

投资评级 优于大市 首次覆盖

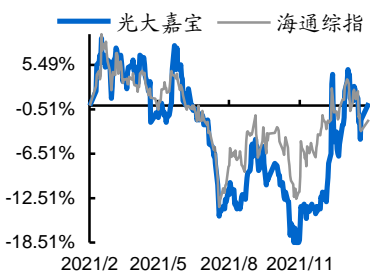
## 打造国内领先的不动产投资和资管平台

### 股票数据

02月08日收盘价(元)	3.18
52周股价波动(元)	2.49-3.49
总股本/流通A股(百万股)	1500/1500
总市值/流通市值(百万元)	4769/4769

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.3	18.2	26.7
相对涨幅(%)	5.7	26.0	31.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@htsec.com

证书:S0850511010019

### 投资要点:

● **公司努力打造国内领先的跨境不动产投资和资产管理平台公司。**公司主要从事不动产资产管理、不动产投资和房地产开发业务:(1)不动产资产管理业务:公司通过控股的光大安石平台作为私募基金管理平台,重点投资于持有型物业,并以管理人的身份或以品牌输出的形式,通过对相关物业进行开发改造、转型升级、运营管理而令其产生成熟、稳定现金流,为投资人创造回报。(2)不动产投资业务:通过投资不动产基金管理的份额,投资或持有高品质的地产资产,加强公司不动产投资和资管业务的协同效应,提升公司收益能力,增强资管业务竞争能力。(3)房地产开发业务:公司通过下属嘉宝神马平台开展房地产开发业务,业务模式以自主开发销售为主。

● **公司的核心竞争力分析:** 1、优秀的管理团队和人才队伍。2、完善的业务体系和风控体系。3、清晰的发展战略。4、良好的品牌形象。光大安石连续七年(2015-2021年)蝉联国务院发展研究中心企业研究所等单位联合颁布的“中国房地产基金综合能力TOP10”榜单第一名。公司拥有长期培育的自有商业品牌“大融城”,其品牌规模和行业影响力不断提升。截至2021年6月底,累计在管及在建商业项目21个,总建筑面积逾220万平方米。

● **受地产结转影响营收利润下滑,加大盘活资产力度。**2021年前三季度,公司实现营收23.94亿元,同比减少20.76%;实现归母净利润1.73亿元,同比减少41.99%。房地产业务方面,2021年上半年,公司共计实现销售金额19.74亿元,销售面积5.74万平。不动产资管业务方面,2021年上半年,光大安石平台无新增投资项目,新增管理规模人民币4.87亿元;退出投资项目4个,减少管理规模人民币13.50亿元。报告期末,光大安石平台在管项目37个,在管规模人民币460.25亿元。不动产投资业务方面,光大安石管理项目到期或部分退出向投资人分配收益的总金额为人民币6.07亿元。

● **根据结算进度(参见表2),我们预计公司2021-2022年结算收入分别为23.69亿元、28.43亿元。**同时我们预计租金收入、房地产基金收入、其他业务收入增速如表3所示,则我们预计公司2021-2022年将实现营业收入合计35.21亿元和40.04亿元。

● **投资建议:首次给予“优于大市”评级。**我们预计公司2021-2022年EPS在0.21元和0.23元。考虑到公司是A股稀缺地产基金概念股,房地产基金管理规模较大。我们给予光大嘉宝2021年15-18倍PE,合理价值区间在3.15-3.78元。首次给予“优于大市”评级。

● **风险提示:**公司面临地产开发业务、地产基金业务开展不达预期的风险。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4821	3937	3521	4004	4725
(+/-)YoY(%)	1.3%	-18.3%	-10.6%	13.7%	18.0%
净利润(百万元)	451	412	319	346	436
(+/-)YoY(%)	-48.8%	-8.6%	-22.7%	8.4%	26.2%
全面摊薄EPS(元)	0.30	0.28	0.21	0.23	0.29
毛利率(%)	44.0%	48.5%	49.8%	49.1%	48.4%
净资产收益率(%)	7.1%	6.2%	4.6%	4.7%	5.6%

资料来源:公司年报(2019-2020),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

**表 1 A 股可比公司估值情况 (按 2022 年 2 月 8 日收盘价计算)**

公司	EPS (元/股)			PE (倍)		
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
陆家嘴	0.99	1.07	1.15	11.11	10.28	9.57
中国国贸	0.82	1.00	1.11	17.55	14.39	12.96
浦东金桥	0.99	1.15	1.41	12.33	10.62	8.66
平均				13.66	11.76	10.40

资料来源: Wind 数据, 表中公司 EPS 为 Wind 一致预测, 海通证券研究所

**表 2 2021-2023 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表**

序号	项目	2021 年结转面积 (万平)	2022 年结转面积 (万平)	2023 年结转面积 (万平)	2021 年结转收入 (百万元)	2022 年结转收入 (百万元)	2023 年结转收入 (百万元)
1	梦之星	0.65	0.78	0.98	260.28	312.33	390.41
2	梦之月	0.58	0.70	0.87	214.55	257.46	321.83
3	梦之晴	1.82	2.18	2.72	726.14	871.37	1089.21
4	梦之春	0.84	1.01	1.26	336.35	403.62	504.53
5	云翔二期	0.90	1.08	1.35	287.05	344.46	430.58
6	梦之悦	2.48	2.97	3.72	545.09	654.10	817.63
合计		7.26	8.71	10.89	2369.45	2843.35	3554.18

资料来源: 公司 2020 年年报、海通证券研究所

**表 3 2021-2023 年公司营业收入情况预测 (百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
房地产开发结算收入	3879.80	3565.90	2870.55	2369.45	2843.35	3554.18
租金收入	57.07	67.60	74.36	81.79	89.97	98.97
租金收入增速		18.45%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
房地产开发及物业租赁分计	3936.87	3633.49	2944.91	2451.25	2933.32	3653.15
房地产基金收入	655.98	898.50	652.76	730.51	731.41	732.32
房地产基金收入增速	23.53%	36.97%	-27.35%	11.91%	0.12%	0.12%
其他业务	164.84	288.59	339.69	339.69	339.69	339.69
其他业务收入增速	76.32%	75.08%	17.71%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入合计	4757.69	4820.59	3937.36	3521.44	4004.42	4725.16

资料来源: 公司 2020 年年报、海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3937</b>	<b>3521</b>	<b>4004</b>	<b>4725</b>
每股收益	0.28	0.21	0.23	0.29	营业成本	2029	1769	2038	2439
每股净资产	4.46	4.67	4.90	5.19	毛利率%	48.5%	49.8%	49.1%	48.4%
每股经营现金流	0.92	2.44	1.06	1.30	营业税金及附加	352	317	360	425
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	142	141	160	189
P/E	11.24	14.53	13.41	10.62	营业费用率%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	0.69	0.66	0.63	0.60	管理费用	368	329	374	441
P/S	1.18	1.32	1.16	0.98	管理费用率%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%
EV/EBITDA	14.62	13.79	12.70	11.34	EBIT	1047	966	1072	1231
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	480	567	630	639
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	12.2%	16.1%	15.7%	13.5%
毛利率	48.5%	49.8%	49.1%	48.4%	资产减值损失	-5	4	0	0
净利润率	10.5%	9.1%	8.6%	9.2%	投资收益	128	141	160	189
净资产收益率	6.2%	4.6%	4.7%	5.6%	<b>营业利润</b>	<b>647</b>	<b>539</b>	<b>599</b>	<b>779</b>
资产回报率	1.2%	0.9%	0.9%	1.1%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	2.5%	2.4%	2.5%	2.8%	<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>540</b>	<b>600</b>	<b>780</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1074	1036	1174	1345
营业收入增长率	-18.3%	-10.6%	13.7%	18.0%	所得税	270	222	247	321
EBIT 增长率	-6.8%	-7.7%	11.0%	14.8%	有效所得税率%	41.6%	41.0%	41.2%	41.1%
净利润增长率	-8.6%	-22.7%	8.4%	26.2%	少数股东损益	-34	0	7	23
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>412</b>	<b>319</b>	<b>346</b>	<b>436</b>
资产负债率	70.6%	71.6%	71.2%	71.1%					
流动比率	1.54	1.32	1.23	1.13	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.59	0.60	0.57	0.57	货币资金	3495	4000	3800	4000
现金比率	0.37	0.37	0.35	0.34	应收账款及应收票据	292	434	428	531
<b>经营效率指标</b>					存货	8996	7846	7230	6633
应收帐款周转天数	27.07	45.00	39.02	41.02	其它流动资产	1822	2042	2044	2187
存货周转天数	1619	1619	1295	992.85	流动资产合计	14605	14321	13501	13351
总资产周转率	0.12	0.10	0.11	0.12	长期股权投资	5587	5787	5987	6187
固定资产周转率	32.94	25.79	26.08	27.71	固定资产	120	137	154	171
					在建工程	5830	4830	4930	5030
					无形资产	6	13	20	27
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	非流动资产合计	19272	21790	23322	24941
净利润	412	319	346	436	<b>资产总计</b>	<b>33877</b>	<b>36112</b>	<b>36823</b>	<b>38292</b>
少数股东损益	-34	0	7	23	短期借款	0	255	475	823
非现金支出	36	66	102	114	应付票据及应付账款	769	975	1006	1251
非经营收益	512	485	579	567	预收账款	139	106	120	142
营运资金变动	458	2789	558	812	其它流动负债	8586	9478	9370	9566
<b>经营活动现金流</b>	<b>1386</b>	<b>3658</b>	<b>1591</b>	<b>1952</b>	流动负债合计	9493	10813	10972	11782
资产	-624	973	-127	-127	长期借款	8444	7944	8044	8144
投资	-1377	-3080	-1500	-1600	其它长期负债	5994	7094	7194	7294
其他	263	-24	145	174	非流动负债合计	14439	15039	15239	15439
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1738</b>	<b>-2131</b>	<b>-1482</b>	<b>-1553</b>	<b>负债总计</b>	<b>23932</b>	<b>25852</b>	<b>26211</b>	<b>27221</b>
债权募资	9020	-245	321	448	实收资本	1500	1500	1500	1500
股权募资	115	0	0	0	归属于母公司所有者权益	6683	6997	7343	7779
其他	-8431	-777	-630	-647	少数股东权益	3262	3262	3269	3292
<b>融资活动现金流</b>	<b>703</b>	<b>-1022</b>	<b>-309</b>	<b>-199</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>33877</b>	<b>36112</b>	<b>36823</b>	<b>38292</b>
<b>现金净流量</b>	<b>351</b>	<b>505</b>	<b>-200</b>	<b>200</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
谢益 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： 浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,华润置地,保利物业,碧桂园服务,大悦城,中华企业,金科股份,卓越商企服务,雅生活服务,融创服务,保利发展,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,锦和商业,华发股份,金地集团,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,特发服务,张江高科,佳兆业美好

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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的经营经营范围包括证券投资咨询业务。