

中航地产 (000043.SZ) 房地产开发行业

评级：买入 维持评级

公司点评

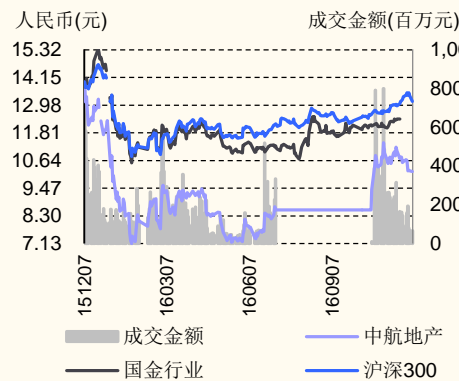
市场价格(人民币): 10.18元

重大资产出售, 估值切换更进一步

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	666.78
总市值(百万元)	6,789.67
年内股价最高最低(元)	13.97/7.13
沪深300指数	3469.41
深证成指	10784.33



相关报告

- 《退出地产开发, 转型资管服务-中航地产公司点评》, 2016.10.21
- 《业绩同比扭亏, 转型经营性地产-中航地产公司点评》, 2016.8.28
- 《小而美、受益国改与航空文化战略-中航地产公司深度研究》, 2016.3.2

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.738	0.602	0.715	0.768	1.019
每股净资产(元)	5.27	5.94	6.57	7.19	7.95
每股经营性现金流(元)	-4.01	0.81	-4.02	1.02	0.94
市盈率(倍)	12.11	20.00	14.24	13.25	9.99
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	38.04	38.04	38.04
净利润增长率(%)	5.45%	-18.53%	18.86%	7.47%	32.60%
净资产收益率(%)	14.02%	10.12%	10.77%	10.47%	12.37%
总股本(百万股)	666.96	666.96	666.96	666.96	666.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2016年12月5日公司发布了重大资产出售报告书(草案), 相比10月21日发布的预案有一定调整, 交易对手方由保利地产调整为广州金地和保利江西, 交易标的剔除了贵阳中航地产70%股权及惠东康宏发展51%股权, 交易对价从之前的23.2亿(相比账面值溢价14.4%)调整为20.3亿(溢价22.3%)。

分析要点

- 方案局部调整是为了加快进程:** 公司原先披露的交易方案中交易标的包括贵阳中航地产70%的股权、惠东康宏发展51%的股权。但由于这两家公司均为有限责任公司, 其股东转让时其他股东享有同等条件的优先购买权, 但截止到报告书签署之日公司也尚未取得其他股东放弃优先购买权的书面声明。为加快推进重组事宜, 将该部分资产划出交易范围。本次出售的标的资产占中航地产相应项目的比例为56.8%(按净资产规模), 包括此前布局航空文化主题产业的相关资产。
- 后期战略聚焦机构类物业管理:** 公司通过本次交易出售房地产开发业务的相关资产和负债, 之后的发展战略聚焦机构类物业管理, 主要是三块业务, 一是针对机构类物业资产的管理, 重点发展物业及设备设施全生命周期管理, 二是存量资产的经营, 主要包括留存的持有性物业和第三方委托经营管理的物业, 三是客户一体化服务外包业务(主要是服务机构客户), 最终转型成“物业资产管理及服务外包专业提供商”。三项业务的稳定性和持续性都要明显强于此前的房地产开发业务。
- 估值从地产增量开发切换到物业存量经营:** 本次交易尚需股东大会和国资监管部门批准, 交易完成后公司将变身以机构客户为主的物业资产管理平台公司。我们预计公司当前在管物业面积在4500万方左右, 持有投资性物业营业面积68万方(公允价值81.5亿, 另外股东方还持有深圳2家九方)。

投资建议

- 考虑到本次交易尚未完成, 我们维持盈利预测不变, 预计公司2016年实现EPS0.72元, 目前股价对应PE仅14倍, 维持买入评级。

风险提示

- 物业管理业务拓展低于预期。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,225	6,226	5,519	6,155	7,127	8,914
增长率		0.0%	-11.4%	11.5%	15.8%	25.1%
主营业务成本	-4,346	-4,528	-4,184	-4,462	-5,053	-6,150
%销售收入	69.8%	72.7%	75.8%	72.5%	70.9%	69.0%
毛利	1,878	1,698	1,335	1,693	2,074	2,763
%销售收入	30.2%	27.3%	24.2%	27.5%	29.1%	31.0%
营业税金及附加	-591	-553	-445	-547	-630	-803
%销售收入	9.5%	8.9%	8.1%	8.9%	8.8%	9.0%
营业费用	-170	-190	-204	-225	-254	-437
%销售收入	2.7%	3.0%	3.7%	3.7%	3.6%	4.9%
管理费用	-291	-376	-338	-310	-420	-537
%销售收入	4.7%	6.0%	6.1%	5.0%	5.9%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	826	580	348	611	770	987
%销售收入	13.3%	9.3%	6.3%	9.9%	10.8%	11.1%
财务费用	-272	-328	-373	-433	-509	-510
%销售收入	4.4%	5.3%	6.8%	7.0%	7.1%	5.7%
资产减值损失	-21	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	27	218	391	312	276	295
投资收益	0	196	201	145	128	106
%税前利润	n.a	28.7%	33.3%	22.2%	18.7%	11.9%
营业利润	560	664	566	635	665	878
营业利润率	9.0%	10.7%	10.3%	10.3%	9.3%	9.9%
营业外收支	181	19	40	19	20	15
税前利润	741	683	606	654	685	893
利润率	11.9%	11.0%	11.0%	10.6%	9.6%	10.0%
所得税	-242	-204	-235	-145	-151	-197
所得税率	32.6%	29.8%	38.8%	22.1%	22.1%	22.1%
净利润	499	480	371	509	534	696
少数股东损益	32	-13	-31	32	21	16
归属于母公司的净利润	467	492	401	477	513	680
净利率	7.5%	7.9%	7.3%	7.7%	7.2%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	499	480	371	509	534	696
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	75	55	61	19	20	22
非经营收益	260	-14	-88	6	134	151
营运资金变动	-2,204	-3,196	195	-3,239	7	-219
经营活动现金净流	-1,370	-2,675	539	-2,705	694	650
资本开支	-118	-77	-42	157	-13	-15
投资	-677	329	28	-431	-500	-312
其他	27	0	150	457	404	401
投资活动现金净流	-768	252	136	183	-109	74
股权募资	246	85	148	57	56	57
债权募资	2,489	2,867	822	3,296	102	272
其他	-751	-1,035	-1,020	-493	-625	-670
筹资活动现金净流	1,984	1,918	-50	2,860	-467	-341
现金净流量	-154	-505	625	338	118	384

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,393	892	1,469	1,689	1,807	2,191
应收款项	1,238	1,319	1,230	1,346	1,368	1,514
存货	8,990	11,061	10,620	11,920	12,404	13,918
其他流动资产	1,098	1,186	322	1,227	1,339	1,589
流动资产	12,719	14,458	13,642	16,183	16,918	19,213
%总资产	71.8%	72.0%	59.6%	63.0%	62.8%	65.0%
长期投资	4,650	5,307	8,712	9,143	9,643	9,955
固定资产	226	178	426	346	352	365
%总资产	1.3%	0.9%	1.9%	1.3%	1.3%	1.2%
无形资产	110	112	89	10	17	13
非流动资产	4,999	5,610	9,239	9,512	10,025	10,345
%总资产	28.2%	28.0%	40.4%	37.0%	37.2%	35.0%
资产总计	17,718	20,068	22,881	25,695	26,943	29,558
短期借款	1,965	4,354	4,653	6,951	6,194	5,357
应付款项	5,422	4,824	5,769	4,683	5,207	6,691
其他流动负债	788	770	603	827	961	1,206
流动负债	8,174	9,948	11,024	12,461	12,362	13,253
长期贷款	4,923	5,351	6,373	7,371	8,241	9,386
其他长期负债	508	608	783	783	772	738
负债	13,605	15,907	18,180	20,615	21,375	23,377
普通股股东权益	3,242	3,514	3,963	4,310	4,776	5,375
少数股东权益	871	647	738	770	791	807
负债股东权益合计	17,718	20,068	22,881	25,695	26,943	29,558

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.700	0.738	0.602	0.715	0.768	1.019
每股净资产	4.860	5.268	5.942	6.575	7.190	7.946
每股经营现金净流	-2.054	-4.011	0.808	-4.016	1.020	0.941
每股股利	0.100	0.200	0.100	0.100	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	14.41%	14.02%	10.12%	10.77%	10.47%	12.37%
总资产收益率	2.64%	2.45%	1.75%	1.85%	1.89%	2.29%
投入资本收益率	4.85%	2.83%	1.30%	2.36%	2.88%	3.54%
增长率						
主营业务收入增长率	48.72%	0.03%	-11.36%	11.53%	15.79%	25.07%
EBIT 增长率	51.83%	-29.77%	-39.95%	75.56%	26.03%	28.08%
净利润增长率	12.70%	5.45%	-18.53%	18.86%	7.47%	32.60%
总资产增长率	22.83%	13.27%	14.02%	12.30%	4.86%	9.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.3	23.9	25.3	23.9	23.9	19.0
存货周转天数	649.4	808.2	945.8	975.0	896.0	826.0
应付账款周转天数	99.2	95.4	114.5	86.3	76.0	88.0
固定资产周转天数	12.5	9.1	9.4	4.4	3.9	3.1
偿债能力						
净负债/股东权益	133.60%	211.78%	203.30%	242.97%	222.05%	199.21%
EBIT 利息保障倍数	3.0	1.8	0.9	1.4	1.5	1.9
资产负债率	76.79%	79.26%	79.46%	79.86%	78.99%	78.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-02	买入	9.38	10.65~11.36
2	2016-08-28	买入	8.56	N/A
3	2016-10-21	买入	8.56	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD