

# 海航投资 (000616)

## 地产转型金控平台，对标中航资本力作！

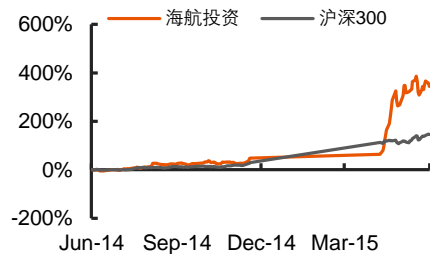
### 推荐 (首次)

现价: 14.25 元

#### 主要数据

行业	地产
公司网址	www.yeland.com.cn
大股东/持股	海航资本集团有限公司 /19.98%
实际控制人/持股	海航工会/3.50%
总股本(百万股)	1,430
流通 A 股(百万股)	1,430
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	203.81
流通 A 股市值(亿元)	203.81
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	49.50

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

##### 证券分析师

**缴文超** 投资资格编号  
S1060513080002  
010-56800136  
JIAOWENCHAO233@pingan.com.cn

**陈雯** 投资资格编号  
S1060515040001  
101227  
CHENWEN567@pingan.com.cn

##### 研究助理

**罗晓娟** 一般从业资格编号  
S1060114080008  
010-56800142  
LUOXIAOJUAN567@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点：

- **依托海航资本，转型金控平台：**海航投资前身是大连渤海饭店集团，1996年于深交所上市。2013年，公司大股东乾通实业将其持有的公司全部股份（285,776,423股，占公司总股本的19.98%）转让给海航资本，海航资本成为公司新的控股股东，海航资本是海航集团旗下金融服务业的主要管理平台，拟将海航投资打造成金融投资平台。
- **房地产利润下滑，处置了部分低效资产，但2015地产市场回暖可期：**由于宏观经济及房地产市场下行压力大，2014年公司实现房地产收入19.78亿元，同比减少23.39%，毛利率21.88%，同比下滑21.05%；2014年上半年，公司处置了子公司北京西海龙湖65%股权，共计收回资金14.36亿元；但2014年中下旬开始，随着降准降息等货币宽松政策的实施，以及公积金等房贷政策陆续放松，房价已开始反弹。
- **拟收购北京新生医疗、海汉养老、华安保险及定增渤海信托，金融平台雏形初现：**海航投资发布非公开发行预案，拟收购海航资本和海航酒店所持有的华安财产保险股份有限公司19.643%的股权，北京新生医疗投资管理有限公司的全部股权，增资渤海信托。同时公司与汉盛资本拟共同出资成立北京海汉养老咨询服务有限公司，注册资本1000万元人民币，持股比例50%。形成多业并举、互为支撑、联动发展的新业务格局，金融控股平台初具雏形。
- **投资建议：**海航资本在证券、期货、基金、保理、担保、投资银行等传统金融领域及互联网金融、航交所等创新金融领域都有所涉足，而海航投资为海航资本旗下金融投资平台，我们认为公司可以对标中航资本，股价有较大提升空间，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**地产业务的利润率持续下滑；金融业务发展不及预期；公司业务协同不及预期等风险。

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2000.6	2060.7	2369.8	2725.2
YoY(%)	-22.8	3.0	15.0	15.0
净利润(百万元)	191.7	259.0	327.9	445.3
YoY(%)	-10.2	35.1	26.6	35.8
毛利率(%)	22.0	30.0	32.0	35.0
净利率(%)	10.2	13.4	14.7	17.4
ROE(%)	4.5	5.6	6.4	6.4
EPS(摊薄/元)	0.13	0.18	0.23	0.31
P/E(倍)	106.3	78.7	62.2	45.8
P/B(倍)	4.8	4.4	4.0	2.9

# 正文目录

<b>一、 海航投资：依托海航资本，转型金控平台</b>	<b>4</b>
1.1 海航投资发展历程：餐饮—地产—金融	4
1.2 海航投资股权结构：依托海航集团	5
1.3 海航投资参股、控股子公司：立足地产，涉足金融、制造、文体	6
<b>二、 海航投资业务简析：地产板块减负，金融板块发力</b>	<b>7</b>
<b>三、 房地产板块：存量项目去化、低效资产处置</b>	<b>9</b>
3.1 房地产市场：景气度下降，2015 年开始回暖	9
3.2 公司地产业务业绩下滑，处置了部分低效资产	10
<b>四、 金融板块：金融发力，产融结合；背靠海航，空间巨大</b>	<b>13</b>
4.1 投资板块：收购北京新生医疗、海汉养老，朝阳产业潜力巨大	13
4.2 基金板块：公募私募双管齐下	14
4.3 信托板块：拟增资取得渤海信托 32.43%股权	14
4.4 保险板块：拟收购华安保险 19.64%股权	16
4.5 股东海航资本金融资源丰富，未来业务整合可期	16
<b>五、 投资建议</b>	<b>17</b>
5.1 旗下资产估值	17
5.2 投资建议	19
<b>六、 风险提示与投资建议</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图表 1	海航投资大事记.....	4
图表 2	海航资本股权结构.....	6
图表 3	控股、参股子公司.....	7
图表 4	海航投资 2010-2014 营业收入及净利润（百万元）.....	8
图表 5	海航投资 2010-2014 分业务经营情况（百万元）.....	8
图表 6	海航投资 2010-2014 投资净收益（百万元）.....	9
图表 7	2010-2014 房地产开发投资情况（亿元、%）.....	9
图表 8	2010-2014 商品房销售面积（万/平方米、%）.....	10
图表 9	70 个大中城市 2012-2015 新建住宅价格指数（%）.....	10
图表 10	海航投资在行业内的财务状况（2015 年一季度）.....	11
图表 11	2010-2014 公司地产业务经营情况(百万元).....	11
图表 12	海航投资在建及完工项目（单位：元）.....	12
图表 13	海航投资金融控股平台雏形.....	13
图表 14	海航投资投资板块布局.....	14
图表 15	2010-2014 信托行业经营收入和人均利润.....	15
图表 16	2010-2015 渤海信托经营情况（亿元）.....	15
图表 17	2010-2014 华安财险经营情况（亿元）.....	16
图表 18	海航资本业务结构图.....	17
图表 19	海航投资投资板块估值.....	18
图表 20	渤海信托可比公司指标对比.....	18
图表 21	华安财险可比公司指标对比.....	18
图表 22	海航投资金融板块估值.....	19

## 一、海航投资：依托海航资本，转型金控平台

公司的前身是成立于 1993 年的大连渤海饭店集团，1996 年于深交所上市。2000 年进行重大战略调整，确立房地产为主业，2005 年为适应全国化、跨区域地产经营的上市公司市场形象，更名为“亿城集团股份有限公司”，2014 年更名为“亿城投资集团股份有限公司”。十余年来，通过持续不断的努力，亿城投资先后进入北京、大连、天津、苏州、秦皇岛、唐山等城市，发展成为有全国化形象、局部有突出优势的专业化房地产上市公司。

与此同时，面对地产行业的发展和市场的飞速变化，亿城投资在适度多元化发展道路上进行了积极而谨慎的尝试。2013 年下半年，根据外部环境变化和公司内部经营发展需要，经审慎研究，公司作出了转型为金融投资平台的决策，计划开拓具有较大发展潜力的金融投资业务，推动公司进入可持续发展通道。同年，公司大股东乾通实业将其持有的公司全部股份（285,776,423 股，占公司总股本的 19.98%）转让给海航资本，海航资本成为公司新的控股股东，海航资本是海航集团旗下金融服务业的主要管理平台，拟将公司打造成金融投资平台。

2014 年，公司改名为“亿城投资”，并转让了一部分地产业务。

2015 年 2 月，公司更名为“海航投资集团股份有限公司”，经营范围为“项目投资及管理、投资咨询”。公司的远景是将医疗和养老产业结合起来打造大健康产业平台，通过对金融和大健康产业项目的投资，公司将完成从单一房地产开发企业向以房地产、金融和产业投资为主要业务的上市公司的战略转型，公司未来的持续盈利能力将因此得到进一步改善。

### 1.1 海航投资发展历程：餐饮—地产—金融

海航投资自成立以来，经历了数次经济和市场的变动，公司每次都能敏锐地感知并顺势而动，先后进行了几次成功的业务转型，不断推进公司迈向新台阶。

图表1 海航投资大事记

时间	事件
1993 年	大连渤海集团有限公司联合大连华信信托投资股份有限公司、大连日兴实业公司发起设立大连渤海饭店集团有限公司，成立时的总股本为 3,750 万股。
1996 年	公司在深交所上市，大连渤海集团有限公司持有公司 2080 万股，占公司总股本的 41.6%，为公司第一大股东。公司经营范围为：饮食服务业，汽车出租、国内商业、广告、咨询服务、旅游业、医疗、房地产等。
2000 年	公司主营业务发生重大变化，由原来以酒店业、房地产业、生物制药业为主，调整为以房地产业、教育产业、酒店旅游业为主。
2002 年	公司第一大股东大连渤海集团拍卖持有本公司的 29,028,071 股（占总股本 19.97%），北京星标投资有限公司竞得 2000 万股，持有的公司股份占总股本 29.76%，成为公司新的第一大股东。 公司收购深圳市道勤投资有限公司 90% 股权并对其增资。
2005 年	为适应全国化、跨区域地产经营的上市公司市场形象，更名为“亿城集团股份有限公司”。
2003 年	公司接到第一大股东北京星标投资有限公司更名为“北京乾通投资有限公司”。

- 
- 2008年 公司接到第一大股东北京乾通投资有限公司通知更名为“乾通科技实业有限公司”。
- 2012年 收购嘉丰矿业，成立中嘉合创投资公司，公司在适度多元化发展的道路上开始了谨慎稳健的尝试。  
成立全资子公司亿城高安房地产投资基金管理（北京）有限公司。
- 2013年 乾通实业将其持有的公司全部股份（285,776,423股，占公司总股本的19.98%）转让给海航资本，海航资本成为公司新的控股股东。  
公司向海航资本在内的不超过十名特定投资者非公开发行股票，募集的部分资金向渤海信托增资，增资完成后持股比例为27.93%。  
全资子公司亿城高安房地产投资基金管理（北京）有限公司更名为亿城投资基金管理（北京）有限公司
- 2014年 公司更名为“亿城投资集团股份有限公司”。  
公司转让子公司西海龙湖65%股权。  
公司投资设立深圳中亿城信基金管理有限公司。  
公司拟转让子公司苏州万城置地100%股权。
- 2015年 公司更名为“海航投资集团股份有限公司”，经营范围为“项目投资及管理、投资咨询”。  
公司拟收购海航资本和海航酒店所持有的华安财产保险股份有限公司19.643%的股权。  
公司拟收购北京新生医疗投资管理有限公司的全部股权。  
公司拟增资渤海信托。  
公司与汉盛资本拟共同出资成立北京海汉养老咨询服务有限公司，注册资本1000万元人民币，持股比例50%。
- 

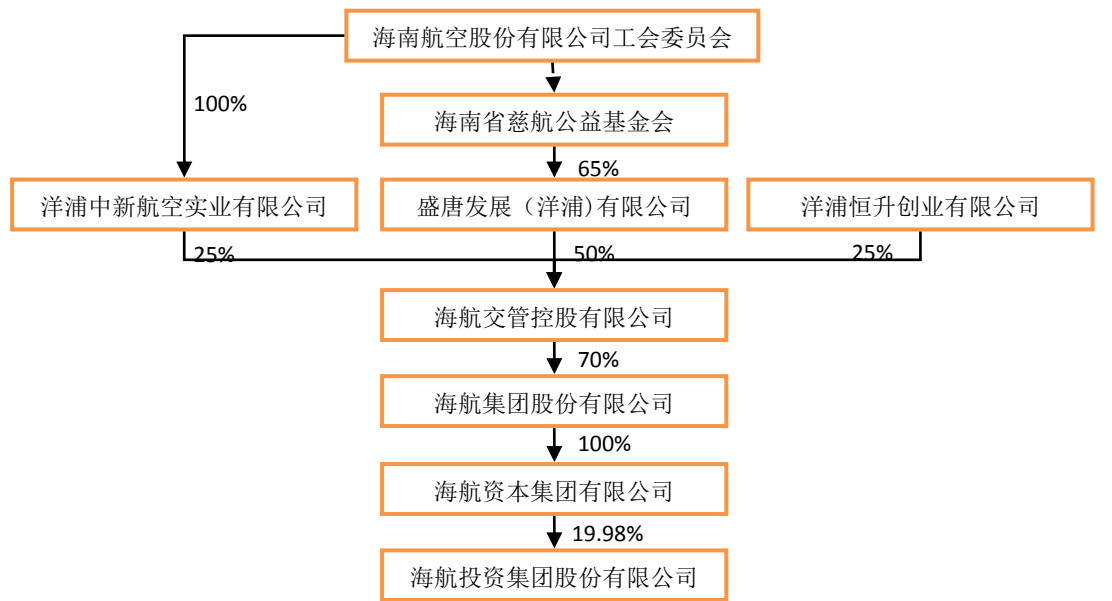
资料来源：公司年报、公司网站、平安证券研究所

## 1.2 海航投资股权结构：依托海航集团

海航资本是海航集团有限公司的核心产业集团之一。海航资本立足通过优势产业领域的投资银行服务以及多元金融工具的组合与创新，为广大客户提供全方位现代金融服务解决方案，立志创建世界级卓越金融企业，打造世界级卓越金融品牌。

实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会，间接控制公司8.03%的股权。

图表2 海航资本股权结构



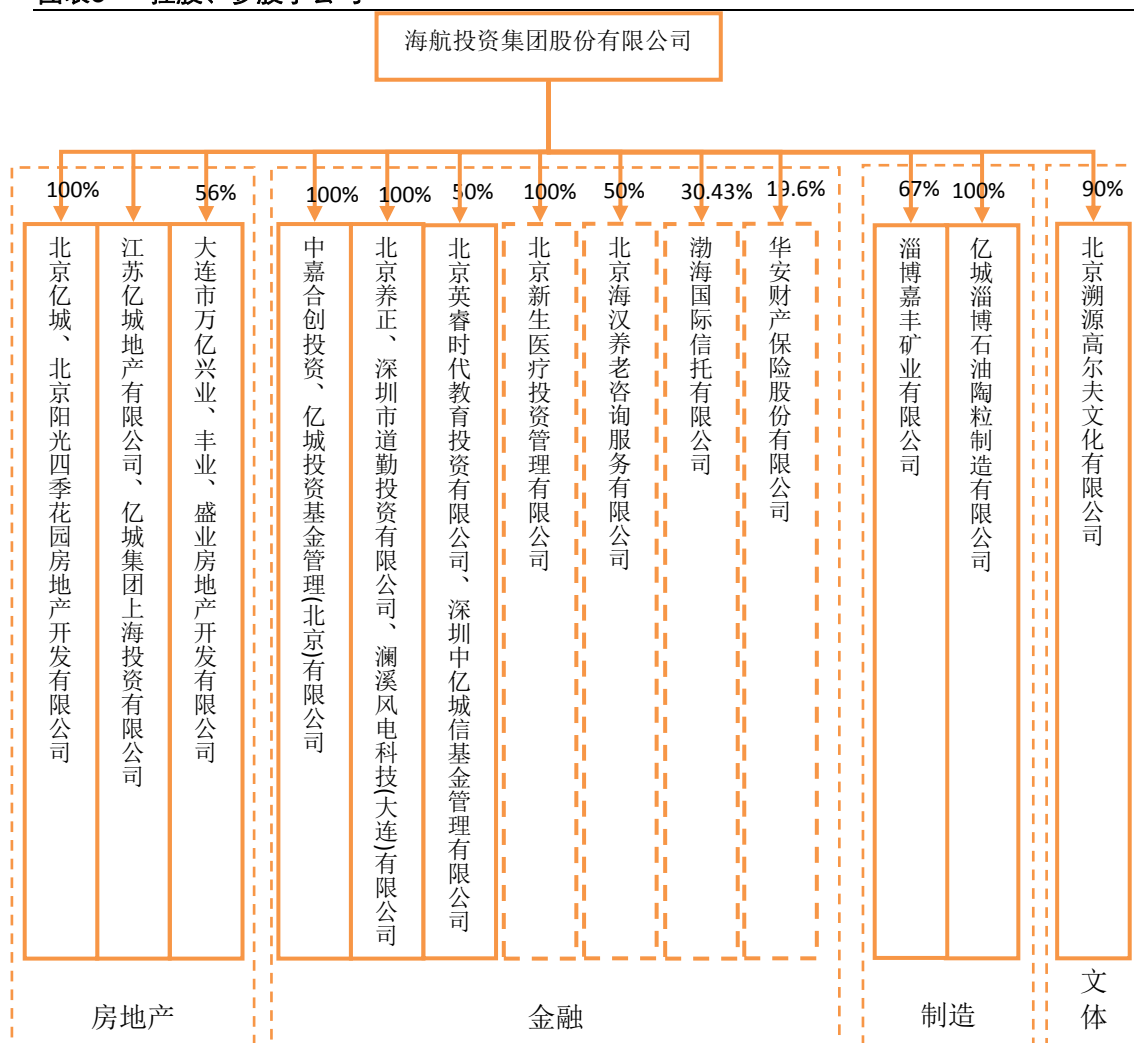
资料来源：公司年报、平安证券研究所

### 1.3 海航投资参股、控股子公司：立足地产，涉足金融、制造、文体

公司从2012年开始，就开始了适度多元化发展的战略，成立中嘉合创投资公司，涉足金融领域。尤其进入2013年下半年，房地产市场步入调整期，呈现量价齐跌、存量高企的态势。在行业整体向下的同时，房地产市场两极分化的势头不断加剧，行业集中度上升，中小房企的生存空间不断被压缩。

在这种情况下，公司2013年下半年作出了转型为金融投资平台的决策，在立足于房地产主业的基础上，参股控股投资公司、基金公司，近日拟通过收购、增值等手段布局信托、保险、健康医疗、养老产业投资等行业，以信托、基金、保险、大健康等为着力点，在金融投资领域积极布局、深耕细作。

图表3 控股、参股子公司



资料来源：公司年报、平安证券研究所

## 二、海航投资业务简析：地产板块减负，金融板块发力

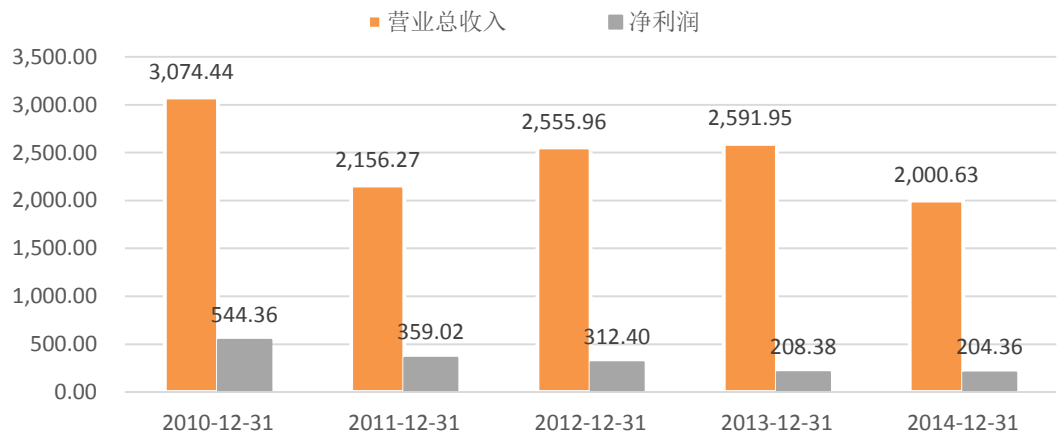
公司近5年来营业收入呈现波动下降的趋势，2014年实现营业收入约200,063.38万元，同比减少22.81%；净利润也不断下降，2014年实现净利润19,172.71万元，同比减少10.21%，主要源于房地产业务收入的大幅下滑及部分结算项目利润率较低。

公司主营业务来源是房地产业务，近5年来毛利率从2010年的48.16%下降到2014年的21.88%，降幅达50%以上。利润率的大幅下降主要是由于房地产行业景气度下降，自从2013年下半年，宏观经济下行压力大，房地产行业呈现企业分化、竞争加剧等趋势，量和质量并不占优的中小型房企受到了严重冲击。

2014年，采矿业务收入增长幅度较大，毛利率也由-3.85%转为28.87%，但由于占比较小，对利润的贡献率也很有限。在文化体育、餐饮和物业出租业务方面，2014年均无收入。



图表4 海航投资 2010-2014 营业收入及净利润 (百万元)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

图表5 海航投资 2010-2014 分业务经营情况 (百万元)

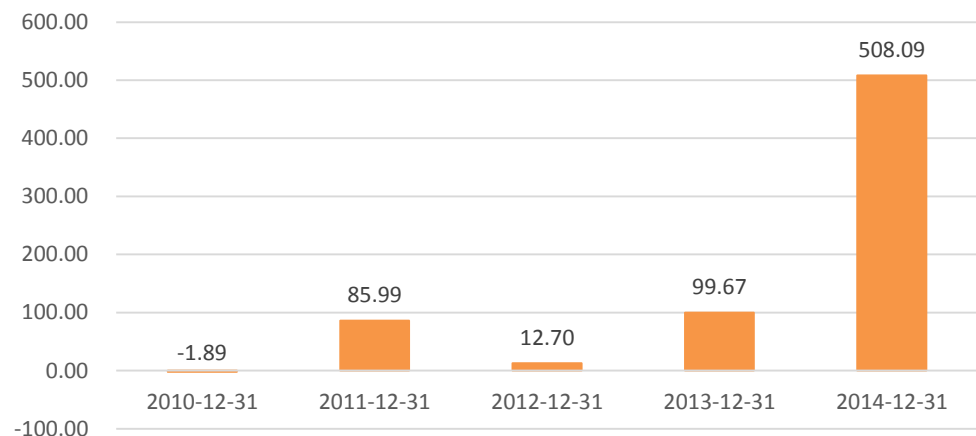
	2010	2011	2012	2013	2014	
房地产业务	收入	3041.36	2132.63	2546.35	2582.18	1978.10
	成本	1576.72	1157.11	1378.68	1866.48	1545.22
	毛利	1464.64	975.52	1167.68	715.70	432.88
	毛利率	48.16%	45.74%	45.86%	27.72%	21.88%
采矿业	收入	0.00	0.00	0.00	9.25	22.54
	成本	0.00	0.00	0.00	9.61	16.03
	毛利	0.00	0.00	0.00	-0.36	6.51
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	-3.85%	28.87%
文化体育	收入	0.00	0.00	2.98	0.52	0.00
	成本	0.00	0.00	2.84	3.35	0.00
	毛利	0.00	0.00	0.14	-2.83	0.00
	毛利率	0.00%	0.00%	4.66%	-544.23%	0.00%
餐饮及物业出租	收入	0.00	0.00	6.63	0.00	0.00
	成本	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00
	毛利	0.00	0.00	6.38	0.00	0.00
	毛利率	0.00%	0.00%	96.29%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司年报、平安证券研究所

与利润率近 5 年持续下滑的形势对比鲜明的是, 公司的投资净收益增长迅猛, 尤其是 2014 年投资净收益达到 508.09 百万元, 相当于 2013 年 5 倍之多。随着公司积极进行战略转型, 不断布局金融、投资板块, 未来的投资收益将会有更大提升空间。



图表6 海航投资 2010-2014 投资净收益 (百万元)



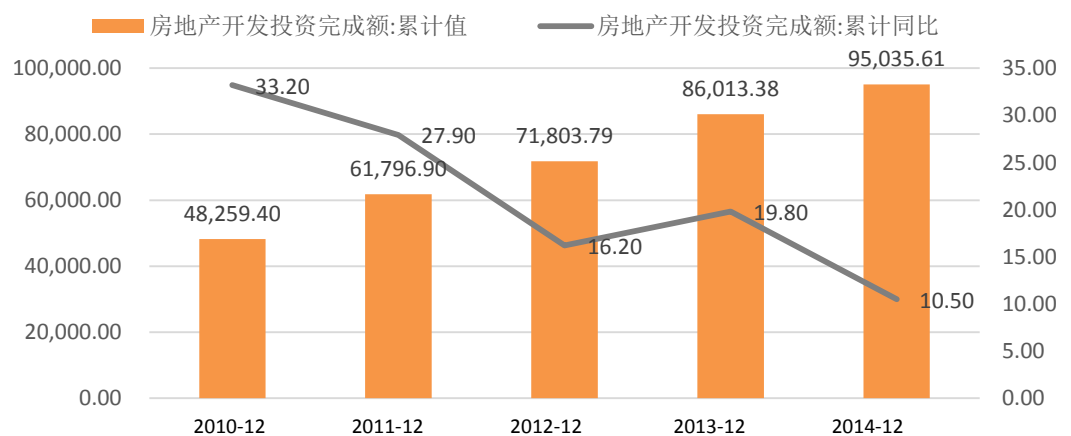
资料来源: 公司年报、平安证券研究所

### 三、 房地产板块：存量项目去化、低效资产处置

#### 3.1 房地产市场：景气度下降，2015 年开始回暖

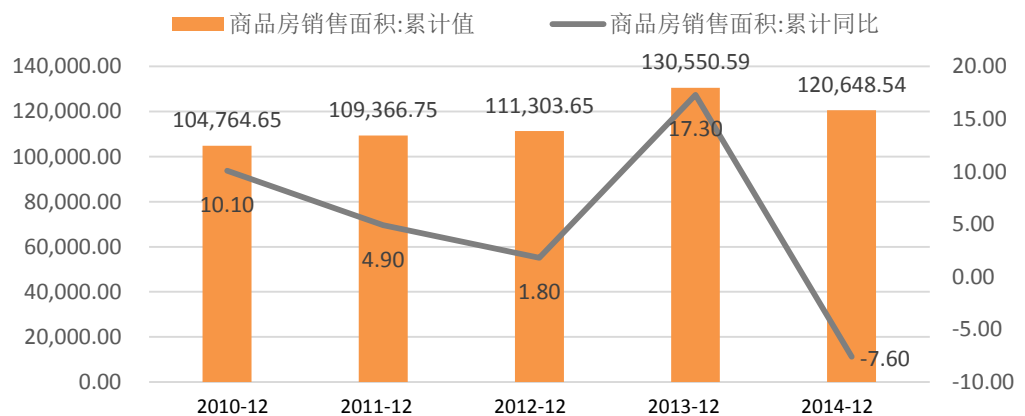
自 2013 年来，房地产市场景气度下降，房地产开发投资速度放缓，房地产开发投资完成额累计同比由 2013 年的 19.8% 下降到 2014 年的 10.5%。同时商品房销售面积下滑，同比下降 7.6%，从而导致房地产企业库存高企，考虑到 2015 年来，宏观政策和楼市新政的利好，可能带来房地产市场的改善，下半年房地产开发投资增速企稳的概率增大。

图表7 2010-2014 房地产开发投资情况 (亿元、%)



数据来源: wind、平安证券研究所

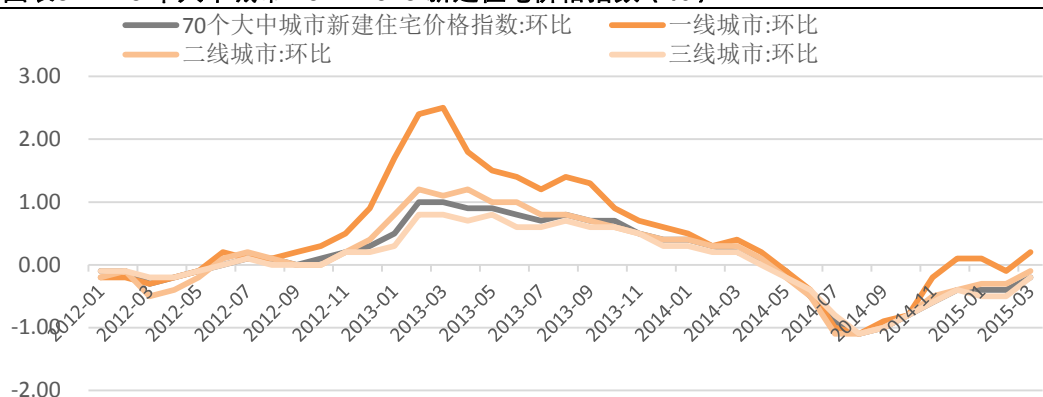
图表8 2010-2014 商品房销售面积 (万/平方米、%)



数据来源: wind、平安证券研究所

同时从新建住宅价格来看,在2013年到达顶峰后开始不断下滑,由于2014年中下旬开始,随着降准降息等货币宽松政策的实施,以及公积金等房贷政策陆续放松,房价达到了最低点并开始反弹,尤其以一线城市房价反弹速度最快,反映了一线城市房价具有良好的抗跌性。

图表9 70个大中城市2012-2015 新建住宅价格指数 (%)



数据来源: wind、平安证券研究所

### 3.2 公司房地产业务业绩下滑, 处置了部分低效资产

2014年房地产市场步入调整期,呈现量价齐跌、存量高企的态势,全国商品房销售面积同比下降7.6%,销售金额同比下降6.3%。

在行业整体向下的同时,房地产企业两极分化的势头仍在持续。克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心共同发布的统计数据显示,2014年房地产行业的集中度继续大幅提升, TOP10、TOP20和TOP50的金额和面积集中度上升幅度均高于前几年, TOP100企业销售金额和面积集中度分别达到38.37%和22.43%。

公司在行业内处于中游位置,受资产规模、经营效率、融资能力、品牌知名度等因素限制,发展空间进一步被压缩,抗风险能力较弱,面临巨大的生存发展压力。

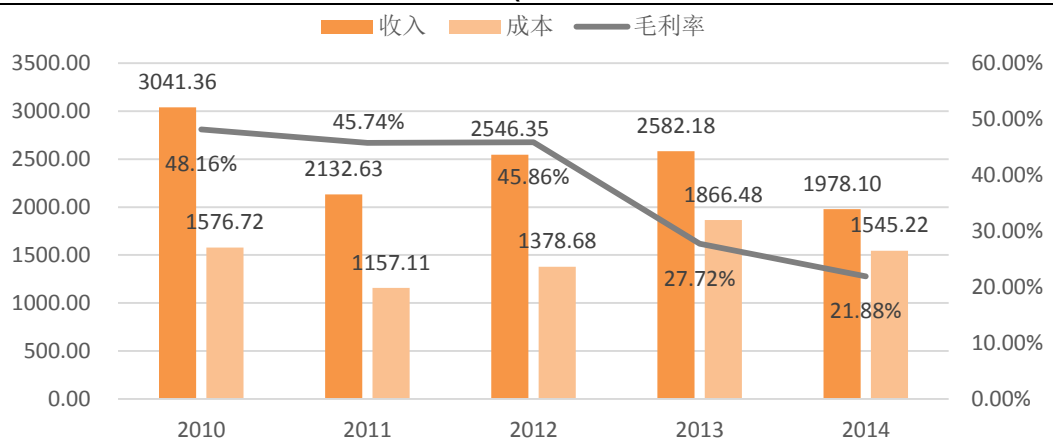
图表10 海航投资在行业内的财务状况（2015年一季度）

排名	简称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总计 (亿元)	负债合计 (亿元)	资产负债率 (%)
<b>行业均值(算术平均)</b>		7.32	0.92	250.49	186.38	74.41
<b>行业中值</b>		2.06	0.09	80.56	48.67	60.41
1	保利地产	133.07	15.83	3,779.24	2,942.77	77.87
2	万科 A	88.94	9.08	5,260.40	4,098.37	77.91
3	招商地产	60.05	7.40	1,615.77	1,165.67	72.14
4	招商局 B	60.05	7.40	1,615.77	1,165.67	72.14
5	中天城投	38.05	6.73	406.66	326.65	80.33
6	首开股份	37.73	6.81	1,008.49	840.48	83.34
7	金地集团	36.57	1.15	1,304.87	883.36	67.70
8	华夏幸福	32.97	7.78	1,233.41	1,045.25	84.74
9	荣盛发展	30.27	3.14	824.55	674.93	81.85
10	滨江集团	27.70	4.23	381.79	281.26	73.67
.....						
78	海航投资	2.07	0.09	84.09	41.61	49.48

数据来源: wind、平安证券研究所

近 5 年来, 公司的房地产业务收入随着房地产市场的景气度不断波动下降, 毛利率由 48.16% 下降到 21.88%, 下滑率高达 50%。尤其是 2013 年来, 受到宏观经济调整及房地产市场的影响, 房地产业务收入大幅下降。

图表11 2010-2014 公司房地产业务经营情况(百万元)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

2014年，公司根据现有可售量和市场情况动态调整了开工节奏，上海前滩、唐山叠山院二期、苏州胥江一号二期等项目按计划开工。截至2014年末，公司在施面积约35.5万平方米，较去年同期大幅下降。

2014年公司在售项目为天津亿城堂庭、苏州胥江一号和唐山叠山院，可售量较小，而且去化较慢的大户型比重较大。公司不断优化推售策略，加大销售力度，但受房地产市场整体形势以及公司货量 and 产品结构的影响，销售情况同比降幅仍然较大，全年实现签约销售金额约12.7亿元，同比下降45.8%。

图表12 海航投资在建及完工项目（单位：元）

项目名称	竣工时间 (预计竣工时间)	期初余额	期末余额
天津亿城堂庭	2015.10	1,564,818,746.27	1,485,710,342.63
北京燕西华府		2,399,675,520.47	
苏州亿城天筑		873,726,143.62	
唐山叠山院	2016.04	452,355,200.40	502,421,104.32
苏州胥江一号	2015.01	431,779,958.77	584,594,017.72
上海前滩项目	2017.12		1,858,012,842.65
天津亿城堂庭一期	2013.06	520,305,776.53	410,789,201.33
天津亿城堂庭二期	2014.10	868,637,433.07	165,623,635.94
北京燕西华府-C1	2013.01	296,638,807.78	0
北京燕西华府-D1	2013.11	530,979,567.44	0
苏州苏秀天地	2013.07	97,865,186.76	0
天津倍幸福	2012.08	46,261,758.25	45,295,966.69
北京碧水云天-颐园	2003.09	18,918,929.08	18,787,898.56
北京万柳亿城大厦	2004.10	27,728,800.26	27,728,800.26
北京卡尔生活馆	2004.03	8,592,410.38	8,186,134.48
北京西山公馆	2011.12	85,396,121.95	51,947,234.68
苏州亿城新天地	2011.12	19,776,136.52	0
苏州亿城天筑	2014.08	0	664,084,296.07

资料来源：公司年报、平安证券研究所

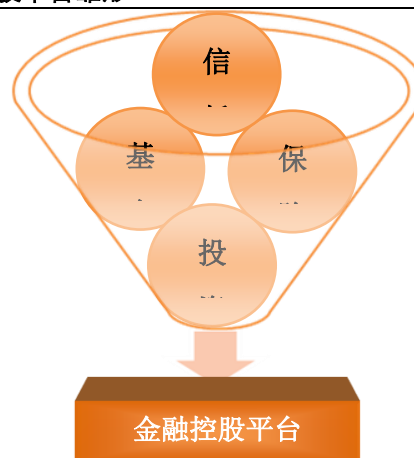
公司地产业务的着力点是存量项目去化、妥善处置低效资产，协助公司轻装上阵。2014年上半年，公司通过在北京产权交易所公开挂牌转让的方式，顺利处置了子公司北京西海龙湖65%股权，已完成全部股权转让手续及工商变更手续，共计收回资金14.36亿元（包括股权转让款81930.71万元和股东借款61633万元），为稳健公司财务贡献了重要力量。同时未来将加大天津亿城堂庭、苏州胥江一号别墅和唐山叠山院壹号项目的销售力度，力求销售业绩突破，并进一步调整产品结构，主推市场主流刚需产品，加速去库存化。

## 四、金融板块：金融发力，产融结合；背靠海航，空间巨大

公司对国内房地产行业竞争日趋激烈、分化加剧的严峻形势以及自身在房地产行业中的地位和企 业面临的挑战有清醒的认识。为了突破发展瓶颈，公司几年前就明确提出转型为金融投资平台的发展 方向。随着基金、产业投资业务的开展和非公开发行工作的推进，公司的发展方向、工作思路、业 务模式日益清晰。

近年来，公司通过投资、合作等方式快速捕获金融行业优质机遇，不断加深对行业的理解，提高行 业投资能力，开拓基金、信托、保险等金融分支领域，并寻求大健康、物流、养老等朝阳产业的投 资机会，形成多业并举、互为支撑、联动发展的新业务格局，金融控股平台初具雏形。

图表13 海航投资金融控股平台雏形



数据来源：公司网站，平安证券研究所

### 4.1 投资板块：收购北京新生医疗、海汉养老，朝阳产业潜力巨大

公司的投资领域覆盖的产业广泛，已布局创投、教育、物流等热点产业，还将不断涉足大健康、养 老等朝阳产业。

2014 年，公司拟收购北京新生医疗投资管理有限公司，收购新生医疗股权的交易对方海航置业控股（集团）有限公司与本公司的实际控制人同为海南航空股份有限公司工会委员会；公司与汉盛资本拟共同出资成立北京海汉养老咨询服务有限公司，注册资本 1000 万元人民币，持股比例 50%。

图表14 海航投资投资板块布局



数据来源：公司网站，平安证券研究所

#### 4.2 基金板块：公募私募双管齐下

公司大力发展基金业务，在私募基金方面，一是与中信信托合作，成功发起了中亿城信不动产投资基金，并完成了首个项目的投资，基金规模 17 亿元，2014 年募集资金 12.516 亿元，基金投资于海航实业大厦，持有项目公司 100% 股权，目前股权交割已经完成，正在进行资产及管理的交接以及后期资金的募集；二是推进基金公司管控体系建设，公司下属两家基金管理公司亿城投资基金管理（北京）有限公司和深圳中亿城信股权投资基金管理有限公司已按照相关规定完成了在中国证券投资基金业协会的备案。

公募基金方面，公司计划与渤海信托、特华控股共同组建公募基金公司一本源基金管理有限责任公司，已完成内部决策机构审议程序，正在证监会审核过程中。

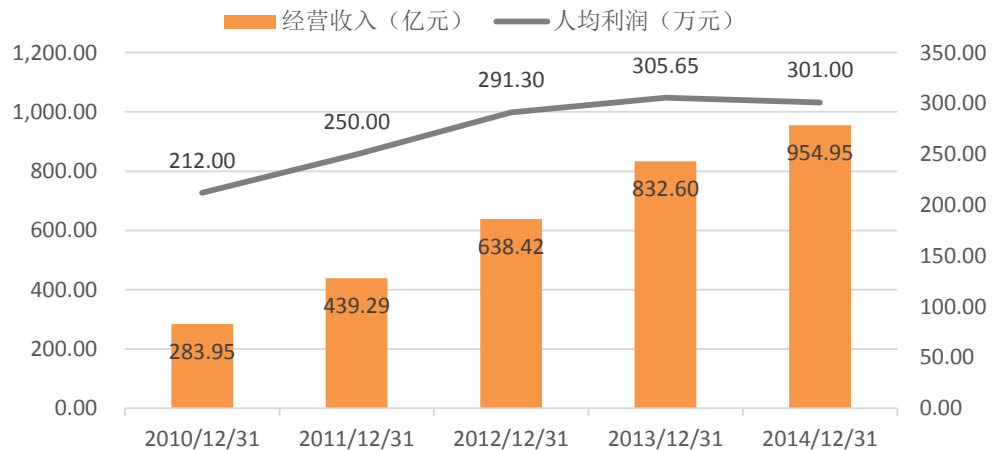
#### 4.3 信托板块：拟增资取得渤海信托 32.43% 股权

2014 年，信托资产规模达到 14.4 万亿，实现营业收入 954.95 亿元，人均利润 301 万元，尽管全行业增速放缓，依然再创历史新高，行业企稳态势明显，系统风险总体可控。

信托业一方面面临经济下行和市场竞争对传统业务的冲击，另一方面各信托公司处于传统与创新业务结构模式的转型交替阶段。2014 年银监会主席助理杨家才在中国信托业年会上进一步提出受托、经纪、维权、核算、机构、股东、行业、监管等八项责任的落实问题，对今后的信托业发展提出了更为严苛的要求。

尽管如此，从长远来看，伴随国内高净值人群的持续增长，财富管理需求随之增长，资产管理市场前景广阔，潜力无限。近几年的高速发展为信托业积累了丰富的资管经验和殷实的资本实力，竞争力不容小觑。就目前国内经济形势而言，传统业务仍将是现阶段信托公司生存不可或缺的重要选择，在稳固现有传统业务的同时，加速业务转型升级，改革创新才能保障信托公司未来的辉煌。

图表15 2010-2014 信托行业经营收入和人均利润



数据来源: wind、平安证券研究所

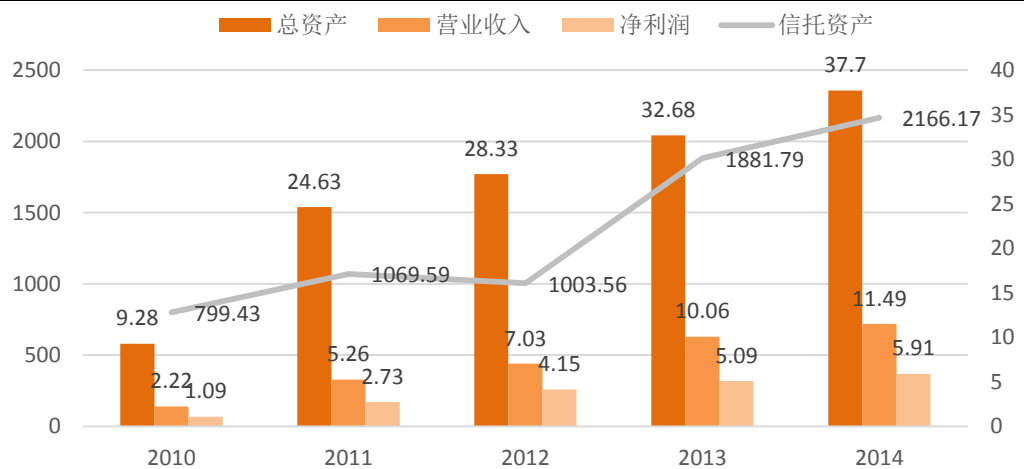
2014 年, 公司拟增资取得渤海国际信托有限公司 32.43% 股权, 渤海信托现股东海航资本亦为公司控股股东。

渤海信托成立于 1983 年 12 月, 前身为河北省国际信托投资有限责任公司, 2006 年完成重组, 成为海航集团成员企业, 2007 年更名为渤海国际信托有限公司。公司注册地为河北省石家庄市, 注册资本 20 亿元, 是目前河北省唯一一家经营信托业务的非银行金融机构, 经营范围覆盖资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托及其他财产或财产权信托等信托业务, 同时还包括投资基金业务、经营企业资产的重组、并购及项目融资、公司理财、财务顾问等自营业务, 产品涉及基础产业、房地产、工商、金融机构等领域。

该公司注册资本于 2011 年 6 月份增加至人民币 200,000 万元, 增加注册资本 120,435 万元, 增资部分由新增股东海航资本集团有限公司全部出资。

近五年该公司的经营情况良好, 总资产由 2010 年的 9.28 亿元增加到 2014 年的 37.7 亿元; 营业收入由 2010 年的 2.22 亿元增长到 2014 年的 11.49 亿元; 净利润由 2010 年的 1.09 亿元增加到 2014 年的 5.91 亿元; 信托资产规模由 2010 年的 799.43 亿元激增到 2014 年的 2166.17 亿元。

图表16 2010-2015 渤海信托经营情况 (亿元)



数据来源: 公司年报、平安证券研究所



#### 4.4 保险板块：拟收购华安保险 19.64%股权

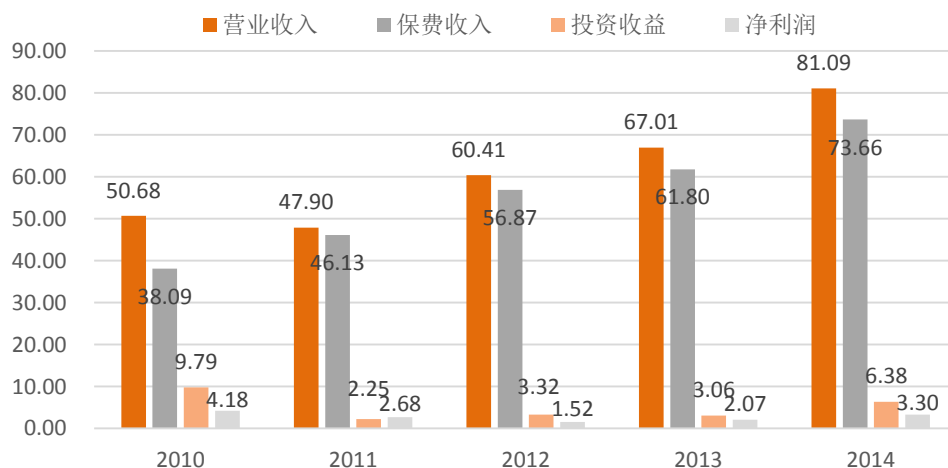
2014 年，公司拟收购华安保险 19.643% 股权，收购华安保险部分股权的交易对方海航资本为公司控股股东。

华安财产保险股份有限公司是经中国人民银行批准，于 1996 年 10 月 18 日正式创立的一家专业性保险公司，总部设于深圳，注册资本 21 亿元人民币，主要经营各种财产险、责任险、信用保证险、农业险、意外伤害险和短期健康险业务。

截至目前，经中国保险监督管理委员会批准，华安保险已在北京、上海、深圳、广东等 30 个省、市、自治区开设分公司，下设机构千余家。

近五年来，该公司的保费收入逐年提高，由 2010 年的 38.09 亿元增长到 2014 年的 73.66 亿元；投资收益方面，2010 年-2013 年略有下滑，由 2010 年的 9.79 亿元，降低到 2013 年的 3.06 亿元，但是 2014 年投资收益同比翻倍，达到了 6.38 亿元，增长势头良好；营业收入大体上呈上升趋势，2014 年达到了 81.09 亿元，净利润达到了 3.30 亿元。

图表17 2010-2014 华安财险经营情况（亿元）



数据来源：公司年报、平安证券研究所

#### 4.5 股东海航资本金融资源丰富，未来业务整合可期

海航资本集团有限公司是海航集团核心产业，承载海航集团金融板块职能，依托海航集团深厚的实体产业优势，通过不懈努力，现已发展成为以租赁、保险、信托等业务为主的综合型金融集团公司。

金融业务涵盖包括租赁、保险、信托、证券、期货、基金、保理等传统金融领域，还包括互联网金融、航交所等创新金融领域。在租赁业务领域，海航资本覆盖多个租赁业务领域，拥有飞机、船舶、集装箱、基础设施等专业化租赁业务，以 A 股上市公司渤海租赁为核心，依托境内外租赁平台优势 and 专业化金融创新服务，管理租赁资产超 1000 亿元，在全球近 100 个大中城市进行战略布局；在保险业务领域，海航资本拥有超过 1100 所营业机构，建立了完善的保险服务网络，提供全国范围的“通保通赔”及其它保险增值服务，并与慕尼黑再保险公司、法国再保险公司等多家国际知名专业再保险公司建立了业务合作；在信托业务领域，旗下渤海信託管理了超过 2100 亿元的信托资产，通过“鲲鹏财富”俱乐部为客户提供可信赖、专业化的信托理财服务，产品覆盖资本市场、货币市场、实体经济，逐步成为社会各界高度信赖的财富管理机构；在创新金融及其它业务领域，海航资

本在证券、期货、基金、保理、担保、投资银行等传统金融领域及互联网金融、航交所等创新金融领域都有所涉足。

新光海航人寿保险有限责任公司是由新光人寿保险股份有限公司（台湾）与海航集团有限公司（海航资本的母公司）共同组建的合资人寿保险公司；而渤海人寿保险股份有限公司的董事长郭健为海航资本的总裁助理。

海航资本现已将渤海信托和华安财险注入到海航投资中，海航投资依托着股东的强大背景及丰富的金融资源，未来进行金融业务整合可期，向金融投资平台转型的前景会更加广阔。

图表18 海航资本业务结构图



资料来源：公司网站、平安证券研究所

## 五、投资建议

### 5.1 旗下资产估值

#### ■ 5.1.1 投资板块

预计海航投资 2015 年房地产业务净利润约为 1 亿，根据行业中值，取 25.2 倍 PE，估计市值为 25.2 亿元。

#### ■ 5.1.2 投资板块

对投资公司可按照注册资本，估计市值为 94.8 亿元。

图表19 海航投资投资板块估值

	注册资本（亿）	市值（亿）	海航投资持股比例	归属于海航投资的市值（亿）
养正投资	0.5	20	100%	20
英睿时代	0.12	4.8	100%	4.8
中嘉合创	0.5	20	100%	20
深圳道勤	0.7	28	100%	28
新生医疗	0.5	20	100%	20
海汉养老	0.1	4	50%	2
投资板块估值				94.8

数据来源：wind、平安证券研究所

### ■ 5.1.3 基金板块

介于地产投资管理公司有类 reits 性质，仅对公募基金按 1 倍 PB 进行估值为 0.6 亿。

### ■ 5.1.4 信托板块

在信托行业，我国仅有两家上市公司，即安信信托和陕西国际信托，根据相关指标对比，渤海信托的各指标大致介于两者之间，所以取平均 PB 为 6.37，渤海信托估计市值为 234.4 亿元，海航投资拟持有 30.43% 股份，估计市值为 71.3 亿元。

图表20 渤海信托可比公司指标对比

2014 年 12 月 31 各指标	中原信托	安信信托	陕西国际信托
注册资本（亿元）	20	4.5	12
资产总计（亿元）	37.67	27.46	45.65
净利润（亿元）	5.91	2.06	0.75
净资产（亿元）	36.8	20.1	40.82
PB（2014 年）	6.37	8.37	4.37

数据来源：wind、平安证券研究所

### ■ 5.1.5 保险板块

华安财险的估值可以对标港股上市公司中国财险，以 2.43 倍 PB 估计公司价值，估计华安财险的市值为 327.4 亿元，海航投资拟持有 19.6% 股份，估计市值为 64.2 亿元。

图表21 华安财险可比公司指标对比

2013 年 12 月 31 各指标	华安财险	中国财险
净资产（亿元）	134.75	857.7
PB（2014 年）	2.43	2.43

数据来源：wind、平安证券研究所

据金融板块各部分的估计市值，可得出金融板块总市值为 230.9 亿元。

图表22 海航投资金融板块估值

	市值 (亿)
投资板块	94.8
基金板块	0.6
信托板块	71.3
保险板块	64.2
金融板块估值	230.9

资料来源: wind, 平安证券研究所

## 5.2 投资建议

海航资本在证券、期货、基金、保理、担保、投资银行等传统金融领域及互联网金融、航交所等创新金融领域都有所涉足，而海航投资为海航资本旗下金融投资平台，我们认为公司可以对标中航资本，股价有较大提升空间。

## 六、风险提示与投资建议

地产业务的利润率持续下滑；金融业务发展不及预期；公司业务协同不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>7724.3</b>	<b>9317.7</b>	<b>9409.5</b>	<b>12671.9</b>
现金	1062.8	401.1	900.3	1979.0
应收账款	40.7	105.0	62.6	130.2
其他应收款	342.5	404.3	454.5	533.1
预付账款	302.4	875.7	440.5	1006.4
存货	5948.1	7503.8	7523.9	8995.5
其他流动资产	27.8	27.8	27.8	27.8
<b>非流动资产</b>	<b>738.8</b>	<b>970.1</b>	<b>1202.4</b>	<b>1436.7</b>
长期投资	58.2	64.2	71.2	79.2
固定资产	156.5	138.6	120.6	102.6
无形资产	297.7	267.5	237.2	207.0
其他非流动资产	226.3	499.8	773.4	1047.9
<b>资产总计</b>	<b>8463.1</b>	<b>10287.8</b>	<b>10611.9</b>	<b>14108.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>2257.9</b>	<b>3193.2</b>	<b>2664.2</b>	<b>3749.3</b>
短期借款	102.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	712.5	494.3	853.9	628.2
其他流动负债	1443.2	2698.9	1810.3	3121.1
<b>非流动负债</b>	<b>1966.2</b>	<b>2466.2</b>	<b>2766.2</b>	<b>3266.2</b>
长期借款	1966.2	2466.2	2766.2	3266.2
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债合计</b>	<b>4224.1</b>	<b>5659.5</b>	<b>5430.5</b>	<b>7015.5</b>
少数股东权益	21.5	38.6	60.2	89.5
股本	1430.2	1530.2	1680.2	1718.2
资本公积	201.6	251.6	351.6	1813.6
留存收益	2585.6	2808.0	3089.5	3471.8
归属母公司股东权益	4217.4	4589.8	5121.3	7003.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>8463.1</b>	<b>10287.8</b>	<b>10611.9</b>	<b>14108.6</b>

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-20.0</b>	<b>-783.3</b>	<b>407.2</b>	<b>-441.4</b>
净利润	204.4	276.1	349.5	474.7
折旧摊销	11.8	49.2	49.2	48.2
财务费用	85.3	113.9	136.1	141.3
投资损失	-2.1	-5.0	-6.0	-7.0
<b>营运资金变动</b>	<b>279.3</b>	<b>-349.1</b>	<b>935.9</b>	<b>215.8</b>
其他经营现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>575.6</b>	<b>-275.5</b>	<b>-275.5</b>	<b>-275.5</b>
资本支出	14.2	275.5	275.5	275.5
长期投资	1966.2	2466.2	2766.2	3266.2
其他投资现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-581.4</b>	<b>397.3</b>	<b>367.6</b>	<b>1795.7</b>
短期借款	102.2	0.0	0.0	0.0
长期借款	1966.2	2466.2	2766.2	3266.2
普通股增加	0	100	150	37.9747
资本公积增加	-183.0	50.0	100.0	1462.0
其他筹资现金流	45	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-25.9</b>	<b>-661.6</b>	<b>499.2</b>	<b>1078.7</b>

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>2000.6</b>	<b>2060.7</b>	<b>2369.8</b>	<b>2725.2</b>
营业成本	1561.2	1442.5	1611.4	1771.4
营业税金及附加	204.1	0.0	0.0	0.0
营业费用	50.1	51.6	59.4	68.3
管理费用	88.6	91.2	104.9	120.7
财务费用	85.3	113.9	136.1	141.3
资产减值损失	101.4	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2.1	5.0	6.0	7.0
<b>营业利润</b>	<b>-45.8</b>	<b>90.4</b>	<b>114.5</b>	<b>155.9</b>
营业外收入	0.2	2.1	1.3	2.0
营业外支出	3.0	2.1	1.3	2.0
<b>利润总额</b>	<b>415.2</b>	<b>366.4</b>	<b>464.0</b>	<b>630.5</b>
所得税	210.8	90.4	114.5	155.9
<b>净利润</b>	<b>204.4</b>	<b>276.1</b>	<b>349.5</b>	<b>474.7</b>
少数股东损益	12.6	17.1	21.6	29.3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>191.7</b>	<b>259.0</b>	<b>327.9</b>	<b>445.3</b>
EBITDA	510.1	529.6	649.3	820.1
EPS (元)	0.13	0.18	0.23	0.31

主要财务比率

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-22.8	3.0	15.0	15.0
营业利润(%)	-137.3	711.1	26.7	36.2
归属于母公司净利润(%)	-10.2	35.1	26.6	35.8
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	22.0	30.0	32.0	35.0
净利率(%)	10.2	13.4	14.7	17.4
ROE(%)	4.5	5.6	6.4	6.4
ROIC(%)	4.4	7.1	6.9	8.5
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	49.9	55.0	51.2	49.7
净负债比率(%)	49.0	53.7	54.0	46.6
流动比率	3.4	2.9	3.5	3.4
速动比率	0.8	0.6	0.7	1.0
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	49.1	19.6	37.9	20.9
固定资产周转率	12.8	14.9	19.7	26.6
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.23	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	-0.55	0.28	-0.31
每股净资产(最新摊薄)	2.95	3.21	3.58	4.90
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	106.3	78.7	62.2	45.8
P/B	4.8	4.4	4.0	2.9
EV/EBITDA	41.6	44.8	39.6	31.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033