

中航地产 (000043)

推荐

行业：房地产开发

转型顺利推进，物管持续高增长

公司 17 年上半年实现营收 23.8 亿元 (-12.34%)，归母净利润-1.4 亿元 (-4279.52%)，同比转亏，基本 EPS0.005 元，销售额 12.4 亿元 (-59%)，销售面积 13.4 万方 (-54%)。

投资要点：

- ✧ **地产结转下降、物管营收占比超 50%**。17 年上半年实现营收 23.80 亿元 (-12.34%)，归母净利润-1.41 亿元转负，营收回落主要由地产业务结转营收下降所致，归母净利润降幅远超营收主要由三费率增长、投资净收益减少、营业外净收入转负、少数股东权益增加所致。各主营业务中物管业务营收 12.61 亿元 (+28.64%、占比 52.99%)，毛利 1.21 亿元，房地产开发业务营收 10.60 亿元 (-34.63%、占比 44.54%)，毛利 3.51 亿元，物管业务营收占比首超 50%，成为公司第一主营业务。毛利率 20.7% (-0.6 个 pc)，净利率-5.9% (-6.0 个 pc)，三费率 19.7% (+1.9 个 pc)；置出部分地产资产致销售费用占比-1.2 个 pc、转型物管及支付辞退补偿等致管理费用占比+2.5 个 pc)。另 16 年存出售酒店股权等获非经常性投资净受益致基数较高。
- ✧ **销售萎缩，未来结转出清或处置**。17H 销售额 12.4 亿元 (-59%)，销售面积 13.4 亿元 (-54%)。截至 6 月 30 日末预收款 29.5 亿元，在建未结转建面约 201 万方，权益口径 143.3 万方，货值约 130 亿元，另有土储占地面积约 67 万方，计容建面约 160 万方，预计货值约 75 亿元。预计未来公司转型期间地产资产将逐步结转出清 (计入营收) 或择机处置 (计入营业外净收入)。
- ✧ **物管营收持续高增长，机构类物管业务有保障**。17H 物业资管实现净利润 0.52 亿元，同比+54%，连续三年保持高增长，新签合同超 3.8 亿元。截至 17 年 6 月公司物管业务已覆盖全国二十多个城市，在管各类项目 428 个 (16 年末 391 个)，管理面积达 4911 万方 (16 年末 4568 万方)。受益于实际控制人中航集团央企背景，预计未来公司将围绕机构类物业资管业务集中拓展，进一步打造国内顶尖的机构物业品牌。
- ✧ **商业地产初具规模，探索轻资产模式**。集中打造“九方购物中心”核心品牌，自 2011 年累计已有 6 家购物中心开业运营，总营业面积超过 68 万方。与赣州巨亿广场签订管理输出服务协议，尝试管理输出的轻资产运营模式。
- ✧ **地产业务三四线城市去库存均价回升，待结转资源升值，最新 RNAV9.67 元，资产重组完成加速资产变现助力转型物业资管等业务**。作为集团 A 股上市平台，物业资管业务持续较快发展，预计将持续获得集团支持快速实现转型。估算各业务价值约 75 亿元：年开发业务净利约 1.5 亿元，对应行业 20xPE 市值约 30 亿元；年物管业务净利约 1.6 亿元，对应行业 25xPE 市值约 40 亿元；年建筑业务净利 0.2 亿元，对应行业 20xPE 市值约 4 亿元。若公司转型能得到集团大力支持，公司估值将有一定的溢价，给予“推荐”评级。
- ✧ **风险提示**：下半年地产销售低于预期；转型物业资管业务未达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6323	7935	10410	14122
收入同比(%)	15%	26%	31%	36%
归属母公司净利润	161	317	384	486
净利润同比(%)	-60%	96%	21%	26%
毛利率(%)	20.2%	23.9%	23.1%	22.8%
ROE(%)	4.0%	7.1%	8.0%	9.2%
每股收益(元)	0.24	0.48	0.58	0.73
P/E	43.35	22.07	18.22	14.40
P/B	1.71	1.57	1.46	1.33
EV/EBITDA	9	9	9	7

资料来源：中国中投证券财富研究部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

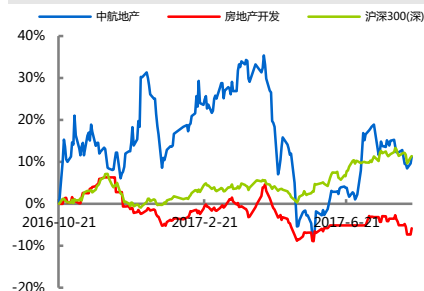
当前股价： 10.49

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)	70
流通市值(亿元)	70
成交量(百万股)	4.51
成交额(百万元)	47.21

股价表现



相关报告

《中航地产-部分地产资产剥离，期待转型加速》2017-03-09

《中航地产-资产过户尘埃落定，转型静待集团支持》2017-02-16

《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

附：公司财务与经营等指标

图 1：经营情况

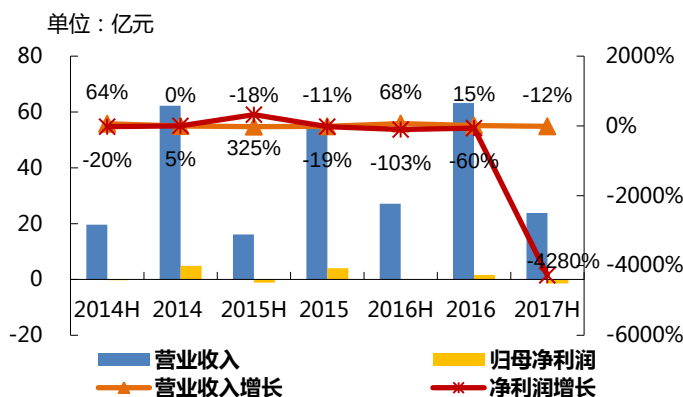


图 2：EPS 和 ROE

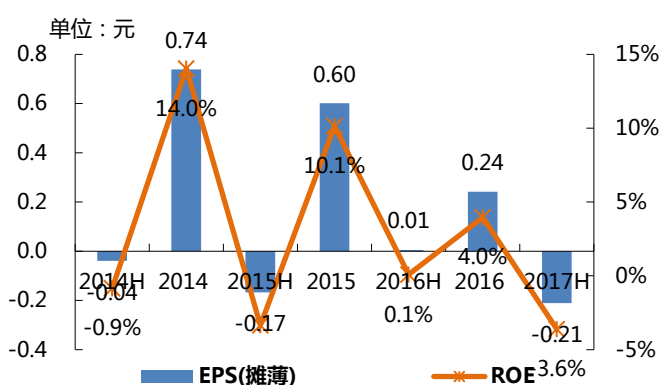


图 3：综合毛利率和归母净利润

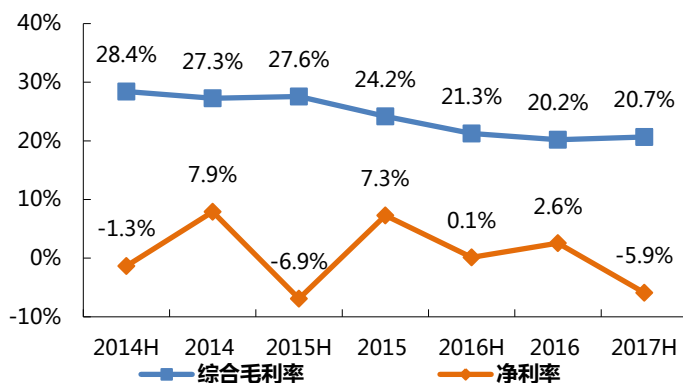


图 4：三费水平

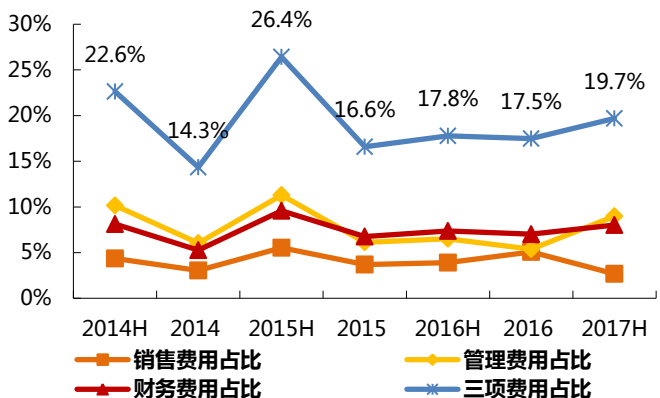


图 5：货币资金与短期负债

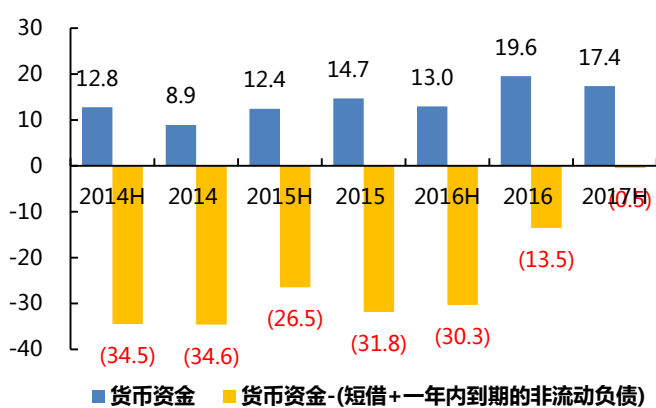


图 6：负债水平

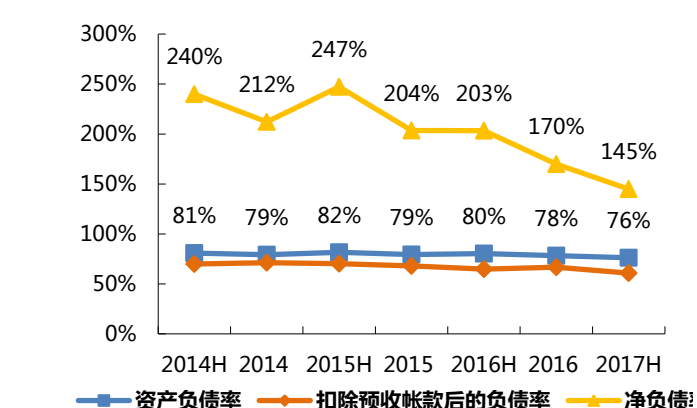


图 7：主营业务营收占比变化

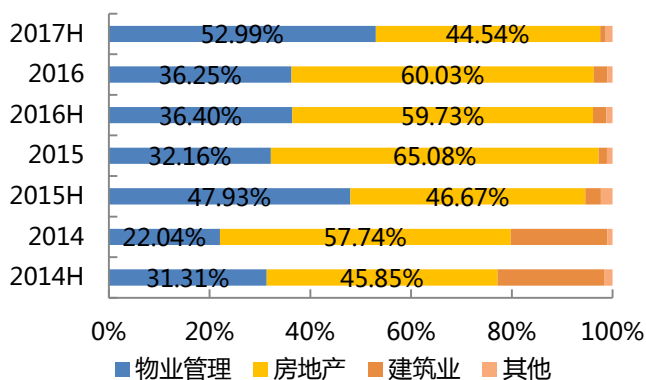


图 8：主营业务毛利率

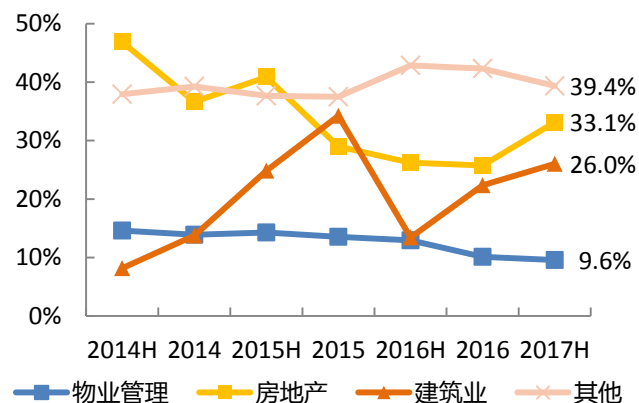


图 9：主营业务营收历年变化

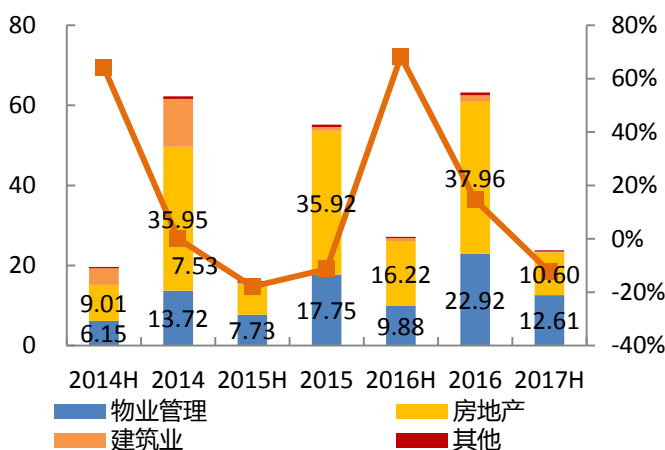
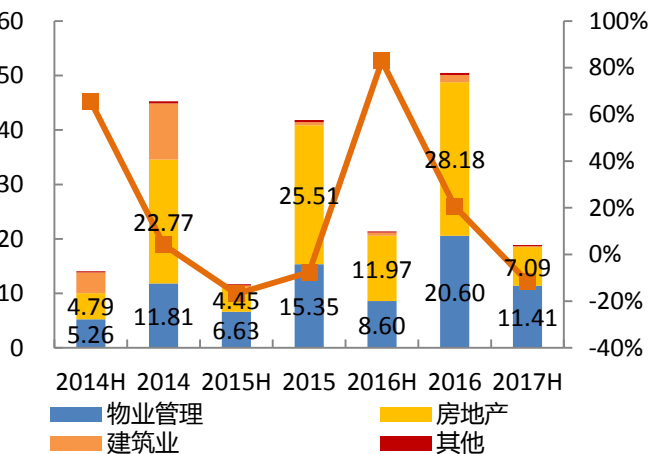


图 10：主营业务成本历年变化



资料来源：公司公告，中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	12442	10502	11091	12995
现金	1956	1770	2082	2824
应收账款	560	631	789	1067
其它应收款	3210	2234	2883	4218
预付账款	113	135	179	243
存货	6368	5732	5158	4643
其他	235	0	0	0
非流动资产	9291	9169	9047	8925
长期投资	162	162	162	162
固定资产	637	582	526	471
无形资产	12	12	12	12
其他	8480	8414	8347	8281
资产总计	21733	19671	20138	21920
流动负债	9556	7781	8398	10286
短期借款	1710	0	532	2179
应付账款	1032	1208	1520	1963
其他	6814	6574	6346	6144
非流动负债	7449	6825	6364	5857
长期借款	5150	4650	4150	3650
其他	2299	2175	2214	2207
负债合计	17005	14606	14762	16143
少数股东权益	645	612	572	522
股本	667	667	667	667
资本公积	549	549	549	549
留存收益	2861	3137	3387	3740
归属母公司股东权益	4083	4453	4804	5256
负债和股东权益	21733	19671	20138	21920

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2337	2305	593	-78
净利润	137	284	344	435
折旧摊销	53	84	84	84
财务费用	444	273	252	264
投资损失	-380	-100	-100	-100
营运资金变动	2134	1979	-117	-848
其它	-51	-215	130	87
投资活动现金流	120	72	72	72
资本支出	541	0	0	0
长期投资	-54	0	0	0
其他	607	72	72	72
筹资活动现金流	-1912	-2562	-353	749
短期借款	-964	-1710	532	1646
长期借款	-1223	-500	-500	-500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-14	0	0	0
其他	289	-352	-386	-397
现金净增加额	545	-186	312	742

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6323	7935	10410	14122
营业成本	5047	6039	8003	10904
营业税金及附加	381	478	627	851
营业费用	321	238	312	424
管理费用	340	714	937	1271
财务费用	444	273	252	264
资产减值损失	139	0	0	0
公允价值变动收益	252	100	100	100
投资净收益	380	100	100	100
营业利润	283	393	479	609
营业外收入	19	19	19	19
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	296	406	492	622
所得税	159	122	147	187
净利润	137	284	344	435
少数股东损益	-24	-33	-40	-51
归属母公司净利润	161	317	384	486
EBITDA	780	750	815	956
EPS (元)	0.24	0.48	0.58	0.73

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	14.6%	25.5%	31.2%	35.7%
营业利润	-50.0%	38.7%	21.8%	27.2%
归属于母公司净利润	-59.8%	96.4%	21.1%	26.5%
获利能力				
毛利率	20.2%	23.9%	23.1%	22.8%
净利率	2.6%	4.0%	3.7%	3.4%
ROE	4.0%	7.1%	8.0%	9.2%
ROIC	6.7%	14.7%	16.1%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	78.2%	74.3%	73.3%	73.6%
净负债比率	49.73%	42.77%	42.54%	46.00%
流动比率	1.30	1.35	1.32	1.26
速动比率	0.62	0.60	0.69	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.38	0.52	0.67
应收账款周转率	13	13	14	15
应付账款周转率	4.01	5.39	5.87	6.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.48	0.58	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	3.50	3.46	0.89	-0.12
每股净资产(最新摊薄)	6.12	6.68	7.20	7.88
估值比率				
P/E	43.35	22.07	18.22	14.40
P/B	1.71	1.57	1.46	1.33
EV/EBITDA	9	9	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
2017-03-09	《中航地产-部分地产资产剥离，期待转型加速》
2017-02-16	《中航地产-资产过户尘埃落定，转型静待集团支持》
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,中国中投证券财富研究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。

谢余胤,中投证券财富研究部房地产行业分析师,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,旨为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财富研究部

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