

光大嘉宝 (600622)

业务转型阵痛期、资管业务积极推进

事件: 公司发布 2019 年年报, 2019 年公司实现营收 48.21 亿元、归母净利润 4.51 亿元, 分别同比 +1.32%、-48.81%; 基本每股收益为 0.3 元, 同比-49.15%; 公司拟每 10 股派发现金红利 0.6 元 (含税), 派息比率约为 20%。

公司营收小幅提升, 地产业务持续退出导致营收持平、盈利能力下行, 但资管业务积极推进。 2019 年公司营收规模较上年实现小幅增长, 实现营收 48.2 亿元 (yoy+1.32%), 盈利下滑明显, 毛利润、净利润、归母净利润依次为 21.2、4.4、4.5 亿元, 同比-22.8%、-62.5%、-48.8%, 对应毛利率、净利率、归母净利率依次同比下降-13.0、-15.5、-9.16 个 PCT 至 43.96%、9.10%、9.35%。公司利润规模与盈利能力双双下滑主要系报告期内 1) 公司结转成本较上年增加 32%; 2) 公司利息支出增加及上年度部分符合利息资本化的对外融资本期利息支出计入财务费用, 导致财务费用同比增长 81%达 4.5 亿; 3) 公司不动产投资业务投资收益较上年减少 83%至 0.54 亿。

地产开发业务利润贡献占比收缩, 地产业务逐步退出。 2019 年公司房地产开发业务营收较上年分别下降 4.42%, 为 38.2 亿元, 仍为公司主要营收来源, 占总营收的 79%, 同比-3.55%, 本期房地产业务结转的项目主要是嘉宝名邸项目和梦之悦项目; 毛利润受结转成本增加所致同比下降 37.6%至 12.6 亿元, 占公司总体毛利润的 59%, 同比-15.1%, 对应毛利率 33%, 同比-18.5%。2019 年公司实现销售金额 36 亿元, 销售面积 11.2 万方, 分别较上年提升 48.4%、96.5%, 但销售均价同比下降-24.5%至 32406 元/方。2019 年公司新增“新成路住宅项目”、“云翔二期动迁配套房项目”, 总体来看, 目前公司土地储备约 32.1 万方, 其中待开发面积约 14.8 万方, 在建面积约 10.9 万方, 竣工未售面积约 6.5 万方, 在手土储货值预计超百亿元, 预计足够公司未来 3 年左右销售。但随着公司对“不动产资产管理”核心主业的进一步聚焦, 预计公司拿地力度将逐步放缓, 中长期来看公司房地产开发业务规模在未来可能持续下滑。

公司不动产资管业务积极推进, 贡献毛利近四成。 公司不动产资管业务实现营收约 9 亿元, 较上年大幅增长 37%, 占总营收的 18.7%, 同比+4.86%, 其中管理及咨询服务费收入 5 亿元 (前五大长期在管基金贡献营收占比约 48.6%), 超额管理费收入 3.4 亿元, 其他收入人民币 0.9 亿元 (主要为项目物业管理费)。报告期内, 公司不动产业务利润规模大幅提升, 实现毛利润约 8 亿元, 同比+32.2%, 毛利占比 39%; 对应毛利率 91.3%, 同比+0.2%, 拉高了公司整体毛利率水平。

公司在管基金规模基本稳定, 随公司募资、管理能力提升, 在谈项目积极推进, 有望继续扩大管理规模。 截至 2019 年底, 光大安石平台在管项目 45 个, 大融城品牌项目 18 个, 总建筑面积近 200 万方, 报告期末公司基金管理规模 468.3 亿元 (2018 年末为 471.1 亿元), 2019 年投资项目 13 个, 对应管理规模 133.43 亿元; 退出投资项目 5 个, 对应管理规模 136.23 亿元。报告期内, 公司发行两期“大融城资产支持专项计划”合计 72 亿元。随公司募资、管理能力提升, 随与华住集团、上海电力等企业的合作项目等的落地, 管理规模有望进一步扩大。

投资建议: 公司作为国内领先的具有主动管理能力的不动产资产管理平台, 聚焦“不动产资产管理”核心主业, 不断提升“募、投、管、退”各业务的运营能力和管理水平, 夯实资产管理的闭环优势。公司在谈项目进展积极, 资管规模有望继续扩大。但考虑到公司拿地力度逐步放缓, 中长期来看公司房地产开发业务规模持续收缩, 因此我们将公司 2020、2021 年净利润分别由 11.52、12.29 亿元下调为 5.0、6.5 亿元, 对应 EPS 分别由 0.77、0.82 元下调为 0.33、0.43 元, 对应 PE 为 12.32X、9.47X, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司销售额不达预期, 市场调控超预期

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,499.69
流通 A 股股本(百万股)	1,499.69
A 股总市值(百万元)	5,713.80
流通 A 股市值(百万元)	5,713.80
每股净资产(元)	4.31
资产负债率(%)	65.97
一年内最高/最低(元)	8.50/3.11

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《光大嘉宝-年报点评报告:业绩略超预期, 聚焦地产资管核心主业, 公募 REITs 有望受益》2019-04-12
- 《光大嘉宝-首次覆盖报告:房地产资管领军企业、利率下行 AUM 成长或超预期》2019-03-14
- 《光大嘉宝-首次覆盖报告:基金规模大增, Reits 推出将受益》2017-11-02

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,757.69	4,820.59	4,507.25	4,399.08	4,020.75
增长率(%)	54.30	1.32	(6.50)	(2.40)	(8.60)
EBITDA(百万元)	1,906.11	1,152.54	1,254.29	1,493.97	1,783.04
净利润(百万元)	881.46	451.29	500.28	650.64	844.76
增长率(%)	61.63	(48.80)	10.85	30.06	29.84
EPS(元/股)	0.59	0.30	0.33	0.43	0.56
市盈率(P/E)	6.99	13.66	12.32	9.47	7.30
市净率(P/B)	1.01	0.97	0.91	0.84	0.76
市销率(P/S)	1.30	1.28	1.37	1.40	1.53
EV/EBITDA	5.15	9.72	8.61	7.09	3.56

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,268.50	3,443.74	2,374.70	2,753.89	7,330.46
应收票据及应收账款	108.63	226.82	12.29	0.48	0.40
预付账款	175.70	13.84	382.27	174.78	33.78
存货	7,174.10	8,130.44	7,350.40	6,275.16	3,914.62
其他	929.67	1,224.91	799.49	897.17	831.72
流动资产合计	14,656.60	13,039.75	10,919.15	10,101.48	12,110.98
长期股权投资	3,779.48	4,777.97	4,777.97	4,777.97	4,777.97
固定资产	214.88	130.33	2,164.95	3,304.18	3,893.17
在建工程	3,127.67	5,322.56	3,229.54	1,985.72	1,221.43
无形资产	421.76	10.09	10.03	9.97	9.92
其他	2,899.07	5,136.08	4,981.35	4,929.76	4,987.58
非流动资产合计	10,442.86	15,377.02	15,163.84	15,007.60	14,890.07
资产总计	25,099.46	28,416.78	26,083.00	25,109.08	27,001.04
短期借款	0.00	350.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	773.12	761.53	734.39	678.87	291.52
其他	8,718.00	7,640.94	8,039.52	6,530.59	7,211.48
流动负债合计	9,491.12	8,752.47	8,773.91	7,209.46	7,503.00
长期借款	3,874.56	3,914.79	3,750.00	2,800.00	3,275.00
应付债券	2,651.00	4,640.95	2,727.01	3,339.65	3,569.20
其他	935.39	1,630.96	868.49	1,144.95	1,214.80
非流动负债合计	7,460.96	10,186.70	7,345.50	7,284.60	8,059.01
负债合计	16,952.07	18,939.17	16,119.41	14,494.07	15,562.01
少数股东权益	2,044.72	3,099.30	3,175.36	3,261.40	3,329.29
股本	1,153.60	1,499.69	1,499.69	1,499.69	1,499.69
资本公积	1,768.44	1,422.36	1,422.36	1,422.36	1,422.36
留存收益	4,904.67	4,880.17	5,288.55	5,853.93	6,610.06
其他	(1,724.05)	(1,423.91)	(1,422.36)	(1,422.36)	(1,422.36)
股东权益合计	8,147.39	9,477.60	9,963.59	10,615.02	11,439.04
负债和股东权益总	25,099.46	28,416.78	26,083.00	25,109.08	27,001.04

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,169.63	438.72	500.28	650.64	844.76
折旧摊销	50.60	33.84	118.45	184.64	225.36
财务费用	333.68	630.74	245.00	255.00	251.62
投资损失	(321.90)	(55.17)	(35.00)	(35.00)	(50.00)
营运资金变动	1,835.15	(908.36)	409.13	(417.95)	3,260.29
其它	(1,291.45)	(253.10)	71.43	96.14	66.54
经营活动现金流	1,775.71	(113.32)	1,309.30	733.48	4,598.57
资本支出	6,013.72	2,018.93	822.47	(196.46)	(19.85)
长期投资	3,313.04	998.48	0.00	0.00	0.00
其他	(12,459.64)	(4,049.96)	(830.22)	134.18	25.62
投资活动现金流	(3,132.87)	(1,032.55)	(7.75)	(62.27)	5.77
债权融资	9,285.36	9,709.39	7,678.16	7,727.85	8,041.87
股权融资	(274.06)	(492.22)	(236.33)	(247.88)	(244.50)
其他	(4,590.13)	(10,178.51)	(9,812.41)	(7,771.99)	(7,825.14)
筹资活动现金流	4,421.17	(961.34)	(2,370.58)	(292.02)	(27.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,064.01	(2,107.21)	(1,069.03)	379.19	4,576.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,757.69	4,820.59	4,507.25	4,399.08	4,020.75
营业成本	2,047.33	2,701.39	2,388.84	2,212.73	1,588.20
营业税金及附加	618.43	451.98	405.65	373.92	381.97
营业费用	114.40	95.28	135.22	109.98	120.62
管理费用	409.99	447.90	428.19	395.92	381.97
研发费用	0.00	0.00	45.07	43.99	40.21
财务费用	249.50	453.39	245.00	255.00	251.62
资产减值损失	(4.29)	(0.00)	(5.18)	(3.16)	(2.78)
公允价值变动收益	(13.58)	(42.73)	(8.62)	8.64	(2.88)
投资净收益	307.62	53.88	35.00	35.00	50.00
其他	(589.30)	(25.56)	(52.75)	(87.27)	(94.23)
营业利润	1,617.58	685.05	890.83	1,054.33	1,306.06
营业外收入	1.76	3.30	4.23	3.10	3.54
营业外支出	0.88	5.68	2.24	2.93	3.62
利润总额	1,618.47	682.67	892.82	1,054.49	1,305.99
所得税	448.84	243.95	312.49	316.35	391.80
净利润	1,169.63	438.72	580.33	738.14	914.19
少数股东损益	288.17	(12.58)	80.06	87.51	69.43
归属于母公司净利润	881.46	451.29	500.28	650.64	844.76
每股收益(元)	0.59	0.30	0.33	0.43	0.56

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	54.30%	1.32%	-6.50%	-2.40%	-8.60%
营业利润	77.62%	-57.65%	30.04%	18.35%	23.88%
归属于母公司净利润	61.63%	-48.80%	10.85%	30.06%	29.84%
获利能力					
毛利率	56.97%	43.96%	47.00%	49.70%	60.50%
净利率	18.53%	9.36%	11.10%	14.79%	21.01%
ROE	14.44%	7.08%	7.37%	8.85%	10.42%
ROIC	52.27%	7.79%	6.29%	8.02%	9.25%
偿债能力					
资产负债率	67.54%	66.65%	61.80%	57.72%	57.63%
净负债率	37.03%	66.11%	53.23%	46.86%	6.22%
流动比率	1.54	1.49	1.24	1.40	1.61
速动比率	0.79	0.56	0.41	0.53	1.09
营运能力					
应收账款周转率	44.76	28.74	37.70	688.52	9,073.73
存货周转率	0.73	0.63	0.58	0.65	0.79
总资产周转率	0.25	0.18	0.17	0.17	0.15
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.30	0.33	0.43	0.56
每股经营现金流	1.18	-0.08	0.87	0.49	3.07
每股净资产	4.07	4.25	4.53	4.90	5.41
估值比率					
市盈率	6.99	13.66	12.32	9.47	7.30
市净率	1.01	0.97	0.91	0.84	0.76
EV/EBITDA	5.15	9.72	8.61	7.09	3.56
EV/EBIT	5.27	9.87	9.51	8.10	4.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com