

中航地产 (000043)
强烈推荐
行业：房地产开发

资产过户尘埃落定，转型静待集团支持

公司公告，以协议转让方式出让的 8 家子公司股权以及 1 个在建项目完成股权变更登记及项目转让移交。

投资要点：

- ✦ **局部调整加速重组，资产过户尘埃落定。** 2016 年 12 月 5 日，公司发布重大资产出售草案，较之前预案局部有微调：交易对手保利地产依据协议指定为全资子公司广州金地及保利南昌；交易标的剔除贵阳中航地产 70% 股权及惠东康宏发展 51%；交易对价由预案中的 23.2 亿元调整为 20.3 亿元。原交易对手保利地产依据协议可指定下属公司具体受让标的资产，对本次交易影响较小。原属于交易标的的贵阳中航地产、惠东康宏发展两公司为有限责任公司，其股权转让时公司的其他股东享有同等条件下的优先购买权，草案签署时公司认为取得其他股东放弃优先购买权的书面声明，为加快推进本次重组相关事宜，公司将这部分资产剔除交易范围。2016 年 12 月 21、22 日、2017 年 2 月 10、14 日本次交易先后获得国有资产管理机构批复、股东大会表决通过、商务部反垄断审查通过以及标的资产过户完成，交易对手除在建项目转让价款的 10% (3,499.318 万元) 外，其余价款均已支付，本次交易几近落定。
- ✦ **更新资产估价，交易溢价幅度提升。** 2016 年 12 月公布的新草案中，考察本次交易最终涉及的 9 项资产，其账面价值和评估价值均有更新：账面价值由原预案的 173,653.56 万元更新为新草案的 165,997.58 万元；评估值由原预案的 195,454.73 万元更新为新草案的 202,963.07 万元，综合溢价由 12.55% 大幅提升至 22.27%。转让资产评估价值提升使公司获得更大的交易溢价。
- ✦ **转型物业资管业务，机构类物业资管静待支持。** 公司控股股东、实际控制人均承诺剩余项目销售、结算完毕后不再从事房地产开发业务，出让所获现金全数支持转型物业资管业务，**未来将聚焦全生命周期管理及客户一体化服务，延续对机构类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营以及客户一体化服务外包三项核心业务。** 实际控制人中航集团央企背景，未来在机构类物业资管业务的项目拓展或受持续支持，资产规模与盈利能力都有充分保证。另外，**不排除未来集团注入物业资管业务相关资产。**
- ✦ **以最终出让协议计最新 RNAV11.40 元，部分开发业务资产出让加速现金回收，助力转型物业资管。** 作为集团 A 股上市平台，此次业务出售后政策限制不再，未来有望受益集团支持，当前市值 77.4 亿，PE14.2x，若转型顺利，参考物业资管类上市公司近 30x 的 PE，价值仍处低估，同时具备一定壳价值，值得关注，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：出售房地产业务资产致短期业绩波动；转型物业资管业务未达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5519	6591	7479	8240
收入同比(%)	-11%	19%	13%	10%
归属母公司净利润	401	473	541	617
净利润同比(%)	-19%	18%	14%	14%
毛利率(%)	24.2%	24.7%	24.7%	25.1%
ROE(%)	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%
每股收益(元)	0.60	0.71	0.81	0.92
P/E	19.28	16.36	14.31	12.54
P/B	1.95	1.65	1.43	1.25
EV/EBITDA	9	11	10	9

资料来源：中国中投证券研究总部 因资产转让，涉及资产变动，暂不调整此前盈利预测

作者

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 12.5

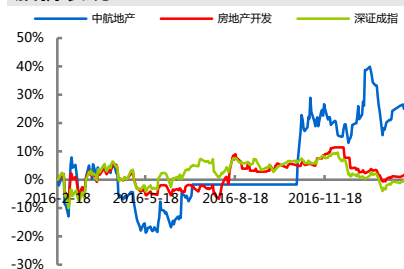
当前股价： 11.60

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	667
流通股本(百万股)	667
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	77
成交量(百万股)	14.09
成交额(百万元)	167.17

股价表现



相关报告

《中航地产-资产出让补足缺口，转型物业资管有利集团支持》2016-10-28

《中航地产-彻底退出开发业务，聚焦物业资管》2016-10-21

《中航地产-物管增长超预期，关注集团与保利整合事件》2016-08-29

附表 1：原预案出让标的明细

类型	出让标的	持股比例	账面价值 (万元)	预估价值 (万元)
股权 资产	成都航逸科技	100.00%	9,691.29	9,943.92
	成都航逸置业	100.00%	935.44	1,692.81
	江苏中航地产	100.00%	24,942.69	41,157.00
	九江中航地产	100.00%	43,299.10	31,144.00
	新疆中航投资	100.00%	6,387.06	7,054.00
	岳阳建桥投资	100.00%	26,172.34	30,883.00
	赣州中航置业	79.17%	21,069.01	23,445.00
	贵阳中航地产	70.00%	17,397.52	17,398.00
	惠东康宏发展	51.00%	11,947.14	19,447.00
	赣州中航地产	100.00%	6,670.72	13,190.00
非股权 资产	南昌中航国际广场二期		34,485.91	36,945.00
合计			202,998.22	232,299.73

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

附表 2：本草案出让标的明细

类型	出让标的	持股比例	账面价值 (万元)	预估价值 (万元)
股权 资产	成都航逸科技	100.00%	9691.30	10,001.30
	成都航逸置业	100.00%	935.43	1,684.41
	江苏中航地产	100.00%	24,942.69	42,764.38
	九江中航地产	100.00%	37,887.09	32,948.06
	新疆中航投资	100.00%	3,651.47	6,534.30
	岳阳建桥投资	100.00%	26,172.34	32,529.72
	赣州中航置业	79.17%	21,069.01	22,685.74
	赣州中航地产	100.00%	7,162.34	18,821.98
非股权 资产	南昌中航国际广场二期		34,485.91	34,993.18
合计			165,997.58	202,963.07

附：公司财务与经营等指标

图 1：经营情况

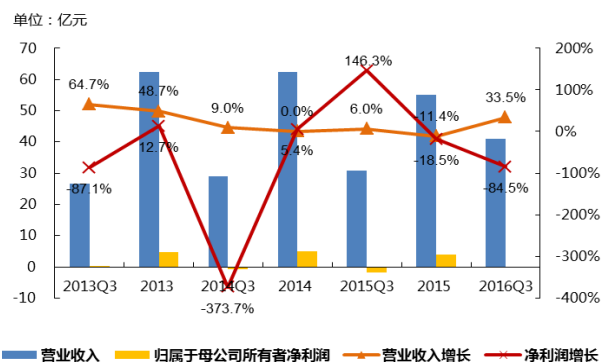


图 2：EPS 和 ROE

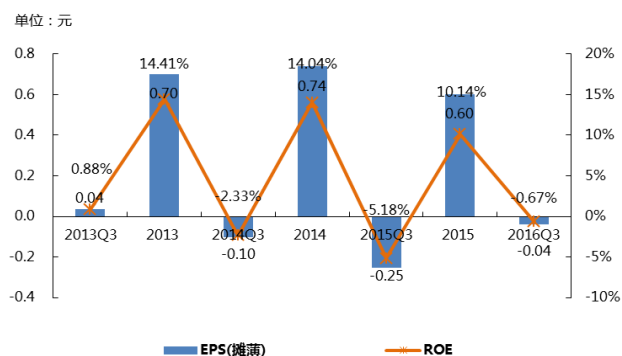


图 3：综合毛利率和归母净利率

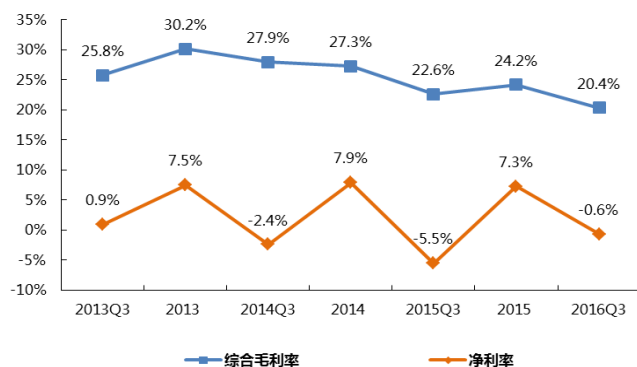


图 4：三费水平

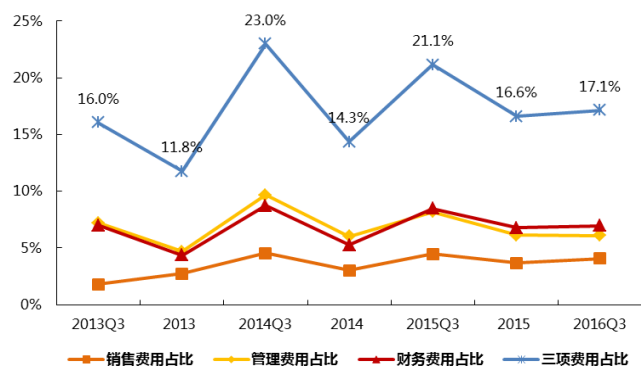


图 5：货币资金与短期负债

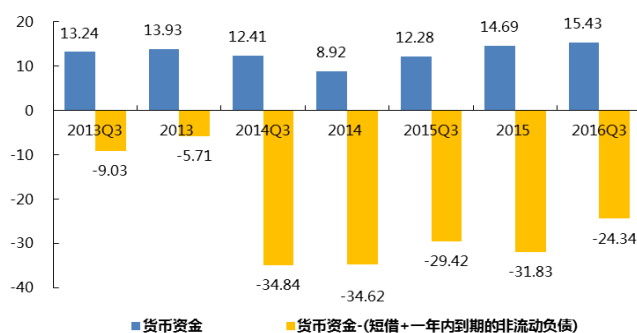
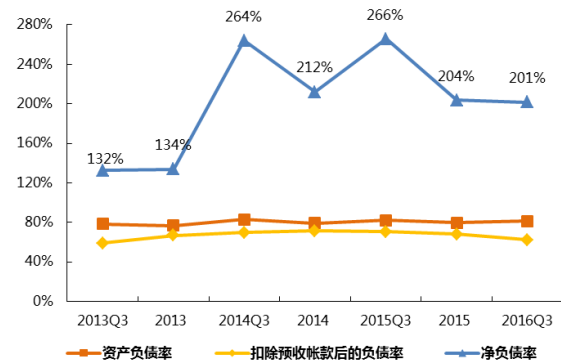


图 6：负债水平



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	13642	15965	18214	19865
现金	1469	1648	1870	2060
应收账款	402	480	545	601
其它应收款	827	1025	1163	1281
预付账款	134	397	563	494
存货	10620	12412	14070	15425
其他	189	3	3	4
非流动资产	9239	9609	10544	10479
长期投资	146	146	146	146
固定资产	142	123	105	86
无形资产	12	12	12	12
其他	8939	9327	10281	10234
资产总计	22881	25574	28758	30344
流动负债	11024	10602	12272	13124
短期借款	2674	3468	3974	3387
应付账款	1486	993	1407	2160
其他	6864	6141	6892	7577
非流动负债	7161	9568	10411	10402
长期借款	6373	7373	8173	8173
其他	788	2196	2238	2230
负债合计	18186	20170	22683	23526
少数股东权益	738	706	670	630
股本	667	667	667	667
资本公积	563	563	563	563
留存收益	2732	3167	3574	4058
归属母公司股东权益	3958	4697	5405	6188
负债和股东权益	22881	25574	28758	30344

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	539	-2556	99	930
净利润	371	442	505	576
折旧摊销	60	52	52	52
财务费用	373	255	216	185
投资损失	-201	-200	-200	-200
营运资金变动	195	-3358	-853	-6
其它	-258	253	379	323
投资活动现金流	136	-271	-834	166
资本支出	42	0	0	0
长期投资	0	434	1000	0
其他	178	163	166	166
筹资活动现金流	-50	3005	957	-906
短期借款	173	793	506	-587
长期借款	1022	1000	800	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	115	0	0	0
其他	-1359	1212	-349	-319
现金净增加额	625	178	222	190

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5519	6591	7479	8240
营业成本	4184	4965	5628	6170
营业税金及附加	445	659	748	824
营业费用	204	243	276	304
管理费用	338	395	449	494
财务费用	373	255	216	185
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	391	300	300	300
投资净收益	201	200	200	200
营业利润	566	573	662	762
营业外收入	49	49	49	49
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	606	622	711	811
所得税	235	180	206	235
净利润	371	442	505	576
少数股东损益	-31	-31	-36	-41
归属母公司净利润	401	473	541	617
EBITDA	999	880	930	1000
EPS (元)	0.60	0.71	0.81	0.92

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-11.4%	19.4%	13.5%	10.2%
营业利润	-14.8%	1.2%	15.5%	15.1%
归属于母公司净利润	-18.5%	17.9%	14.3%	14.1%
获利能力				
毛利率	24.2%	24.7%	24.7%	25.1%
净利率	7.3%	7.2%	7.2%	7.5%
ROE	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%
ROIC	9.0%	6.1%	6.0%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	79.5%	78.9%	78.9%	77.5%
净负债比率	60.63	63.55	62.27	57.54
流动比率	1.24	1.51	1.48	1.51
速动比率	0.27	0.34	0.34	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.27	0.28	0.28
应收账款周转率	14	14	14	14
应付账款周转率	3.19	4.01	4.69	3.46
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.71	0.81	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	-3.83	0.15	1.39
每股净资产(最新摊薄)	5.93	7.04	8.10	9.28
估值比率				
P/E	19.28	16.36	14.31	12.54
P/B	1.95	1.65	1.43	1.25
EV/EBITDA	9	11	10	9

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

因资产转让，涉及资产变动，暂不调整此前财务预测

相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-28	《中航地产-资产出让补足缺口，转型物业资管有利集团支持》
2016-10-21	《中航地产-彻底退出开发业务，聚焦物业资管》
2016-08-29	《中航地产-物管增长超预期，关注集团与保利整合事件》
2016-05-03	《中航地产-财务费用增加致利润大幅下滑》
2016-03-02	《中航地产-提速发展航空科技文化新战略，大市场小公司》
2016-01-19	《中航地产-航空科技文化实质落地，战略变革起步》
2015-08-26	《中航地产-非核心业务剥离及地产收入下降致利润大幅下滑》
2015-03-20	《中航地产-剥离非核心业务，存被整合可能，建议持续关注》
2014-09-25	《中航地产-优质小市值地产价值被低估，存整合条件》
2014-03-02	《中航地产-业绩符合预期，增长质量提升》
2013-12-04	《中航地产-发展提速，集团业务整合或存机会》

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

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝，中投证券房地产行业分析师，中国人民大学经济学硕士。

郭泰，中投证券房地产行业分析师，伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤，中投证券房地产行业分析师，香港科技大学商学院经济学硕士。

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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434