风险提示 | 26 |

图表索引

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 中国光大集团架构 (截至 2019 年末) | 5 |
| 图 2: 近年中国光大集团营收及总资产 (亿元) | 5 |
| 图 3: 光大控股股权结构及业务分部 (截至 2019 年末) | 6 |
| 图 4: 中国光大控股分部营收 (亿港元) | 7 |
| 图 5: 中国光大控股分部资产构成 (亿港元) | 7 |
| 图 6: 公司基金管理规模及基金数目 | 8 |
| 图 7: 各类基金规模 (亿港元) | 8 |
| 图 8: 2019 年末中国光大控股一级市场基金种类 | 8 |
| 图 9: 二级市场基金规模及基金个数 | 11 |
| 图 10: 2018 年末存续各类二级市场基金规模 (亿港元) | 11 |
| 图 11: 基金管理业务已赚取管理费收入及计算管理费率 | 12 |
| 图 12: 光大安石收入及净利润 (亿元人民币) | 13 |
| 图 13: 凯德 CRCT 管理人费用构成 (百万美元) | 13 |
| 图 14: 光大安石在管资产规模 (亿港元) | 14 |
| 图 15: 光大安石在管项目类型规模占比 | 14 |
| 图 16: 新加坡无风险利率及凯德集团房地产基金规模 | 15 |
| 图 17: 凯德 CRCT 项目收益率% | 15 |
| 图 18: 光大安石股权结构 (截至 2019 年三季度末) | 16 |
| 图 19: 新加坡 REITs 上市只数 (截至 2020 年 3 月) | 17 |
| 图 20: 我国境内资产证券化产品数量 | 17 |
| 图 21: 自有资金投资规模 (不含基石性投资) (亿港元) | 17 |
| 图 22: 2019 年自有资金投资类型 (亿港元) | 17 |
| 图 23: 自有资金投资业务收益率 | 18 |
| 图 24: 中国股权投资市场新募基金总金额 | 21 |
| 图 25: 中国股权投资市场退出情况 | 21 |
| 图 26: 中国光大控股 PE-Band | 26 |
| | |
| 表 1: 光大控股业务 | 7 |
| 表 2: 中国光大控股在管基金情况梳理 (2019 年度业绩公告) | 9 |
| 表 3: 光际资本投资项目 | 10 |
| 表 4: 中国光大控股二级市场旗舰基金规模及市场表现 | 11 |
| 表 5: 基金管理业务收入构成 (亿港元) | 12 |
| 表 6: 光大安石部分投资管理项目列示 | 14 |
| 表 7: 光大安石股权变更历程 | 15 |
| 表 8: 光大安石管理层 | 16 |
| 表 9: 光大控股自有资金投资布局 (摘自 2019 半年报) | 17 |

| | |
|--|----|
| 表 10: 自有业务收入主要构成 (亿港元) | 18 |
| 表 11: 光大集团下属主要子公司 | 19 |
| 表 12: 持股光大银行及光大证券收入贡献及持股比例变动 (亿港元) | 20 |
| 表 13: 光大控股近年持股光大银行及光大证券股权变动情况 | 21 |
| 表 14: 证监会审核通过率统计 | 22 |
| 表 15: 公司业务数据假设 | 23 |
| 表 16: 公司分业务收入预测表 (百万港元) | 23 |
| 表 17: 部分上市资产管理公司 2019 年业绩及估值对比 | 24 |
| 表 18: 可比公司估值表 | 25 |

一、金融央企下属出色资产管理平台

(一) 金融央企下属出色资产管理平台

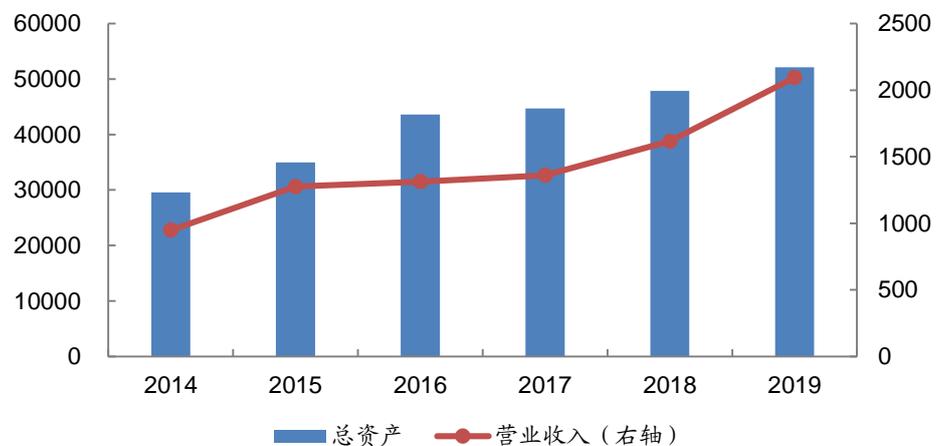
中国光大控股成立于1997年，主营私募股权投资及资产管理。母公司中国光大集团持股中国光大控股49.79%，为唯一持股超5%的股东。中国光大集团为国有大型综合性金融控股集团，背靠中央汇金，资本实力充足，产业布局丰富，涉及金融、投资、实业及科技四大板块。其中，金融领域及投资领域实现银行、证券、保险、信托及基金、租赁、期货、资产管理、不良业务处置等金融全牌照覆盖。截至2018年末，集团合并总资产达4.8万亿元，实现营业收入1617亿元，2015 - 2018年连续蝉联世界500强。

图1：中国光大集团架构（截至2019年末）



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图2：近年中国光大集团营收及总资产（亿元）

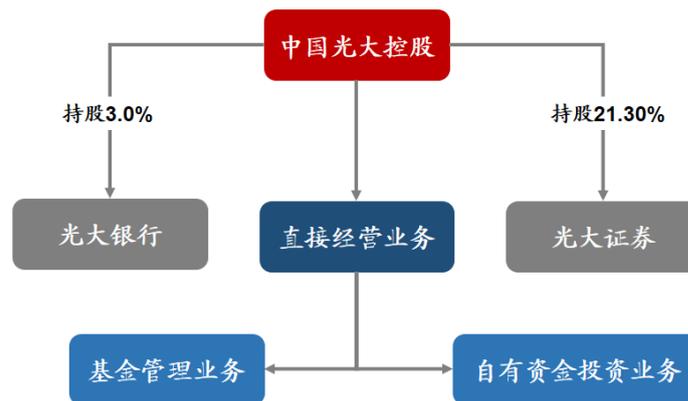


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司前身为光大明辉，为中国光大集团入股中国香港上市公司明辉发展后更名

而成，1999年公司完成重组后更名为中国光大控股，剥离原有零售及酒店业务，收购注入保险、银行、证券等股权，成为一家金融控股上市公司。**2000-2006年转型创新阶段：**公司着力发展自身证券交易及保荐业务，并涉足直接投资领域，2001年公司成立光大控股创业投资有限公司，并于2004年成立规模为5000万美元的首个私募股权基金“中国特别机会基金I”。**2007年以来快速发展期：**公司逐步剥离旗下证券经纪及投行业务，大力发展直接投资业务，实现跨境多品种多领域产品覆盖，成长为国内领先的跨境投资及资产管理公司。

图3：光大控股股权结构及业务分部（截至2019年末）



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）营收架构

中国光大控股为国内资产规模大、产业全、覆盖境内外的成熟资产管理机构，其开展包括基金管理业务有两特点：一是布局丰富，涵盖一级市场、二级市场及母基金产品，尤其长于企业孵化培育及产业投资。截至2019年末，光大控股共管理69只基金，募资规模（承诺出资规模）港币1570亿元。其中包括35只一级市场基金，27只二级市场基金，及7只母基金FOF。二是跨境资产管理，中国光大控股成立于中国香港，自身具备国际化平台属性，旗下基金产品及客户覆盖境内外。

自有资金投资业务则主要有三大方向，一是产业投资，目前公司通过自有资金投资参与飞机租赁（参股中国飞机租赁）、养老产业（收购北京汇晨养老）、智能物联网（特斯联）等新领域；二是财务性投资，投资于股权、债券、结构性产品等，其中一部分自有资金作为种子基金跟投前述基金项目；三是策略持有光大银行3.0%和光大证券21.3%股权，获得股息及投资收益。

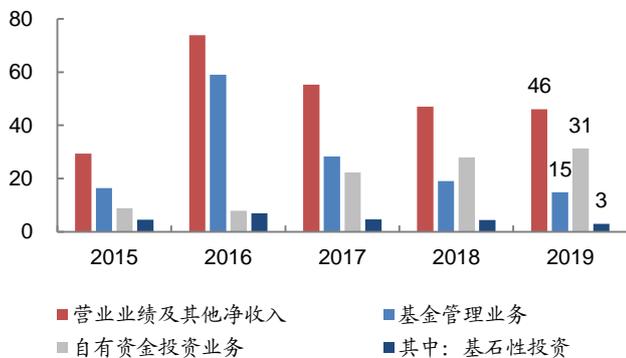
表1: 光大控股业务

| 分部 | 职能 |
|----------|--|
| 基金管理业务 | 一级市场投资: 包括私募基金、创投基金、产业投资基金、夹层基金、海外投资基金等 |
| | 二级市场投资: 产品包括绝对回报基金、债券基金、股票基金 |
| | 母基金投资 FOF: 投资于光大控股发起并管理的基金及其他优良外部基金 |
| | 财富管理: 由子公司首誉光控开展, 向特定客户 (包括 QFII、保险公司及其他合格机构) 提供咨询服务 |
| 自有资金投资业务 | 战略性产业平台投资: 聚焦于飞机租赁、人工智能物联网及养老产业平台 |
| | 财务性投资: 投资于股权、债券、结构性产品等 |
| | 基石性投资: 持有中国光大银行及光大证券股权 |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

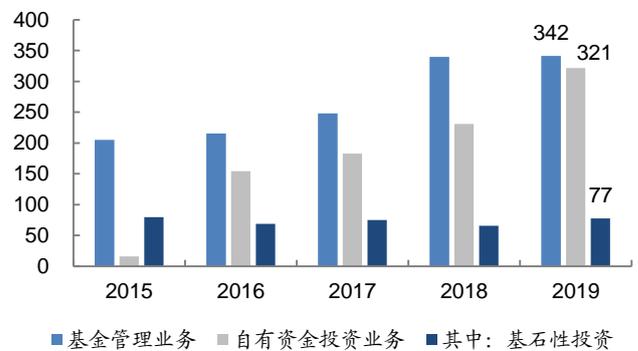
从业务分部看, 公司业务由基金管理业务及自有资金投资业务构成。近年内生资管业务及自有资金投资业务收入占比已提升至稳定超过85%。2018年与2019年, 公司在被动持股光大银行及光大证券股权获得的收入合计在总营收中占比9.2%与7.9%。公司资产管理与投资管理业务具备独立运营及盈利能力。

图4: 中国光大控股分部营收 (亿港元)



数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心 (注: 2018年起战略性投资更名基石性投资, 并入自有资金投资业务口径)

图5: 中国光大控股分部资产构成 (亿港元)



数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

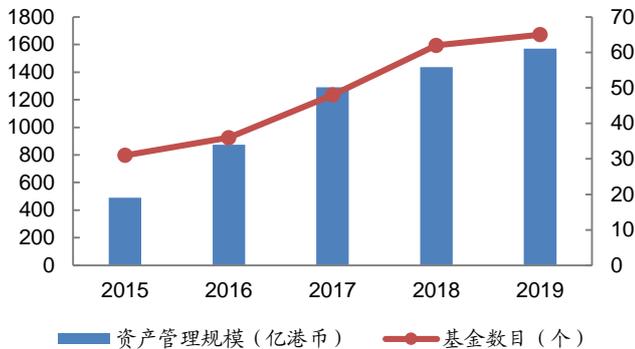
二、基金管理业务

(一) 产品线丰富, 以一级市场投资为主

公司基金管理业务布局有一级市场基金、二级市场基金、母基金、及以基金子公司首誉光控为主体开展的财富管理服务, 全方面覆盖资产管理与投资服务。截至2019年末, 公司资产管理规模 (承诺出资规模) 达1570亿港元, 2015-2019复合年

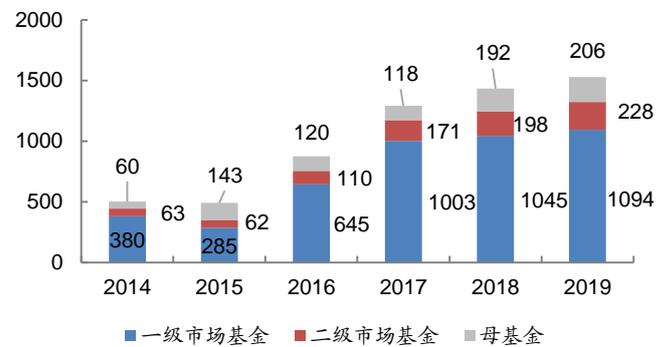
化增速约为26%。各业务线内全面覆盖细分领域与主题，产品丰富。

图6: 公司基金管理规模及基金数目



数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

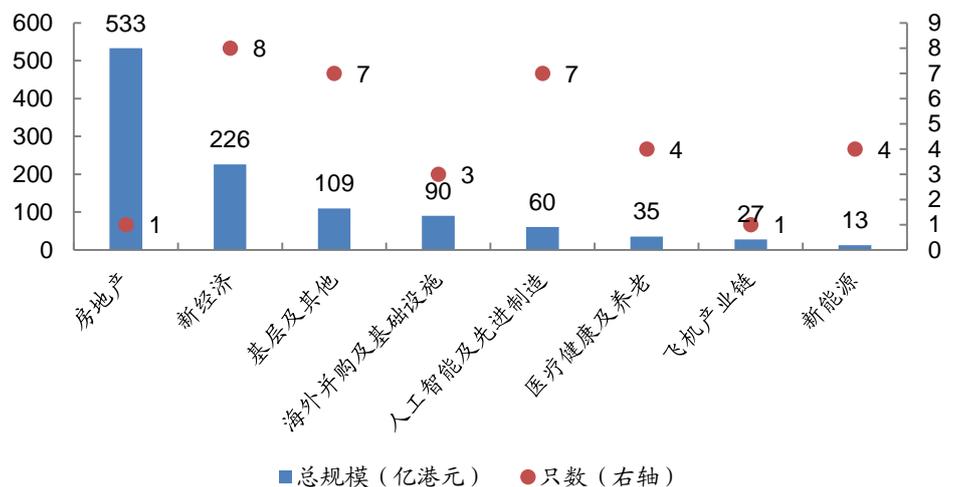
图7: 各类基金规模 (亿港元)



数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

一级市场投资为公司主营及优势项目: 截至2019年末, 公司一级市场基金管理规模1094亿港元, 管理基金数目35支, 分别占在管规模与管理基金数的70%和51%。一级基金里种类包括私募基金、创投基金、夹层基金及产业投资基金四大类, 既有专于国内投资, 亦有挖掘海外投资机会的基金产品。此外, 公司在各个细分领域布局主题基金, 涵盖地产、医疗健康、能源、消费、电子信息等多个细分领域。

图8: 2019年末中国光大控股一级市场基金种类



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

子公司光大安石管理的房地产基金与子公司光际资本管理的产业并购基金为规模体量最大的两只基金, 2019年期末两只基金规模分别为478亿元人民币 (约为533亿港元) 与101亿元人民币 (约为113亿港元), 占一级市场基金规模49%与10%。

表2: 中国光大控股在管基金情况梳理 (2019年度业绩公告)

| 基金业务 | 基金类别 | 基金名称 | 成立时间 | 投资领域 | 资产管理规模 | 备注 |
|--------|-----------|----------------|------|----------------|--------------|---------------------------------|
| 一级市场基金 | 新经济 | 光际资本产业基金 | 2016 | 细分产业的龙头企业投资机会 | 101.14 亿元人民币 | 成立于 2016 年 6 月, 由光大控股与 IDG 合作设立 |
| | | 和谐芯光基金 | 2016 | 细分产业的龙头企业投资机会 | 13.92 亿元人民币 | |
| | | 和谐明芯基金 | 2016 | 细分产业的龙头企业投资机会 | 27.51 亿元人民币 | |
| | | 光控众盈资本 | 2016 | 泛娱乐领域 | 16.3 亿元人民币 | 成立于 2016 年 8 月, 由光大控股和分众传媒共同设立 |
| | | 光控智娱产业投资基金 | 2017 | 泛娱乐领域 | 3.6 亿元人民币 | |
| | | 光际乾兴投资基金 | 2017 | 细分产业的龙头企业投资机会 | 0.97 亿元人民币 | |
| | | 光际鸿声投资基金 | 2017 | 细分产业的龙头企业投资机会 | 5.01 亿元人民币 | |
| | | 光控新经济美元基金 | 2018 | 全球新经济机会 | 4.83 亿美元 | |
| | 人工智能和先进制造 | 光控和谐基金 | 2015 | | 0.5 亿元人民币 | |
| | | 光控智造股权投资基金 | 2017 | 智能制造产业 | 5.2 亿元人民币 | |
| | | 南通光控半导体产业投资基金 | 2018 | 半导体产业 | 5 亿元人民币 | |
| | | 南通光控制造基金 | 2019 | | 5 亿元人民币 | |
| | | 光智系列基金 | 2019 | | 10 亿元人民币 | |
| | | 光控新科技产业投资基金 | 2019 | | 15.12 亿元人民币 | |
| | | 光控华登全球基金一期 | 2018 | 半导体产业 | 1.87 亿美元 | |
| | 新能源 | 北京中关村产业投资基金 | 2007 | 高增长制造、高科技、服务行业 | 1.6 亿元人民币 | |
| | | 光大江阴创投基金 | 2009 | 高增长产业 | 2.59 亿元人民币 | |
| | | 光大无锡国联基金 | 2009 | 高增长产业 | 0.65 亿元人民币 | |
| | | 青岛光控低碳新能基金 | 2013 | 新材料及节能环保 | 6.5 亿元人民币 | |
| | 医疗健康及养老 | 光大医疗健康基金一期 | 2012 | 医疗健康产业 | 2 亿元人民币 | |
| | | 光大医疗健康基金二期 | 2015 | 医疗健康产业 | 12.05 亿元人民币 | 已完成投资 |
| | | 光大医疗健康基金三期 | 2018 | 医疗健康产业 | 12.60 亿元人民币 | 正在筹备 |
| | | 海门光控健康养老产业投资基金 | 2017 | 养老产业 | 5 亿元人民币 | |
| | 海外并购及基础设施 | 光大中国以色列基金 | 2014 | 以色列创新型中小企业 | 1.51 亿美元 | |
| | | 光大控股全球并购基金 | 2016 | 环球机会 | 5.39 亿美元 | |
| | | 光大海外基础设施基金 | 2017 | 环球基础设施 | 4.58 亿美元 | |
| | 房地产 | 光大安石中国房地产 | 2009 | 中国房地产 | 477.79 亿元人民币 | |
| | 飞机产业链 | 飞机再循环全球基金 | 2019 | | 3.5 亿美元 | |
| | 夹层及其他 | 人民币夹层基金一期 | 2012 | 境内夹层融资 | 6.78 亿元人民币 | |

| | | | | | | |
|-----------|-----------|-------------------------|------|------------------|-------------|--|
| | | 人民币夹层基金二期 | 2016 | 境内夹层融资 | 12.25 亿元人民币 | 光大控股作为基石投资人投资于夹层基金。一期基金投资项目 6 个，全部完成退出；二期基金已投资项目 5 个，接近尾声；三期基金正在筹备 |
| | | 珠海麦玟基金 | 2017 | | 6 亿元人民币 | |
| | | 中国特别机会基金 II (CSOF II) | 2007 | 电讯、传媒、高科技及消费业 | 1 亿美元 | 2008 年完成募集，投资于成熟期，单项投资规模在 500-3000 万，平均年回报率为投资资本的 25% |
| | | 中国特别机会基金 III (CSOF III) | 2010 | 农业、消费、服务业、金融辅助行业 | 3.94 亿美元 | 2010 年完成募集，其中三分之一位光大控股投放的种子基金 |
| | | 光控郑州基金 | 2016 | 高增长产业 | 20 亿元人民币 | |
| | | 山东高速光控产业基金 | 2014 | 市政、环保、清洁能源 | 18.18 亿元人民币 | |
| 二级市场基金 | 股权类投资组合 | | 2012 | 股票类产品投资 | 95.8 亿港元等值 | |
| | 固定收益类投资组合 | | 2012 | 固定收益类产品投资 | 120.8 亿港元等值 | |
| | PIPE 类产品 | | 2012 | 中国新三板市场投资 | 11.4 亿港元等值 | |
| 母基金 (FOF) | 母基金 | 多策略另类投资母基金 | 2012 | 私募股权基金 | 50.01 亿元人民币 | |
| | | 光大控股招商银行多策略股权投资母基金 | 2017 | 私募股权基金 | 50 亿元人民币 | |
| | | 湖南光控母基金 | 2018 | 私募股权基金 | 51 亿元人民币 | |
| | | 江苏溧阳光控母基金 | 2018 | 私募股权基金 | 20 亿元人民币 | |
| | | 泰州光控大健康产业基金 | 2019 | 私募股权基金 | 10 亿元人民币 | |
| | | 广州光控穗港澳青年创业母基金 | 2019 | 私募股权基金 | 10 亿元人民币 | |
| | | 苏州光控母基金 | 2019 | 私募股权基金 | 15 亿元人民币 | |

数据来源：公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

其中，光际资本产业基金由光大控股与IDG资本于2016年联合成立，总认缴规模不低于200亿元人民币。首期100亿元募资中，光大控股出资20亿元，其余80亿元来自于大型机构的私募。从公司官网披露信息，光际资本集中于2016、2017年投资项目，近年已逐步进入项目成熟期，有望陆续退出实现收益。2019年已全部退出Wish项目及部分退出爱奇艺项目。

表3：光际资本投资项目

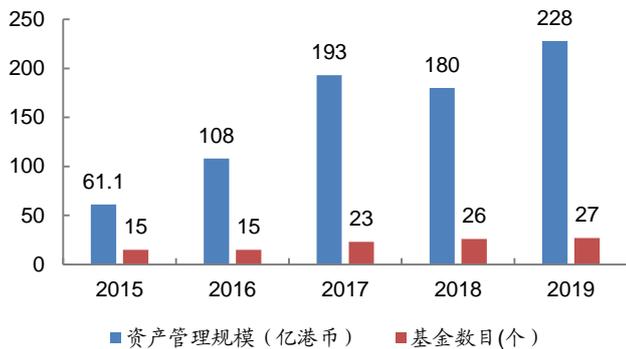
| 四大赛道布局 | 已投资项目 |
|------------|------------------------------------|
| 金融科技与互联网金融 | 银联商务（2016年10月以18.3亿元人民币受让自母公司光大控股） |
| 泛娱乐和教育 | 爱奇艺（2017年2月）、上海电影艺术学院（2016年9月） |

| | |
|----------|--|
| 新科技及高端制造 | 蔚来（2017年5月，C轮）、商汤科技（2017年7月，2018年末市值60亿美元） |
| 消费升级 | Wish（2017年5月）、达令（2016年12月） |

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

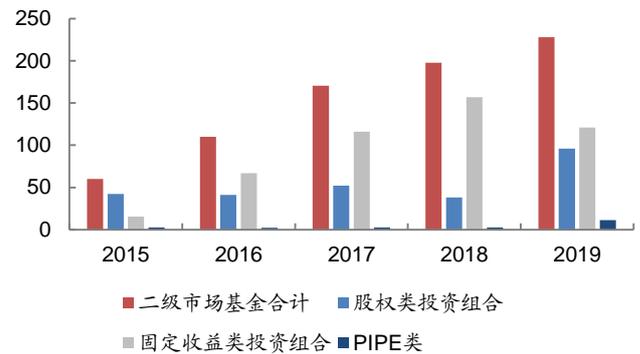
二级市场基金包括债券类、股权类、PIEP及新三板基金。截至2019年末，光大控股二级市场共管理27个基金及专户，资产规模达228亿港元。光大安心债券与光大中国焦点基金为两只成立较早规模较大的旗舰基金，成立以来业绩表现良好。

图9：二级市场基金规模及基金个数



数据来源：公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

图10：2018年末存续各类二级市场基金规模（亿港元）



数据来源：公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

表4：中国光大控股二级市场旗舰基金规模及市场表现

| 类别 | 产品 | 简介 | 2019年收益率 | 2019年末规模 | 成立时间 | 成立以来收益率 |
|---------|--------------|---|-----------|----------|----------|----------------------------|
| 债券类 | 光大安心债券基金 | 亚洲美元债，设有人民币及美元分类并主要投资于中国企业的离岸债券及外国投资级别债券。 | 13.0%（费后） | 6亿美元 | 2012年12月 | 71%（年化收益率7.9%） |
| 债权类可比指数 | 美林美银亚洲美元债券指数 | - | - | - | - | 36%（年化收益率4.5%） （同期对比） |
| 股权类 | 光大中国焦点基金 | 绝对收益多头产品，重点关注包括中国A股在内的大中华区相关投资品种 | 17.1%（费后） | 1亿美元 | 2014年1月 | 126.3%（年化收益率14.6%） |
| 股权类可比指数 | 沪深300指数 | - | 36.1% | - | - | 83.6%（按2014年1月1日至2019年末计算） |
| | 恒生国企指数 | - | 10.3% | - | - | 10.5%（按2014年1月1日至2019年末计算） |

数据来源：公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

管理业务收入表现。公司基金管理业务收入由费类收入（管理费、表现费、咨询费）及种子基金形成资本投资收入，包括投资收益（已实现与未实现收益）、利息收入、股息收入。另有部分反映在应占光大嘉宝盈利和首誉光控（以联营公司入账）。其中，管理费收入为稳定的收入来源，投资收益受市场波动、项目融资导致市值增加、退出项目实现一次性收益等因素影响波动较大。

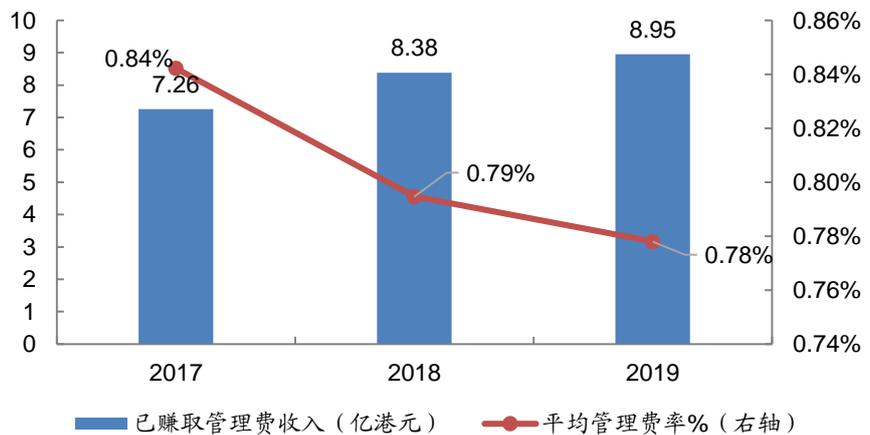
还原公司因合并口径或列示于应占联营/合营公司收益所抵消的管理费收入，从“已赚取管理费收入”口径看，公司近三年管理费收入保持平稳增长，按收费管理规模计算2017-2019整体费率为0.84%、0.79%、0.78%（注：因收入确认、承诺投资金额与实际投资金额差异等因素，计算所得费率低于实际费率）。

表5: 基金管理业务收入构成（亿港元）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 管理费、表现费及咨询费收入 | 5.30 | 8.10 | 5.04 | 4.09 | 2.15 |
| 利息收入 | 0.80 | 0.89 | 1.66 | 1.70 | 0.93 |
| 股息收入 | 0.80 | 3.75 | 3.51 | 4.04 | 3.63 |
| 实现收益 | 11.80 | 33.18 | 7.37 | 7.86 | 4.86 |
| 未实现收益 | -3.70 | -9.91 | 10.00 | 1.52 | -2.04 |
| 应占光大嘉宝盈利 | - | - | 0.88 | 1.54 | 1.96 |
| 应占首誉光控盈利 | - | - | - | - | 0.32 |
| 合计 | 16.71 | 60.43 | 32.05 | 21.83 | 12.22 |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图11: 基金管理业务已赚取管理费收入及计算管理费率



数据来源：公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心（注：平均管理费率按已赚取管理费收入*2/（期初+期末基金管理规模计算））

（二）优势业务：光大安石——中国一流房地产基金管理公司

光大安石为国内顶级房地产基金募集、投资与管理机构。截至2019年末，光大安石累计在管项目45个，在管规模达477.79亿元人民币，为光大控股下规模最大的

基金集合。

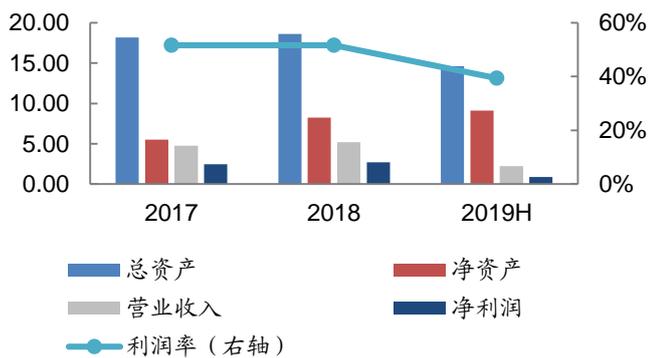
1.运营模式

光大安石主营房地产基金业务，业务模式可概述为：挖掘并投资低估值具潜力的目标项目→进行运营管理（包括开发、升级改造、经营等）→资产价值提升，产生稳定现金流→退出实现投资收益。

管理人如何实现收入与盈利？根据2016年光大嘉宝对光大安石的财务报表披露，光大安石的收入构成为咨询及管理费收入，另有少量投资收益（资管计划投资收益、对外借款利息收入）。咨询及管理费收入占绝对高比重。成本主要为管理费支出及部分税费，2017与2018年净利润率均高于50%。

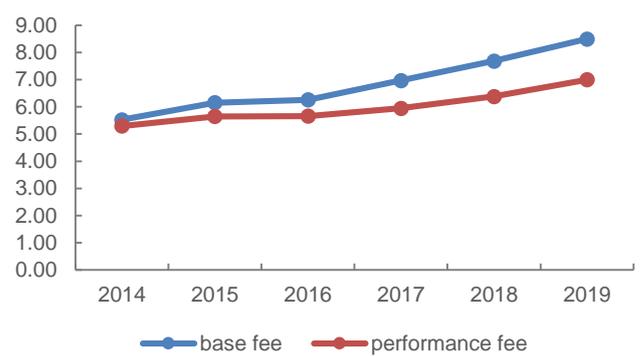
从管理费收入构成看，参考海外运营成熟的同类房地产基金管理人凯德集团，其旗下一只REIT产品“凯德商用中国信托（CRCT）”的管理费用分为基础费（base fee）及表现费（performance fee），其基础费及表现费增长均较为稳定，这一方面与其运营的商业地产已较为成熟稳定，具备强抗风险能力有关；另一方面也与其面向低风险偏好属性投资者有关，因此表现费计提阈值较低，波动亦较小。

图12: 光大安石收入及净利润（亿元人民币）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 凯德CRCT管理人费用构成（百万美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

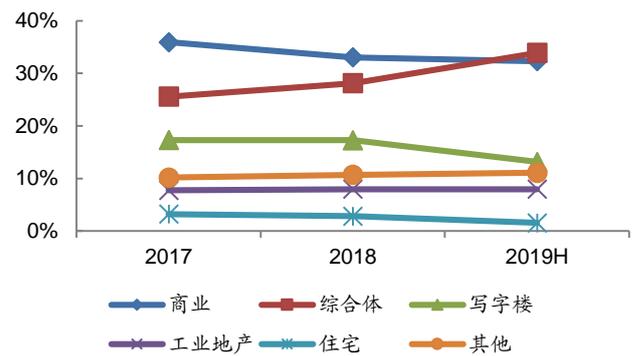
从投资端看，光大安石管理项目主要为综合体、商业及写字楼，截至2019上半年末，分别占在管项目资产33.89%、32.33%和13.17%，主要分布在华东及西南区域。

图14: 光大安石在管资产规模 (亿港元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图15: 光大安石在管项目类型规模占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表6: 光大安石部分投资管理项目列示

| 类别 | 布局 | 项目 | 区域 | 规模 |
|-------|--|-----------------|----------------------------|-------------|
| 商业综合体 | ①二三线城市市中心购物中心; ②一线和重点二线城市区域型购物中心; ③一二线城市大型商业综合体) | 新光大中心 | 北京 | 74.7 万平方米 |
| | | 重庆光控朝天门中心 | 重庆 | 27.4 万平方米 |
| | | 光大安石虹桥中心 | 上海 | 17 万平方米 |
| | | 上海光大安石中心 | 上海 | 16 万平方米 |
| | | 光大安石明悦 CONNEX | 上海 | 4 万平方米 |
| 商业零售 | 打造“大融城”品牌 | 管理及在建大融城项目 17 个 | 上海、北京、重庆、西安、青岛、南昌、佛山等城市 | 超过 170 万平方米 |
| 写字楼 | 位于一线城市核心区及次核心区的存量项目, 其质量或者租金收益有提升空间 | H88 越虹广场 | 上海 | 6.2 万平方米 |
| | | 上东公园里 | 北京 | 4.8 万平方米 |
| 办公园区 | 投资位于一、二线城市的办公园区, 进行主动管理和运营 | 盛创科技园 | 上海 | 19.6 万平方米 |
| | | 光大安石高科技产业园 | 上海 | 4.1 万平方米 |
| 物流地产 | 在全国多地重要物流节点, 多个一二线城市布局物流产业园 | | 北京、重庆、昆山、嘉兴、无锡、青岛、西安、沈阳等城市 | 超过 100 万平方米 |
| 住宅 | 在二、三线城市投资住宅业务 | 徐州和平上东 | 江苏徐州市 | 40 万平方米 |
| | | 梦之晨 | 江苏昆山市 | 25.7 万平方米 |
| 租赁物业 | 商铺、工业厂房、工业厂房、社区商业物业 | | 上海嘉定区 | |

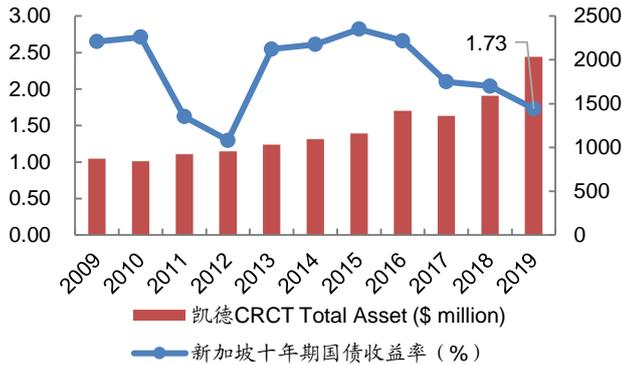
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

2. 发展潜力

我们选取新加坡凯德集团的房地产基金发展作为参考, 光大安石与其经营模式相近, 且同在中国内地房地产市场有多项布局。我们选取其中一只主营中国境内商业零售的信托产品CRCT作对比。

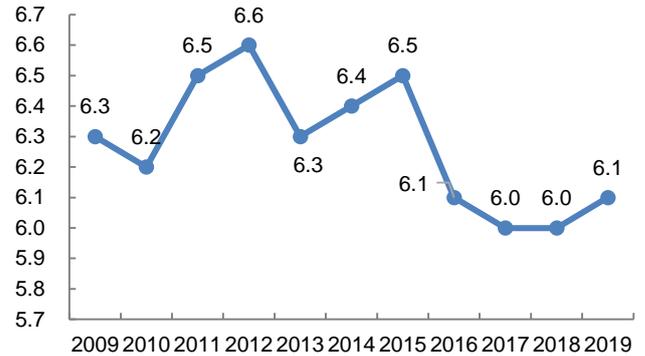
作为无风险收益率下行中的优质资产，规模快速增长。把新加坡十年期国债利率与凯德集团房地产基金AUM净增加额对比，可见在无风险利率下行的长期环境下，资产荒问题凸显。近十年新加坡国内十年期无风险利率已长期低于3%，而凯德集团下的CRCT仍稳定保持6%以上收益率（NPI）。而在经济增速放缓及资管新规打破刚兑的背景下，我国也正处无风险利率下行的长周期。

图16: 新加坡无风险利率及凯德集团房地产基金规模



数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

图17: 凯德CRCT项目收益率%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

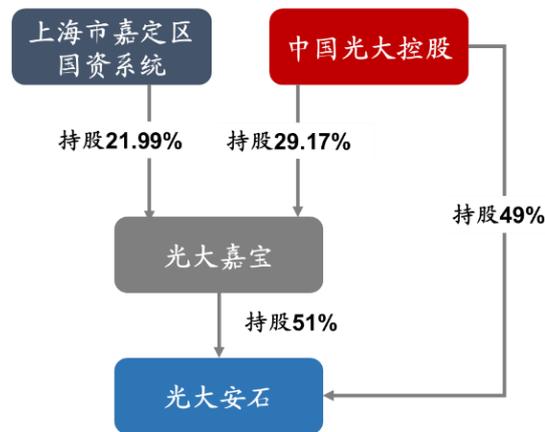
兼备股东资源与专业化运营团队，打通“募投管退”全流程。光大安石前身为美国投资银行雷曼兄弟的亚洲房地产团队。2008年光大控股收购其51%股权并进行重组，2011年-2014年，公司曾引入英国基金管理公司安石投资集团（ASHMORE）战略股东，后安石投资集团退出，光大控股收购其股份成为绝对控股股东。至2018年末，公司直接持股光大安石49%股权，另通过子公司光大嘉宝间接持有光大安石14.88%股权。母公司光大集团其他金融及产业资源在资金募集及退出环节提供协助。

表7: 光大安石股权变更历程

| | |
|------|---|
| 2007 | 雷曼兄弟房地产 PE 设立亚雷投资 |
| 2009 | 亚雷投资重组引入光大控股，更名为光大亚雷 |
| 2010 | 雷曼兄弟退出，引入英国安石投资集团，更名为光大安石香港 |
| 2015 | 英国安石集团退出，更名为光大安石投资（咨询） |
| 2016 | 嘉宝集团（2017年更名为光大嘉宝）以现金约15.44亿元受让光大控股旗下光大安石投资（咨询）持有的光大安石51%股权及安石资管51%股权 |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 光大安石股权结构 (截至2019年三季度末)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

光大安石自身拥有国内高专业度的管理团队。雷曼兄弟原先在亚洲的高管团队基本都被继续保留在光大安石，公司高管和团队主要成员曾任职于铁狮门、雷曼兄弟、高盛、摩根大通、麦肯锡、中信等国内外顶尖机构，拥有丰富的商业地产金融领域的实践经验，同时也拥有丰富的业内资源（项目和人脉），为光大安石业务规模的持续增长奠定了良好的基础。核心团队成员稳定且相对年轻。光大安石近年获奖亦说明其出色的运营能力。

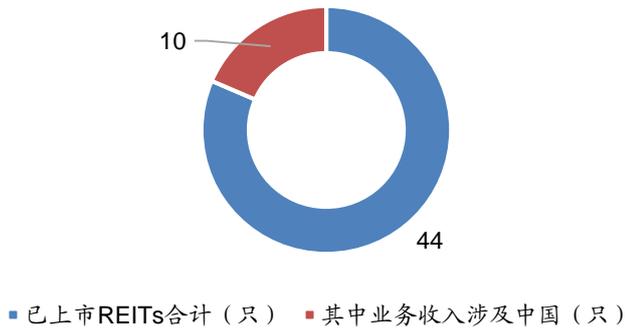
表8: 光大安石管理层

| 成员 | 职务 | 简历 |
|-----|----------------------|---|
| 陈宏飞 | 光大嘉宝总裁、光大安石董事长兼首席执行官 | 拥有超过 20 年不动产投资和资产管理经验。曾任职于北京建筑设计院、Barker Pacific Group, Inc (洛杉矶)、雷曼兄弟商业地产组下属公司、铁狮门中国基金等多家企业。 |
| 胡兵 | 光大安石副总经理、首席运营官 | 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。 |
| 周颂明 | 光大嘉宝副总裁、光大安石商管总裁 | 拥有 15 年以上地产开发及商业物业经营管理经验，曾任第一太平戴维斯任华西区董事，北京大学光华管理学院工商管理硕士，复旦大学房地产专业 EMBA 管理硕士 |

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

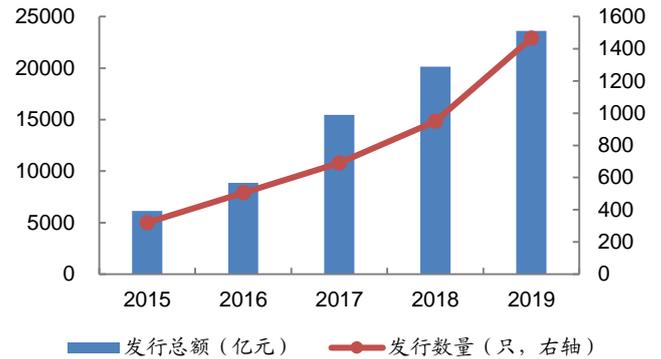
注册制与资产证券化推进，丰富退出渠道。 房地产基金管理人传统退出方式包括资产出售、股权转让，近年海外以REITs为代表的资产证券化方式逐步成熟，形成“PE资金进入→专业化不动产运营→形成稳定现金流→资产证券化退出”的完整模式。

图19: 新加坡REITs上市只数 (截至2020年3月)



数据来源: 新交所、广发证券发展研究中心

图20: 我国境内资产证券化产品数量

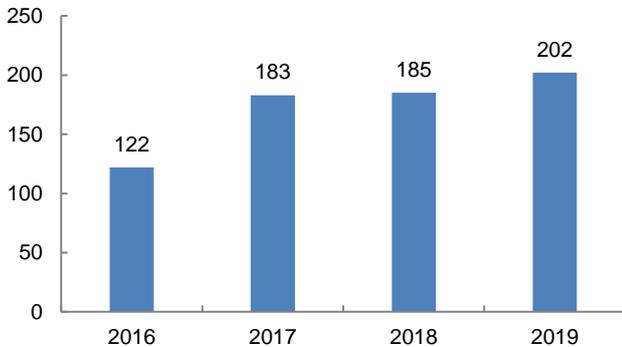


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、自有资金投资业务

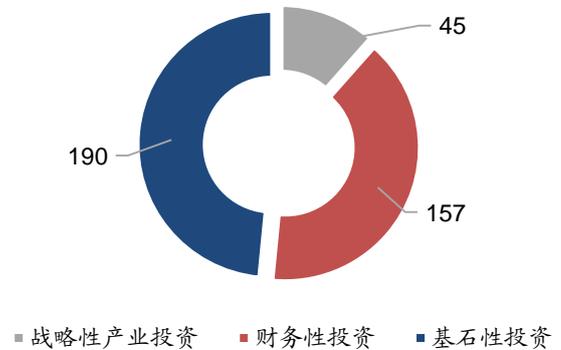
公司自有资金投资主要由三大部分组成, 分别为战略性产业平台、财务性投资 (自营投资、基金孵化器投资及司库等)、基石性投资 (持股光大证券及光大银行)。

图21: 自有资金投资规模 (不含基石性投资) (亿港元)



数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

图22: 2019年自有资金投资类型 (亿港元)



数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

表9: 光大控股自有资金投资布局 (摘自2019半年报)

| 类别 | 规模 | 投资项目 | 备注 |
|---------|-------|---|--|
| 战略性产业投资 | 31亿港元 | 1.持股中国飞机租赁 34.05% | 2019年6月末, 中国飞机租赁净资产价值为31.39亿元, 实现净利润2.75亿元 |
| | | 2.投资孵化光控特斯联 | 2018年完成B轮12亿元人民币融资 |
| | | 3.经营光大养老品牌, 共有养老机构、护理员及养老驿站25家, 管理床位1万张。 | 2019年末, 光大养老净资产价值为5.53亿元人民币 |
| | | 4.参股新加坡投资银行 CEL Impetus Corporate Finance | |

| | | | |
|-------|---------|--|---|
| 自营投资 | 150 亿港元 | 1.跟投或共投资基金业务下的私募股权及投资项目 | 2018 年：投资光控精技，退出中国中药、华大基因及麦格理大中华基础设施基金的投资份额 |
| | | 2.结构性投融资业务，包括有抵押债权、夹层投资、可转换债权、优先股等 | |
| 基金孵化器 | 7.0 亿港元 | 利用自有财务资源进行前期投资，作为新基金产品的底层资产，以吸引外部的基金投资 | |
| 司库 | 3.3 亿港元 | 赚取稳定利息，承担管理集团利率、流动性和汇率风险职能 | |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

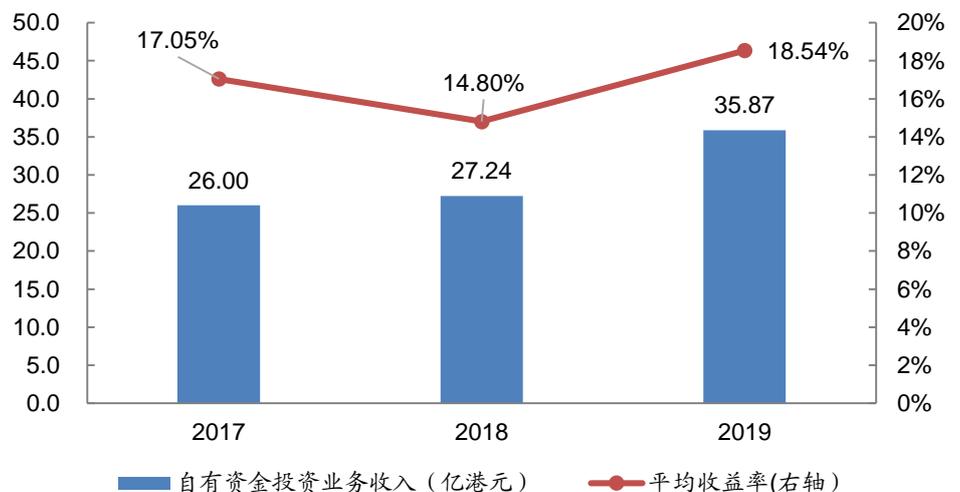
自营业务收入中利息收入（主要为倍投公司及项目提供机构融资和信贷产品）与参股飞机租赁的应占利益平稳，投资收益（包括实现收益和未实现收益）受市值波动影响较大。

表10：自有业务收入主要构成（亿港元）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 表现费及咨询费收入 | 0.30 | 0.00 | 0.02 | 1.52 | 0.00 |
| 利息收入 | 5.20 | 1.47 | 2.32 | 2.17 | 1.11 |
| 股息收入 | 3.90 | 3.47 | 0.50 | 0.98 | 0.30 |
| 实现收益 | 2.50 | 4.04 | 16.14 | 5.05 | 4.65 |
| 未实现收益 | 2.50 | -3.28 | 2.66 | 10.74 | 0.99 |
| 应占中飞租赁盈利 | 1.40 | 2.12 | 2.41 | 2.77 | 1.10 |
| 合计 | 9.57 | 11.74 | 26.00 | 27.24 | 15.38 |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图23：自有资金投资业务收益率



数据来源：公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心（注：按自有资金投资业务收入*2/（期初+期末投资规模计算），不含基石性投资）

四、发展展望

(一) 集团综合实力有望持续强化

母公司中国光大集团具备强资本实力与产业资源，央行发布的《2018年中国金融稳定报告中》中，将光大集团定义为非金融企业投资控股多种金融机构形成的金融控股公司。中国光大集团旗下拥有多个金融机构及实业，并在国内外有多个上市主体。公司背靠集团资源，更易于协作与深入经营，2019年公司向光大永明、光大实业、光大金控等出售光大养老产业股权，为光大养老健康产业引入管理者与资金加快其发展。

表11: 光大集团下属主要子公司

| 子公司 | 业务 | 主要股东 | 2018年资产(合并口径) | 2018年业绩(合并口径) | 备注 |
|--------------|----------|---|--|-----------------------------|--|
| 光大证券 | 证券 | 中国光大集团持股 25.15% 中国光大控股持股 21.3% | 总资产 2058 亿元， 净资产 467 亿元 | 总收入 77.1 亿元，净 利润 2.4 亿元 | 2009 年 A 股上市 (601788.SH)； 2016 年 H 股上市 (06178.HK) |
| 光大银行 | 银行 | 中国光大集团持股 25.43% 中央汇金持股 19.53% 华侨城集团持股 8% | 总资产 43573 亿元， 净资产 3225 亿元 | 总收入 1102 亿元，净 利润 337 亿元 | 2010 年 A 股上市 (601818.SH)； 2013 年 H 股上市 (06818.HK) |
| 光大永明 人寿保险 | 保险 | 中国光大集团持股 50% 加拿大永明持股 24.99% | 总资产 473 亿元， 净资产 430 亿元 | 总收入 116 元，净利 润 0.3 亿元 | |
| 光大信托 | 信托 | 中国光大集团持股 51% 甘肃省国有资产投资集团持股 43.98% | 总资产 110 亿元， 净资产 90 亿元 | 总收入 21.3 亿元，净 利润 11.2 亿元 | |
| 光大期货 | 期货 | 光大证券持股 100% | 总资产 97.1 亿元， 净资产 19.2 亿元 | 净利润 2.0 亿元 | |
| 光大金融 租赁 | 金融 租赁 | 光大银行持股 90% | 总资产 727 亿元， 净资产 84 亿元 | 净利润 5.5 亿元 | |
| 光大幸福 国际租赁 | 融资 租赁 | 光大证券持股 85% | 总资产 65.6 亿元， 净资产 11.94 亿元 | 总收入 4.4 亿元，净利 润 0.7 亿元 | 业务领域包括通用航空租赁、工程 建设基础设施、船舶租赁、医疗健 康租赁等 |
| 光大保德 信 | 基金 | 光大证券持股 55% | 总资产 11.8 亿元， 净资产 10.2 亿元 | 净利润 1.7 亿元 | |
| 光大控股 | 投资 | Honorich Holdings Limited 持股 48.39%，光大投资管理持股 0.36% | 总资产 772.61 亿港 币，净资产 413.80 亿 港币。 | 净利润 31.04 亿港元。 | |
| 光大金控 | 投资 | 中国光大集团持股 100%。 | | | |
| 光大金瓯 | 投资 | 中国光大集团持股 43.33%。温 州市金融投资集团持股 35%， 中国光大投资管理持股 11.67%，温州市工业投资集团 持股 10%。 | 总资产 67.14 亿元，净 资产 32.21 亿元。 | 净利润 1.31 亿元。 | |

| | | | | | |
|------------|----|---|---------------------------------------|----------------------------------|---|
| 光大实业 | 实业 | 中国光大集团持股 100%。 | 总资产 118.33 亿元， 净资产 70.64 亿元。 | 净利润 3.11 亿元。 | |
| 光大科技 | 实业 | 韩雪光持股 81.07%，杭州临安 普特投资合伙持股 10.7% | 总资产 2.26 亿元，净 资产 1.37 亿元。 | 总营业收入 2.11 亿元， 净利润 0.30 亿元。 | |
| 中青旅 | 实业 | 中青旅集团持股 17.17% | 总资产 145.94 亿元， 净资产 81.59 亿元。 | 总营业收入 122.65 亿 元，净利润 9.18 亿元。 | |
| 嘉事堂药 业 | 实业 | 中国青年实业发展总公司持股 14.36%，中国光大集团持股 14.12%。 | 总资产 108.50 亿元， 净资产 37.33 亿元。 | 总营业收入 179.60 亿 元，净利润 5.71 亿元。 | 主营药品、生物制品、医疗器械、 中药饮片等；2010 年 A 股上市 (002462.SZ) |
| 中国光大 水务 | 实业 | 中国光大水务 72.57% | 总资产 195.84 亿港 币，净资产 86.64 亿港 币。 | 总营业收入 47.83 亿 元，净利润 6.76 亿元。 | 主营污水处理、水环境治理、水资 源综合利用等；2019 年 H 股上市 (01857.HK) |
| 光大绿色 环保 | 实业 | 中国光大绿色控股持股 69.7%， 中央汇金持股 4.87% | 总资产 186.03 亿港 币，净资产 94.31 亿港 币。 | 净利润 13.25 亿港元。 | 主营生物质综合利用、危废处置、 光伏发电及风电业务；2017 年 H 股上市 (01257.HK) |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）有望剥离基石投资回笼资金

近年中国光大控股已逐步减持被动持有光大银行及光大证券股权，截至2019年末，中国光大控股持有光大证券21.3%股权及光大银行3.00%股权，为光大证券第二大股东。

2019年7月，央行发布《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》，严格股东资质监管，规范股权结构管理。办法提出金融控股公司所控股金融机构不得再成为其他类型金融机构的主要股东（但金融机构控股与其自身相同类型的或者属业务延伸的金融机构，经金融管理部门认可除外）。此外，光大控股自身专注向资产管理及投资业务发展的战略下，此项基石性投资有望剥离回笼资金。截至2019年末，公司持股光大证券股权账面价值为113亿港元，持股光大银行的公允价值为77亿港元。

表12：持股光大银行及光大证券收入贡献及持股比例变动（亿港元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H |
|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 分享光大证券盈利 | 1.34 | 8.70 | 30.37 | 8.94 | 8.35 | 0.60 | 3.96 |
| 光大银行股息收入 | 1.20 | 3.20 | 3.30 | 3.17 | 1.57 | 3.13 | 2.95 |
| 出售光大证券股份盈利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.94 | 0.89 | 0.00 |
| 光大证券其他收益 | 0.00 | 0.00 | 13.24 | 1.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 出售光大银行股份盈利 | 0.90 | 2.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | 3.44 | 14.42 | 46.91 | 13.31 | 12.86 | 4.62 | 6.91 |
| 持股光大银行 | 3.79% | 3.51% | 3.37% | 3.37% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 持股光大证券 | 33.33% | 33.33% | 29.16% | 24.71% | 23.30% | 21.30% | 21.30% |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表13: 光大控股近年持股光大银行及光大证券股权变动情况

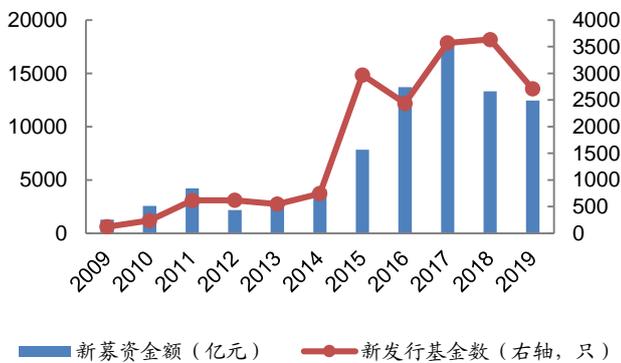
| 日期 | 事项 |
|----------|--|
| 光大银行 | |
| 2013年12月 | 公司向集团转让了3600万股光大银行A股,持股比例从4.51%降至3.79%,获得投资收益港币0.9亿元 |
| 2014年2月 | 公司向集团转让了1.12亿股光大银行A股,获得投资收益港币2.52亿元,持股比例降至3.51% |
| 2017年12月 | 光大银行完成H股非公开发行,公司未参与,持股比例降至3.00% |
| 光大证券 | |
| 2015年 | 光大证券进行定增,公司未参与,持股比例从33.33%摊薄至29.16% |
| 2016年 | 光大证券H股IPO,公司持股比例从29.16%摊薄至24.71% |
| 2016年6月 | 公司以港币9.3亿元出售光大证券(国际)有限公司49%股本给光大证券金融控股有限公司 |
| 2017年9月 | 出售1.41%光大证券股份,获得港币2.94亿元税后盈利,持股比例降至23.30% |
| 2018年5月 | 出售2.00%光大证券股份,获得港币0.89亿元税后盈利,持股比例降至21.30% |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 资本市场改革深化, 投资类业务迎来更顺畅的退出渠道

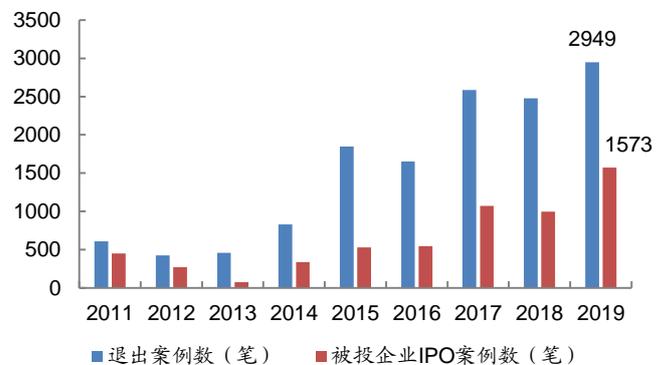
近年一级市场投资存在募资难、资产荒、退出难等多个困局。从募资端看, 根据清科研究中心数据统计, 2019年中国股权投资市场新募基金(含早期投资、VC、PE)总额为1.24万亿元, 同比下降6.6%; 新发行基金数量2710只, 均延续2017年高位以来回落。从退出端看, 被投资企业IPO是国内股权投资市场机构退出主要方式。2016-2018年受制于政策对IPO审批放缓及对再融资严监管, 延长了投资机构退出周期。退出压力大、一二级市场估值倒挂、加之前资管新规对产品设计及资金投资限制、及经济下行趋势下可投资资金增长放缓等多个因素, 导致行业发展遇冷。

图24: 中国股权投资市场新募基金总金额



数据来源: 清科研究中心、广发证券发展研究中心

图25: 中国股权投资市场退出情况



数据来源: 清科研究中心、广发证券发展研究中心

资本市场改革深化有望舒缓行业项目退出压力。2019年2月22日习近平总书记

在中央政治局会议上提出“深化金融供给侧结构性改革”，大力推动资本市场改革，提高直接融资占比，协同发展多层次资本市场，拓宽企业多元化融资渠道等多项要点。2019年以来，多项利好政策稳步实施注册制、松绑再融资、发展投行资本化IPO(注册制等)、再融资新规等，三方面利好私募股权投资市场退出：一是放宽限制后，活跃IPO与再融资需求及市场参与；二是审批常规化有利于投资机构有序退出项目；三是多层次资本市场构建有望提供更丰富退出路径与平台，根据清科研究所统计，2019年我国股权投资市场1573笔被投企业IPO中，41%为通过科创板实施，展望新一年注册制推广、新三板改革等多项措施推进，舒缓行业退出难困境。

表14：证监会审核通过率统计

| | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 | |
|------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|
| | 审核家次 | 通过比例 |
| 全部 | 647 | 91.3% | 567 | 90.3% | 762 | 82.3% | 517 | 77.4% | 663 | 91.0% |
| 首发 | 276 | 90.9% | 274 | 90.2% | 495 | 76.8% | 193 | 57.5% | 280 | 88.2% |
| 并购重组 | 345 | 91.9% | 278 | 90.3% | 176 | 91.5% | 144 | 85.4% | 124 | 83.1% |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（四）管理费+超额报酬的盈利模式下，业绩稳定性有望强化

基金管理业务中，公司进一步推进向资管公司的转型，加大围绕产业做投资，种子基金在受托管理基金中占比稳步下降，随着可收费资产管理规模增加，管理费、表现费及咨询费收入有望强化业绩稳定性。

此外，公司自有资金参与产业平台中，飞机租赁运营已成熟且为行业领先，智能物联网特斯联为国内人工智能物联网的独角兽，2019年完成C1轮融资，估值已超过10亿美元，参股机构包括京东、科大讯飞、IDG资本、中信系产业资本、商汤科技等业内领先机构。养老产业已于2019年获集团内部多个兄弟公司参股，加快成长与业务协同。展望自有资金投资业务稳中向好。

五、盈利预测

（一）客户合约收入：这部分为公司费类收入，主要受公司可收费类管理资产规模、管理费率、投资表现（影响表现费）、投资业务租金净收入等因素影响。假定较2019年，2020全年A股与H股主要市场指数正向上涨，股权融资规模保持活跃，私募股权投资市场募资难及退出难的状况有所改善，预计公司2020年管理资产规模同比增长8%。但由于疫情影响可能影响其子公司投资物业出租率，降低租金收入。预计整体客户合约收入同比下降1.5%，其中管理费收入平稳增长，投资物业净租金收入同比下降。

（二）投资业务收入：包括利息收入、股息收入及投资收益（未实现及实现投资

收益)。假定较2019年,2020年在市场流动性宽松背景下,利率呈下行趋势,公司新增货币资产及客户贷款规模对冲部分利率下行影响,利息收入保持平稳。假定较2019年,2020全年A股与H股主要市场指数正向上涨,投资收益正向增长。其他业务收入因2019年并表子公司英利及出售光大养老股权影响基数较大。预计整体投资业务收入同比下降1.7%。

2020年3月19日,公司披露2019年度业绩公告,2019年度实现收入总额(为客户合约收入+投资收入+从其他来源的收入+应占联营公司盈利减亏损+应占合营企业盈利减亏损+待售业务之盈利合计)55.19亿港元,同比增长2%;实现归母净利润达22.37亿港元,同比下降28%。我们预计中国光大控股2020-2022年分别实现收入总额55.3、60.3、63.5亿元,分别同比变动0.2%、9.2%、5.2%,分别实现归母净利润24.0、27.4、30.3亿元,分别同比变动7.3%、14.2%、10.4%;对应ROE水平分别为5.6%、6.1%、6.4%。

表15: 公司业务数据假设

| 分业务关键假设 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司受托管理规模(亿港元) | 1,291 | 1,435 | 1,570 | 1,696 | 1,780 | 1,869 |
| yoy | 48% | 11% | 9% | 8% | 5% | 5% |
| 公司货币资金规模(百万港元) | 5,178 | 6,864 | 7,266 | 7,993 | 8,632 | 9,064 |
| yoy | -13% | 33% | 6% | 10% | 8% | 5% |
| 客户贷款规模(百万港元) | 4,351 | 2,199 | 2,925 | 3,364 | 3,801 | 4,181 |
| yoy | 149% | -49% | 33% | 15% | 13% | 10% |
| 金融资产规模(百万港元) | 49,094 | 65,988 | 68,639 | 76,182 | 83,353 | 89,875 |
| yoy | 20% | 34% | 4% | 11% | 9% | 8% |

数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

表16: 公司分业务收入预测表(百万港元)

| 分业务关键假设 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入总额 | 5,404 | 5,519 | 5,527 | 6,034 | 6,348 |
| 1) 客户合约收入 | 563 | 612 | 603 | 649 | 693 |
| 其中: 管理费收入 | 354 | 371 | 402 | 428 | 441 |
| 投资物业租金净收入 | 2 | 147 | 100 | 120 | 130 |
| 2) 投资收入 | 3,843 | 3,724 | 3,662 | 4,059 | 4,305 |
| 其中: 公允价值变动计入其他综合收益股息收入 | 502 | 527 | 691 | 735 | 794 |
| 公允价值变动计入当期损益股息收入 | 348 | 295 | 313 | 446 | 497 |
| 已实现及未实现投资收益 | 2,517 | 1,653 | 2,077 | 2,266 | 2,361 |
| 3) 应占联营及合营公司损益 | 701 | 913 | 903 | 947 | 965 |

数据来源: 公司年度业绩公告、广发证券发展研究中心

六、估值分析及投资建议

(一) 对比上市资产管理公司

取2019年黑石集团、KKR、凯雷集团、惠理集团四家上市资产管理公司年度业绩及年末市值作对比，从P/E看，各家上市公司静态P/E在10x-30x区间，从P/AUM角度看，各家差异较大，其中黑石集团P/AUM值较高，达到0.64x，而凯雷、KKR、惠理集团P/AUM则较低。从业务分析，除惠理集团专注做二级市场投资管理外，其他几家公司均涉及一级市场、二级市场、不动产投资及信贷业务。若从营收构成分析，黑石集团与惠理集团收入构成中与管理费相关的收入占比更高，投资收益贡献占比更小。推测管理费收入占比更高的资产管理公司，因享有更好的业绩稳定性，从P/E角度看估值相对较高。

表17: 部分上市资产管理公司2019年业绩及估值对比

| | 2019年AUM及收入构成 | 总资产 | 净资产 | 收入 | 归母净利润 | 收入构成 | 年化ROE | 基本EPS | 2019年末市值 | 2019P/E | 2019P/AUM |
|-----------------------------|---|-------|-------|------|-------|---|-------|-------|----------|---------|-----------|
| BX.N 黑石集团 | 571亿美元管理规模: 不动产29%, 私募股权基金32%, 信贷25%, 对冲基金14% | 325.8 | 150.1 | 73.4 | 20.5 | 管理及咨询费净收入47%, 表现费收入2%, 业绩提成39%, 自有资金投资收益8%, 股息及利息收入2% | 31% | 3.03 | 368 | 18.0 | 0.64 |
| KKR.N KKR | 2184亿美元管理资产: 付费管理资产规模为1612亿美元。私募市场55%, 公开市场45%。 | 609.0 | 305.0 | 80.8 | 19.7 | 管理费用收入10%, 交易费用收入11%, 业绩提成25%, 投资收益39%, 股息及利息收入9%。 | 21% | 3.62 | 163 | 8.3 | 0.10 |
| CG.O 凯雷集团 | 2240亿美元管理资产, 其中付费管理为1610亿元。募股权基金38%, 不动产20%, 全球信贷22%, 投资解决方案(类似于财富管理)20%。 | 138.1 | 29.7 | 33.7 | 3.5 | 管理费收入44%, 奖励费收入1%, 投资收入46%, 来自合并主体收入8%。 | 12% | 3.05 | 108 | 30.9 | 0.05 |
| 00806.H K 惠理集团 | 150亿美元 绝对回报偏持仓长基金56%, 固定收益基金42%, 量化基金及ETF1%, 另类投资基金1%。 | 49.1 | 43.9 | 16.0 | 5.0 | 管理费收入85%, 表现费收入3%, 认购费12%。 | 12% | 0.28 | 89 | 18.0 | 0.08 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------------------|--|-------|-------|------|------|--|----|------|-----|------|------|
| 00165.H K 中国光大控股 | 1570 亿港元 一级市场基金 70%， 二级市场基金 15%， 母基金 13%。 | 865.0 | 437.9 | 55.2 | 22.4 | 管理费收入 7%，表现费及 咨询费收入 1%，利息收入 及股息收入 22%，资本利 得 30%，应占联营公司盈 利 15%。 | 6% | 1.33 | 245 | 10.9 | 0.16 |
|------------------------|--|-------|-------|------|------|--|----|------|-----|------|------|

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（注：惠理集团、中国光大控股数据单位为“亿港元”，其他公司数据单位为“亿美元”，PE 按 2019 年末收盘价计算。）

（二）按分部估值法给予中国光大控股估值

1. 受托资产管理业务：截至 2019 年末，收费类资产管理规模为 1225 亿港元，计算 2017、2018 及 2019 计算所得综合管理费率为 0.84%、0.79%、0.78%。参考海外对资产管理公司费类收入的估值方式（费类收入按大盘指数平均 PE 倍数估值），我们预计 2020 年公司客户合约收入为 6.03 亿港元，接近三年恒生指数 PE 平均为 10x 给予估值，对应市值约为 60 亿港元。

2. 自有资金投资及种子基金投资：我们按扣除持股光大证券及光大银行后净资产计算。截至 2019 年末，公司净资产规模为 437.87 亿元，持股光大证券及光大银行股权合计占公司净资产 43%，对应规模约为 188 亿港元，扣除后规模约为 250 亿港元。由于近期市场波动较大，短期可能带来公允价值下滑及减值计提，按 0.6xPB 净值计算，对应市值为 150 亿港元。

3. 战略持有光大证券及光大银行股权，截至 2019 年末。公司持股光大证券 21.3% 的 A 股股权，及 3% 的光大银行 A 股股权，按 2020 年 3 月 27 日收盘价及汇率计算，持股市值合计约 184 亿港元。参考 2019 年再融资新规中对非公开发行股票定价，给予 20% 折价，持股对应市值为 147 亿港元。

4. 由于光大证券及光大银行近年盈利波动、公司自身 ROE 较海外可比资产管理公司低、及市场对集团式经营企业存在估值折价等因素，整体再给予 30% 折价。合计 250 亿港元。

综上，我们认为公司合理价值为 14.84 港元/股，对应 2020E 约为 10.4xPE 估值。一级市场环境改善，估值仍有提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司名称 | 现价 | 每股收益（港元/股） | | 市盈率（X） | |
|----------|------|------|------------|-------|--------|-------|
| | | （港元） | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 00806.HK | 惠理集团 | 3.33 | 0.18 | 0.22 | 18.50 | 15.14 |
| 00656.HK | 复星国际 | 8.65 | 1.92 | 2.13 | 4.51 | 4.06 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：股价为 2020-3-27 收盘价；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

图26: 中国光大控股PE-Band



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

七、风险提示

宏观经济环境恶化; 资本市场波动超预期, 导致公司持有资产市值大幅波动; 资本市场改革不及预期; 项目退出进度不及预期; 房地产市场景气度下行导致公司持有物业空置率上升等。

| 资产负债表 | | 单位: 百万港元 | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|--|
| 至 12 月 31 日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 资产合计 | 77,261 | 86,496 | 95,557 | 104,026 | 111,587 | |
| 货币资金 | 6,864 | 7,266 | 7,993 | 8,632 | 9,064 | |
| 客户贷款 | 2,199 | 2,925 | 3,364 | 3,801 | 4,181 | |
| 公允价值计量且变动计入其他综合收益金融资产 | 6,562 | 7,743 | 8,517 | 9,199 | 9,935 | |
| 公允价值计量且变动计入当期损益金融资产 | 37,562 | 36,448 | 41,915 | 47,364 | 52,101 | |
| 交易性金融资产 | 1,574 | 2,251 | 2,476 | 2,674 | 2,808 | |
| 合营及联营公司权益 | 19,055 | 19,780 | 20,373 | 20,781 | 21,196 | |
| 应收账款 | 1,235 | 2,415 | 2,898 | 3,333 | 3,833 | |
| 固定资产 | 448 | 495 | 495 | 495 | 495 | |
| 投资性房地产 | 446 | 5,191 | 5,451 | 5,614 | 5,782 | |
| 使用权资产 | - | 130 | 130 | 130 | 130 | |
| 存货 | - | 1,852 | 1,945 | 2,003 | 2,063 | |
| 负债合计 | 35,881 | 42,709 | 49,631 | 55,662 | 60,680 | |
| 交易性金融负债 | 136 | 283 | 372 | 445 | 485 | |
| 应付账款 | 3,314 | 3,147 | 3,971 | 4,453 | 4,854 | |
| 银行贷款 | 14,186 | 18,987 | 22,334 | 25,048 | 27,306 | |
| 应付债券及应付票据 | 11,897 | 11,975 | 13,897 | 14,472 | 15,170 | |
| 其他金融负债 | 4,595 | 5,139 | 5,584 | 7,347 | 8,616 | |
| 应交税费 | 337 | 863 | 993 | 1,113 | 1,214 | |
| 递延税项负债 | 1,416 | 2,315 | 2,482 | 2,783 | 3,034 | |
| 股东权益合计 | 41,380 | 43,787 | 45,925 | 48,363 | 50,908 | |
| 股本及其他法定储备 | 9,618 | 9,618 | 9,618 | 9,618 | 9,618 | |
| 储备 | 30,241 | 31,973 | 34,011 | 36,327 | 38,744 | |
| 归母股东权益 | 39,859 | 41,591 | 43,629 | 45,945 | 48,362 | |
| 少数股东权益 | 1,522 | 2,196 | 2,296 | 2,418 | 2,545 | |
| 负债和股东权益 | 77,261 | 86,496 | 95,557 | 104,026 | 111,587 | |

| 利润表 | | 单位: 百万港元 | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 至 12 月 31 日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 营业收入 | 5,404 | 5,519 | 5,527 | 6,034 | 6,348 | |
| 客户合约收入 | 563 | 612 | 603 | 649 | 693 | |
| 投资收入 | 3,842 | 3,724 | 3,662 | 4,059 | 4,305 | |
| 其他来源收入 | 291 | 270 | 359 | 379 | 385 | |
| 资产减值损失 | -24 | -239 | -350 | -300 | -150 | |
| 其他经营费用 | -1,043 | -1,352 | -1,271 | -1,327 | -1,397 | |
| 经营盈利 | 3,630 | 3,016 | 3,003 | 3,460 | 3,836 | |
| 财务费用 | -947 | -1,165 | -1,105 | -1,207 | -1,270 | |
| 应占联营及合营公司损益 | 701 | 913 | 903 | 947 | 965 | |
| 除税前溢利 | 3,384 | 2,763 | 2,801 | 3,199 | 3,532 | |
| 所得税 | -380 | -551 | -448 | -512 | -565 | |
| 持续经营业务盈利 | 3,004 | 2,212 | 2,353 | 2,688 | 2,967 | |
| 待售业务之盈利 | 7 | - | - | - | - | |
| 本年盈利 | 3,011 | 2,212 | 2,353 | 2,688 | 2,967 | |
| 归属股东盈利 | 3,104 | 2,237 | 2,400 | 2,741 | 3,026 | |
| 非控股权益 | -93 | -25 | -47 | -54 | -59 | |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | -24.0% | 2.1% | 0.2% | 9.2% | 5.2% |
| 归母净利润增长 | -25.2% | -27.9% | 7.3% | 14.2% | 10.4% |
| 获利能力 | | | | | |
| 净利率 | 67% | 55% | 54% | 57% | 60% |
| ROA | 4.13% | 2.73% | 2.64% | 2.75% | 2.81% |
| ROE | 7.71% | 5.49% | 5.63% | 6.12% | 6.42% |
| 资产与杠杆 | | | | | |
| 总资产 YoY | 6.0% | 12.0% | 10.5% | 8.9% | 7.3% |
| 杠杆 (A/E) | 186.7% | 197.5% | 208.1% | 215.1% | 219.2% |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.84 | 1.33 | 1.42 | 1.63 | 1.80 |
| 每股净资产 | 23.66 | 24.68 | 25.89 | 27.27 | 28.70 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 6.10 | 6.80 | 8.06 | 7.06 | 6.39 |
| P/B | 0.65 | 0.52 | 0.44 | 0.42 | 0.40 |

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼 | 香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。