业绩符合预期,产业链协同提升盈利

海航基础(600515)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	12.53
合理价格区间(元):	14.35~16.40

鲍荣富 研究员 执业证书编号：S0570515120002 021-28972085 baorongfu@htsc.com

黄骥 研究员 执业证书编号：S0570516030001 021-28972066 huangji@htsc.com

王德彬 研究员 执业证书编号：S0570516090001 010-56793964 wangdebing@htsc.com

方晏荷 联系人 021-28972059 fangyanhe@htsc.com

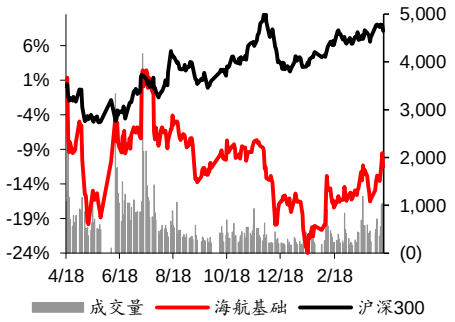
相关研究

1《海航基础(600515):收入稳定增长，看好后续成长空间》2016.08

2《海航基础(600515):PPP 首单落地，基础设施巨头扬帆起航》2016.07

3《海航基础(600515):倚天傍海，打造基础设施南海明珠》2016.06

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,908
流通 A 股 (百万股)	422.77
52 周内股价区间 (元)	10.76-14.51
总市值 (百万元)	48,962
总资产 (百万元)	96,999
每股净资产 (元)	8.71

资料来源：公司公告

重大资产重组完成，主营业务转变带动盈利提升

2016 年 10 月底，公司完成 420 亿元购买基础产业集团 100%股权的资产重组计划，基础产业集团由公司控股股东海航实业下属全资子公司基础控股所持有。重组完成后，公司主营业务由商业百货零售转变为基础设施项目投资开发与运营，成为海航集团旗下基础产业投资建设与运营的唯一平台。通过此次重大资产重组，公司新注入了地产、机场、工程、免税等高盈利低负债资产，2016 年末资产总额达 970 亿，同比增长 12.61%，公司资产负债率由 2015 年度末的 75%降至 2016 年度末的 55%。

存量业务齐头并进，业绩符合预期

2016 年公司实现主营业务收入 99.37 亿元，同比增长 14.51%；实现归母净利润 9.6 亿元，同比大增 96.26%（扣非后增长 486.51%），符合业绩预增区间。基础产业集团贡献扣非业绩 8.78 亿元，完成一期承诺业绩的 110.48%。地产、机场、工程管理、设计及咨询业务、百货业务齐头并进，分别实现收入 65.83/17.62/4.06/10.85 亿元，同比增长 4.26%、57.75%、327.84%、3.52%。其中工程业务营收大幅增长主要受益于完成工程产值 113 亿元，同比增长 21%；且公司全面拓展 PPP+EPC 业务，去年新签合同金额 187 亿元，为基础设施业务维持快速增长提供了保障。

积极开拓省外业务，嘉兴港区综合生态旅游新城建设首单落地

公司去年 7 月已中标 8.16 亿元海口市 CBD 大英山路网 PPP 项目，实现首个 PPP 项目在海南省内的落地实施，随后在 3 个月内顺利完成募集 160 亿配套资金，授权孙公司海航地产集团有限公司投资设立 17 家全资子公司用于拓展全国 PPP 业务。今年 3 月与嘉兴港区签订了《战略合作框架协议》，走出布局岛外 PPP 业务第一步。该项目未来 5 年至 8 年内将投资 500 亿元，主要以 PPP 模式合作发展港区内包括生产性制造业、教育、医疗、交通及金融在内的各类项目，打造综合生态旅游新城。

充分受益“一带一路”和“海南开发”两大政策红利

海南省作为 21 世纪海上丝绸之路的战略支点和桥头堡，海口、三亚是“一带一路”的战略重要节点城市，公司作为海航集团旗下唯一基础产业投资建设运营平台，预计后续将跟随集团在“一带一路”沿线国家的机场、港口、物流等领域开展进一步合作。海南省作为旅游休闲大省，而公司是海南本土最大的基础设施产业集团，拥有巨大的投资开发实力和技术优势，工程施工与地产、机场、商业、酒店、免税业务有望形成产业链闭环。

看好公司基建产业链协同提升收入规模和盈利，维持“增持”评级

标的资产未来三年承诺扣非净利润合计 52.39 亿元，内部抵消前海建集团与机场集团分别承诺贡献 37.74/16.60 亿元。我们继续维持此前 17-18 年盈利预测，2017-19 年 EPS 为 0.41/0.75/0.96 元，维持此前目标价区间 14.35-16.40 元（对应 17 年 35-40x PE），维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、PPP 项目开拓慢于预期、地产销售风险等。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	8,678	9,937	18,383	28,567	34,280
+/-%	677.82	14.51	85.00	55.40	20.00
净利润 (百万元)	489.03	959.76	1,609	2,912	3,758
+/-%	1,275	96.26	67.67	80.98	29.05
EPS (元，最新摊薄)	0.13	0.25	0.41	0.75	0.96
PE (倍)	100.12	51.02	30.43	16.81	13.03

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

公司经营情况概览

2013-2015 年，基础产业集团主营业务收入分别为 15.36/48.71/72.81 亿元，2014、2015 年同比增速分别为 217.18%、49.49%；归母净利润分别为 2.00/2.22/4.69 亿元，同比增速分别为 11.00%、111.26%。基础控股集团承诺，基础产业集团 2016-18 年实现扣非归母净利润不低于 7.95/15.34/29.10 亿元，其中 2016 年实际实现 8.78 亿元，完成率达 110.48%。

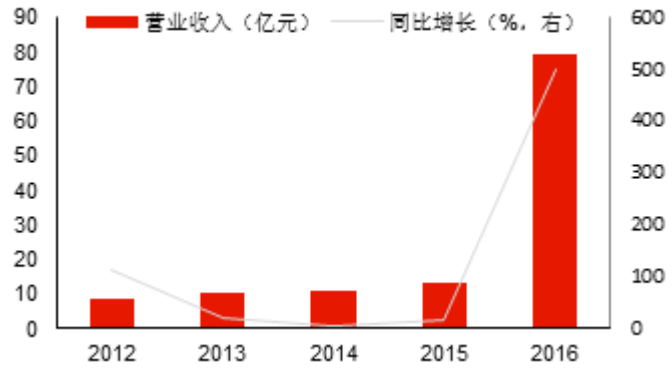
图表1： 标的资产 2016-18 年业绩承诺情况

下属集团公司	2016-2018 年承诺	上市公司直接持有权益	业绩贡献	2015 年收入	2015 年净利润
海建集团	48.93	77.14%	37.74	63.07	6.29
机场集团	19.19	86.48%	16.60	11.22	1.82
合计	**68.12**		**54.34**	**74.29**	**8.11**

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

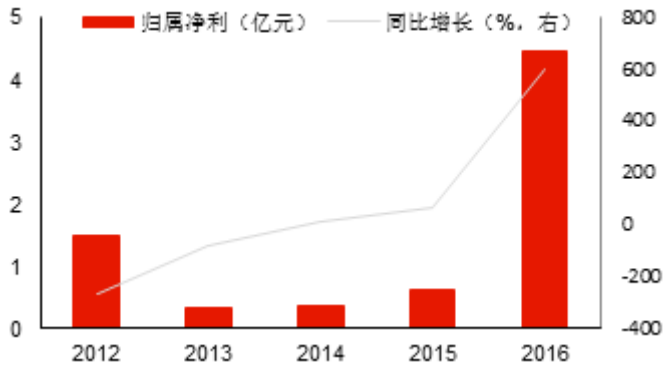
注：表中未考虑内部交易抵消，导致业绩合计数大于业绩承诺数 52.39 亿元。

图表2： 近五年公司收入及增长



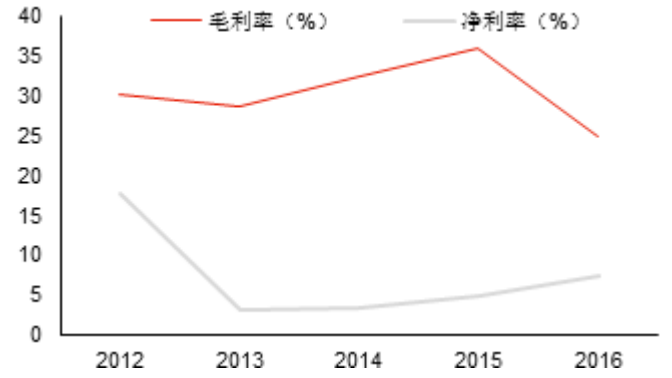
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3： 近五年公司归母净利润及增长



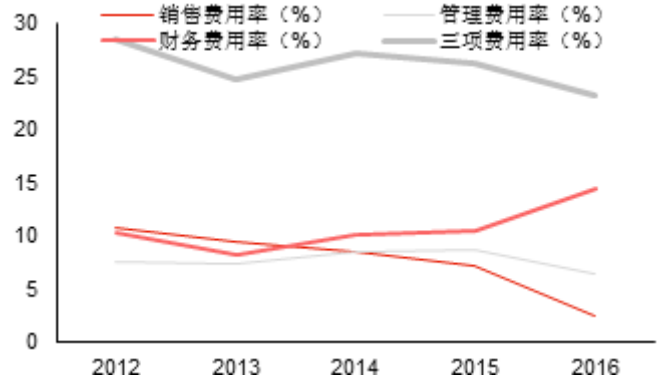
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4： PPP/EPC 业务有望提升公司盈利



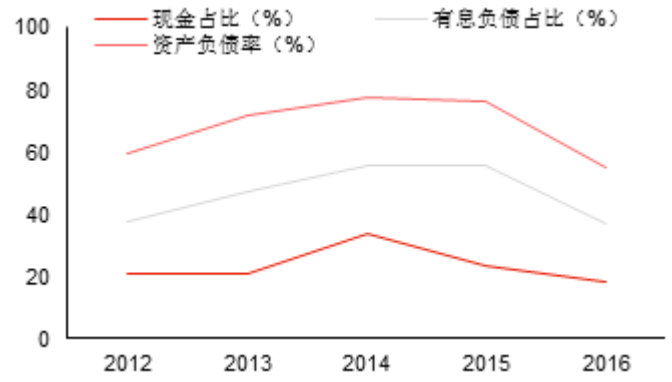
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5： 期间费用率整体保持稳定



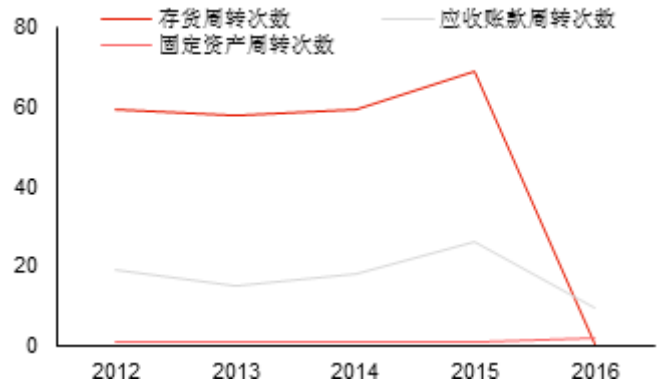
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6： 资产负债率显著下降



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

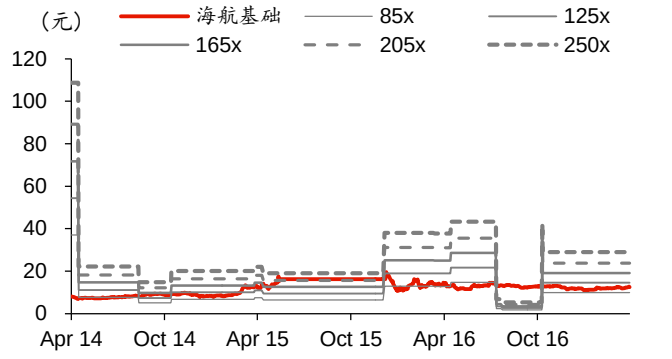
图表7： 产业链协同提升整体营运能力



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

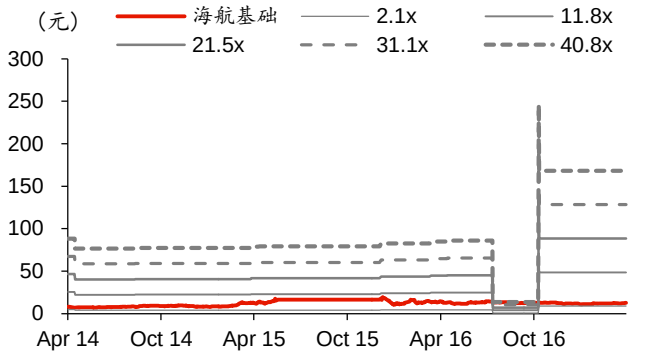
PE/PB – Bands

图表8： 海航基础历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9： 海航基础历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	52,069	52,077	86,989	67,719	80,063
现金	19,024	17,490	32,357	50,283	60,339
应收账款	1,656	2,082	3,851	5,985	7,182
其他应收账款	443.18	412.69	763.47	1,186	1,424
预付账款	3,029	1,452	2,679	4,094	4,947
存货	24,367	30,239	46,958	5,779	5,780
其他流动资产	3,549	400.82	379.34	391.86	390.67
非流动资产	34,068	44,922	48,527	55,798	62,753
长期投资	14,889	11,560	11,560	11,560	11,560
固定投资	5,200	10,770	17,541	23,930	30,007
无形资产	1,033	1,783	2,535	3,273	4,015
其他非流动资产	12,946	20,810	16,890	17,034	17,170
资产总计	86,137	96,999	135,515	123,516	142,816
流动负债	30,307	26,041	65,801	54,512	73,534
短期借款	9,540	3,508	35,731	15,597	29,384
应付账款	1,961	7,060	13,025	19,899	24,049
其他流动负债	18,805	15,473	17,045	19,016	20,100
非流动负债	34,296	27,219	23,833	19,692	15,743
长期借款	22,697	17,995	13,995	9,995	5,995
其他非流动负债	11,600	9,224	9,837	9,697	9,748
负债合计	64,603	53,261	89,633	74,204	89,277
少数股东权益	5,464	9,715	9,993	10,496	11,145
股本	422.77	3,908	3,908	3,908	3,908
资本公积	13,900	25,320	25,320	25,320	25,320
留存公积	687.27	1,647	6,404	9,075	12,397
归属母公司股	16,071	34,023	35,889	38,816	42,394
负债和股东权益	86,137	96,999	135,515	123,516	142,816

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	557.46	436.15	(9,881)	50,529	7,675
净利润	532.57	1,125	1,887	3,415	4,407
折旧摊销	309.95	403.26	582.63	834.97	1,079
财务费用	1,348	2,239	1,924	1,556	787.68
投资损失	(559.60)	(1,794)	(1,794)	(1,794)	(1,794)
营运资金变动	(1,087)	(1,477)	(12,637)	46,085	2,901
其他经营现金	13.67	(60.30)	156.21	431.23	294.46
投资活动现金	(9,516)	(3,694)	(2,496)	(6,363)	(6,282)
资本支出	1,631	7,061	7,000	7,000	7,000
长期投资	8,090	(2,983)	(3,527)	316.12	245.65
其他投资现金	205.65	384.27	977.34	953.44	963.77
筹资活动现金	21,300	3,174	27,243	(26,241)	8,663
短期借款	9,310	(6,032)	32,222	(20,134)	13,788
长期借款	21,322	(4,702)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
普通股增加	0.00	3,485	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13,255	11,420	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(22,587)	(997.58)	(978.97)	(2,106)	(1,125)
现金净增加额	12,343	(73.54)	14,867	17,926	10,057

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,678	9,937	18,383	28,567	34,280
营业成本	5,998	7,095	13,088	19,997	24,167
营业税金及附加	670.45	598.72	1,108	1,571	1,885
营业费用	228.99	264.65	551.48	799.86	959.83
管理费用	804.97	742.57	1,563	2,285	2,674
财务费用	1,348	2,239	1,924	1,556	787.68
资产减值损失	(11.66)	109.34	109.34	109.34	109.34
公允价值变动收益	23.79	256.43	256.43	256.43	256.43
投资净收益	559.60	1,794	1,794	1,794	1,794
营业利润	222.53	938.15	2,090	4,298	5,747
营业外收入	599.53	745.48	696.83	713.05	707.64
营业外支出	30.47	46.21	40.96	42.71	42.13
利润总额	791.59	1,637	2,745	4,969	6,412
所得税	259.02	511.94	858.35	1,553	2,005
净利润	532.57	1,125	1,887	3,415	4,407
少数股东损益	43.55	165.73	277.87	502.89	649.00
归属母公司净利润	489.03	959.76	1,609	2,912	3,758
EBITDA	1,880	3,580	4,596	6,689	7,613
EPS (元)	0.13	0.25	0.41	0.75	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	677.82	14.51	85.00	55.40	20.00
营业利润	346.38	321.57	122.73	105.71	33.70
归属母公司净利润	1,275	96.26	67.67	80.98	29.05
获利能力 (%)					
毛利率	30.88	28.60	28.80	30.00	29.50
净利率	5.64	9.66	8.75	10.19	10.96
ROE	3.04	2.82	4.48	7.50	8.87
ROIC	3.67	6.32	5.09	26.74	23.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.00	54.91	66.14	60.08	62.51
净负债比率 (%)	62.80	55.58	64.51	45.40	48.70
流动比率	1.72	2.00	1.32	1.24	1.09
速动比率	0.91	0.83	0.61	1.14	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.11	0.16	0.22	0.26
应收账款周转率	10.19	5.28	6.12	5.73	5.14
应付账款周转率	5.40	1.57	1.30	1.21	1.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.25	0.41	0.75	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.11	(2.53)	12.93	1.96
每股净资产(最新摊薄)	4.11	8.71	9.18	9.93	10.85
估值比率					
PE (倍)	100.12	51.02	30.43	16.81	13.03
PB (倍)	3.05	1.44	1.36	1.26	1.15
EV_EBITDA (倍)	25.29	13.28	10.34	7.11	6.25

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

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不存在法律禁止的利害关系。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。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 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；

一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

一报告发布日后的 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；

一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

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

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

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