

投资评级 优于大市 维持

结算项目影响 1H 净利润，资管业务稳步前进

股票数据

08月30日收盘价(元)	4.03
52周股价波动(元)	3.80-10.40
总股本/流通A股(百万股)	1500/1500
总市值/流通市值(百万元)	6044/6044

相关研究

《净利润实现高增长，基金业务有序推进》
2019.04.23

《18H1 业绩稳步增长，在管基金规模提升》
2018.08.23

《净利润同增 103%，轻资产转型有序推进》
2017.08.22

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-15.5	-17.2	-20.4
相对涨幅 (%)	-13.7	-16.6	-24.7

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- **受结算项目毛利率较低影响，净利润出现下滑。**2019年上半年，公司实现营业收入 23.27 亿元，较上年同期增长 4.70%；实现归属母公司净利润为 2.36 亿元，较上年同期下降 26.10%；实现稀释后每股收益 0.16 元，较上年同期下降 42.86%。报告期内，公司三项费用占营业收入比为 20.77%，较上年同期上升 9.85 个百分点。
- **资产规模稳健增长，负债率有所上升。**截至报告期末，公司总资产规模 236.81 亿元，较上年同期增长 16.77%；净资产规模 85.46 亿元，较上年同期增长 15.13%。报告期，公司的毛利率为 35.47%，较上年同期下降 16.21 个百分点，主要因为本期房地产业务结构的动迁配套房项目毛利率较低；净利率为 9.33%，较上年同期下降 11.48 个百分点。截至报告期末，公司资产负债率为 63.91%，较上年同期上升 0.51 个百分点；净负债率为 45.95%，较上年同期上升 24.21 个百分点。
- **持续提升不动产资管能力，100 亿类 REITs 产品落地。**报告期内，光大安石平台新增投资项目 9 个，新增管理规模人民币 70.08 亿元；退出投资项目 4 个，减少管理规模人民币 71.79 亿元。截至报告期末，光大安石平台在管项目 42 个，在管规模人民币 469.39 亿元。资产证券化方面，光大安石商业系列储架 100 亿元类 REITs “光证资管-光控安石商业地产第 1 期静安大融城资产支持专项计划”于 2019 年 5 月成功设立（发行总规模为 43 亿元），充分体现出资本市场对光大安石的认可。
- **地产开发业务稳健推进，1H 资金回笼显著增长。**上半年，公司实现合同销售面积 7.76 万平方米，合同金额 26.89 亿元，资金回笼 22.95 亿元，同比增长 59.71%。
- **投资建议：维持“优于大市”评级。**我们预计公司 2019-2020 年总营业收入分别为 50.92 亿元、65.01 亿元，归母净利润分别为 10.60 亿元、12.43 亿元，对应 EPS 在 0.71 元和 0.83 元。截至 2019 年 8 月 30 日，公司收盘于 4.03 元，对应 2019 和 2020 年 PE 在 5.70 倍和 4.86 倍，对应 PEG 在 0.30 倍。考虑到公司是 A 股稀缺地产基金概念股，给予公司 2019 年 9~11 倍 PE，6 个月合理价值区间在 6.36~7.78 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司面临地产开发业务结算不及预期、地产基金业务开展不达预期风险；行业受调控影响有下行风险。

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl15535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3083.31	4757.69	5091.88	6500.69	7421.23
(+/-)YoY(%)	30.45%	54.30%	7.02%	27.67%	14.16%
净利润(百万元)	545.36	881.46	1060.01	1242.98	1368.46
(+/-)YoY(%)	84.40%	61.63%	20.26%	17.26%	10.10%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.59	0.71	0.83	0.91
毛利率(%)	44.16%	56.97%	56.54%	55.30%	55.40%
净资产收益率(%)	10.03%	14.44%	15.38%	15.92%	15.53%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件:

公司公告 2019 年半年报情况。

点评:
受结算项目毛利率较低影响, 1H 净利润下滑

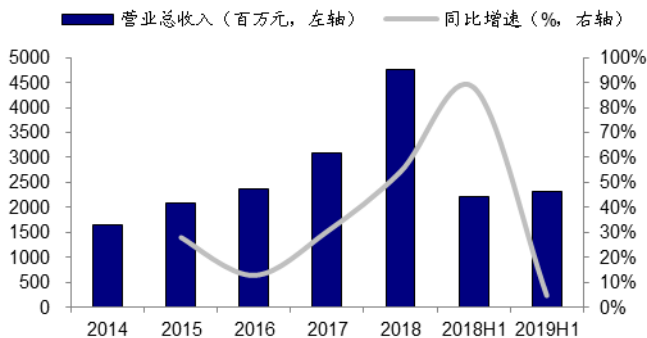
2019 年上半年, 公司实现营业总收入 23.27 亿元, 较上年同期增长 4.70%; 实现归属母公司净利润为 2.36 亿元, 较上年同期下降 26.10%; 实现稀释后每股收益 0.16 元, 较上年同期下降 42.86%。

报告期内, 公司三项费用占营业收入比为 20.77%, 较上年同期上升 9.85 个百分点。其中财务费用增加较多, 同比增长 283.31%, 主要系本期融资增加, 对应利息支出增加; 销售费用同比增长 23.93%, 主要系本期房地产开发业务销售渠道费增加; 管理费用同比增长 42.52%, 主要系管理费用人员支出增加所致。

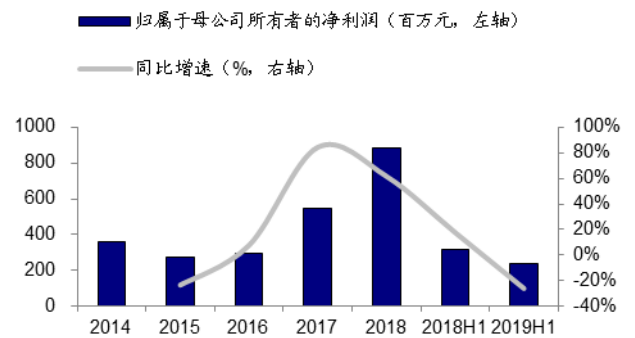
表 1 公司利润表情况

单位: 百万元	2019H1	2018H1	YOY%	海通分析
一、营业总收入	2327.00	2222.44	4.70%	
二、营业总成本	2100.63	1597.03	31.53%	
营业成本	1501.70	1073.91	39.83%	主要系本期房地产业务结转的动迁配套房项目毛利率较低
营业税金及附加	115.67	283.31	-59.17%	主要系本期房地产业务毛利率较低, 对应计提的土地增值税减少
销售费用	79.42	64.09	23.93%	主要系本期房地产开发业务销售渠道费增加
管理费用	166.24	116.65	42.52%	主要系管理费用人员支出增加
财务费用	237.64	62.00	283.31%	主要系本期融资增加, 对应利息支出增加
资产减值损失	0.00	-2.93	-100.07%	
投资净收益	105.28	38.95	170.31%	主要系公司不动产投资业务投资收益增加
三、营业利润	369.00	655.40	-43.70%	
加: 营业外收入	2.81	1.37	104.92%	
减: 营业外支出	1.52	0.31	386.03%	
四、利润总额	370.29	656.46	-43.59%	
减: 所得税	153.25	193.93	-20.98%	
五、净利润	217.04	462.52	-53.07%	
减: 少数股东损益	-18.69	143.53	-113.02%	
归属母公司净利润	235.73	318.99	-26.10%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.16	0.28	-42.86%	

资料来源: 公司 2018 年半年报、2019 年半年报, 海通证券研究所

图1 公司近年总营业收入


资料来源: 公司 2014-2018 年年报、2018 年半年报、2019 年半年报, 海通证券研究所

图2 公司近年归母净利润


资料来源: 公司 2014-2018 年年报、2018 年半年报、2019 年半年报, 海通证券研究所

资产规模稳健增长，负债率有所上升

截至报告期末，公司总资产规模 236.81 亿元，较上年同期增长 16.77%；净资产规模 85.46 亿元，较上年同期增长 15.13%。报告期，公司的毛利率为 35.47%，较上年同期下降 16.21 个百分点，主要因为本期房地产业务结转的动迁配套房项目毛利率较低；净利率为 9.33%，较上年同期下降 11.48 个百分点。

负债结构方面，截至报告期末，公司资产负债率为 63.91%，较上年同期上升 0.51 个百分点；净负债率为 45.95%，较上年同期上升 24.21 个百分点；货币资金为 42.10 亿元，同比上升 7.49%。

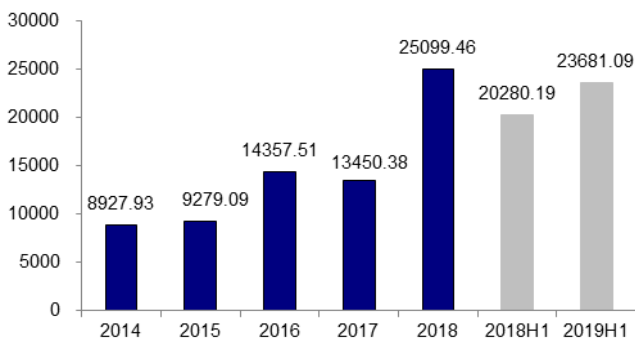
截至 2019 年 6 月 30 日，经营活动现金流净额为 -1.25 亿元，主要系本期房地产业务支付的土地出让金及税金所致。

表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2019H1	2018H1	Ppt	海通分析
毛利率	35.47%	51.68%	-16.21	
净利率	9.33%	20.81%	-11.48	
资产负债率	63.91%	63.40%	0.51	
净负债率	45.95%	21.74%	24.21	
三项费用占收入比	20.77%	10.92%	9.85	
ROE	3.78%	5.71%	-1.93	
(百万元)	2019H1	2018H1	YOY	海通分析
总资产	23681.09	20280.19	16.77%	
净资产	8545.62	7422.66	15.13%	
货币资金	4209.84	3916.57	7.49%	
预收账款	3832.69	3559.25	7.68%	
一年内到期的非流动负债	991.31	600.00	65.22%	
经营活动现金流净额	-125.22	1088.68		主要系本期房地产业务支付的土地出让金及税金所致

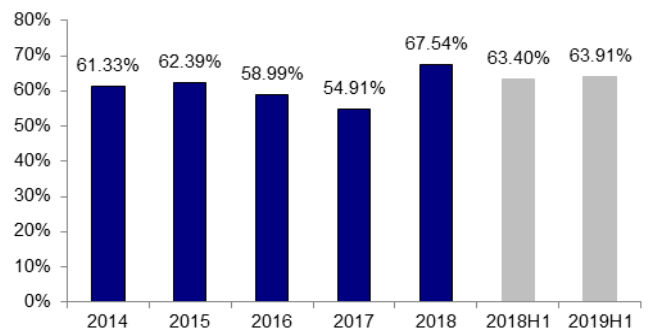
资料来源：公司 2018 年半年报、2019 年半年报，海通证券研究所

图3 公司近年总资产规模(百万元)



资料来源：wind，海通证券研究所

图4 公司近年资产负债率(%)

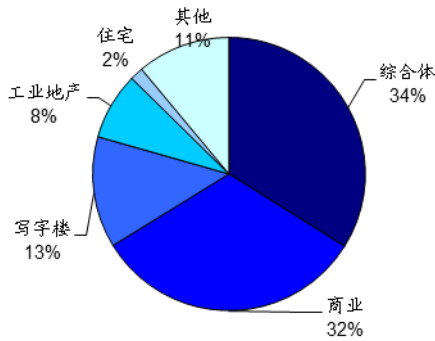


资料来源：wind，海通证券研究所

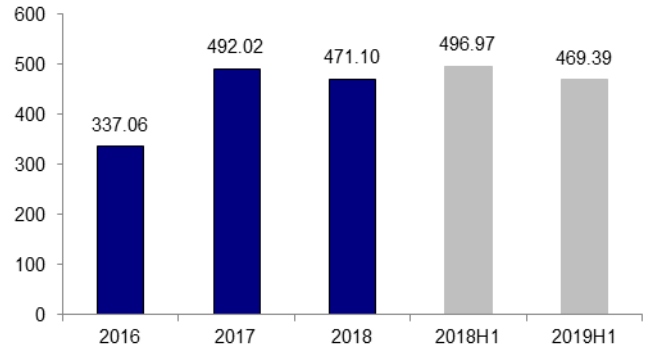
持续提升不动产资管能力，100 亿类 REITs 产品落地

报告期内，公司继续专注聚焦不动产资管业务，持续提升不动产资管能力，努力拓展不动产募资业务以及退出渠道，进一步夯实“募、投、管、退”的闭环优势。报告期内，光大安石平台新增投资项目 9 个，新增管理规模人民币 70.08 亿元；退出投资项目 4 个，减少管理规模人民币 71.79 亿元。截至报告期末，光大安石平台在管项目 42 个，在管规模人民币 469.39 亿元。

资产证券化方面，光大安石商业系列储架 100 亿元类 REITs “光证资管-光控安石商业地产第 1 期静安大融城资产支持专项计划”于 2019 年 5 月成功设立（发行总规模为 43 亿元），充分体现出资本市场对光大安石的认可。

图5 公司 2019 年上半年在管项目资产规模占比（按业态分）


资料来源：2019 年半年报，海通证券研究所

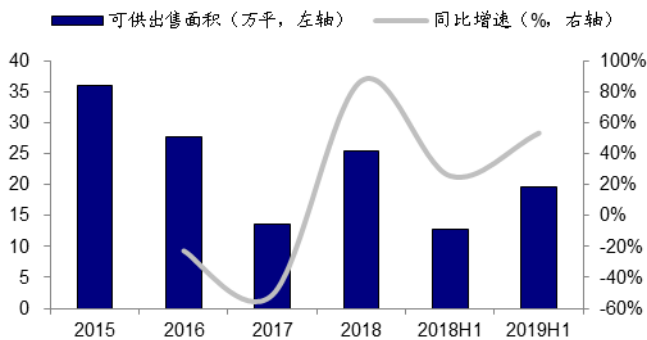
图6 公司近年在管项目资产规模（亿元）


资料来源：2016-2018 年年报，2018-2019 年半年报，海通证券研究所

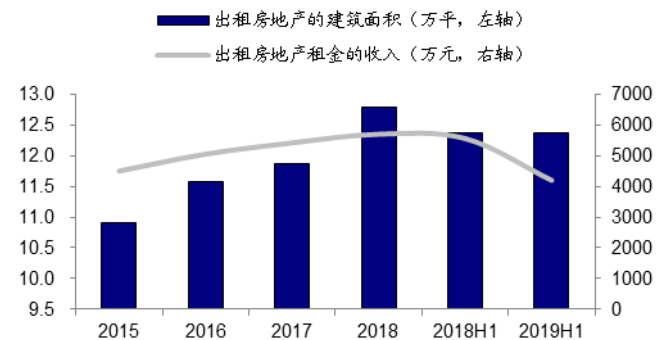
地产开发业务稳健推进，1H 资金回笼显著增长

地产开发业务方面，梦之月、梦之星项目正在进行后配套建设，梦之晴项目、盛创三期项目正在进行前期准备。上半年，公司加强市场研判，采取有效措施，加快资金回笼，实现合同销售面积 7.76 万平方米，合同金额 26.89 亿元，资金回笼 22.95 亿元，同比增长 59.71%。

报告期内，房地产可供出售面积为 19.55 万平方米，同比增长 53.47%；出租房地产的建筑面积为 12.36 万平方米，出租房地产的租金收入为 0.42 亿元。

图7 公司近年房地产可售情况


资料来源：2015-2018 年年报，2018-2019 年半年报，海通证券研究所

图8 公司近年房地产出租情况


资料来源：2015-2018 年年报，2018-2019 年半年报，海通证券研究所

投资建议：维持“优于大市”评级。公司地产开发业务稳步推进，不动产资管能力持续提升，进一步夯实“募、投、管、退”的闭环优势。考虑到国内地产 ABS 及类 REITs 市场快速发展，我们认为公司作为国内领先的不动产资管平台有望受益。

我们预计公司 2019-2020 年总营业收入分别为 50.92 亿元、65.01 亿元，归母净利润分别为 10.60 亿元、12.43 亿元，对应 EPS 在 0.71 元和 0.83 元。截至 2019 年 8 月 30 日，公司收盘于 4.03 元，对应 2019 和 2020 年 PE 在 5.70 倍和 4.86 倍，对应 PEG 在 0.30 倍。考虑到公司是 A 股稀缺地产基金概念股，给予公司 2019 年 9~11 倍 PE，6 个月合理价值区间在 6.36~7.78 元，维持“优于大市”评级。

表 3 A 股可比公司估值情况 (按 2019 年 08 月 30 日收盘价计算)

公司	股价 (人民币元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
万科 A	25.80	3.06	3.63	4.28	8.43	7.11	6.03	0.39
招商蛇口	19.75	1.93	2.42	2.92	10.23	8.16	6.76	0.35
浦东金桥	13.66	0.87	1.04	1.16	15.70	13.13	11.78	0.85
均值					11.46	9.47	8.19	0.53
光大嘉宝	4.03	0.59	0.71	0.83	6.86	5.70	4.86	0.30

资料来源：Wind 数据，光大嘉宝 EPS 为海通预测数据，其余 EPS 为 Wind 一致预测，海通证券研究所

风险提示：公司面临地产开发业务结算不及预期、地产基金业务开展不达预期风险；行业受调控影响有下行风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	4757.69	5091.88	6500.69	7421.23
每股收益	0.59	0.71	0.83	0.91	营业成本	2047.33	2213.04	2905.73	3310.19
每股净资产	5.29	4.60	5.20	5.88	毛利率%	56.97%	56.54%	55.30%	55.40%
每股经营现金流	1.54	1.70	0.76	1.45	营业税金及附加	618.43	585.57	719.36	855.87
每股股利	0.160	0.180	0.220	0.240	营业税金率%	13.00%	11.50%	11.07%	11.53%
价值评估 (倍)					营业费用	114.40	121.89	158.70	179.54
P/E	6.86	5.70	4.86	4.42	营业费用率%	2.40%	2.39%	2.44%	2.42%
P/B	0.76	0.88	0.77	0.69	管理费用	409.99	388.66	530.03	597.95
P/S	1.27	1.19	0.93	0.81	管理费用率%	8.62%	7.63%	8.15%	8.06%
EV/EBITDA	5.60	4.92	4.64	4.35	EBIT	1567.54	1782.73	2186.87	2477.68
股息率 (%)	3.97%	4.47%	5.46%	5.96%	财务费用	249.50	160.88	170.22	251.44
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	5.24%	3.16%	2.62%	3.39%
毛利率	56.97%	56.54%	55.30%	55.40%	资产减值损失	-4.29	0.00	0.00	0.00
净利润率	24.58%	27.02%	25.00%	24.05%	投资收益	307.62	250.00	204.00	215.00
净资产收益率	14.44%	15.38%	15.92%	15.53%	营业利润	1617.58	1871.85	2220.65	2441.24
资产回报率	3.51%	3.81%	4.03%	3.74%	营业外收支	0.88	6.70	4.89	4.83
投资回报率	17.39%	17.52%	15.46%	14.56%	利润总额	1618.47	1878.55	2225.53	2446.06
盈利增长 (%)					EBITDA	1618.14	1808.02	2255.74	2560.27
营业收入增长率	54.30%	7.02%	27.67%	14.16%	所得税	448.84	502.57	600.28	661.07
EBIT 增长率	89.59%	13.73%	22.67%	13.30%	有效所得税率%	27.73%	26.75%	26.97%	27.03%
净利润增长率	72.40%	17.64%	18.12%	9.83%	少数股东损益	288.17	315.97	382.28	416.53
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	881.46	1060.01	1242.98	1368.46
资产负债率	67.5%	66.7%	65.8%	67.3%					
流动比率	1.54	1.36	1.23	1.33	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.77	0.66	0.46	0.55	货币资金	6268.50	6435.49	4855.49	6845.90
现金比率	2.32	2.38	1.81	2.53	应收款项	108.63	113.93	145.39	166.00
经营效率指标					存货	7174.10	7482.87	9622.80	11037.74
应收帐款周转天数	8.16	8.17	8.16	8.16	其它流动资产	362.19	362.19	362.19	362.19
存货周转天数	1154.76	1222.96	1200.23	1207.80	流动资产合计	14656.60	15064.98	15786.26	19320.60
总资产周转率	0.25	0.19	0.22	0.22	长期股权投资	3779.48	3779.48	3779.48	3779.48
固定资产周转率	22.74	22.68	27.58	31.07	固定资产	214.88	259.41	292.89	330.05
					在建工程	3127.67	5127.67	7127.67	9127.67
					无形资产	421.76	700.97	987.84	1249.14
					非流动资产合计	10442.86	12736.34	15027.96	17291.96
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	25099.46	27801.33	30814.22	36612.55
净利润	881.46	1060.01	1242.98	1368.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	288.17	315.97	382.28	416.53	应付账款	773.12	749.60	1005.70	1137.53
非现金支出	46.31	25.29	68.87	82.59	预收账款	2860.08	4244.65	4915.32	5803.05
非经营收益	-50.16	46.47	94.28	155.80	其它流动负债	117.08	117.08	117.08	117.08
营运资金变动	609.93	1094.55	-643.70	148.35	流动负债合计	9491.12	11086.95	12804.51	14526.78
经营活动现金流	1775.71	2542.29	1144.71	2171.73	长期借款	3874.56	3874.56	3874.56	3874.56
资产	-39.14	-2312.08	-2355.60	-2341.76	其它长期负债	3586.39	3586.39	3586.39	6237.39
投资	-3163.30	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	7460.96	7460.96	7460.96	10111.96
其他	69.56	250.00	-204.00	-215.00	负债总计	16952.07	18547.91	20265.47	24638.74
投资活动现金流	-3132.87	-2062.08	-2151.60	-2126.76	实收资本	1153.60	1499.69	1499.69	1499.69
债权募资	5112.63	0.00	0.00	2651.00	普通股股东权益	6102.67	6892.73	7805.78	8814.32
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	2044.72	2360.69	2742.97	3159.50
其他	-691.46	-313.22	-573.12	-705.55	负债和所有者权益合计	25099.46	27801.33	30814.22	36612.55
融资活动现金流	4421.17	6435.49	4855.49	6845.90					
现金净流量	3064.01	167.00	-1580.01	1990.41					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 30 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
金晶 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：我爱我家,浦东金桥,光大嘉宝,中国恒大,华侨城 A,中国国贸,新潮中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,中国海外发展,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,龙湖集团,蓝光发展,电子城,融信中国,外高桥,北辰实业,天保基建,中南建设

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司经营范围包括证券投资咨询业务。