

# 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

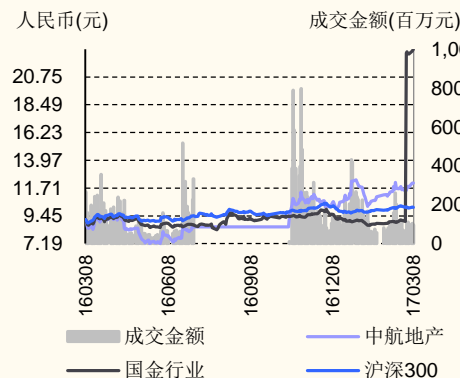
市场价格(人民币): 12.13元

## 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         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>6,226</b> | <b>5,519</b> | <b>6,323</b> | <b>7,462</b> | <b>8,789</b> | <b>10,345</b> | 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         | <b>资产总计</b>     | <b>20,068</b> | <b>22,881</b> | <b>21,733</b> | <b>23,711</b> | <b>26,085</b> | <b>28,472</b> |
| %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           | 少数股东权益          | 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%         | <b>负债</b>       | <b>15,914</b> | <b>18,186</b> | <b>17,005</b> | <b>18,655</b> | <b>20,568</b> | <b>22,388</b> |
| 营业利润                  | 664          | 566          | 283          | 634          | 858          | 1,024         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,507</b>  | <b>3,958</b>  | <b>4,083</b>  | <b>4,432</b>  | <b>4,915</b>  | <b>5,503</b>  |
| 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            | <b>负债股东权益合计</b> | <b>20,068</b> | <b>22,881</b> | <b>21,733</b> | <b>23,711</b> | <b>26,085</b> | <b>28,472</b> |
| 税前利润                  | 683          | 606          | 296          | 649          | 876          | 1,043         | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 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          | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 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         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>492</b>   | <b>401</b>   | <b>161</b>   | <b>449</b>   | <b>583</b>   | <b>687</b>    | 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%          | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |              |              |              |              |               | 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            | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| 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%        |
| <b>资本开支</b>           | <b>-77</b>   | <b>-42</b>   | <b>-541</b>  | <b>-36</b>   | <b>-94</b>   | <b>51</b>     | 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        | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 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         |
| <b>股权募资</b>           | <b>85</b>    | <b>148</b>   | <b>6</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      | 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          | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 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%       |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-536</b>  | <b>592</b>   | <b>516</b>   | <b>174</b>   | <b>120</b>   | <b>100</b>    | 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