

存量盘活佳 资管转型稳

公司发布 2019 年三季报，期内公司实现营业收入 33.65 亿，同比增长 11.56%，实现归属于上市公司股东净利润 3.03 亿，同比降低 30.22%，eps 0.20 元。

业绩受费用影响拖累，不动产资管业务转型稳步推进。公司业绩增速滑落，与规模增速出现背离的主要原因在于：1、房地产业务结转质量的滑落；2、公司强化了存量资源的去化，房地产开发业务的销售渠道费用和管理费用支出有所提升；3、当期公司开展了多渠道的融资，对应利息支出有所增加。当期公司不动产资产管理业务稳步推进中。展望全年，公司计划实现营业收入约 47 亿，考虑到公司近年来皆超额完成预算目标，我们认为公司今年将大概率兑现目标，全年业绩回正压力不大。

存量盘活良好，地产基金“募投管退”全方位优势持续。目前公司持有待开发储备量超 15 万平，总货值接近 90 亿，保证未来业绩持续释放无虞。地产基金板块方面，公司以提升募资能力，拓宽募资渠道为目标，强化了与相关银行、信托、保险等机构的战略合作力度，加强与境内外大型机构投资人的沟通与合作。截止三季度末，公司在管项目规模达到 44 个，在管基金规模达到 467.77 亿，我们预计公司今年基金规模有望进一步增长，为公司带来稳定的管理费和业绩提成。

受益于 REITs 试点的突破，成功设立资产支持专项计划。作为国内最大的房地产私募基金之一的光大安石，将充分受益于行业证券化水平的提升和 REITs 试点的突破，突破公司管理规模的瓶颈和资产端的限制，加速公司基金产品投融管退的运作效率，充分分享资产证券化带来的红利。

盈利预测与投资评级：我们看好光大安石未来发展尤其是在中国 REITs 快速发展之后的机遇。我们预计 19-20 年 EPS 分别为 0.96、1.22 元，维持“买入”评级。

风险提示：规模扩张不达预期。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4,758	5,287	5,945	6,884
净利润(百万)	881.5	1,106.0	1,410.7	1,834.3
净利润增长率	61.6%	25.5%	27.5%	30.0%
EPS(元)	0.76	0.96	1.22	1.59
P/E	12.9	10.2	8.0	6.2

请参阅最后一页的重要声明

光大嘉宝(600622)

维持

买入

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

研究助理：黄啸天
huangxiaotian@csc.com.cn

发布日期：2019 年 11 月 4 日

当前股价：4.06 元

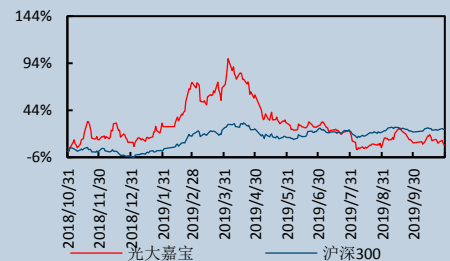
目标价格 6 个月：7 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-7.31/-8.31	-14.88/-15.42	5.73/-19.38
12 月最高/最低价(元)			10.4/3.8
总股本(万股)			149,968.54
流通 A 股(万股)			149,968.54
总市值(亿元)			60.89
流通市值(亿元)			60.89
近 3 月日均成交量(万)			1,561.48
主要股东			
北京光控安宇投资中心(有限合伙)			14.1%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.28 【中信建投房地产开发 II】光大嘉宝(600622):销售提速增厚结转资源, reits 推进持续受益
- 19.04.10 【中信建投房地产开发 II】光大嘉宝(600622):业绩超预期, REITs 待突破
- 【中信建投房地产】光大嘉宝

第一，业绩受费用影响拖累，不动产资管业务转型稳步推进

公司发布 2019 年三季报，期内公司实现营业收入 33.65 亿，同比增长 11.56%，实现归属于上市公司股东净利润 3.03 亿，同比降低 30.22%，eps 0.20 元。

公司业绩增速滑落，与规模增速出现背离的主要原因在于：

1、房地产业务结转质量的滑落，当期结转的房地产业务主要为毛利水平相对较低的动迁配套房项目，而公司早期获取的高毛利项目的占比有所滑落，带动综合毛利率由前期的 54.2% 滑落至当期的 37.4%；

2、销售管理费用由去年同期的 2.61 亿提升至当期的 3.44 亿，增幅达到 31.8%，主要原因为公司强化了存量资源去化，房地产开发业务的销售渠道费用和管理人员费用支出有所提升；

3、期内财务费用提升 229.1% 至 3.39 亿元，主要原因为当期公司开展了多渠道的融资，对应利息支出有所增加。

当期公司不动产资产管理业务稳步推进中，期内实现营收 4.45 亿元，较去年同期下降 3.47%，其中管理及咨询服务费收入 3.9 亿元，同比降低 5.77%。期内不动产收入占比达到 13.22%，较年初的 13.79% 滑落 0.57%。

展望全年，公司计划实现营业收入约 47 亿，我们认为随着四季度为地产业务进入集中结转期，叠加公司近年来皆超额完成预算目标，我们认为公司今年将大概率兑现目标。具体来看，假设全年的房地产销售和不动产资管业务都维持第三季度的 120% 和 -3.47% 增速，同时由于公司的房地产项目主要为现房销售项目，在年内实现结转的可能性较高（近三年的销售总额约为 84 亿，结转总量约为 86.7 亿，量级基本相当），则全年营收为 59 亿左右（地产业务约 54 亿，不动产资管业务约 5 亿）。

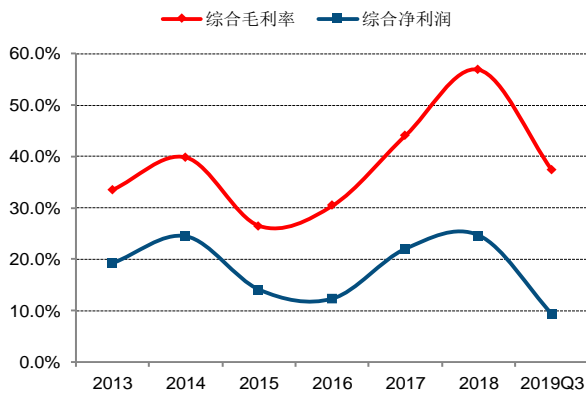
同时考虑到前三季度房地产结转的项目主要为毛利水平相对较低的动迁配套房项目，四季度随着结转质量的提升，我们认为综合毛利率和净利率都将有所提升。假设今年全年的销售净利率回归到去年全年 28.25% 和今年三季度 10% 的中位区间，在 19% 左右，则全年净利润为 11.21 亿，归母净利在 11 亿左右。因此我们认为公司全年业绩回正的概率较大。

图：截止 19 年 H 销售情况

序号	地区	项目	经营业态	本期可供出售面积	本期销售面积（平方米）
				（平方米）	
1	上海嘉定	梦之月	住宅	18,562	15,149
2	上海嘉定	梦之缘	商住办	18,848	-
3	上海浦东	前滩后院	住宅	6,075	3,202
4	上海嘉定	梦之星	住宅	36,730	33,934
5	昆山花桥	梦之悦	住宅	115,241	25,326

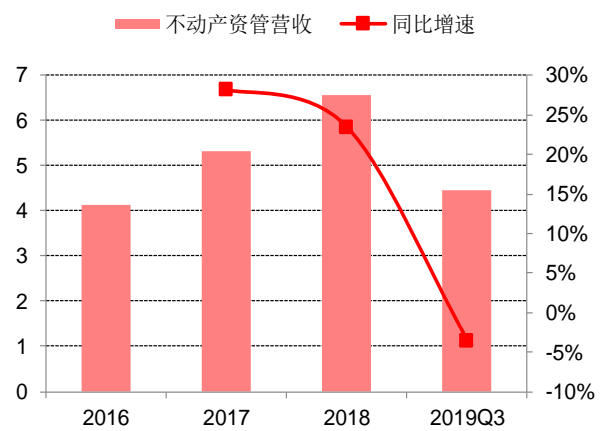
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：综合毛利率及净利



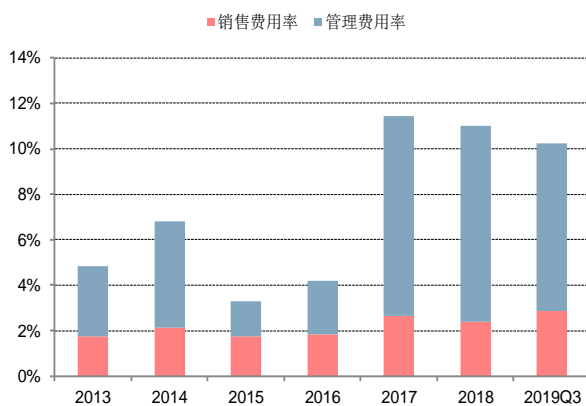
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：不动产资管营业收入



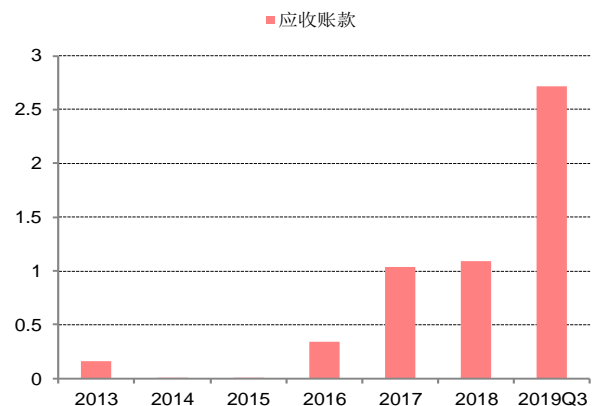
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：销售及管理费用率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司应收款规模



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

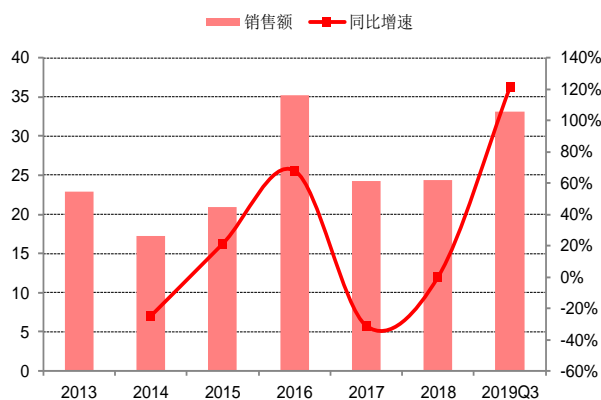
第二，存量盘活良好，地产基金“募投管退”全方位优势持续

房地产开发板块方面，公司当前土地资源主要集中在上海嘉定及昆山区域，2019年前三季度公司实现合同销售面积 10.18 万平方米，同比增加 277.31%，实现合同销售收入 33.10 亿元，同比增加 121.72%，其中梦之晴项目、盛创三期等项目也在三季度逐步推进。存量的盘活奠定了公司业绩的良好基础，目前公司持有待开发储备量超 15 万平，总货值接近 90 亿，保证未来业绩持续释放无虞。

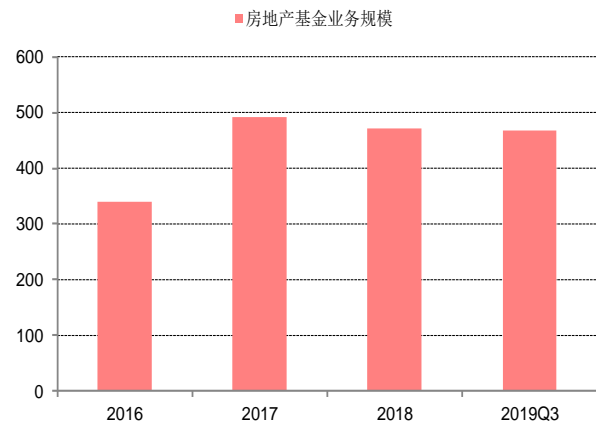
地产基金板块方面，公司以提升募资能力，拓宽募资渠道为目标，强化了与相关银行、信托、保险等机构的战略合作力度，加强与境内外大型机构投资人的沟通与合作。报告期内，北京新光大中心、上海光大安石中心等项目引入 Art park、社群、wellbeing 等服务，致力于形成自己的品牌溢价和竞争力，上东公园里项目经改造后正式对外开业。

截止三季度末，公司在管项目规模达到 44 个，在管基金规模达到 467.77 亿，我们预计公司今年基金规模有望进一步增长，为公司带来稳定的管理费和业绩提成。

同时公司继续拓展“大融城”商业产品线及市场布局，加快轻资产管理的输出。公司继续加强与华住酒店管理集团、上海建工集团的合作，分别拓展国内酒店及公寓等居住类不动产业务、上海区域的城市更新投资领域，三季度首个合作项目落地开展情况较好。

图：公司销售金额及增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司房地产基金规模


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

报告期内，公司整体融资情况较为通畅，货币资金同比增加 18.7%至 57.63 亿元，今年 4 月，证监会核准公司发行面值总额不超过 8.8 亿元的公司债；8 月，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册和发行总额不超过人民币 32 亿元的中期票据。10 月 30 日，公司拟申请发行规模不超过 10 亿元人民币（含 10 亿元），期限不超过 2 年（含 2 年）的债权融资计划。融资渠道多样，债务结构合理，驱动公司在负债端财务指标的持续优化，期内短债压力和净负债率较前期分别降低 30.35%和 5.14%至 49.12%和 36.04%。预计公司下半年可获得充裕流动资金，助力在资产端的持续扩张。

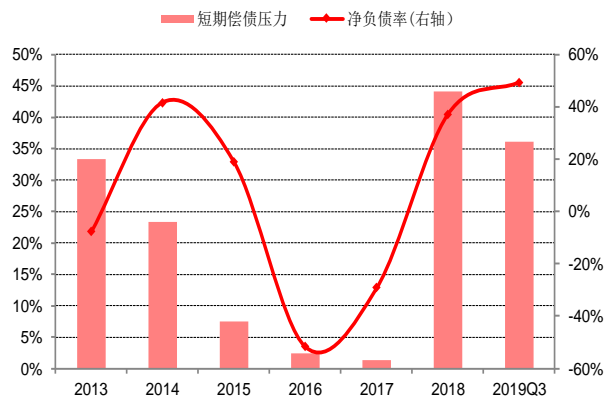
作为国内最大的房地产私募基金之一的光大安石，将充分受益于行业证券化水平的提升和 REITs 试点的突破，突破公司管理规模的瓶颈和资产端的限制，加速公司基金产品投融管退的运作效率，充分分享资产证券化带来的红利。2019 年 5 月，光大安石“光证资管-光控安石商业地产第 1 期静安大融城资产支持专项计划”成功设立，产品发行规模 43 亿元。该产品的成功发行，体现了资本市场对光大安石投资及资产管理能力的认可。

表：报告期内新增融资情况

债券简称	债券类型	起息日	发行规模 (亿元)	发行利率	期限 (年)
19 嘉宝 01	一般公司债	2019-09-24	8.8	4.46%	3+2
/	债权融资计划	/	不超过 10 亿 (含 10 亿)	/	不超过 2 年 (含 2 年)
/	中期票据	/	不超过 32 亿元 (含 32 亿元)	/	/

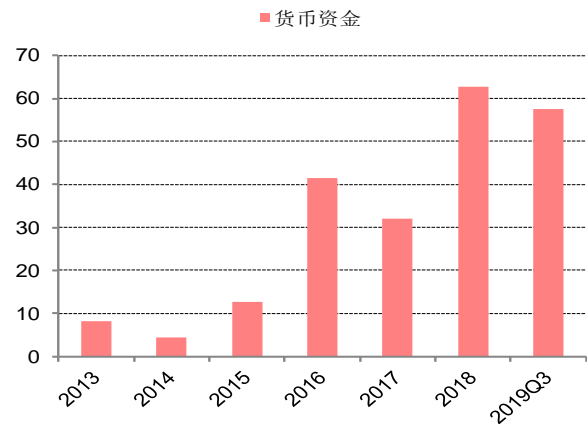
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图：负债情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：货币资金



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，盈利预测与投资评级

公司深耕上海多年，土储绝大部分位于一线城市及周边，为近年业绩提供支撑；转型预期明确，正加速往房地产资管平台发展；光大安石是国内房地产私募基金龙头，拥有光大集团的资源扶持，自身具备成熟且闭环的募资、投资、管理、退出能力，我们看好光大安石未来发展尤其是在中国 REITs 快速发展之后的机遇。我们预计 19-20 年 EPS 分别为 0.96、1.22 元，维持“买入”评级。

风险提示：规模扩张不达预期。

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,758	5,287	5,945	6,884	货币资金	6,268	4,595	3,933	5,005
减:					预付账款	176	756	456	756
营业成本	2,047	2,288	2,554	2,941	存货	7,174	6,177	6,616	6,120
毛利率	57.0%	56.7%	57.0%	57.3%	其他流动资产	930	793	793	793
营业税金及附加	618	652	743	857	流动资产	14,657	12,427	11,912	12,798
营业费用	114	130	106	119	投资性房地产	1,130	1,168	1,211	1,260
营业费用率	2.4%	2.5%	1.8%	1.7%	递延所得税资产	144	140	128	109
管理费用	410	367	425	475	非流动资产	10,443	10,881	11,466	12,211
管理费用率	8.6%	6.9%	7.2%	6.9%	资产总计	25,099	23,308	23,378	25,009
财务费用	250	375	212	144	短期借款	0	0	229	0
财务费用率	5.2%	7.1%	3.6%	2.1%	应付账款	773	801	839	881
资产减值损失	-4	11	0	0	预收款项	2,860	2,160	1,530	587
营业利润	1,630	1,842	2,348	2,870	应交税费	186	564	1,029	1,611
营业利润率	34.0%	34.8%	39.5%	41.7%	其他流动负债	5,672	9,438	5,563	7,624
营业外收入	2	0	0	0	流动负债	9,491	12,963	9,190	10,703
营业外支出	1	0	0	0	长期负债	3,875	0	2,060	0
利润总额	1,618	1,842	2,348	2,870	递延所得税负债	721	737	755	776
所得税费用	449	460	584	712	非流动性负债	7,461	952	3,031	991
所得税率	27.7%	25.0%	24.9%	24.8%	负债合计	16,952	13,914	12,221	11,694
净利润	1,170	1,383	1,763	2,158	股本	1,154	1,154	1,154	1,154
少数股东损益	288	277	353	324	少数股东权益	2,045	2,321	2,674	2,998
母公司股东的净利润	881	1,106	1,411	1,834	股东权益合计	8,147	9,486	11,249	13,407
					负债及权益总计	25,099	23,400	23,470	25,101
					主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
现金流量表					增长率 (%)				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	营业收入	54.3%	11.1%	12.4%	15.8%
销售商品、提供劳务收入	4,270	4,580	5,306	5,931	营业利润	77.6%	13.9%	27.4%	22.2%
减: 购买商品、接受劳务支出	1,202	1,877	2,689	2,741	净利润	61.6%	25.5%	27.5%	30.0%
职工支出	262	114	131	144	利润率 (%)				
税费支出	732	1,002	1,122	1,266	毛利率	57.0%	56.7%	57.0%	57.3%
经营现金流	1,776	1,587	1,364	1,780	EBIT Margin	33.0%	34.9%	35.8%	36.3%
取得借款	4,081	0	2,289	0	EBITDA Margin	32.7%	34.8%	35.6%	36.2%
发行债券	2,651	0	0	0	回报率 (%)				
偿还债务	1,620	2,760	3,875	229	ROE	19.2%	19.3%	20.6%	20.7%
融资现金流	4,421	-3,134	-1,798	-373	ROA	4.7%	5.9%	7.5%	8.6%
现金及现金等价物净增加额	3,064	-1,673	-662	1,072					

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理

黄啸天 - huangxiaotian@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859