

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

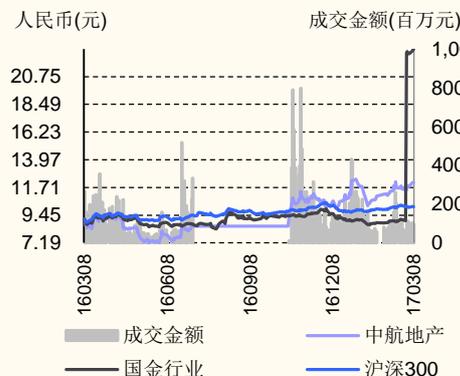
市场价格(人民币): 12.13元

立足物业资产管理、国改突围经营模式

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)	8,090.24
年内股价最高最低(元)	12.37/7.19
沪深300指数	3448.73
深证成指	10498.31



相关报告

- 《重大资产出售, 估值切换更进一步-中航地产公司点评》, 2016.12.6
- 《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

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.602	0.242	0.674	0.875	1.031
每股净资产(元)	5.93	6.12	6.65	7.37	8.25
每股经营性现金流(元)	0.76	3.46	1.23	1.76	1.92
市盈率(倍)	20.00	50.67	18.00	13.87	11.77
行业优化市盈率(倍)	42.12	39.56	40.08	40.08	40.08
净利润增长率(%)	-18.53%	-59.77%	178.49%	29.81%	17.84%
净资产收益率(%)	10.14%	3.95%	10.14%	11.87%	12.49%
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

- 2017年3月8日公司发布年报: 2016年实现营业收入63.2亿(+14.6%), 实现归属于上市公司股东净利润1.6亿(-59.8%), 对应EPS 0.242元, 同比减少59.8%。

分析要点

- 业绩表现符合预期:** 公司在1月24日发布业绩预告, 2016年盈利1.0-2.2亿, 公司年报业绩位于预告区间中位数, 符合市场预期。今年业绩相比去年大幅减少, 扣非后净利润亏损3.7亿, 主因房地产结算项目净利率大幅下滑和计提龙岩和新疆项目存货跌价准备1.4亿。2016年房地产结算收入38.0亿, 毛利率25.8%, 相比前年下滑3.2个百分点, 销售费用也明显抬升, 2016年为3.2亿, 同比增长57.8%, 导致净利率仅0.87%。公司非经常性损益5.3亿, 同比增长72.0%, 主因处置下属公司股权实现收益3.8亿。
- 物业管理板块稳中有升:** 截至2016年末公司旗下中航物业管理全国二十多个城市机构、商业和住宅类项目391个, 管理面积超过4568万方, 当年新签年度合同额超过5亿, 实现收入22.9亿, 同比增长29.1%, 实现净利润1.2亿, 同比增长189%, 业务板块毛利率10.1%, 净利率5.2%。
- 持有资产运营良好:** 2016年公司投资性房地产公允价值实现变动收益2.5亿, 运营管理6个九方购物中心(赣州、程度、九江、昆山、深圳华强北和深圳龙华, 总营业面积超过68万方), 管理输出方面, 与赣州巨亿广场签署协议; 住宅地产方面, 公司去年实现签约销售额50.7亿(+3.4%), 销售面积56.3万方(-5.6%), 截止到2016年末公司未结算建面合计273.9万方(位于贵阳、衡阳、昆山、龙岩、惠东、天津)。
- 完成重大资产出售:** 2016年公司向保利出售房地产开发业务, 集中资源发展物业资产管理业务, 围绕机构类物业资产管理, 重点发展物业及设施设备管理、资产经营和客户一体化外包服务等业务, 转型轻资产模式。

投资建议

- 我们预计公司2017/2018公司实现净利润4.5/5.8亿, 目前股价对应18.0x17PE/13.9x18PE, 我们维持买入评级。

风险提示

- 国企国资改革进展缓慢, 轻资产模式落地较难。

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,226	5,519	6,323	7,462	8,789	10,345	货币资金	892	1,469	1,956	2,130	2,250	2,350
增长率		-11.4%	14.6%	18.0%	17.8%	17.7%	应收款项	1,319	1,230	3,771	4,460	4,734	4,944
主营业务成本	-4,528	-4,184	-5,047	-5,698	-6,638	-7,785	存货	11,061	10,620	6,368	5,932	5,820	5,546
%销售收入	72.7%	75.8%	79.8%	76.4%	75.5%	75.3%	其他流动资产	1,186	322	347	183	213	250
毛利	1,698	1,335	1,276	1,764	2,151	2,560	流动资产	14,458	13,642	12,442	12,705	13,017	13,090
%销售收入	27.3%	24.2%	20.2%	23.6%	24.5%	24.7%	%总资产	72.0%	59.6%	57.3%	53.6%	49.9%	46.0%
营业税金及附加	-553	-445	-381	-425	-501	-590	长期投资	5,307	8,712	8,568	10,280	12,279	14,679
%销售收入	8.9%	8.1%	6.0%	5.7%	5.7%	5.7%	固定资产	178	426	660	676	744	662
营业费用	-190	-204	-321	-336	-343	-403	%总资产	0.9%	1.9%	3.0%	2.8%	2.9%	2.3%
%销售收入	3.0%	3.7%	5.1%	4.5%	3.9%	3.9%	无形资产	112	89	51	39	33	29
管理费用	-376	-338	-340	-388	-448	-517	非流动资产	5,610	9,239	9,291	11,006	13,067	15,382
%销售收入	6.0%	6.1%	5.4%	5.2%	5.1%	5.0%	%总资产	28.0%	40.4%	42.7%	46.4%	50.1%	54.0%
息税前利润 (EBIT)	580	348	234	615	859	1,050	资产总计	20,068	22,881	21,733	23,711	26,085	28,472
%销售收入	9.3%	6.3%	3.7%	8.2%	9.8%	10.1%	短期借款	4,354	4,653	3,308	5,149	6,921	8,851
财务费用	-328	-373	-444	-453	-526	-595	应付款项	4,824	5,769	5,560	6,662	7,317	7,658
%销售收入	5.3%	6.8%	7.0%	6.1%	6.0%	5.8%	其他流动负债	770	603	689	662	747	897
资产减值损失	-1	-1	-139	-18	-16	-11	流动负债	9,948	11,024	9,556	12,473	14,986	17,405
公允价值变动收益	218	391	252	360	380	410	长期贷款	5,351	6,373	5,150	4,650	4,050	3,450
投资收益	196	201	380	130	160	170	其他长期负债	614	788	2,299	1,532	1,532	1,532
%税前利润	28.7%	33.3%	128.3%	20.0%	18.3%	16.3%	负债	15,914	18,186	17,005	18,655	20,568	22,388
营业利润	664	566	283	634	858	1,024	普通股股东权益	3,507	3,958	4,083	4,432	4,915	5,503
营业利润率	10.7%	10.3%	4.5%	8.5%	9.8%	9.9%	少数股东权益	647	738	645	624	601	581
营业外收支	19	40	13	15	18	19	负债股东权益合计	20,068	22,881	21,733	23,711	26,085	28,472
税前利润	683	606	296	649	876	1,043	比率分析						
利润率	11.0%	11.0%	4.7%	8.7%	10.0%	10.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-204	-235	-159	-221	-315	-375	每股指标						
所得税率	29.8%	38.8%	53.6%	34.0%	36.0%	36.0%	每股收益	0.738	0.602	0.242	0.674	0.875	1.031
净利润	480	371	137	428	560	667	每股净资产	5.259	5.934	6.121	6.645	7.370	8.251
少数股东损益	-13	-31	-24	-21	-23	-20	每股经营现金净流	-4.057	0.758	3.462	1.228	1.758	1.922
归属于母公司的净利润	492	401	161	449	583	687	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.150	0.150	0.150
净利率	7.9%	7.3%	2.6%	6.0%	6.6%	6.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.04%	10.14%	3.95%	10.14%	11.87%	12.49%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.45%	1.75%	0.74%	1.90%	2.24%	2.41%
净利润	480	371	137	428	560	667	投入资本收益率	2.83%	1.30%	0.70%	2.48%	3.05%	3.37%
非现金支出	25	28	163	64	66	64	增长率						
非经营收益	-14	-88	-126	-684	13	44	主营业务收入增长率	0.03%	-11.36%	14.57%	18.02%	17.78%	17.70%
营运资金变动	-3,196	195	2,134	1,011	533	507	EBIT增长率	-29.77%	-39.95%	-32.79%	162.81%	39.72%	22.14%
经营活动现金净流	-2,706	505	2,309	819	1,172	1,282	净利润增长率	5.45%	-18.53%	-59.77%	178.49%	29.81%	17.84%
资本开支	-77	-42	-541	-36	-94	51	总资产增长率	13.27%	14.02%	-5.02%	9.10%	10.01%	9.15%
投资	329	28	661	-1,712	-2,000	-2,400	资产管理能力						
其他	0	150	0	490	540	580	应收账款周转天数	23.9	25.3	27.8	29.0	28.0	26.0
投资活动现金净流	252	136	120	-1,258	-1,554	-1,769	存货周转天数	808.2	945.8	614.4	380.0	320.0	260.0
股权募资	85	148	6	0	0	0	应付账款周转天数	95.4	114.5	91.1	80.0	72.0	63.0
债权募资	2,867	822	-1,148	1,249	1,172	1,329	固定资产周转天数	9.1	9.4	36.8	31.3	26.6	22.5
其他	-1,035	-1,020	-770	-637	-671	-743	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,918	-50	-1,912	612	501	586	净负债/股东权益	212.11%	203.52%	169.92%	181.97%	185.86%	188.73%
现金净流量	-536	592	516	174	120	100	EBIT 利息保障倍数	1.8	0.9	0.5	1.4	1.6	1.8
							资产负债率	79.30%	79.48%	78.25%	78.68%	78.85%	78.63%

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	1	1	1	5
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	1.00	1.00	1.00	1.00

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
4	2016-12-06	买入	10.18	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