

房地产：海航基础（600515）

2016年6月7日

持有海航基础，拥有海口 CBD，领有南海明珠

推荐

⑤ 特殊业务模式——倚天取地，以地养天

“倚天取地，以地养天”就是航空业务和非航空业务延伸的一种体现。所谓“倚天取地”，短期看可以通过机场的建设运营取得机场临近地块开发的机会。长期看，随着人口的涌入，城市的扩大，机场逐渐被包围而外迁，老机场相关区域出现爆发式发展。公司的土地储备主要集中于北京、广州、海口和三亚的机场附近是“倚天取地”的有力证明。所谓“以地养天”，只有通过机场的综合开发，才能够取得经济和社会效益。因此，公司通过房地产业务与机场业务相互促进，共同发展，其中房地产业务是利润的来源，而机场业务是土地的来源。

⑤ 业绩承诺保障充分

由于公司拿地时间较早，大部分地块在 2009 年到 2010 年取得，成本相对较低，毛利率通常较高，平均核算整体毛利率在 40%左右。在公司合理安排销售计划的情况下，仅竣工项目和在建项目，可实现毛利 79.87 亿左右，从而可以确保三年 52.39 亿元净利润。

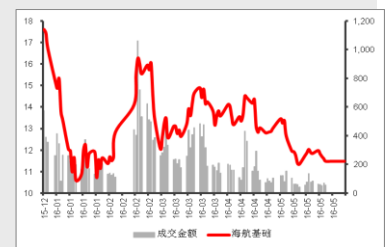
⑤ 未来十年的增长源泉——海口大英山 CBD+南海明珠

公司的 98 个项目拥有的土地储备达 937.29 万平方米，其中，海口市大英山新城市中心区地块的项目有 58 个，占比 59.18%。从项目的角度来看，海口是海南的省会，属于中心城市。而大英山地块已经被海口的发展所包围，又处于城市的中心，海口大英山 CBD 无疑是一个非常优质的投融资项目。相比提供资金的一方收取一些利息的项目而言，持有海航基础的股票，将使投资者能够更多的受益于大英山 CBD 的发展。海口南海明珠生态岛列入海南省“十三五”规划纲要，空间不可估量。

⑤ 风险提示

1、房地产政策风险；2、南海争端爆发冲突的风险。

市场表现 截至 2016.6.7



市场数据	2016-6-7
A 股收盘价 (元)	11.49
一年内最高价 (元)	20.58
一年内最低价 (元)	10.12
上证指数	2,934.10
市净率	5.5
总股本 (万股)	42,277
实际流通 A 股 (万股)	42,277
限售流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	48.6

分析师：付学军

执业证书号：S1490514020001

电话：010-85556182

邮箱：fuxuejun@hrsec.com.cn

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	614,331.59	873,498.94	1,534,326.75	2,339,720.00	3,549,903.00
同比增长 (+/-%)	55.58%	42.19%	75.65%	52.49%	51.72%
归属净利润 (百万元)	25967.25	53265.28	97000.8	187177.6	354990.3
同比增长 (+/-%)	11.41%	105.12%	82.11%	92.97%	89.65%
每股收益 (元)	0.07	0.14	0.25	0.48	0.91
PE	172.92	84.30	46.29	23.99	12.65
PB	1.30	1.28	1.24	1.18	1.08

证券研究报告

目录

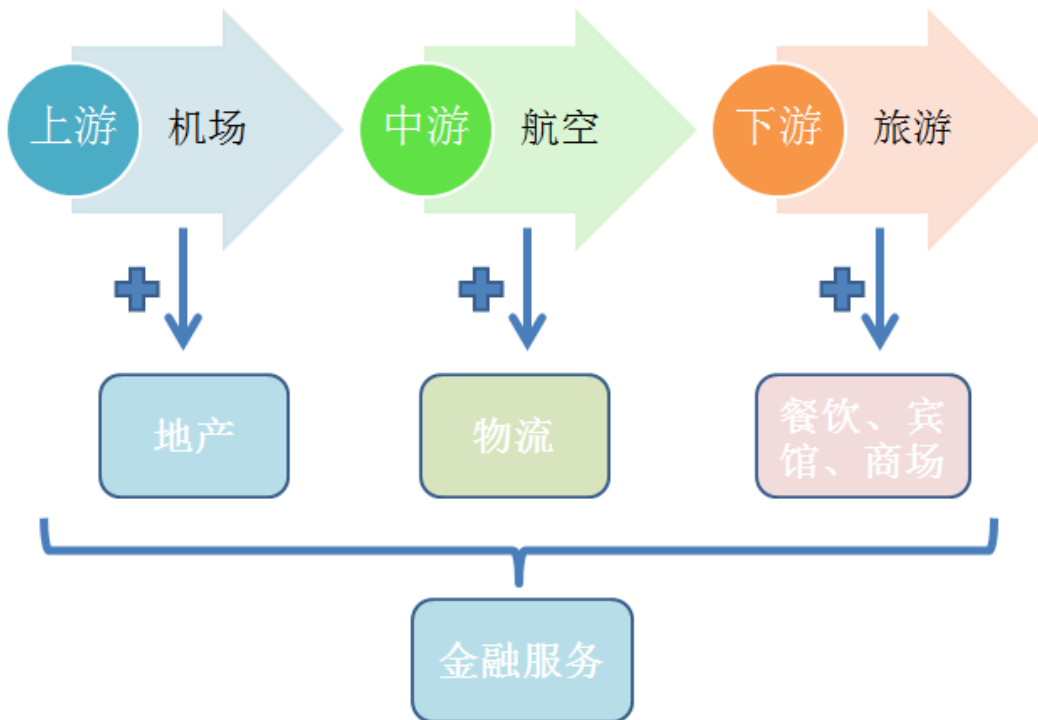
一、海航基础概况.....	3
1、海航集团内产业链战略分析.....	3
2、海航基础在海航集团内的定位分析.....	3
二、特殊业务模式——倚天取地，以地养天.....	4
三、业绩承诺保障充分.....	6
四、未来十年的增长源泉——海口大英山 CBD+南海明珠.....	7
1、海口大英山 CBD——给你一个“中心城市”的“城市中心”当地主.....	7
2、南海明珠——太极八卦，山水之间.....	9
五、估值及风险提示.....	11

一、海航基础概况

1、海航集团内产业链战略分析

自 1993 年创业至今，海航集团已历经 20 余年的发展。20 多年来，伴随着我国改革开放的时代大潮，海航逐渐发展壮大，从单一的地方航空运输企业发展成为以航空、实业、金融、旅游、物流、生态科技为支柱的大型企业集团，业务版图从南海明珠初步发展到全球布局，总资产逾 6000 亿元，参控股上市公司 11 家，2015 年实现收入近 1900 亿元，为社会提供就业岗位近 18 万个。经过 20 多年的艰苦创业，海航已跻身中国 500 强企业第 99 位。2015 年 7 月，海航集团更首次登榜《财富》世界 500 强，以营业收入 25,646.4 百万美元位列第 464 位。

图表 1：海航集团产业链图谱分析



数据来源：华融证券整理

2、海航基础在海航集团内的定位分析

根据海航集团于 2015 年 4 月 19 日出具的《关于海南海岛建设股份有限

公司与西安民生集团股份有限公司业务发展定位的说明》，海航集团未来商业百货和超市业务的发展将以西安民生为主，并将西安民生作为整合海航集团及其控制的企业商业百货和超市业务资源的唯一主体；对于海航基础的未来业务发展，由于海航基础最近三年商业收入占其总收入的比重维持在 85% 以上，其商业资产为海航基础的核心资产，海航集团在作为海航基础控制人期间，将在海航基础现有商业零售业务的基础上，积极推动海航基础的业务向非商业零售业务转型。

定增预案中已经明确，本次交易前，海航基础主要从事商业零售和酒店经营业务，旗下主要资产为位于海南省海口市的望海国际商业广场和海南迎宾馆。为避免未来上市公司在酒店业务和商业零售业务方面与海航集团下属企业存在同业竞争，海航集团已出具《关于避免同业竞争的承诺函》，其中海航基础原有资产（海南迎宾馆和望海国际商业广场）将在 36 个月内置出。本次交易后，海航基主营业务将变更为机场业务和房地产业务，并作为海航集团开展机场业务和房地产业务的唯一平台。可见，**海航基础是海航集团产业链上游的整合平台。**

二、特殊业务模式——倚天取地，以地养天

通过以上分析可知，海航基础是最主要的两块业务，一是机场业务，二是房地产业务。问题在于，为什么海航集团要把这两块业务放在一个上市公司平台中呢？

通过调研，我们发现公司的地产业务与机场业务并非割裂，而是相互协调、有机统一的。

从缘起来说，机场业务主要包含两块：航空业务和非航空业务。航空业务指以各航空公司航班、旅客和货主为服务对象，提供飞机起降服务、停车场服务、客桥服务、旅客及行李安检服务、货邮安检服务等航空地面保障服务。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。机场航空性业务具有公益属性，收费标准收到国家严格控制，因此其收入的提升对利润率的提升作用十分有限。反观非航业务，因其市场化程度更高，收费方式更加灵活多变，使得其利润率具备更大的弹性空间，有望成为机场利润的主要来源。

“倚天取地，以地养天”就是航空业务和非航空业务延伸的一种体现。所谓“倚天取地”，短期看可以通过机场的建设运营取得机场临近地块开发的机会，从事临空产业园区相关投资开发建设业务。长期看，随着人口的涌入，

城市的扩大，机场逐渐被包围而外迁，老机场相关区域出现爆发式发展，例如海口大英山机场、三亚凤凰机场等等。公司的土地储备主要集中于北京、广州、海口和三亚的机场附近是“倚天取地”的有力证明。

所谓“以地养天”，众所周知，很多机场都是靠补贴而生存，这种模式难以为继。只有通过机场的综合开发，才能够取得经济和社会效益。因此，公司通过房地产业务与机场业务相互促进，共同发展，其中房地产业务是利润的来源，而机场业务是土地的来源。

海航基础下辖四个子公司，分别是机场集团、海建集团、金海湾投资和三沙海投。其中，金海湾投资和三沙海投还处于起步阶段。通过对海航基础子公司业务的分析，我们认为这种“倚天取地，以地养天”的业务模式已经进入了收获期。海建集团的利润贡献逐年提高，而机场集团的利润相对稳定，占比则是逐年降低。

图表 2 海航基础下属子公司利润贡献情况

单位：万元

项目	2015 年度/2015 年 12 月 31 日							
	资产总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比	净利润	占比
机场集团	4,801,299.86	58.45%	112,182.19	15.13%	19,361.28	21.29%	18,213.78	29.63%
海建集团	5,287,834.49	64.38%	630,708.44	85.07%	91,224.98	100.31%	62,902.40	102.32%
金海湾投资	531,959.85	6.48%	-	-	-179.32	-0.20%	-179.32	-0.29%
基础产业集团合并	8,214,038.50		741,398.13		90,947.25		61,477.16	
项目	2014 年度/2014 年 12 月 31 日							
	资产总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比	净利润	占比
机场集团	4,788,021.68	45.57%	99,381.77	19.77%	24,335.38	37.93%	18,967.75	42.66%
海建集团	6,242,185.52	59.41%	403,711.83	80.30%	43,660.45	68.04%	29,325.13	65.96%
金海湾投资	226,420.79	2.16%	-	-	-146.17	-0.23%	-146.17	-0.33%
基础产业集团合并	10,506,318.79		502,769.36		64,164.54		44,461.59	
项目	2013 年度/2013 年 12 月 31 日							
	资产总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比	净利润	占比
机场集团	3,941,093.11	44.63%	96,866.39	57.24%	32,389.14	47.57%	28,793.69	59.54%
海建集团	5,150,149.49	58.32%	72,092.67	42.60%	40,169.28	59.00%	24,042.32	49.72%
金海湾投资	191,383.32	2.17%	-	-	-92.93	-0.14%	-92.97	-0.19%
基础产业集团合并	8,830,123.72		169,240.14		68,082.10		48,359.64	
项目	2012 年度/2012 年 12 月 31 日							
	资产总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比	净利润	占比
机场集团	3,406,144.07	44.00%	76,984.52	30.79%	28,716.74	81.39%	25,595.11	89.33%
海建集团	4,746,746.23	61.31%	172,884.32	69.16%	8,006.71	22.69%	4,496.06	15.69%
金海湾投资	179,197.58	2.31%	-	-	-99.68	-0.28%	-99.63	-0.35%
基础产业集团合并	7,742,095.89		249,992.61		35,284.57		28,652.33	

数据来源：华融证券整理

三、业绩承诺保障充分

根据本次交易的业绩补偿安排，交易对手基础控股保证，基础产业集团 2016 至 2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 79,508.85 万元、153,424.29 万元和 290,975.62 万元，三年合计 52.39 亿元，2015-2018 年度的平均复合增长率达 139.74%。

这个业绩承诺是否能够实现是投资者最为关注的问题。

基础产业的利润来源主要是房地产和机场业务。机场业务本身相对平稳，

随着三亚机场持续受益于国际旅游岛建设，以及各支线机场的逐步培育成熟，预计未来机场板块的业绩将稳中有升，但无法实现这样高的符合增长率。反证法可知，要实现跨越式发展，必然依靠房地产业务。

公司房地产业务经过多年的项目培育，未来将有望迎来业绩的集中释放期。基础产业集团拥有 20 个竣工项目、33 个房地产在建项目、2 个拟建项目，该等项目主要在海口市，以及北京、广州、武汉、深圳等一二线城市。

竣工项目中绝对大多数楼盘位于海口市核心区域（美兰区），销售压力在海口相对较小。按照竣工项目的销售情况，预计存量房产的销售回款将会达到 81.08 亿元。

在建项目的预售情况较好，其中包含海口国际金融中心、日月广场、海航豪庭等一系列重大项目，占到在建项目的 80% 以上，保守预计销售收入将会超过 118.61 亿元。

由于公司拿地时间较早，大部分地块在 2009 年到 2010 年取得，成本相对较低，毛利率通常较高，平均核算整体毛利率在 40% 左右（根据海口住宅价格估算，2009 年-2010 年在 5000-7000 元之间，现在处于 10000-12000 元之间）。在公司合理安排销售计划的情况下，仅竣工项目和在建项目，可实现毛利 79.87 亿左右，从而可以确保三年 52.39 亿元净利润。

四、未来十年的增长源泉——海口大英山 CBD+南海明珠

公司非公开发行的公告中着重提到了三个重点项目：海口大英山 CBD、武汉蓝海临空产业园和海口南海明珠生态岛。我们认为对未来十年业绩贡献确定性最强的是海口大英山 CBD 和南海明珠生态岛。

1、海口大英山 CBD——给你一个“中心城市”的“城市中心”当地主

土地储备是房地产企业长期可持续发展的核心。公司的 98 个项目拥有的土地储备达 937.29 万平方米，其中，海口市大英山新城市中心区地块的项目有 58 个，占比 59.18%。从一个侧面反映出，公司的发展与大英山 CBD 地块的发展是一荣俱荣，一损俱损的。

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。

大英山 CBD 的开发特点是“以点促线，以线带面”，整个 CBD 通过每一个房地产项目与城市基础设施建设的有机结合，形成充满活力的城市新中心。相较于普通的房地产二级开发项目，大英山 CBD 实质上是基础产业集团在政府整体规划主导下的片区统筹开发项目。基础产业集团基于拥有该区域大量的土地储备，成为片区内城市综合开发和运营的主要参与者。

图表 3：海口市大英山 CBD 规划图



数据来源：华融证券整理

大英山 CBD 的开发以海南省政府及日月广场为轴线，向东西两翼依次展开。西侧片区注重传统文化在现代建筑中的演绎与延伸，东侧片区则以玻璃幕墙、超高层的现代化建筑为主。而根据周边的发展进展，基础产业集团优先开发国兴大道北侧地块，同时保证单个片区开发持有型物业与销售型物业的合理比例，这样既保证了良好的现金流，又能实现土地的溢价价值。

此外，在分地块开发的过程中，基础产业集团亦同步跟进周边基础设施的建设。目前，在国兴大道以北，轴线西侧包括新海航大厦、海南大厦、互联网金融大厦、迎宾馆一期及二期、海航豪庭及商业街等项目，轴线东侧则包括了国兴城、洲际酒店、国际金融中心、海航首府等项目；在开发国兴大道北侧的同时，公司也同步推进国兴大道南侧的规划与开发，轴线西侧为海航豪庭、豪庭广场，东侧则为优联医院、海航中心、海口塔及海航首府等项目。其中海口塔双塔高度均超过 420 米，未来将成为海南省的新地标。

第一个阶段完成 CBD 区域的统一规划和分期开发后，基础产业集团将实现在大英山片区内的城市运营。

在第二阶段，基础产业集团将以大英山 CBD 的城市建设为基础，倚靠海航集团多元化的资源优势，同时在政府政策支持下，推动大英山 CBD 区域的楼宇经济发展，重点打造企业发展的生态圈。一方面加大引进国内外知名企业的力度，另外一方面结合“大众创业、万众创新”的发展战略，推动本地企业的创新发展，例如形成互联网产业的聚集区等形式，以此最大化提升持有型物业的价值。

在第三阶段，基础产业集团将通过设施完善及企业、人才引进，将大英山 CBD 打造成为一个中高端社交生活平台，依托各种软硬件资源，培育新型企业，培育新型消费者，将大英山 CBD 打造成拥有精致、舒适、高效、文明生活理念的城市新中心。

以上是该大英山 CBD 项目的基本资料。假若我们现在不是从投资的角度，而是从项目的角度来看待，在过去几年，对于房地产项目的投融资，讲究的是“中心城市+城市中心”，换句话说，优先选择中心城市，例如一线、二线城市的房地产项目，但如果项目并非处于这些城市，而是处于三线、四线，也可以考虑，前提是项目处于城市的中心地段。大英山 CBD 是两个标准都符合，海口是海南的省会，属于中心城市无疑。而大英山地块已经被海口的发展所包围，又处于城市的中心。从项目融资的角度，海口大英山 CBD 无疑是一个非常优质的投融资项目。

但项目融资，一般都是采取债权的形式，而二级市场股票交易是股权投资。相比提供资金的一方收取一些利息而言，持有海航基础的股票，将使投资者能够更多的受益于海口大英山 CBD 的发展。

2、南海明珠——太极八卦，山水之间

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。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。

图表 4：南海明珠生态岛位置图



数据来源：华融证券整理

人工岛项目分二期开发建设，2010年10月23日人工岛项目一期正式开工建设，并于2012年12月完成一期的工程建设，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，平面形态在一期工程“海马”形状的基础上扩建为“八卦太极”。

图表 5：南海明珠生态岛设计图



数据来源：华融证券整理

南海明珠生态岛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。人工岛的建设将有利带动海南省整体旅游业的发展。同时，人工岛将改变海口作为海南省旅游中转点的现状，延长旅客在海口市的逗留时间。后续，通过基础产业集团在人工岛上一系列开发及运作，

可以进一步增强对旅客的吸引力，改变海南省目前“南热北冷”的旅游现状。

五、估值及风险提示

房地产政策风险;南海争端爆发冲突的风险。

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	614,331.59	873,498.94	1,534,326.75	2,339,720.00	3,549,903.00
同比增长(+/-%)	55.58%	42.19%	75.65%	52.49%	51.72%
归属净利润（百万元）	25967.25	53265.28	97000.8	187177.6	354990.3
同比增长(+/-%)	11.41%	105.12%	82.11%	92.97%	89.65%
每股收益（元）	0.07	0.14	0.25	0.48	0.91
PE	172.92	84.30	46.29	23.99	12.65
PB	1.30	1.28	1.24	1.18	1.08

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

付学军，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层 (100020)

传真：010-85556304

网址：www.hrsec.com.cn