

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 5.53
合理价格区间(元): 5.95~6.80

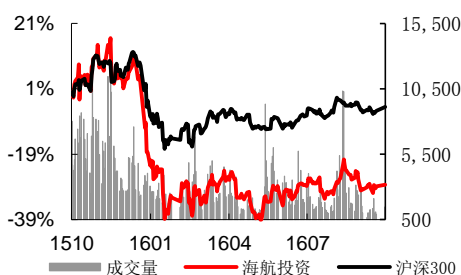
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

罗毅 执业证书编号: S0570514060001
研究员 0755-23952862
luoyi@htsc.com

谢皓宇 执业证书编号: S0570515070001
研究员 010-56793955
xiehaoyu@htsc.com

陶圣禹 021-28972217
联系人 taoshengyu@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

剥离资产轻装上阵, 转型金投前景广阔

海航投资(000616)

背靠集团优质资源, 涉足多元业务领域

公司前身为亿城集团, 主营酒店业和房地产业务。2013年, 海航资本通过受让亿城集团 19.98% 股权成为公司控股股东。2015年, 公司更名为海航投资, 主营业务也变更成为项目投资与管理、投资咨询。作为公司控股股东, 海航资本旗下拥有丰富的金融资产, 涵盖证券、保险、信托、期货、投资等领域, 旗下还拥有上市公司——渤海金控(000415), 持股 34.56%, 为第一大股东, 全力打造租赁航母。丰富的集团优质资源便于海航投资进行资源整合, 涉足多元业务领域。

剥离低效资产, 加速去库存化

在房地产业去库存的大背景下, 公司开始积极剥离传统房地产业务的低效资产。房地产开发业务方面, 公司仅保留一线城市优质地产项目——天津亿城堂庭项目和上海前滩项目, 以此来确保公司转型期营收稳定。房地产销售业务方面, 由于毛利率逐年下滑, 公司于 2015 年上半年处置一物业管理子公司, 为公司收回 2174 万元收益; 于 2015 年下半年又通过处置三家子公司股权及两家子公司债务, 为公司收回资金 15.3 亿元。低效资产的剥离, 不仅为公司回收了可观的现金流, 也为其后的转型提供了充足的资金保障。

基金保险多点发力, 逐步转型金投领域

公司通过布局保险业及基金业, 逐步转型金融投资领域。一方面, 公司拟通过非公开发行收购海航资本、海航酒店控股持有的 19.64% 华安保险股权, 将成为第二大股东。加之集团旗下渤海金控所收购的 14.77% 华安保险股权, 届时公司实际控制人海航资本将合计持股华安保险约 34%。另一方面, 公司不仅与铁狮门合作成立房地产基金, 更与中信聚信合作设立深圳中亿城信基金管理公司, 同时参与组建公募基金——本源基金管理有限公司。此番布局金投领域, 不仅和集团丰富的金融资产相互契合, 也为公司提供了新的利润增长点。

深耕养老等产业投资, 大健康领域积极布局

公司旗下子公司积极进行资本运作, 进行养老业的产业投资。不仅通过子公司北京养正投资有限公司租赁一系列房产运营养老产业, 更与汉盛资本共同出资成立北京海汉养老咨询服务有限公司, 开展养老运营服务。同时, 公司拟通过非公开发行募资 29 亿元用于收购新生医疗 100% 股权, 积极涉足大健康领域。养老及大健康产业远景广阔, 公司持续盈利能力将得到进一步的增强。

首次覆盖给予“增持”评级

预计 2017 年完成非公开发行募资 52 亿元和资产收购, 预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.21、0.11 和 0.14 元, 对应 PE 为 26X、52X 和 40X, 对地产业务采用 NAV 估值, 对其他业务采用可比公司分部 PE 估值, 目标市值 165 亿元~188 亿元, 目标价格区间为 5.95 元~6.80 元。

风险提示: 非公开发行政程不及预期, 地产未能及时竣工, 销售进度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万)	1,430
流通 A 股(百万)	1,430
52 周内股价区间(元)	4.70-8.97
总市值(百万)	8,038
总资产(百万)	8,918
每股净资产(元)	3.05

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1231	662	780	1099
+/-%	-38%	-46%	18%	41%
净利润(百万)	222	301	292	381
+/-%	16%	36%	-3%	30%
EPS(元)	0.16	0.21	0.11	0.14
PE	35.65	26.31	52.33	40.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 2015-16 年以 14.3 亿股本计算, 2017-28 以增发完成后的 27.66 亿股本计算。

正文目录

深耕养老等产业投资，大健康领域积极布局	1
乘风破浪，大步转型	4
海航资本为第一大股东	4
涉足多元业务领域	5
拟募资扩容	6
剥离低效资产，加速去库存化	6
行业竞争加速，营收增速下滑	6
处置低效资产，提高资本流动	7
保留优势项目，实现稳步转型	8
参股华安保险，布局多元金融	9
增资入股成第二大股东	10
财险市场地位提升，投资收益稳步增长	10
学习国外先进经验，大力拓展基金业务	11
与铁狮门合作成立房地产基金	11
与中信聚信合资成立私募基金	12
拟组建本源公募基金	12
深耕养老等产业投资，大健康领域积极布局	13
积极参与养老产业运营	13
拟收购新生医疗	13
盈利预测与估值	13
地产业务	13
其他业务	14
风险提示	15

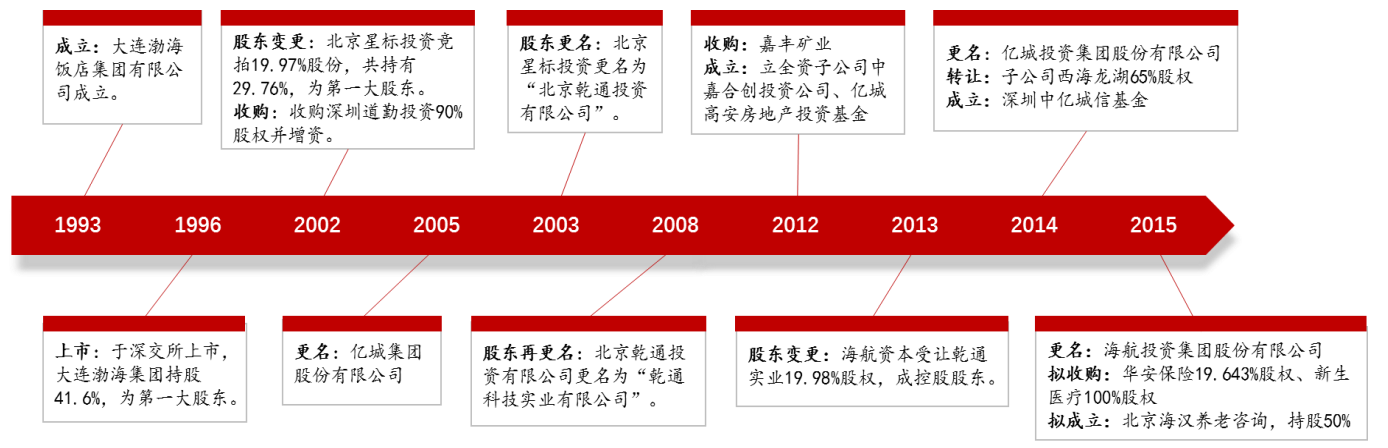
图表目录

图 1: 海航投资历史沿革	4
图 2: 海航投资主要股东持股结构	4
图 3: 股东海航资本金融资源丰富	5
图 4: 海航投资参控股	6
图 5: 商品房销售面积增速下滑	7
图 6: 房地产本年完成投资额增速下滑	7
图 7: 房地产业务收入呈显著下滑趋势	7
图 8: 房产销售毛利率逐年下滑	8
图 9: 上海亿城前滩项目规划图	9
图 10: 天津亿城华庭项目效果图	9
图 11: 华安保险营收及归母净利润增长迅速	9
图 12: 保费及投资收益占总营收已逾 98.5%	10
图 13: 机动车险成业绩主要贡献点	11
图 14: 公司与铁狮门合作开展基金业务	12
表格 1: 海航投资十大股东信息	5
表格 2: 非公开发行概况	6
表格 3: 海航投资剥离低效资产收回现金 15 亿元	8
表格 4: 公司现存房地产项目概览	8
表格 5: 华安保险主要股东变化情况	10
表格 6: 地产业务营收预测 (百万)	13
表格 7: 地产板块 NAV 估值	14
表格 8: 其他业务营收预测 (百万)	14
表格 9: 可比公司 PE 水平	14

乘风破浪，大步转型

海航投资集团股份有限公司前身是成立于1993年的大连渤海饭店集团，于1996年在深交所挂牌上市。2005年，公司更名为“亿城集团股份有限公司”，主营业务由酒店业调整为房地产业。公司控股股东乾通实业于2013年转让全部19.98%股权给海航资本，公司控股股东正式变更为海航资本，并于2014年更名为“亿城投资集团股份有限公司”。2015年，公司更名为“海航投资集团股份有限公司”，主营业务为“项目投资及管理、投资咨询”。

图1：海航投资历史沿革

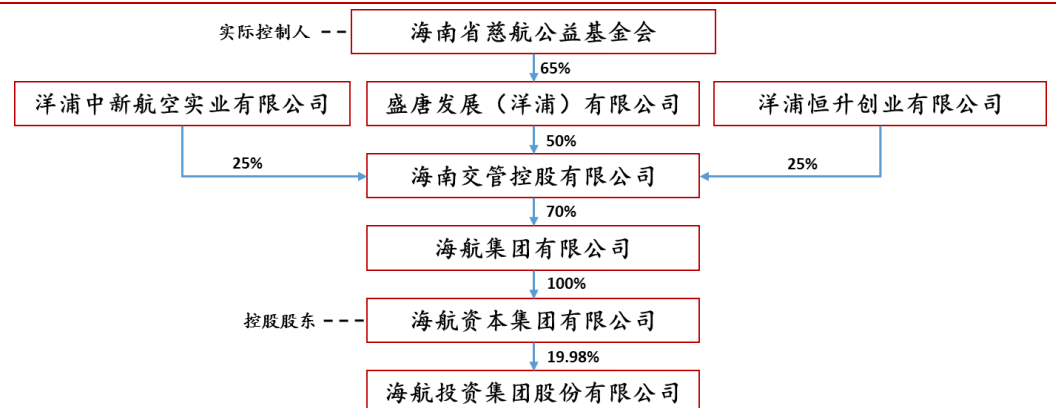


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

海航资本为第一大股东

慈航基金会接棒，“去工会化”落地。海航工会于2013年10月将盛唐发展（洋浦）有限公司65%的股权捐赠给慈航基金会，2015年11月《基金会章程》修订后，慈航基金会变更为实际控制人。慈航公益基金会是由海航集团发起设立的非公募基金，全部由海航集团捐赠，实际控制人变更后，“去工会化”正式落地，满足政策监管要求，公司的经营信息将更加透明，运作更加规范。

图2：海航投资主要股东持股结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股东资源雄厚，资产整合可期。公司控股股东海航资本持有公司19.98%股权，旗下拥有丰富的金融资产，涵盖证券、保险、信托、期货、投资等领域。海航资本旗下已拥有一家A股上市公司——渤海金控（000415），持股34.56%，为第一大股东。渤海金控是国内唯一一家同时具备金融租赁、内资租赁和外资租赁牌照的融资租赁上市公司，通过外延扩张，正逐步实现集装箱和飞机租赁业务的跨越式发展。

表格1: 海航投资十大股东信息

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
1	海航资本集团有限公司	285,776,423	19.98
2	中央汇金资产管理有限责任公司	60,346,100	4.22
3	海航投资控股有限公司	18,093,829	1.27
4	中国农业银行-中证500交易型开放式指数证券投资基金	7,210,240	0.50
5	朱盛兰	6,600,000	0.46
6	西藏鸿烨投资有限公司	5,456,501	0.38
7	中国银行-国泰国证房地产行业指数分级证券投资基金	4,120,592	0.29
8	谭忠万	3,697,600	0.26
9	王国峰	3,407,400	0.24
10	新疆联创兴业投资有限责任公司	3,331,509	0.23
	合计	398,040,194	27.83

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 截至2016年7月4日

图3: 股东海航资本金融资源丰富

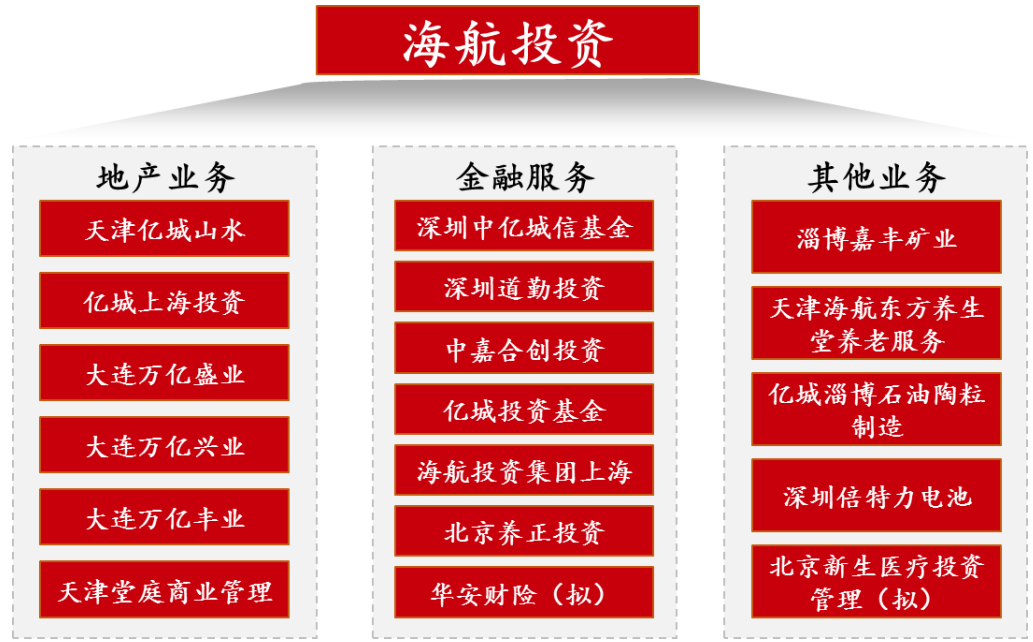


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

涉足多元业务领域

公司原主营地产业务, 旗下拥有地产及相应物业服务公司。近年来, 公司多元化发展, 先后涉足矿产、制造、投资等业务领域, 近期拟通过非公开发行募资参股华安财险和医疗大健康领域。

图4: 海航投资参控股



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

拟募资扩容

公司拟通过非公开发行募资用于收购华安保险 19.643%股权和新生医疗 100%股权, 除海航资本外的发行对象尚未确定。海航资本以华安保险 12.5%股权和部分现金认购, 认购金额不低于 42 亿元, 认购完成后, 海航资本将持有公司 49.08%股权, 锁定期 3 年。非公开发行方案已于 2016 年 5 月 20 日获证监会审核通过, 尚待正式批文, 预计 2017 年能完成非公开发行和资产收购。

表格2: 非公开发行概况

分类	内容
发行价格	3.91 元/股
发行数量	不超过 13.36 亿股
募资总额	不超过 52.24 亿元
发行对象	海航资本认购不低于 42 亿元, 其余不超过 9 家投资者尚未确定
锁定期	海航资本锁定 36 个月, 其余投资者锁定 12 个月

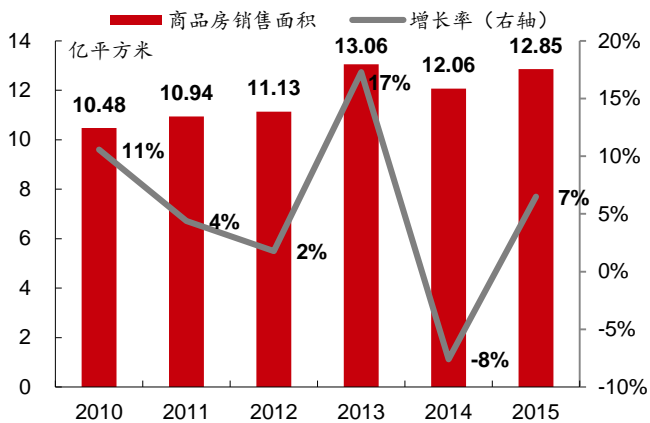
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

剥离低效资产, 加速去库存化

行业竞争加速, 营收增速下滑

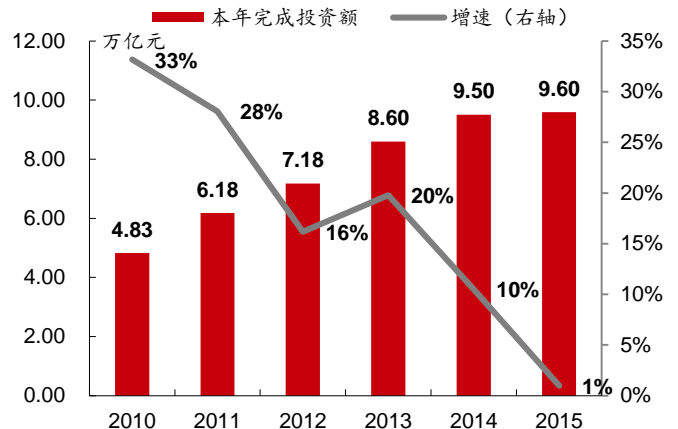
我国商品房销售面积在 2014 年呈现负增长, 2015 年市场炒房热情高涨, 商品房销售面积有所回升。整个房地产市场在去库存化的大背景下投资额增速下滑, 2015 年投资额几乎未有增长, 房地产行业进入下行通道。

图5: 商品房销售面积增速下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

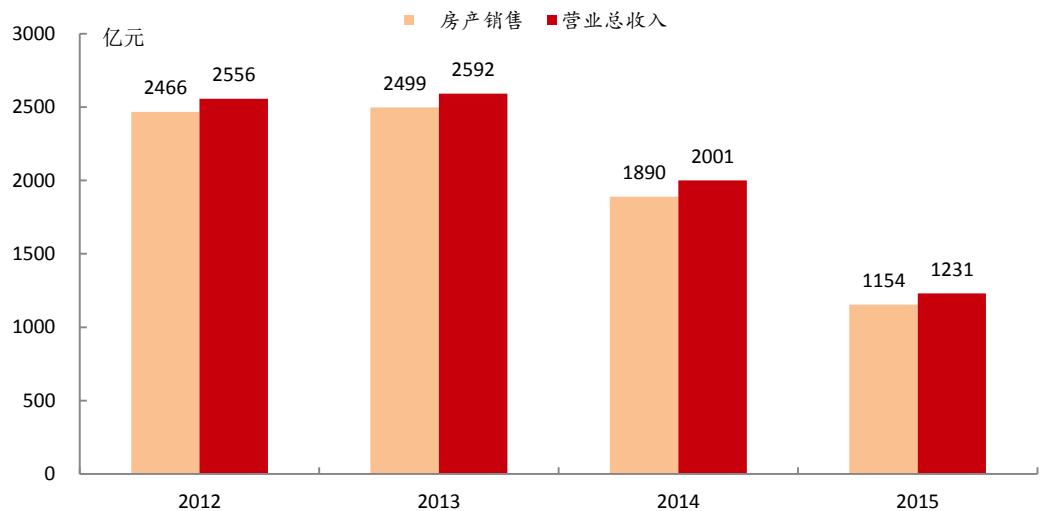
图6: 房地产本年完成投资额增速下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司于2013年8月做出战略转型的决定后不再增加新的房地产开发项目,从而导致公司可结转物业减少,营业收入相应也逐年下降。公司2015年房地产业务营收11.54亿元,同比下滑39%。

图7: 房地产业务收入呈显著下滑趋势

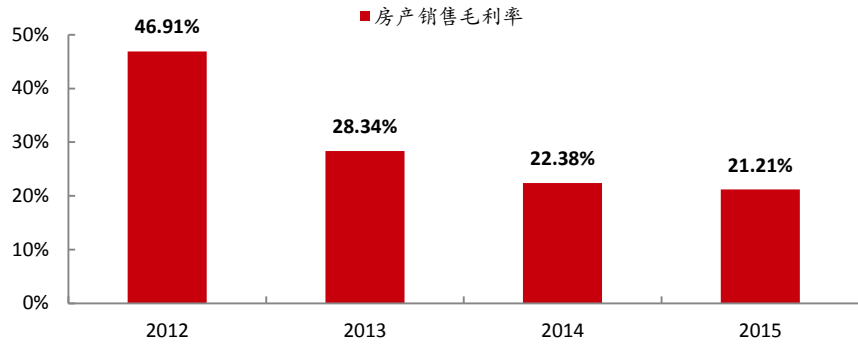


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

处置低效资产, 提高资本流动

房产销售毛利率逐年下滑。公司2013年地产销售业务的毛利率与2012年相比降幅较大, 主要原因为当年结转收入的主要项目天津亿城堂庭和北京燕西华府户型相对较大, 受区域地产价格环比增幅较低的影响, 毛利率相对较低, 小于30%。公司2014年房地产销售业务的毛利率继续下滑, 主要原因为苏州亿城天筑项目受苏州地区房地产价格较低迷的影响毛利率为负。公司2015年地产销售毛利率与上一年持平, 依旧保持在20%左右的低位。

图8: 房产销售毛利率逐年下滑



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

剥离低效资产, 回笼流动资金。公司于2015年上半年处置子公司北京亿城物业管理有限公司, 为公司收回2174万元收益; 于2015年下半年通过协议转让处置了子公司北京亿城房地产开发有限公司、江苏亿城地产有限公司、北京阳光四季花园房地产开发有限公司100%股权及唐山亿城房地产开发有限公司债权、北京亿城房地产开发有限公司债务, 为公司收回资金15.3亿元。

表格3: 海航投资剥离低效资产收回现金15亿元

公司名称	性质	注册资本	核心资产	净利润(万元)	交易价格(万元)
北京亿城	海航投资全资子公司	1亿元	碧水云天·颐园、亿城中心等	-4449	+40000
天津亿城	北京亿城全资子公司	1.9亿元	倍儿幸福、水畔花园	-37	-
唐山亿城	北京亿城全资子公司	5000万元	大城山	-1218	-
江苏亿城	海航投资全资子公司	9.4亿元	对三家子公司的100%长期股权投资	-20777	+85000
苏州万城置地	江苏亿城全资子公司	800万元	苏秀天地	-55	-
苏州亿城翠城	江苏亿城全资子公司	5000万元	胥江一号别墅	-4798	-
苏州亿城山水	江苏亿城全资子公司	1亿元	胥悦名苑	-15950	-
北京阳光四季	海航投资全资子公司	5000万元	卡尔生活馆	-24	+5000
唐山亿城					债权转让: +46837万元
北京亿城					债务转让: -23777万元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

保留优势项目, 实现稳步转型

公司目前房地产项目仅为天津亿城堂庭项目和上海前滩项目, 留存一线城市的优质地产业务以确保公司转型期营收稳定。天津亿城堂庭项目总建筑面积54万平方米, 已完全竣工; 上海前滩项目总建筑面积9.3万平方米, 区位条件优越, 预计升值空间较大。

表格4: 公司现存房地产项目概览

项目名称	项目状态	占地面积	总建筑面积	预计总投资金额	实际投资金额	业态
天津亿城堂庭	竣工	93114平方米	538284平方米	485819万元	400589万元	城市综合体
上海前滩	在建	11557平方米	92836平方米	34613万元	203400万元	住宅+办公+商业

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 数据截至2015年12月31日

图9：上海亿城前滩项目规划图



资料来源：房天下，华泰证券研究所

图10：天津亿城堂庭项目效果图

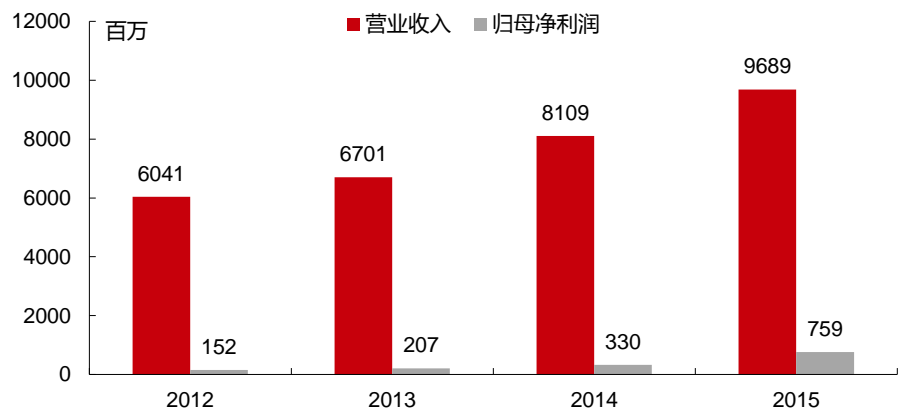


资料来源：天津乐居网，华泰证券研究所

参股华安保险，布局多元金融

华安财产保险股份有限公司成立于1996年，总部位于深圳，注册资本21亿元，主营各种财产险、责任险、信用保证险、农业险、意外伤害险、短期健康险和再保险业务。公司目前已在30个省、市、自治区开设分公司，并已与包括慕尼黑再保险公司、汉诺威再保险公司、安联保险集团、劳合社等多家国际知名专业再保险公司建立了业务关系。公司2015年实现营收97亿元，归母净利润7.6亿元，分别同比增长20%和130%。

图11：华安保险营收及归母净利润增长迅速



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

增资入股成第二大股东

公司拟通过非公开发行募资 23 亿元用于收购海航资本、海航酒店控股持有的 19.643% 华安保险股权，非公开发行方案已获证监会核准通过，尚待正式批文。收购完成后，公司将成为华安保险第二大股东，仅次于特华投资控股的 20% 股份。海航资本旗下另一大上市公司渤海金控也拟非公开发行募资收购广州市泽达棉麻纺织品有限公司持有的华安保险 14.771% 股权，收购完成后将成为第三大股东。公司实际控制人海航资本将通过海航投资和渤海金控合计持股华安保险约 34%，并有权推荐董事候选人。

表格5： 华安保险主要股东变化情况

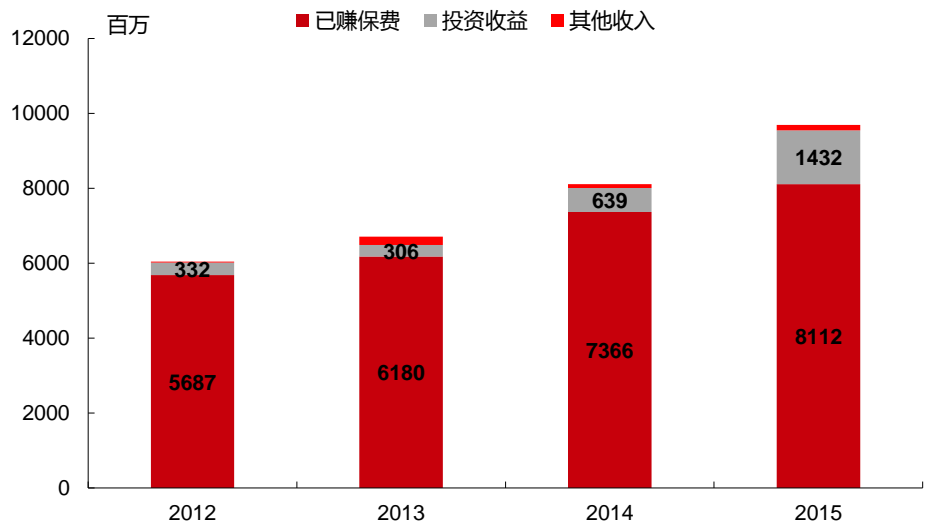
股东名称	增资前	变化量	持股比例（收购后）
特华投资控股有限公司	20%	-	20%
广州市泽达棉麻纺织品有限公司	14.771%	-14.771%	-
海航资本集团有限公司	12.5%	-12.5%	-
湖南湘晖资产经营股份有限公司	12.143%	-	12.143%
海航投资集团股份有限公司(000616)	7.143%	+12.5%	19.643%
渤海金控投资股份有限公司(000415)	-	+14.771%	14.771%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

财险市场地位提升，投资收益稳步增长

保费+投资双增长点。2015 年保险行业财产险原保险保费收入为 8249 亿元，从近三年财产险公司原保险保费收入排名来看，华安保险每年的市场排名都稳步上升，2015 年位列第 11 名，市场份额为 1.04%，在行业中表现良好，发展前景可观。公司 2015 年抓住 A 股市场行情，股票价格普遍大幅上涨，于高位转让持有的精达股份 11.05% 股权，取得较高的投资收益。公司控股华安财保资管公司 90% 股权，是公司持续的利润增长点。

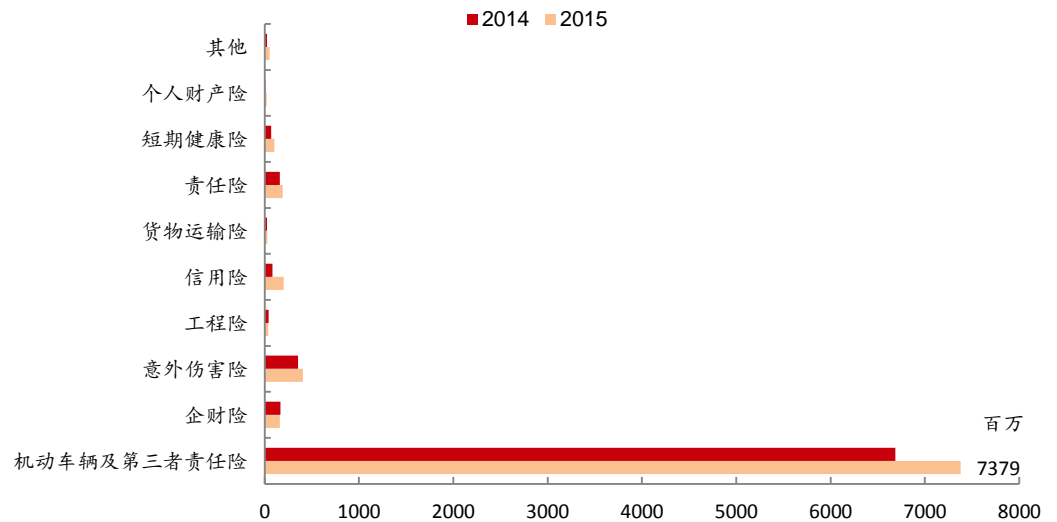
图12： 保费及投资收益占总营收已逾 98.5%



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

机动车险贡献突出。机动车辆及第三者责任险是华安保险原保费收入的主要来源，2015年营收74亿元，占总原保费收入的86%，同比增长10%；意外伤害险贡献4.7%，位列第二，同比增长14%。

图13： 机动车险业绩主要贡献点



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

学习国外先进经验，大力拓展基金业务

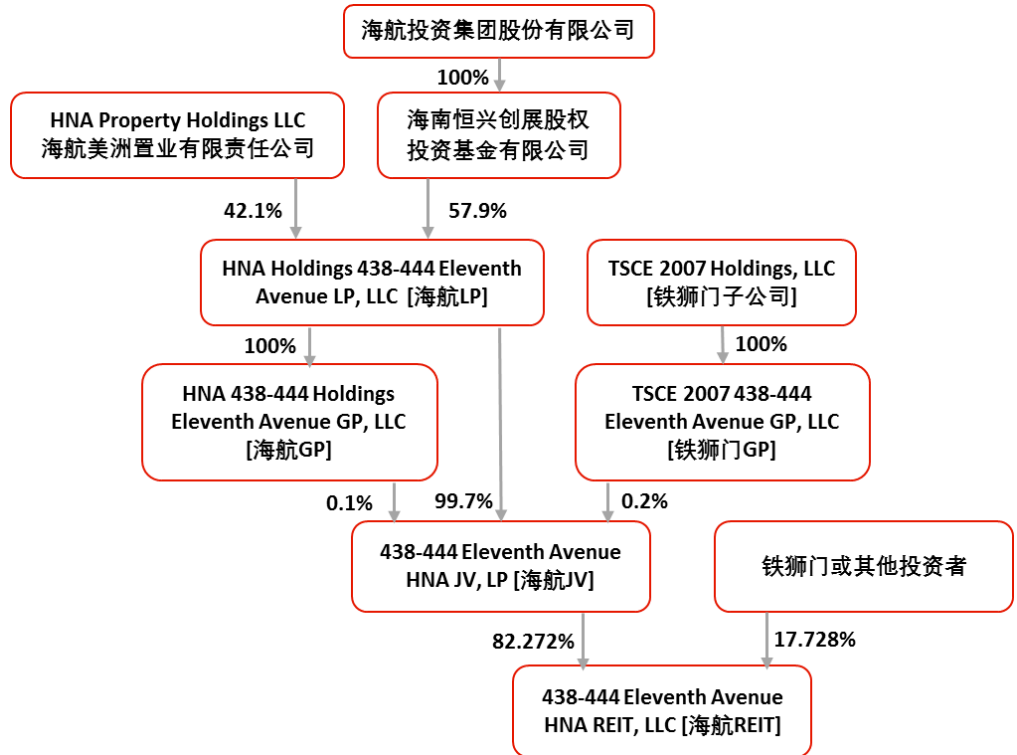
基金业务是公司目前全面布局金融投资战略转型的着力点之一，经过两年多的发展，公司目前已在基金业务方面取得了一定的进展，同时开展公募基金和私募基金的投资项目。目前，公司已设立或正在设立的基金主要包括与铁狮门（Tishman Speyer Worldwide,L.L.C）合作投资房地产开发信托基金、与中信信托全资子公司中信聚信（北京）资本管理有限公司共同出资设立了深圳中亿城信基金管理公司等。

与铁狮门合作成立房地产基金

铁狮门公司是全球领先的房地产开发商、地产业主、运营商及基金管理公司，业务范围遍布北美、欧洲、南美和亚洲，已经收购、开发和运营约1.4亿平方英尺的资产，价值约合761亿美元，设计资产380处，投资276项。

全资子公司海南恒兴创展股权投资基金拟与海航美洲置业共同注资2.7亿美元于在美国设立的公司“HNA Holdings 438-444 Eleventh Avenue LP LLC”（简称“海航LP”），美洲置业出资1.1亿美元占有股份42.1%，恒兴创展出资1.6亿美元占有股份57.9%。通过层层架构，海航REIT投资纽约438 Eleventh Avenue项目，施工建设预计在2019年底开始并在2022年完成。项目将得益于该区域极具吸引力的土地基础、雄厚的写字楼市场和强劲的租赁需求，预计带来较高的投资回报。

图14: 公司与铁狮门合作开展基金业务



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司与铁狮门基金进行合作, 加强和深化境内外房地产开发和投资领域的全面合作, 实现优势互补和资源共享, 为提升自身旗下基金管理能力及给公司带来潜在投资收益打下良好的基础。公司借助于铁狮门优秀的投资团队和丰富经验, 学习国际先进的投资理念与综合管理能力, 加速公司在国内外房地产投资领域的积淀, 不断优化与探索符合公司发展战略的投资与管理模式, 有利于推动公司战略转型。

与中信聚信合资成立私募基金

公司2014年与中信信托全资子公司中信聚信以各50%股权比例合作设立深圳中亿城信基金管理公司, 投资于中国境内具有成长空间和盈利能力的优势企业, 其首支基金深圳中亿城信投资合伙企业收购天津长安投资100%股权, 从而实现对天津长安投资持有的海航实业大厦项目的持有及运营。公司还携手中信信托, 参与其成立的信托产品, 对双方未来合作与发展建立了扎实的基础。

拟组建本源公募基金

公募基金方面, 公司与渤海国际信托有限公司、特华投资控股有限公司共同组建公募基金公司——本源基金管理有限公司, 截止目前, 筹备组正全力推进公募基金的审批工作。公募基金牌照将进一步促使公司不断提升资产管理水平, 扩大其市场影响力, 未来公司闲置资源有望得到高效运作, 提升整体收益。

深耕养老等产业投资，大健康领域积极布局

积极参与养老产业运营

子公司积极进行资本运作。公司全资子公司北京养正投资有限公司于2015年7月租赁上海扬子江航空地面服务有限公司所有的上海扬子江国际企业广场4号楼整幢，租期15年，用于办公及养老产业运营。此外，北京养正投资于2015年10月租赁北京海韵假期体育健身有限公司拥有的北京石景山海航酒店及其附属物，租期20年，用于北京地区养老产业运营。公司在养老产业运营发展道路上的一系列重要举措，有利于推进公司战略转型，有利于公司长远发展。

合资成立养老运营公司。公司与汉盛资本于2015年1月共同出资成立北京海汉养老咨询服务有限责任公司，注册资本1000万元，拟开展养老运营服务。

拟收购新生医疗

公司拟通过非公开发行募资29亿元用于收购新生医疗100%股权。新生医疗2015年实现营收1.08亿，净利润3856万元，分别同比增长18%和47%。公司收购新生医疗的目的是未来以此为平台从事医疗行业的投资业务，近期可通过为医疗机构提供出租物业服务以获得长期、稳定的租金回报，并通过引进医疗机构入驻以提升所出租海渔广场物业的价值。

新生医疗拥有的主要资产为位于北京市朝阳区东四环南路53号院的海渔广场1号楼、5号楼、6号楼和7号楼房产，通过对金融和大健康产业项目的投资，满足将医疗和养老产业结合起来打造大健康产业平台的战略规划，实现从单一房地产开发企业向以房地产、金融和产业投资为主要业务的上市公司的战略转型，公司未来的持续盈利能力将因此得到进一步的增强。

盈利预测与估值

地产业务

公司目前持有两大地产板块，天津亿城华庭和上海前滩项目。其中，天津亿城华庭项目正在加紧销售中，2015年结算4.8万平方米，2016年可售面积12万平方米，我们预计天津亿城华庭项目在未来三年销售完毕。上海前滩项目2014年10月开工，截至2016年上半年完成18.98%，管理层预计2017年12月能实现竣工，2018年将交付使用。我们预计2017年可确认首期收入，约9.3万平方米的建筑面积在三年内销售完毕。对于地产业务未来三年的预期营收增长率为-50%、-10%和40%，毛利率为45%、43%和46%。

表格6: 地产业务营收预测(百万)

	2015	2016E	2017E	2018E
地产业务收入	1153.80	576.90	519.21	726.89
营收增速	-39%	-50%	-10%	40%
毛利率	21%	45%	43%	46%

资料来源: 华泰证券研究所

对公司所有地产开发项目采用NAV估值法，预计天津亿城华庭均价2.4万元/平米，对应土地增值税率19%，项目估值10.16亿元，项目净资产约为6.9亿元；上海前滩项目均价6万元/平米，对应土地增值税率为0，项目估值12.96亿元，项目净资产约为13.97亿元。综上，公司地产板块估值约为43.99亿元。

表格7: 地产板块 NAV 估值

	售价	土地增值税率	项目贴现值	项目净资产	项目总估值
天津亿城堂庭	2.4 万元/平米	19%	10.16 亿元	6.9 亿元	17.06 亿元
上海前滩项目	6 万元/平米	0	12.96 亿元	13.97 亿元	26.93 亿元
合计					43.99 亿元

资料来源: 华泰证券研究所

其他业务

公司在基金管理、矿产品销售、物业管理等业务上的收入贡献较小,但是预计 2017 年完成非公开发行和资产收购,全资子公司新生医疗的收入贡献较为可观,投资收益也将随着华安保险的参股完成有大幅提高。

表格8: 其他业务营收预测 (百万)

	2015	2016E	2017E	2018E
新生医疗营收	107.89	129.47	157.95	197.44
营收增速		20%	22%	25%
贡献营收 (100%)	-	-	157.95	197.44
华安保险净利润	759.10	607.28	728.73	801.61
净利润增速		-20%	20%	10%
贡献投资收益 (19.64%)	-	43.36	143.15	157.46

资料来源: 华泰证券研究所

注: 2016 年持有华安保险 7.14% 股权; 预计 2017 年完成非公开发行和资产收购。

保险业务: 我们预计资产收购于 2017 年完成,对于行业平均 37 倍的 PE,我们给予 2017 年 35~40 倍的预期 PE,对应目标市值 62 亿~71 亿。

物业租赁: 新生医疗目前主要业务为物业租赁类,行业平均 PE 为 29 倍,考虑到收购完成后与地产业务有望形成协同效应,给予 2017 年预期 PE 28~35 倍,对应目标市值 59 亿~74 亿。

表格9: 可比公司 PE 水平

公司	2016PE	行业平均 PE	预期 PE
保险业务类			
西水股份	56.55	37.00	35~40
新华保险	25.35		
中国太保	21.28		
中国人寿	44.81		
物业租赁类			
中国国贸	31.34	29.49	28~35
轻纺城	19.04		
陆家嘴	34.30		
小商品城	32.91		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

采用分部 PE 估值法，我们得出海航投资非公开发行募资 52.24 亿元后目标市值为 165 亿~188 亿，募资完成后股本增至 27.66 亿股，目标价格区间为 5.95 元~6.80 元。

风险提示

- 1、非公开发行进程不及预期，收购进程出现较大变数；
- 2、地产未能及时竣工，销售进度不及预期；
- 3、市场波动风险。

盈利预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7878	6961	6918	7243
现金	2085	4997	4641	4117
应收账款	15	9	10	15
其他应收账款	518	216	269	386
预付账款	1138	275	328	491
存货	3822	1296	1481	2033
其他流动资产	300	168	189	201
非流动资产	886	871	6201	6291
长期投资	60	60	5400	5500
固定投资	89	97	98	95
无形资产	297	292	287	283
其他非流动资产	440	423	416	413
资产总计	8764	7832	13119	13534
流动负债	2362	1159	1232	1308
短期借款	685	0	0	0
应付账款	507	155	189	267
其他流动负债	1170	1004	1043	1041
非流动负债	1970	1971	1971	1971
长期借款	371	371	371	371
其他非流动负债	1599	1600	1600	1600
负债合计	4332	3130	3203	3279
少数股东权益	21	20	19	18
股本	1430	1430	2766	2766
资本公积	202	202	3829	3829
留存公积	2779	3051	3301	3642
归属母公司股	4411	4683	9896	10237
负债和股东权益	8764	7832	13119	13534

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	276	3476	-204	-611
净利润	221	300	291	379
折旧摊销	9	8	8	8
财务费用	46	-1	-13	-2
投资损失	-441	-279	-204	-239
营运资金变动	396	3461	-290	-763
其他经营现金	44	-14	3	6
投资活动现金	-767	283	-5135	141
资本支出	10	0	0	0
长期投资	-210	-3	5340	100
其他投资现金	-968	280	206	241
筹资活动现金	1553	-847	4983	-54
短期借款	583	-685	0	0
长期借款	-1595	0	0	0
普通股增加	0	0	1336	0
资本公积增加	0	0	3627	0
其他筹资现金	2565	-162	20	-54
现金净增加额	1061	2912	-356	-524

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1231	662	780	1099
营业成本	964	331	390	550
营业税金及附加	151	79	86	110
营业费用	34	19	19	27
管理费用	101	26	31	44
财务费用	46	-1	-13	-2
资产减值损失	17	16	14	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	441	279	204	239
营业利润	359	470	456	593
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	15	5	4	3
利润总额	347	468	455	593
所得税	126	169	164	213
净利润	221	300	291	379
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	222	301	292	381
EBITDA	415	477	452	599
EPS(元)	0.16	0.21	0.11	0.14

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-38.5%	-46.2%	17.7%	41.0%
营业利润	-14.1%	30.9%	-3.0%	29.9%
归属母公司净利润	15.7%	35.5%	-2.8%	30.2%
获利能力				
毛利率(%)	21.7%	50.0%	50.0%	50.0%
净利率(%)	18.0%	45.4%	37.5%	34.6%
ROE(%)	5.0%	6.4%	3.0%	3.7%
ROIC(%)	4.7%	14.4%	12.0%	12.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.4%	40.0%	24.4%	24.2%
净负债比率(%)	47.46%	39.13%	39.75%	38.34%
流动比率	3.34	6.01	5.61	5.54
速动比率	1.72	4.89	4.41	3.98
营运能力				
总资产周转率	0.14	0.08	0.07	0.08
应收账款周转率	45	52	75	82
应付账款周转率	1.58	1.00	2.26	2.41
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.21	0.11	0.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	1.26	-0.07	-0.22
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.27	3.58	3.70
估值比率				
PE	35.65	26.31	52.33	40.20
PB	1.79	1.69	1.55	1.49
EV_EBITDA	22	19	20	15

注: 预计 2017 年完成非公开发行和资产收购, 股本由 14.3 亿股增至 27.66 亿股。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com