

转型轻资产、受益国资国企改革

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017H1 实现营业收入 23.8 亿元(-12.34%), 实现归属于上市公司股东的净利润-1.4 亿元, 同比转为亏损(上年同期业绩为 0.03 亿, 上年全年为 1.61 亿)。
- **地产结转减少和高基数效应, 上半年业绩同比下降明显。** 2017H1 公司实现的营业收入同比有所下降, 主因房地产结算金额下降约 35%; 业绩下滑明显, 1) 公司上年同期转让下属企业深圳市观澜格兰云天大酒店投资有限公司股权取得投资收益 1.1 亿元, 而本期无此类事项; 2) 公司在报告期内加速转型轻资产导致管理费用同比增长了 20.9%; 3) 因公司 2016 年底出售地产项目相关事项产生的营业外支出较上年同期有明显增加。去年公司实现房地产签约销售额 50.7 亿, 今年上半年销售额 12.4 亿, 下半年我们预计地产结算量会有明显增加, 此外资产处置也可能取得一些进展, 公司全年业绩有望实现增长。
- **商业地产经营初具规模, “九方购物中心”品牌辨识度提升。** 自 2011 年至今, 公司旗下赣州、成都、深圳龙华、九江、昆山、深圳华强北等九方购物中心相继开业运营, 总营业面积超过 68 万平方米。公司通过“中航九方资产管理有限公司”对持有型商业物业进行运营管理, 根据市场与客户需求对零售品牌不断升级提升, 使得九方购物中心迅速成为大众喜爱的一站式休闲娱乐场所, 品牌辨识度不断提升。这一块资产是当前公司体内非常重要的一块资产, 潜在价值相对较高。
- **物业管理拓展再次实现大幅增长, 打造机构物业管理领域龙头。** 公司旗下中航物业是首批国家一级资质企业, 经过多年发展现已成为中国物业管理行业的专业力量。中航物业从客户一体化服务承包、标准化运营和以智慧物业平台为载体的科技应用三个维度, 围绕客户需求持续创新管理模式和服务模式。截至 2017 年 6 月, 公司承揽机构类、商业类、住宅类高端项目达到 428 个, 同比增长 19.2%, 项目面积达到 4911 万平方米, 同比增长 14.6%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.80 元, 归母净利润未来三年将保持 48.9% 的复合增长率。考虑到公司转型轻资产进展顺利, 2017 年 25 倍估值较为合理, 对应目标价 11.50 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 转型轻资产或低于预期、下半年地产结算和资产处置或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6322.69	11806.13	16019.11	20581.53
增长率	14.57%	86.73%	35.68%	28.48%
归属母公司净利润(百万元)	161.39	309.12	416.55	533.03
增长率	-59.77%	91.53%	34.76%	27.96%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.46	0.62	0.80
净资产收益率 ROE	2.90%	6.00%	7.45%	8.67%
PE	43	22	17	13
PB	1.47	1.39	1.30	1.21

数据来源: Wind, 西南证券

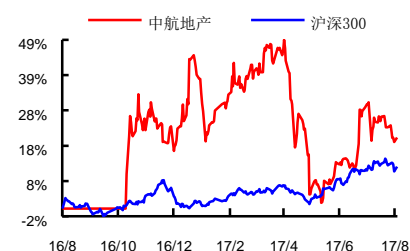
西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
 执业证号: S1250517060001
 电话: 0755-23900571
 邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 黄仕川
 执业证号: S1250512040001
 电话: 023-63725713
 邮箱: hsc@swsc.com.cn

分析师: 王立洲
 执业证号: S1250514080001
 电话: 023-67914902
 邮箱: wanglz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.67
流通 A 股(亿股)	6.67
52 周内股价区间(元)	8.56-12.75
总市值(亿元)	69.36
总资产(亿元)	190.47
每股净资产(元)	5.84

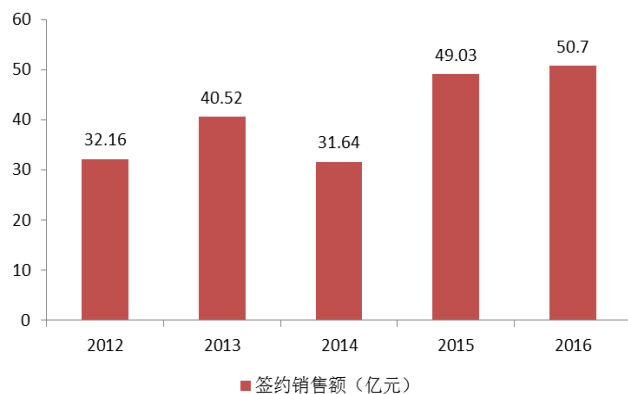
相关研究

图 1：公司九方商场所在城市



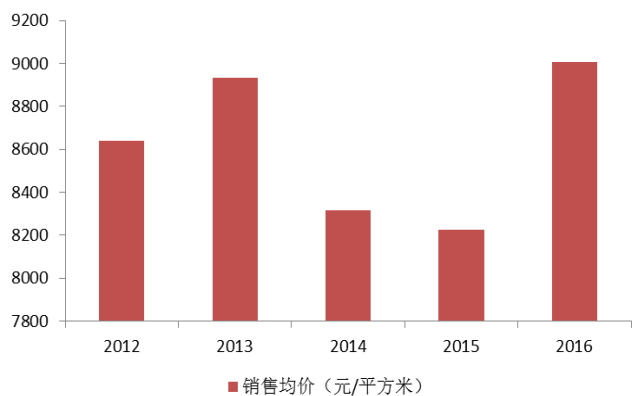
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 2：公司 2012-2016 年销售金额变化



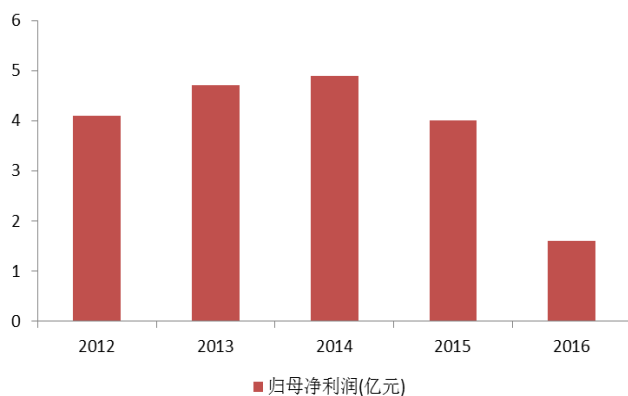
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 3：公司 2012-2016 年销售均价变化



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：公司 2012-2019 年归母净利润变化情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

表 1：公司持有型物业基本情况

单位 (万元)	2013	2014	2015	2016
公司受托管理托管收益	2052.4	5414.4	1200.0	173.2
赣州九方购物中心租赁收入	1014.8	1107.0	1,109.5	1096.6
九江九方购物中心租赁收入	—	0.43	20.5	32.5
昆山九方购物中心租赁收入	—	—	1.4	22.4
成都九方购物中心租赁收入	70.2	107.2	21.0	—

数据来源：公司公告、西南证券整理

关键假设：

假设 1：公司尽管去年出售了部分地产项目，但大部分项目还可以贡献业绩。公司去年布局的三四线城市价格供需格局明显改善，2016 年销售额有相当部分还未进入结算状态，预计公司地产项目在 2017-2019 年结算完毕，房地产业务毛利率维持基本不变；此外，公司持有的部分投资性物业会在 2017-2019 年择机处置。

假设 2：中航地产的物业管理是行业的领军人物，高端项目规模稳定增长，预计 2017-2019 年物业管理毛利率维持基本不变；

假设 3：随着“九方品牌”的持续输出，未来公司建筑业稳步发展，预计 2017-2019 年毛利率维持基本不变。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
房地产	收入	3795.63	7257.3	10218.2	12987.3
	增速	5.7%	91.2%	40.8%	27.1%
	毛利率	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
物业管理	收入	2291.90	4233.1	5287.2	6804.6
	增速	29.1%	84.7%	24.9%	28.7%
	毛利率	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
建筑业	收入	167.41	315.7	513.7	789.6
	增速	84.0%	88.6%	62.7%	53.7%
	毛利率	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
其他	收入	67.75	0	0	0
	增速	10.4%	/	/	/
	毛利率	42.3%	/	/	/
合计	收入	6322.7	11806.1	16019.1	20581.5
	增速	14.6%	86.7%	35.7%	28.5%
	毛利率	20.2%	20.1%	20.5%	20.5%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6322.69	11806.13	16019.11	20581.53	净利润	137.31	298.88	396.42	496.36
营业成本	5046.64	9438.08	12733.73	16366.67	折旧与摊销	53.30	46.56	54.30	62.55
营业税金及附加	380.80	693.02	1116.53	1356.32	财务费用	443.77	403.82	390.83	438.36
销售费用	321.26	600.93	781.73	1022.90	资产减值损失	138.58	121.42	23.52	34.56
管理费用	339.95	685.94	911.49	1127.87	经营营运资本变动	1485.81	1056.42	-1699.13	-2592.33
财务费用	443.77	403.82	390.83	438.36	其他	78.64	-815.82	-675.07	-724.60
资产减值损失	138.58	121.42	23.52	34.56	经营活动现金流净额	2337.41	1111.28	-1509.12	-2285.09
投资收益	379.99	395.25	401.24	411.57	资本支出	-224.24	-170.24	-118.92	-170.58
公允价值变动损益	251.56	260.83	263.08	274.21	其他	343.89	571.54	701.64	658.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	119.65	401.30	582.72	487.96
营业利润	283.23	519.00	725.59	920.63	短期借款	-964.44	-253.45	2212.74	3949.46
其他非经营损益	13.00	21.68	18.28	19.49	长期借款	-1222.97	-1259.00	-1118.47	-1116.55
利润总额	296.23	540.69	743.87	940.12	股权融资	-13.99	-7.24	-4.13	-11.23
所得税	158.91	241.81	347.45	443.76	支付股利	-33.35	-31.11	-57.37	-79.30
净利润	137.31	298.88	396.42	496.36	其他	322.59	-737.45	314.93	-489.00
少数股东损益	-24.08	-10.24	-20.13	-36.68	筹资活动现金流净额	-1912.16	-2288.24	1347.70	2253.37
归属母公司股东净利润	161.39	309.12	416.55	533.03	现金流量净额	544.90	-775.66	421.30	456.24
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1956.27	1180.61	1601.91	2058.15	成长能力				
应收和预付款项	3883.26	3871.12	5671.84	7924.84	销售收入增长率	14.57%	86.73%	35.68%	28.48%
存货	6368.50	10704.77	14598.30	19429.81	营业利润增长率	-49.96%	83.24%	39.81%	26.88%
其他流动资产	234.31	394.58	556.63	714.00	净利润增长率	-62.96%	117.66%	32.64%	25.21%
长期股权投资	162.20	162.20	162.20	162.20	EBITDA 增长率	-21.92%	24.23%	20.77%	21.42%
投资性房地产	8405.61	8485.60	8445.60	8465.60	获利能力				
固定资产和在建工程	659.89	770.84	821.84	911.34	毛利率	20.18%	20.06%	20.51%	20.48%
无形资产和开发支出	11.51	28.20	45.77	68.25	三费率	17.48%	14.32%	13.01%	12.58%
其他非流动资产	51.63	52.23	50.95	54.24	净利率	2.17%	2.53%	2.47%	2.41%
资产总计	21733.19	25650.16	31955.05	39788.43	ROE	2.90%	6.00%	7.45%	8.67%
短期借款	1710.00	1456.55	3669.30	7618.75	ROA	0.63%	1.17%	1.24%	1.25%
应付和预收款项	4152.91	7674.59	10544.62	13675.20	ROIC	6.19%	11.02%	10.80%	8.86%
长期借款	5149.80	3890.80	2772.33	1655.78	EBITDA/销售收入	12.34%	8.21%	7.31%	6.91%
其他负债	5992.64	7645.51	9651.19	11115.26	营运能力				
负债合计	17005.36	20667.46	26637.44	34064.99	总资产周转率	0.28	0.50	0.56	0.57
股本	666.96	666.96	666.96	666.96	固定资产周转率	16.24	17.05	20.71	24.39
资本公积	549.46	542.22	538.09	526.86	应收账款周转率	13.13	16.59	15.73	14.92
留存收益	2860.51	3138.52	3497.69	3951.42	存货周转率	0.59	1.09	1.00	0.96
归属母公司股东权益	4082.60	4347.70	4702.75	5145.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.38%	—	—	—
少数股东权益	645.23	634.99	614.87	578.19	资本结构				
股东权益合计	4727.83	4982.69	5317.61	5723.43	资产负债率	78.25%	80.57%	83.36%	85.62%
负债和股东权益合计	21733.19	25650.16	31955.05	39788.43	带息债务/总负债	49.35%	33.29%	29.94%	31.72%
					流动比率	1.30	1.12	1.04	1.01
					速动比率	0.64	0.38	0.36	0.36
					股利支付率	20.66%	10.06%	13.77%	14.88%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.46	0.62	0.80
					每股净资产	7.09	7.47	7.97	8.58
					每股经营现金	3.50	1.67	-2.26	-3.43
					每股股利	0.05	0.05	0.09	0.12
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	780.30	969.38	1170.73	1421.55					
PE	42.98	22.44	16.65	13.01					
PB	1.47	1.39	1.30	1.21					
PS	1.10	0.59	0.43	0.34					
EV/EBITDA	-13.15	-11.96	-8.67	-5.62					
股息率	0.48%	0.45%	0.83%	1.14%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn