

海岛建设 (600515)

推荐

行业：多业态零售

# 注入海南地产资源，打造地产基建综合运营商

重大资产重组完成后公司主营由原来的商贸零售变为综合地产开发与运营。公司拥有大片海南土地储备，背靠海航系，充分发挥海航的综合产业优势与规模优势，募资力图打造多个地标级项目，积极响应国家“海上丝绸之路”战略。

## 投资要点：

✦ 重大重组方案分为两部分：**第一，发行股份及现金收购海航基础 100% 股权。目前海航基础所控资产总体估值为 261.5 亿元。第二，配套融资 160 亿元。上市公司拟以询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。**

✦ **海航基础利用自身规模与资源优势深耕海南，公司拥有丰富的海南土地储备是国家“去库存”政策的直接受益者。重组完成后，2016 年总营收 93.97 亿，地产占比 70%，机场业务占比 17%，原有商贸业务占比 12%。地产综合开发变为公司主营业务。地产业务 17/18 贡献净利分别为 11.18 亿/23.50 亿，年复合增长率 100%，是公司近两年净利增长的主要动力。**

✦ **机场业务吞吐量增速快于全国平均，主要资产三亚机场还未达到运输瓶颈，增长可期。三亚机场近三年年均复合增长率为 13.35%，同期国内民航机场总旅客吞吐量年均复合增长率为 10.64%。海航机场集团共控股 7 家机场，参股一家机场，未来有望继续拓展支线航空业务。**

✦ **2018 年后公司重资打造的南海生态岛将会产生净利，成为下一个公司主要利润增长点。另外公司将会利用地产业务回款积极开展与“海上丝绸之路”相关的基础设施建设工程，发挥区位优势，立足海南服务全国。**

✦ **风险提示：去库存不达预期，地产业务估值过高的风险**

## 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1116	1200	9397	13735
收入同比(%)	6%	8%	683%	46%
归属母公司净利润	37	107	820	1577
净利润同比(%)	12%	187%	665%	92%
毛利率(%)	32.5%	33.0%	23.4%	22.8%
ROE(%)	4.6%	11.6%	2.0%	3.6%
每股收益(元)	0.09	0.25	0.21	0.41
P/E	139.73	48.73	58.14	30.24
P/B	6.38	5.64	1.14	1.10
EV/EBITDA	23	16	28	15

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：焦俊

S0960115030023

0755-82023444

jiaojun@china-invs.cn

6 - 12 个月目标 15

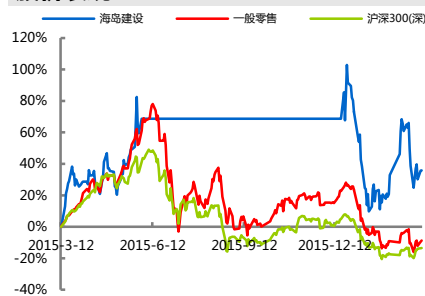
当前股 12.77

评级调 首次

## 基本资料

总股本(百万股)	423
流通股本(百万股)	423
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	54
成交量(百万股)	15.93
成交额(百万元)	205.62

## 股价表现



## 相关报告

## 目 录

<b>一、公司概况：重组注入地产基建资产，背靠海航系，大展宏图大可为</b> .....	<b>4</b>
1. 重组方案概述：注入 260 亿“海航基础”资产，配套融资 160 亿 .....	4
2. 重组后营收规模大增，逐步剥离百货业务，营收结构以地产基建为主 .....	5
3. 160 亿配套融资投向大基建、商业及住宅地产 .....	7
<b>二、机场业务稳步发展，吞吐总量增速快于全国平均</b> .....	<b>8</b>
1. 控股 8 家机场，参股一家机场，吞吐量快于全国增速 .....	8
2. 三亚机场未到吞吐量瓶颈，横向比较仍有较大空间 .....	9
3. 机场非航空类收入占比持续升高，补贴收入维持不变 .....	11
<b>三、地产业务：多元化发展打造规模效应</b> .....	<b>13</b>
<b>四、估值及风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图目录

图 1 重组后股权结构变化（不考虑配套融资），实际控制人仍为“海南慈航基金”	4
图 2 上市公司历年营收以及增速（单位：亿元、%）	5
图 3 营收结构变化为以地产基建为主	5
图 4 主要子公司情况以及公司管理架构	6
图 6 各个募投项目占比	7
图 7 海航机场集团控参股机场地理分布	8
图 8 海航机场集团控股机场吞吐量分布	8
图 9 控股机场历年吞吐量及增速（单位：万人）	8
图 10 全国机场旅客吞吐量、增速（单位：亿人）	9
图 11 全国机场货邮吞吐量及增速（单位：万吨）	9
图 12 三亚机场历年吞吐量、设计吞吐量及增速（单位：万人、%）	9
图 13 宜昌机场吞吐量、设计吞吐量及增速	10
图 14 满洲里机场吞吐量、设计吞吐量及增速	10
图 15 中国人均 GDP 水平处于美国 70 年代中期	10
图 16 中国人均乘机次数与人均 GDP 高度相关	10
图 17 机场航空类及非航空类营收情况（单位：亿）	11
图 18 机场非航空类营收占比（单位：%）	11
图 20 海口大英山 CBD 规划图	13
图 21 海南省内人工岛统计	15
图 22 人工岛位于琼州海峡中段	15
图 23 项目建成后效果图	15
图 24 南海明珠生态岛盈利预测	16
图 25 已竣工项目销售额概算	16
图 26 公司在建项目梳理	17
图 27 历年地产类营收及增速（单位：亿元、%）	18
图 28 海航基础拟合营收预计以及净利估计（单位：亿元、%）	19
图 29 假设公司重组成功后各业务分部估值	19

## 一、公司概况：重组注入地产基建资产，背靠海航系，大展宏图大可为

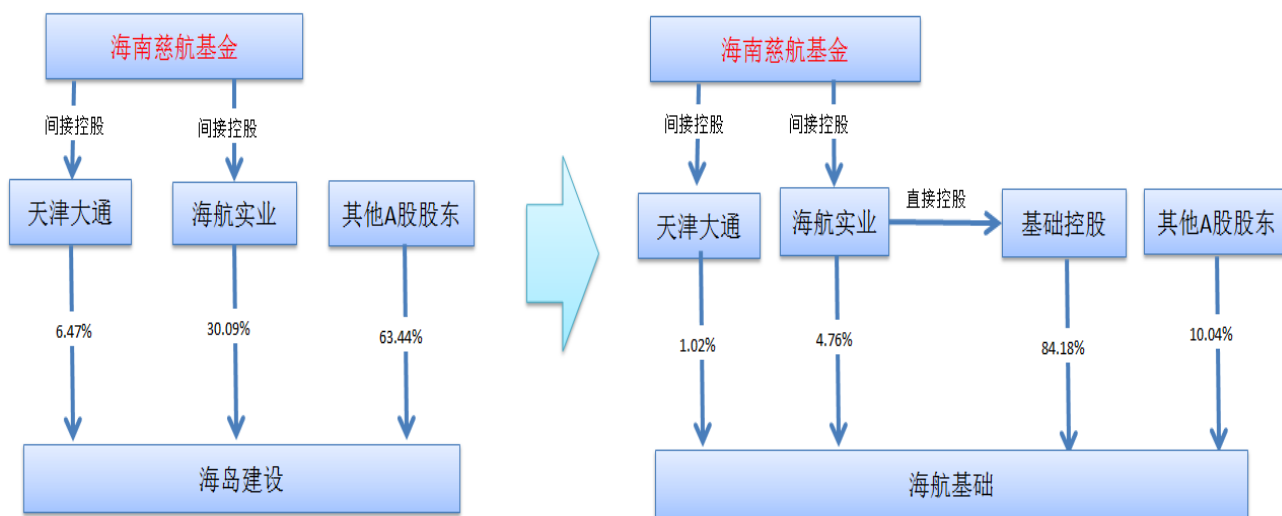
### 1. 重组方案概述：注入 260 亿“海航基础”资产，配套融资 160 亿

近期公司公布重大重组计划（由于实际控制人未变不构成借壳上市情形），上市名称由“海岛建设”更名为“海航基础”，海航系意图将上市公司打造为基建地产唯一上市平台。

此次重组方案分为两个主要部分：**第一，发行股份及现金收购海航基础 100% 股权。**目前海航基础所控资产总体估值为 261.5 亿元（中企华评报字(2016)第 1016 号），公司董事会决定 240 亿以股票形式支付，21.5 亿以现金方式支付，股票支付部分发行价格已经确定为 10.67 元/股（股东大会通过，等待批文），对应增发股票数目为 22.49 亿。

**第二，配套融资 160 亿元。**上市公司拟以询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 160 亿元且不超过本次拟注入资产交易价格的 100%。此次发行价格暂定为 12.95 元/股，价格还未最终锁定，假设价格不变，对应增发股票数目为 12.36 亿。

**图 1 重组后股权结构变化（不考虑配套融资），实际控制人仍为“海南慈航基金”**



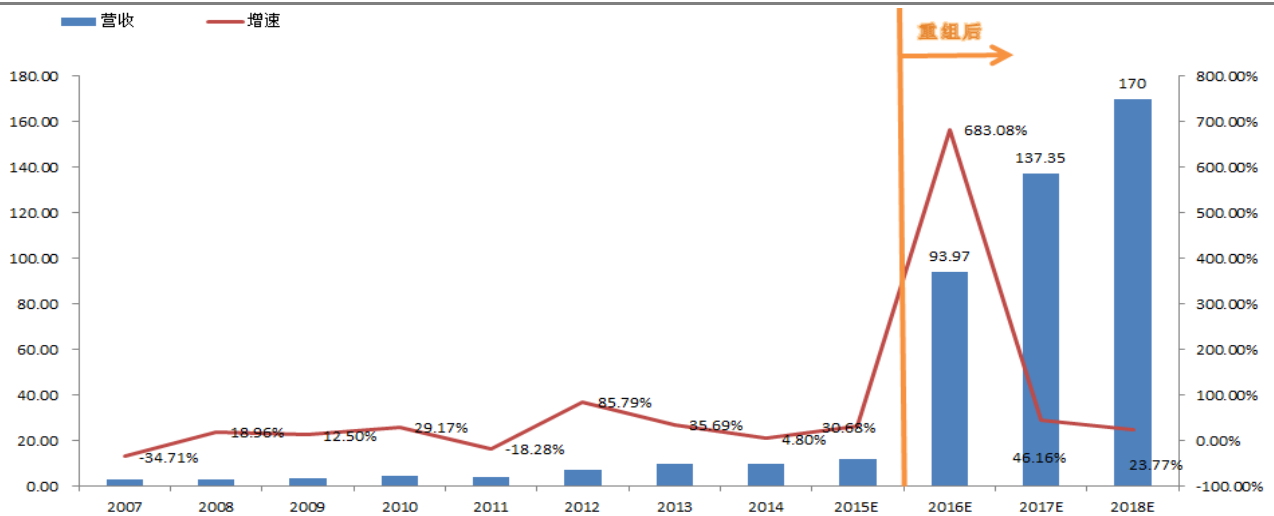
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**重组完成后，实际控制人仍为“海南慈航基金”，公众持股比例下降至 10% 左右，配套募资来源不能为关联方。**本次交易前，海航实业持有上市公司 1.27 亿股，占上市公司总股本的 30.09%，为上市公司控股股东；慈航基金会通过海航实业和天津大通合计持有上市公司 36.56% 股权，为上市公司的实际控制人。本次交易完成后，不考虑募集配套资金，基础控股将持有上市公司 22.49 亿股，占交易完成后总股本的 84.18%，并将成为上市公司的控股股东；慈航基金会将合计持有上市公司 89.96% 股权，仍为上市公司的实际控制人。实际控制人未发生变化，但社会公众股东持有上市公司股份总数占比下降至 10.04%，这意味着配套融资资金来源不能为关联方。

## 2. 重组后营收规模大增，逐步剥离百货业务，营收结构以地产基建为主

重组完成后，主营规模预计扩大五倍，主营结构变更为地产以及基础设施项目开发与运营。本次交易前，上市公司主营业务为商业百货零售，业务和资产规模相对有限。本次交易后，收购人所持有的基础产业集团 100% 股权将注入上市公司，上市公司从而将转型成为国内领先的基础设施项目投资开发与运营商之一。受益于国际旅游岛建设开发，以及海南岛作为“海上丝绸之路”重要节点将在未来中国经济转型和国家整体海洋战略中所占据的举足轻重地位，上市公司的主营业务预计将有广阔的发展空间，盈利能力将得到持续提升，从而持续强化对上市公司股东的回报水平。

图 2 上市公司历年营收以及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

重组后公司的营收将会有大幅增长，未来增速取决于地产与基建业务的发展情况。

图 3 营收结构变化为以地产基建为主



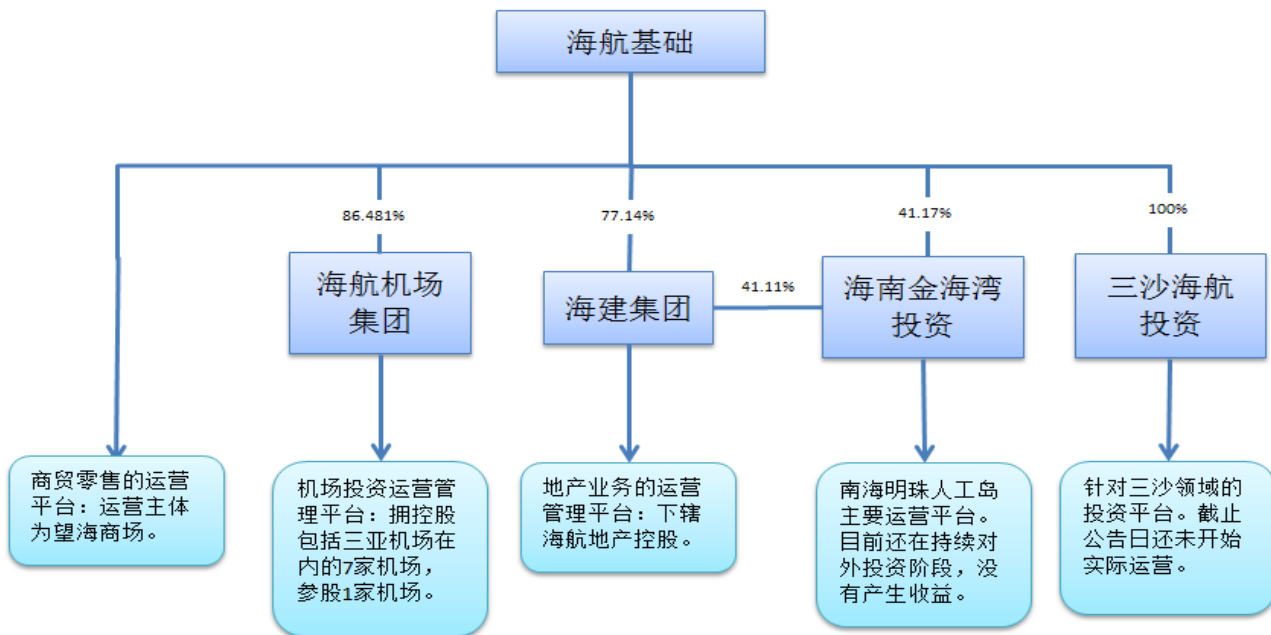
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

未来地产基建将会成为公司的主营业务。地产基建板块中，又会细分几个小版块：

机场产业园，旅游地产及基建（人工岛项目），CBD 社区建设（大英山项目）以及一般性住宅地产。真正属于住宅地产行业的营收占比并不大。

基础产业集团下属的房地产业务板块充分受益于海航集团已构筑起的以航空、旅游、现代物流和现代金融服务为支柱的多元化产业格局，以海南岛内外优质的基础设施项目资源和土地储备为核心，通过成片规划、开发的模式，精耕细作海口市大英山 CBD、海口南海明珠生态岛、武汉蓝海临空产业园等代表性的产业地产项目，并复制、辐射到全国。伴随着海南“国际旅游岛”的建设，基础产业集团充分利用历史积累下来的、现有的及周边区域的资源，努力打造成为国内外一流的综合性产业地产开发商。同时，正因为基础产业集团对于开发的项目和片区有着深刻的认识和理解，其开发投资的项目也有着良好的品质和口碑。

**图 4 主要子公司情况以及公司管理架构**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

重组后公司业务分为五大板块（四个板块正式运营），原有“商贸零售业务”以原有海岛建设为运营平台（因为和“西安民生”产生同业竞争问题，将会逐渐剥离），机场投资与运营由“海航机场集团”实施，地产业务以“海建集团”为实施平台，南海明珠人工岛项目由“金海湾投资”负责，“三沙投资”主要针对“三沙市”的投资目前还没有正式投入运营。除去即将被剥离的“商贸业务”，以及还未开始运营的“三沙投资”，**公司实际运营三大板块业务：机场投资运营、地产以及“南海明珠人工岛”。**

### 3. 160 亿配套融资投向大基建、商业及住宅地产

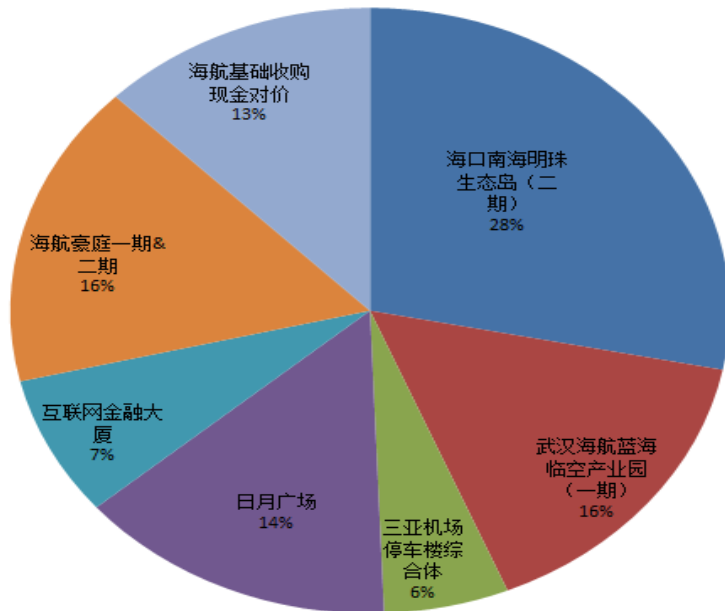
本次 160 亿元配套融资有 7 个投向，除重组现金对价以外，还有 6 个募投项目。6 个募投项目属于不同的细分领域：南海明珠生态岛属于旅游地产，武汉临空产业园以及三亚机场停车楼综合体属于机场相关的投资运营，日月广场、互联网金融大厦属于商业地产（大英山 CBD 商业地产），海航豪庭一期&二期（大英山 CBD 住宅地产）。

图 5 募投项目总结（单位：亿元、%）

序号	项目名称	投资总额	募集资金	募集占总额权重
1	海口南海明珠生态岛（二期）	75.43	45	59.66%
2	武汉海航蓝海临空产业园（一期）	47.66	25	52.45%
3	三亚机场停车楼综合体	17.80	9	50.56%
4	日月广场	40.08	23	57.39%
5	互联网金融大厦	19.30	12	62.18%
6	海航豪庭一期&二期	52.20	26	49.80%
7	重组现金对价	20.00	20	100%

资料来源：中国中投证券研究总部

图 6 各个募投项目占比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

项目 4/5/6 属于大英山 CBD 总体规划的单体项目，合并募资额 61 亿元，占总募资额度的 38.13%。各个木头项目的总体占比都不大，属于纯粹住宅地产的占比仅为 16%。

## 二、机场业务稳步发展，吞吐总量增速快于全国平均

### 1. 控股 8 家机场，参股一家机场，吞吐量快于全国增速

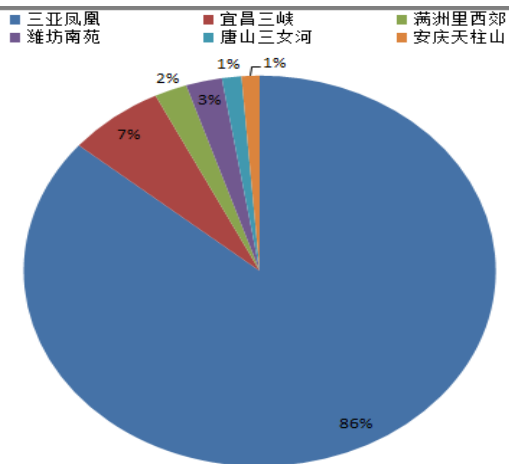
海航机场集团共控股 7 家机场，参股一家机场；分别为三亚凤凰机场、宜昌三峡机场、满洲里西郊机场、潍坊南苑机场、唐山三女河机场、安庆天柱山机场、营口机场（未通航）以及海口美兰机场（参股 24.14%）。其中三亚机场为干线机场，其他机场为支线机场。

图 7 海航机场集团控参股机场地理分布



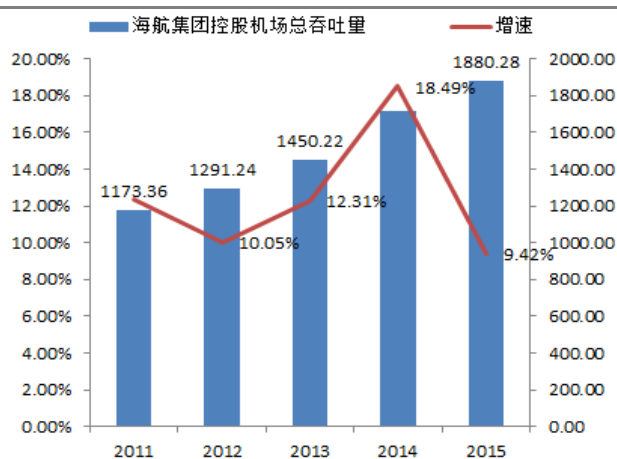
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 海航机场集团控股机场吞吐量分布



资料来源：ITAT、公司公告、中国中投证券研究总部

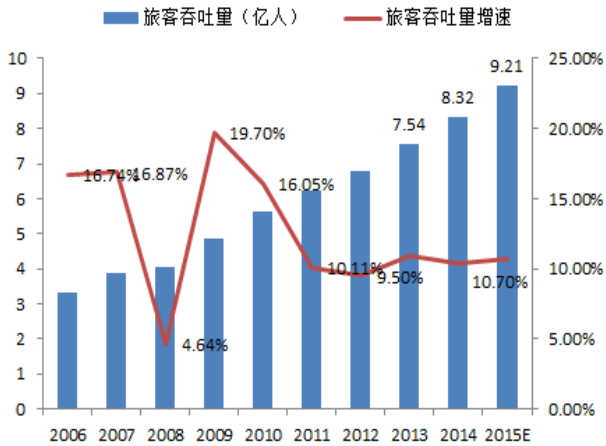
图 9 控股机场历年吞吐量及增速（单位：万人）



资料来源：ITAT、公司公告、中国中投证券研究总部

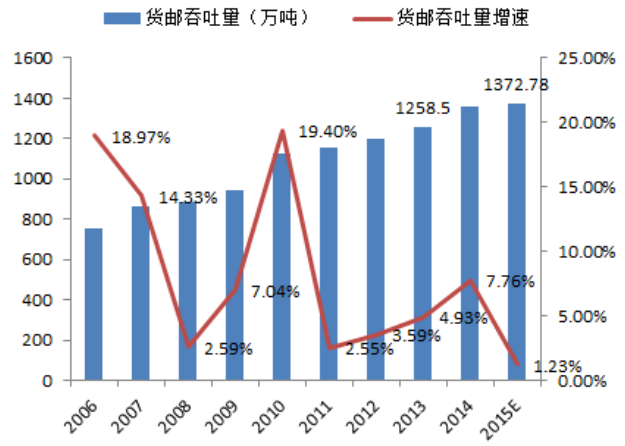


图 10 全国机场旅客吞吐量、增速（单位：亿人）



资料来源：ITAT、公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 全国机场货邮吞吐量及增速（单位：万吨）

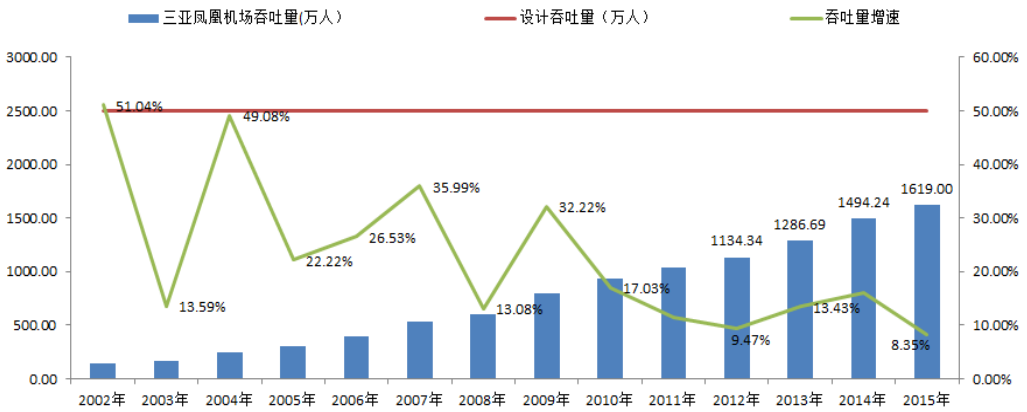


资料来源：ITAT、公司公告、中国中投证券研究总部

目前三亚机场的吞吐量占到整个集团的 86%，是主要的利润来源，其他支线机场目前靠当地政府的补贴维持盈亏平衡。基础产业集团下属控股机场 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年合计旅客吞吐量分别为 1,291.24 万人次、1,450.22 万人次、1,718.35 万人次、1880.28 万人次，近三年年均复合增长率为 13.35%，同期国内民航机场总旅客吞吐量年均复合增长率为 10.64%。

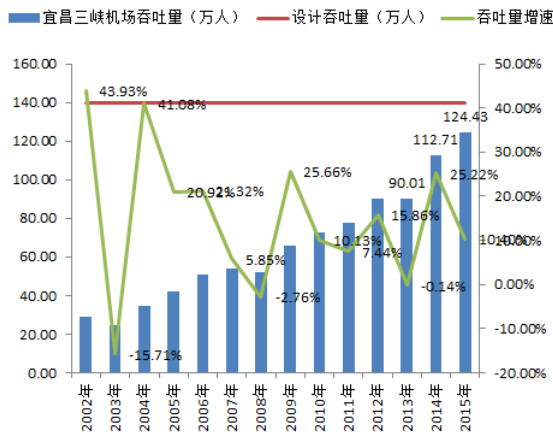
## 2. 三亚机场未到吞吐量瓶颈，横向比较仍有较大空间

图 12 三亚机场历年吞吐量、设计吞吐量及增速（单位：万人、%）



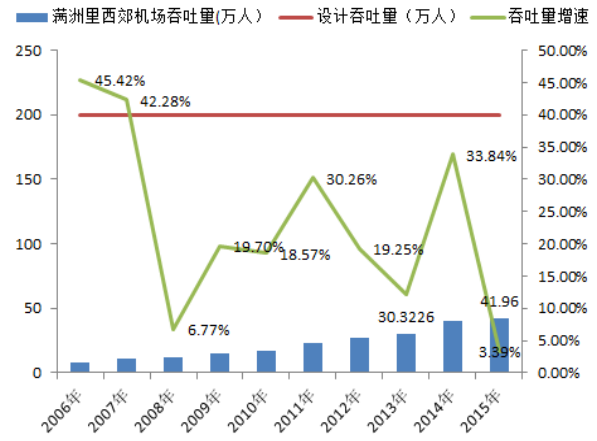
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 13 宜昌机场吞吐量、设计吞吐量及增速**



资料来源：ITAT、中国中投证券研究总部

**图 14 满洲里机场吞吐量、设计吞吐量及增速**

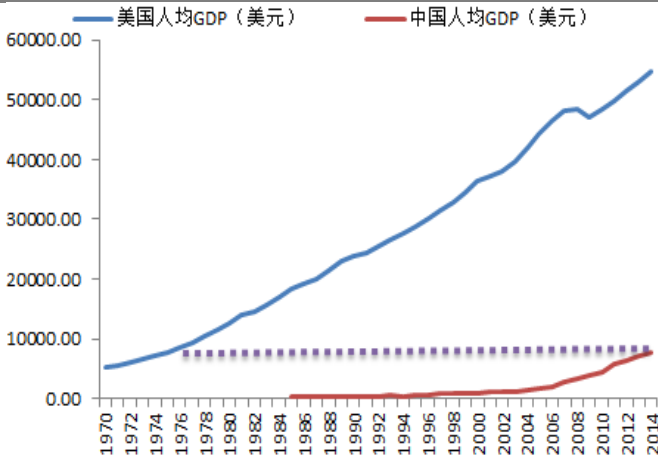


资料来源：ITAT、中国中投证券研究总部

营收占比最大的三亚机场距离设计吞吐量还有 900 万吨差额，远未达到瓶颈。而吞吐总量占集团 7%的宜昌机场已经接近设计吞吐量，未来有望通过扩建机场来解决瓶颈。其他支线机场吞吐规模在 50 万人以下，主要靠地方补贴维持盈亏平衡，对总体影响较小。

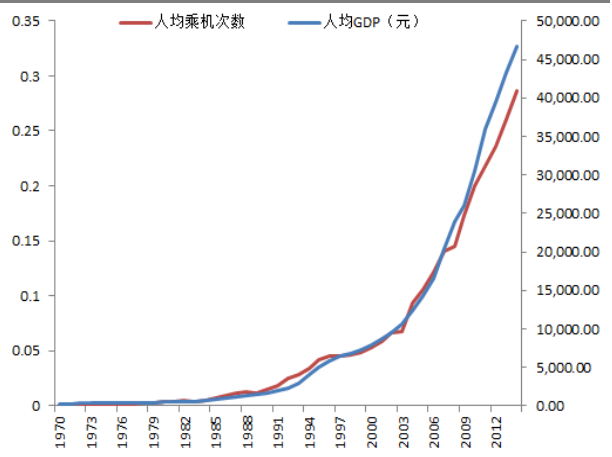
小型支线机场的补贴不会停止，对整个航空业务产生负面影响。机场每直接创造 1 亿元的经济效益，就可能给当地带来 5.4 亿元的经济效益。单纯看机场可能是亏损的，但是如果看地方政府的总收益就可能是正向的，所以地方政府有比较强的意愿通过补贴来维持地方机场的运营。

**图 15 中国人均 GDP 水平处于美国 70 年代中期**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 16 中国人均乘机次数与人均 GDP 高度相关**



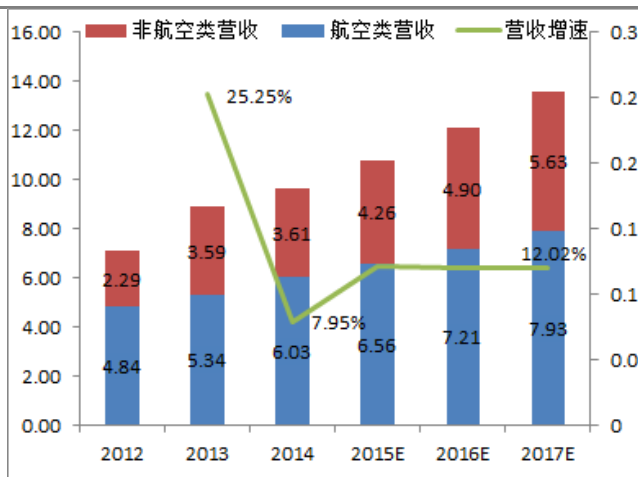
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

航空是交通运输行业中消费属性较强的子行业，随着人民收入水平和票价承受能力的提升，航空业消费属性和大众化趋势将逐步增强。居民消费水平的提升自然会对航空业产生积极的拉动作用。1981-1990 年美国人均乘机

次数由 1.21 次上升到 1.82 次，1991-2000 年日本人均乘机次数由 0.61 次上升到 0.86 次。在美日从生产型社会向消费性社会转型的十年期间里，恰恰也是人均年乘机次数快速增长的时期。2014 年，我国人均年乘机次数为 0.30，相较 2002 年的 0.07 增长了 4 倍以上，但相较美国（2014 年人均年乘机 2.70 次）等发达国家差距较大。未来，随着我国居民收入水平的迅速提升，航空消费属性将日益增强，我国的航空运输业仍有非常广阔的发展空间。

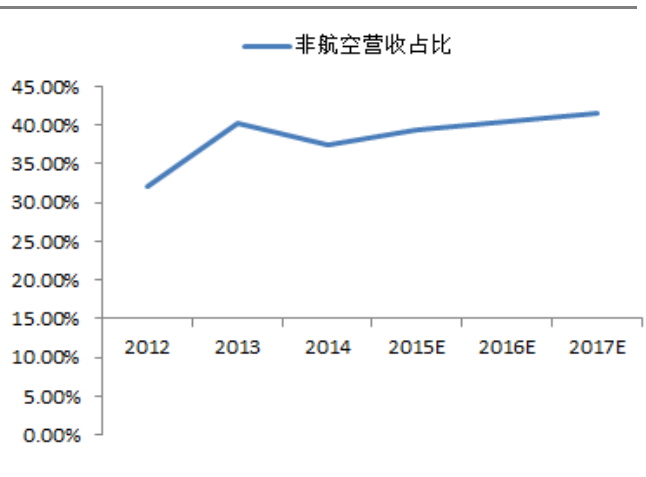
### 3. 机场非航空类收入占比持续升高，补贴收入维持不变

图 17 机场航空类及非航空类营收情况（单位：亿）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 18 机场非航空类营收占比（单位：%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

航空类营收毛利率区间在 20%到 25%之间波动，非航空类毛利率在 80%以上。非航业务是在航空主业的基础上提供的延伸性服务，相较航空业务，非航业务更加市场化，机制更加灵活，标的公司下属机场的非航业务主要包括候机楼商业、贵宾服务、广告、货运服务、停车场、土地租赁等。目前非航收入 95%以上是由三亚机场贡献。

我们假设未来三年航空类营收产生毛利基本能够覆盖三费支出（三亚机场带来的航空性收入覆盖其他小机场的航空性亏损），非航空类净利率在 30%。最近三年三亚机场能够贡献的扣非归母净利润 15/16/17 为 1.28 亿 /1.47 亿/1.69 亿。

**图 19 控股机场补贴情况汇总**

2016 年旗下机场预测补贴额度	
三亚机场	0.01
宜昌三峡	0.96
唐山三女河	0.23
安庆天柱	0.90
满洲里西郊	0.19
潍坊南苑	1.37
合计	3.65

资料来源：《净利润核查报告》 中国中投证券研究总部

截止 2014 年我国共有 202 座机场，其中 2/3 处于亏损状态，“十二五”期间共发放机场补贴 42 亿元。在 2002 年民航机场进行属地化管理之后，地方政府对于机场的建设力度逐步加大。从地方政府的角度来看，单看机场的盈利是亏损的，但是如果放到当地 GDP 拉动效应上，则是正收益，所以当地政府有相当的动力对当地机场进行补贴。我们认为控股机场的补贴将会一直维持下去，直到支线机场达到盈亏平衡。保守估计 16 年获得补贴总额为 3.65 亿，16 年机场业务贡献净利润为 5.12 亿。

### 三、地产业务：多元化发展打造规模效应

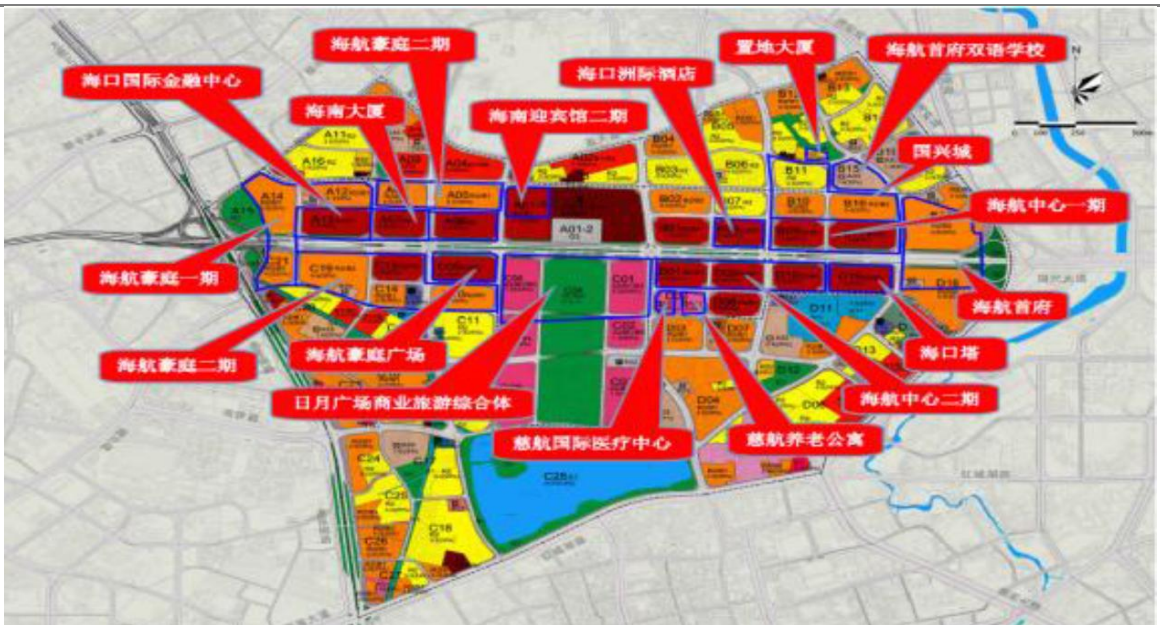
目前公司的地产业务占到营收规模的 70%，是公司的主营业务。目前公司地产业务可以分为三大方向：1、城市综合体打造（大英山 CBD 片区项目）2、临空产业园（武汉临空产业园）3、旅游地产（南海明珠岛）。公司目前竣工在手项目 15 个，在建项目 37 个，拟建项目 2 个。

#### 1. “大英山 CBD”项目--毗邻省政府，打造海口新中心

海口市为海南省省会城市，是海南省的政治中心。海口大英山片区过往为海口市大英山机场所在地，随着城市的发展和海口美兰机场的建成，大英山机场已退出了历史舞台。根据海南省政府的整体规划，大英山是海南国际旅游岛 CBD 所在地，位于海口市中心，也是海南省政府所在地。大英山 CBD 配套设施完善，交通便利，随着 CBD 整个区域的整体规划和开发，未来它不仅是海南的政治中心，更是经济、文化、娱乐的中心。

基础产业集团目前所开发的大英山 CBD 是一个具有完整功能业态的新城市中心，CBD 核心区域涵盖了甲级写字楼、超星级酒店、高端住宅、综合性大型高端购物中心以及国际化的教育医疗等配套设施，作为一个纽带连接了当地居民和国内外游客及商务、政要人士的生活、工作、休闲与娱乐。众多良好的配套设施加上良好的区位优势，基础产业集团拟将该区域打造成一个宜居、宜商、宜游的城市新中心。

图 20 海口大英山 CBD 规划图



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 2. 武汉临空产业园—打造航空变现新模式

临空产业园是海航基础地产业务的又一多元化开发模式，主要是利用海航在航空业务上的运营经验，打造围绕航空运输为中心的产业园模式。目前公司仅有武汉临空产业园这一项目正在实施，未来有望向其他空港扩展，空间广阔。

基础产业集团开发的武汉蓝海临空产业园一期位于武汉临空经济区的核心区位置。项目占地 65.61 公顷，项目分为仓库和厂房、园区其他设施等二大部分，占地面积分别为 24.63 公顷、1.02 公顷，区域管网、道路、广场及绿化等区域基础设施占地面积为 37.79 公顷，项目建设总规模为 126.17 万平方米，其中包括地上建筑 103.2 万平方米、地下建筑 22.9 万平方米。项目拟打造以物流加工为依托的、配套完善的现代商贸物流基地。项目总投资额 47.66 亿，此次募投额 25 亿元。项目建成后将以租售并举的方式回收成本获得盈利，预计 2022 年才能完成全部建设，2018 年才能实现部分运营。

## 3. 南海明珠生态岛—打造旅游基建生态圈

海口南海明珠生态岛是海南省大型旅游基础设施工程，列入海南省“十三五”规划纲要及 2015 年海南省重点项目投资计划。海口南海明珠生态岛用海总面积约 459.32 公顷，其中陆域面积为 265.42 公顷，其他用海面积 193.90 公顷，人工岛通过 2 公里长的连岛大桥与后方滨海大道相衔接人工岛项目分二期开发建设，一期目前已经完成，完成一期陆域吹填并合龙南北护岸，规划用海面积为 49.30 公顷。二期规划用海面积为 410.03 公顷，其中填海造地 216.13 公顷，是公司此次定增募投项目之一，募投额 45 亿，总投资额 75 亿。项目建成后将成为海南省第二大人造岛屿，项目前景广阔。

图 21 海南省内人工岛统计

序号	市县	人工岛名称	批准用海时间	用海面积 (公顷)	建设情况
1	海口市	海口南海明珠生态岛 (一期)	2010	49.3	已完结
2		海口南海明珠生态岛 (二期)	2010	410.03	在建
3		海口湾灯塔酒店人工岛	2008	35.38	已完结
4		海口东海岸如意岛	2013	716	待建
5		海口市千禧酒店填海工程人工岛	2011	11.7	在建
6	文昌市	东郊椰林湾海上休闲度假中心人工岛	2008	25.59	已完结
7		文昌市南海度假村人工岛	2008	26.44	已完结
8	琼海市	潭门渔港填海造地 (人工岛)	2010	48.94	在建
9	万宁市	万宁日月湾综合旅游度假区人工岛	2013	49.43	已完结
10	三亚市	三亚凤凰岛国际邮轮港二期	2012	49.96	在建
11		三亚市崖州中心渔港人工岛	2010	49.59	在建
12	儋州市	儋州市白马井海花岛旅游综合体	2013	783	在建

资料来源：政府网站、中国中投证券研究总部

图 22 人工岛位于琼州海峡中段



资料来源：公司定增预案、中国中投证券研究总部

图 23 项目建成后效果图



资料来源：公司定增预案、中国中投证券研究总部

项目建成后预计年接待旅游人数为 220 万人次，可提供 2 万个就业岗位。生态岛项目定位主要为：以邮轮母港功能为核心，集文化娱乐、商务休闲、康体度假于一体的国际综合性旅游海岛。人工岛项目的主要职能为：海上旅游服务港、国际文化交流和高端商务平台、国际休闲度假旅游目的地。

**图 24 南海明珠生态岛盈利预测**

	2018E	2019E	2020E
明珠岛预计流量 (万人次)	220	240	260
人均消费 (万元)	0.3	0.32	0.35
明珠岛营收 (亿元)	66	76.8	91
净利润 (亿元)	13.2	15.36	18.2

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

按照规划，明珠岛 2017 年 6 月才能结束施工，正式对外营业预计要 18 年年初。我们预计 18 年生态岛显目将会贡献净利 13.2 亿元，此后随着服务的完善以及推广力度逐步加大，人流量以及单位人均消费会出现双升的局面。

#### 4. 海南地产项目充足，受益“去库存”暖风

**图 25 已竣工项目销售额概算**

序号	项目名称	待销售面积 (m <sup>2</sup> )	现价	预计 16 年销售额 (亿元)
1	海阔天空·子爵公馆一期	6805.38	16000	0.52
2	海阔天空·男爵公馆	60810.83	13800	5.37
3	铂爵公馆 (三亚海阔天空二期)	18115.01	65000	3.41
4	海口海航城	42617.87	9000	1.29
5	海口望海国际广场	99793.85	8888	6.10
6	海航·法苑里	18382.77	12221	0.53
7	国兴城一期	190674.82	12000	21.61
8	海航后沙峪综合配套基地项目	40181.02	20000	8.04
9	深圳海航城一期	39556.61	18000	6.32
10	海阔天空学苑一期	34713.91	13909	2.20
11	海阔天空学苑二期	34977.64	13909	1.85
12	三亚海航城一期	17303.39	10000	0.69
13	三亚海航城二期	62418.39	9640	3.31
14	上海海航大厦	73930.54	租赁为主	0.30
15	淘金大厦	156276.25	16000	3.64
<b>合计</b>				<b>64.86</b>

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

按照竣工项目的销售情况，我们预计存量房产的销售回款在 2016 年将会达到 64.86 亿元。这里的核心假设是海南存量楼盘销售库存余额的 65%，上海、深圳的房产不存在去化问题可以在当年销售完毕。竣工项目中绝对大多数楼盘位于海口的核心区域（美兰区），销售压力在海口相对较小。



**图 26 公司在建项目梳理**

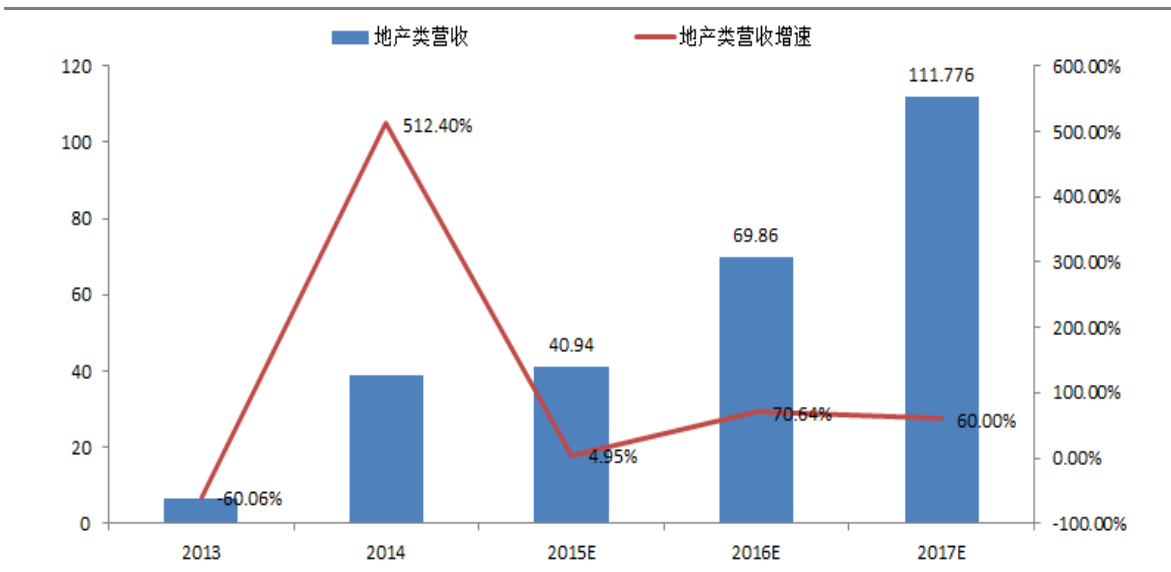
序号	项目名称	位置	房屋均价 (元/㎡)
1	琼中海航庭院	海南省琼中黎族苗族自治县	未知
2	陵水城市候机楼综合体项目	海南省陵水黎族自治县	非销售项目
3	兴隆镇农村旅游观光文化广场 (康乐大剧场)	海南省万宁市兴隆镇	非销售项目
4	海航康乐山居 (海阔天空·子爵公馆二期)	海南省万宁市兴隆镇	未知
5	海航·康乐悦居	海南省万宁市兴隆镇	未知
6	儋州望海国际广场	海南省儋州市北郡新区	4500
7	海航·海尚庭院	海南省海口市秀英区	产权酒店项目
8	海口望海科技广场	海南省海口市龙华区	10000
9	海航豪庭一期 A14 地块	海南省海口市美兰区	12500
10	海航豪庭一期 A12 地块	海南省海口市美兰区	12500
11	海航豪庭一期 C21 地块	海南省海口市琼山区	12500
12	海航豪庭二期 A05 地块	海南省海口市美兰区	12500
13	海航豪庭二期 C19 地块	海南省海口市琼山区	12500
14	海航豪庭二期 C13 地块	海南省海口市琼山区	12500
15	海航豪庭二期 C14-1 地块	海南省海口市琼山区	12500
16	海航豪庭二期 A08 地块	海南省海口市美兰区	12500
17	海口国际金融中心 B09 地块	海南省海口市美兰区	未定价
18	国瑞大厦	海南省海口市美兰区	15000
19	海阔天空瑞城二期	海南省海口市美兰区	未定价
20	互联网金融大厦	海南省海口市美兰区	20000
21	海口国际金融中心 B17 地块	海南省海口市美兰区	未定价
22	海航首府双语学校	海南省海口市美兰区	未定价
23	海航首府 B18 地块	海南省海口市美兰区	未定价
24	海航首府 D16 地块	海南省海口市琼山区	未定价
25	海口塔	海南省海口市琼山区	未定价
26	海口优联国际医院	海南省海口市琼山区	非销售项目
27	日月广场商业旅游综合区	海南省海口市琼山区	未定价
28	海口海航中信 D10 地块	海南省海口市琼山区	未定价
29	武汉临空产业园	湖北省武汉市黄陂区	非销售项目
30	广州中央海航酒店广场项目一期	广东省广州市白云区	20000
31	天誉四期	广东省广州市天河区	11500
32	海航国兴花园一期	广东省深圳市龙岗区	40000
33	儋州迎宾馆	海南省儋州市北郡新区	非销售项目
34	儋州望海国际花园	海南省儋州市北郡新区	4500
35	海南大厦	海南省海口市美兰区	10881
36	海阔天空·子爵公馆三期	海南省万宁市兴隆镇	16000
37	海航国际广场	海南省海口市龙华区	19000

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

在建的 37 个项目中有四个项目位于经济较为发达的广深地区，预售情况较好。其余 32 个位于海南省。目前体量最大是“大英山 CBD 项目”包括海航豪庭、日月广场、海口塔以及海口国际金融中心等一些列重大项目，占到在建项目总产值 80%以上，也

是此次募投项目的重点。

**图 27 历年地产类营收及增速 (单位：亿元、%)**



资料来源：中国中投证券研究总部

2014 年的营收暴涨主要是由于住宅类项目销售收入大幅增长，2011 年投资建设的住宅楼盘到了集中竣工并交房确认收入。

权衡库存对施工进度的影响，以及海南省对房地产去库存的相应政策，我们保守估计在建项目预售会对 2016 年营收贡献 5 亿元营收。预计地产业务在 2016 年为营收贡献 69.86 亿。由于拿地时间较早（大部分地块在 2009 到 2010 时间获得），成本相对较低，毛利率通常较高，平均核算整体毛利率在 35%左右。预计贡献毛利 13.96 亿元，净利率 8%左右，贡献净利 5.59 亿元。

## 四、估值及风险提示

图 28 海航基础拟合营收预计以及净利估计（单位：亿元、%）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
地产业务营收	6.37	39.01	40.94	69.86	111.78
机场业务营收	8.93	9.64	10.82	12.11	13.57
零售业务营收	9.58	10.04	12	12	12
<b>总营收</b>	<b>24.88</b>	<b>58.69</b>	<b>63.76</b>	<b>93.97</b>	<b>137.35</b>
<b>营收增速</b>		<b>135.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>47.4%</b>	<b>46.2%</b>
归母净利润	2.00	2.20	5.91	8.20	15.57
<b>归母净利润增速</b>		<b>10.0%</b>	<b>168.6%</b>	<b>38.7%</b>	<b>89.9%</b>

资料来源：中国中投证券研究总部

海航基础少数股东权益在 2013 年至 2014 年之间变化较大，归母净利为备考拟合值，所以导致 15 年归母净利增幅大幅高于营收增幅。

海航基础承诺在公司合并报表之后，16 年至 18 年的归母扣非净利总额不低于 7.95 亿/15.34 亿/29.10 亿，公司给出此类承诺主要是由于在海南有丰富的土地储备以及对房地产去库存的信心。

图 29 假设公司重组成功后各业务分部估值

	2016 年扣非 归母净利润	估值讨论	对应估值
<b>地产业务</b>	5.59 亿	按照公司所给出的项目进度，2017/2018 年年所对应的净利润为 11.18 亿元/23.5 亿元，复合增长率 100%，考虑到地产行业库存较高的现状，以及公司多元化开发的能力，给予 16 年，PE80 倍估值。	447.2 亿
<b>机场业务</b>	1.47 亿	机场业务扣非后 15/16/17 为 1.28 亿/1.47 亿/1.69 亿。16 年公司预计受到航空补贴 3.65 亿元，我们预计此补贴会继续维持到支线机场扭亏为盈，16 年净利总额为 5.12 亿。目前机场估值在 PE20 到 35 倍区间，考虑到补贴的不确定性给予 16 年 PE15 倍估值。	76.8 亿
<b>商贸零售业务</b>	0.7	零售业务已承诺在未来三年剥离，16 年净利润在 7000 万左右，给予 15 倍 PE 估值	10.5 亿
<b>其他股权</b>	无	公司持有多家非上市公司股权：1、“海口机场免税店”49% 股权。2、海南银行 7.77% 股权。3、海南供销大集控股 11.72% 股权。	18 亿
<b>合计</b>			<b>552.5 亿</b>

资料来源：中国中投证券研究总部

在合并报表后,我们认为公司的合理市值为 496.6 亿。目前公司总股本 4.23 亿股。240 亿资产以每股 10.57 元对价注入,增发 22.49 亿股。配套融资 160 亿,假设价格锁定为 12.95 元,则增发 12.36 亿股,重组完成后总股本变为为 39.08 亿股。合理股价在 14.14 元每股,给予增持评级。

**风险提示：地产业务去化率不达预期的风险，宏观政策的风险。**

本报告估值以及业绩预测主要基于海口地产业维持现在的去化情况。已竣工楼盘的销售会受到各种外在不可控因素的影响,比如宏观政策、货币及利率政策、海南省政府去库存相关政策以及海口本地的自然环境等。

公司的机场业务所获得的补贴有一定概率被取消,如果发生会对公司净利产生负面影响。敬请广大投资者注意风险。

零售业务按照公司承诺会在三年内剥离,在剥离之前有一定概率出现净利下滑拖累主营的风险,敬请广大投资者注意风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1314	1870	68683	74277
现金	1243	1716	30055	29734
应收账款	46	60	4680	6841
其它应收款	4	60	0	0
预付账款	3	4	5755	8479
存货	12	20	2100	3000
其他	5	10	26092	26223
<b>非流动资产</b>	2385	2237	55543	55407
长期投资	120	120	15200	15200
固定资产	1411	1403	24842	24708
无形资产	61	59	7007	7005
其他	794	655	8494	8494
<b>资产总计</b>	3699	4107	98142	10342
<b>流动负债</b>	1172	1471	20867	24963
短期借款	230	0	0	0
应付账款	237	241	1439	2120
其他	705	1230	19428	22843
<b>非流动负债</b>	1709	1710	9760	9374
长期借款	1374	1374	1374	1374
其他	334	335	8386	8000
<b>负债合计</b>	2880	3181	30627	34337
少数股东权益	0	0	0	0
股本	423	423	3861	3861
资本公积	557	557	37057	37057
留存收益	-197	-55	766	2342
归属母公司股东权益	819	926	41684	43261
<b>负债和股东权益</b>	3699	4107	67515	77598

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	313	310	4591	-2501
净利润	37	107	820	1577
折旧摊销	69	170	174	176
财务费用	113	67	-1076	-2194
投资损失	-7	0	0	0
营运资金变动	85	27	4097	-2068
其它	15	-61	576	8
<b>投资活动现金流</b>	-323	-6	-1641	-0
资本支出	270	0	0	0
长期投资	0	6	0	0
其他	-52	-0	-1641	-0
<b>筹资活动现金流</b>	617	170	15812	2179
短期借款	-70	-230	0	0
长期借款	449	0	0	0
普通股增加	0	0	3438	0
资本公积增加	-15	0	36500	0
其他	253	400	-2412	2179
<b>现金净增加额</b>	607	474	12721	-322

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1116	1200	9397	13735
营业成本	753	804	7194	10599
营业税金及附加	22	24	729	1099
营业费用	95	96	752	1099
管理费用	94	102	705	1030
财务费用	113	67	-36	-100
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	52	107	1093	2103
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	52	107	1093	2103
所得税	15	0	273	526
<b>净利润</b>	37	107	820	1577
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	37	107	820	1577
EBITDA	235	344	146	84
EPS (元)	0.09	0.25	0.21	0.41

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.6%	7.6%	683.1	46.2%
营业利润	37.1%	105.0	920.5	92.3%
归属于母公司净利润	11.9%	186.7	665.4	92.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.5%	33.0%	23.4%	22.8%
净利率	3.3%	8.9%	8.7%	11.5%
ROE	4.6%	11.6%	2.0%	3.6%
ROIC	10.8%	17.9%	0.7%	-1.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.9%	77.5%	42.4%	44.3%
净负债比率	61.14	48.55	16.94	15.65
流动比率	1.12	1.27	3.29	2.97
速动比率	1.11	1.26	3.19	2.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.31	0.18	0.14
应收账款周转率	17	23	4	2
应付账款周转率	3.33	3.36	8.56	5.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.25	0.21	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.73	1.19	1.25
每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.19	10.80	11.21
<b>估值比率</b>				
P/E	139.7	48.73	58.14	30.24
P/B	6.38	5.64	1.14	1.10
EV/EBITDA	23	16	28	15

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。

焦俊,中国中投证券研究总部建筑建材行业研究员，墨尔本大学金融硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434