

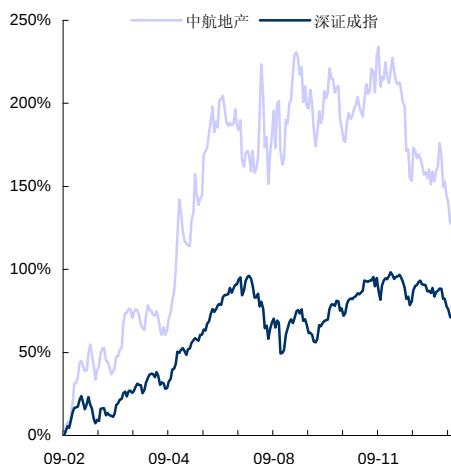
6-12个月目标价	16元
当前股价	14.2元
投资评级	买入

研究员: 张绍坤 执业号: S0640208090087
电话: 0755-83689044
Email: Zskscstock@yahoo.com.cn
报告日期: 2010/3/17

基础数据

上证指数	3050
总股本(百万)	222.32
流通A股(百万股)	138.71
流通B股(百万股)	0.00
流通A股市值(百万)	1860
总市值(百万)	3124
每股净资产(元)	7.51
ROE(TTM)	1.7
资产负债率	68.51
动态市盈率	100.83
动态市净率	1.6

近一年股价走势与大盘比较



相关报告

《中航地产业绩快报点评-09年业绩符合预期，长期发展潜力大》

投资要点:

- 公司发布2009年年报，2009年公司共实现营业收入17.5亿元，其中房地产业务9.8亿元，酒店业务3亿元，物业管理业务4.7亿元，净利润约6286万元，每股收益0.28元，基本符合我们的预期。公司年底房地产预收账款余额共12亿元，主要来源于昆山中航城和赣州中航城两项目。
- 2009年地产和酒店业务业绩压力释放。地产和酒店业景气度都已回升，公司2007年取得的坪地项目已恢复盈利，尾盘对公司公司业绩负面影响已消除。
- 地产业绩将逐步释放。未来惠州、赣州和昆山将是公司地产业绩主要来源，项目地处二三线城市，收入较为稳定；拟注入中航苑项目预计盈利能力较强，将在2012年贡献业绩。
- 2010年-2012年3年平均每股盈利预计为0.67元，按行业历史最低平均市盈率20倍计算，目前公司估计已经基本反映了公司未来3年的盈利状况，如果考虑公司净资产较高以及后续中航苑项目陆续注入上市公司，按照假设增发完成后净资产和行业平均2倍PB计算，公司目标价16元，维持买入评级。
- 风险提示，受国家调控政策影响，房地产成交量急剧萎缩，公司2011年业绩受影响。

按假设增发完成后股本计算

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1752	2095	2300	3055
收入同比(%)	-14%	20%	10%	33%
归属母公司净利润	63	124	180	650
净利润同比(%)	654%	97%	45%	261%
毛利率(%)	32.2%	30.5%	32.0%	44.6%
ROE(%)	3.7%	5.9%	8.0%	22.5%
每股收益(元)	0.13	0.26	0.38	1.38
P/E	103.09	52.33	35.97	9.97
P/B	3.78	3.10	2.87	2.24
EV/EBITDA	17	13	10	3

数据来源: 江南金融研究所

一、2009 年地产和酒店业务业绩压力释放

公司 2009 年共实现营业收入 17.5 亿元，深圳坪地项目造成公司控股企业深圳市中航地产发展有限公司亏损 5564 万元。由于 2009 年深圳市房地产价格上涨，该项目已经能够实现盈利，该项目尾盘对公司业绩负面影响已基本消除。

酒店业在经历 2008-2009 年业绩低谷之后，景气度开始回升，2010 年 1 月份北京上海两地入住率同比正增长，高星级酒店入住率回升速度快于其他星级酒店，公司主要运营的是四星级酒店，经营情况将逐步转好，业绩继续下滑的压力较小。

图表 1 星级酒店入住率

	北京		上海	
	1 月	同比	1 月	同比
星级饭店平均出租率 (%)	50.5	10.7	51.82	15.04
五星级	52.8	14.3	56.29	15.79
四星级	57.3	12.8	52.03	17.33
三星级	48.7	8.3	48.65	14.54
二星级	40.6	6.9	47.68	7.43
一星级	21.6	-3.6	25.87	-19.05

数据来源：上海、北京市旅游局

物业管理业务收入较为稳定，2009 共实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 9%，如果物业管理面积不出现大幅增长，该业务收入预计未来仍将保持稳定增长。

二、地产业绩逐步释放

公司 2010 年主要项目赣州中航城、惠东中航城和昆山中航城预售率均达 80%以上，2009 年年末待结算预收账款共 12 亿元，占我们预测 2010 年房地产业务营业收入的 92%。

图表 2 公司预收账款组成

	预收账款 (亿元)
赣州中航城项目	5.11
惠东中航城一期	1.40
新疆翡翠城一期	0.77
南昌中航国际广场	0.90
昆山中航城一期	3.87
总计	12

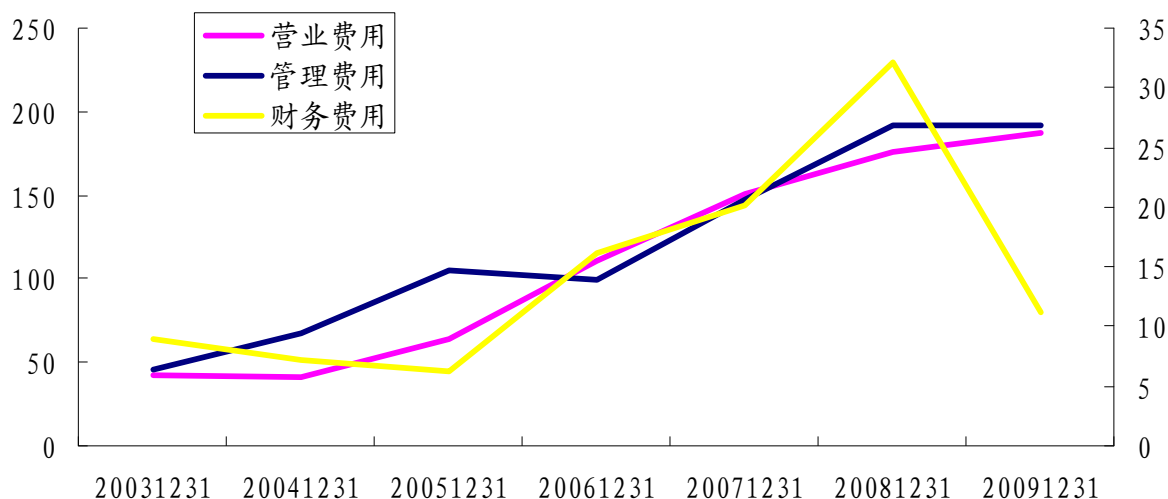
数据来源：公司 2009 年年报

赣州、昆山和惠州等二三线城市房地产市场受国家政策影响较小，销售较为稳定，公司在赣州共有约 60 万平方米建筑面积土地储备，平均楼面地价约 1500 元/平方米，昆山共有约 30 万平方米土地储备，平均楼面地价约 1300 元/平方米，惠州共有 35 万平方米建筑面积土地储备，按现有市场售价，三项目预计毛利率均在 30%以上，盈利能力较好，将在未来三年逐步释放业绩。

三、公司财务费用合理，管理和营业费用未来有望逐步改善

由于 2009 年地产销售回款良好，公司提前归还了利息较高的银行贷款，财务费用同比下降了 65%，占销售收入 1%，较为合理。但公司管理费用和营业费用占销售收入比例总计达到 22%，一方面，由于公司主营业务中酒店服务业和物业管理业务属于服务行业，人力成本较高，另一方面，公司在费用管理方面仍有一定欠缺。公司在年报中提出 2010 年重点建立与推进管控模式，提升公司的专业化运作水平，预计公司的管理费用和营业费用预计未来将逐步得到改善。

图表 3 公司历年三项费用（百万元）



数据来源：公司年报

增发后公司 2010-2012 年平均每年每股收益 0.67 元/股，按照行业平均 20 倍的市盈率计算，公司股价低于 13.4 元的时候估值较为合理。考虑到公司大股东进一步注入资产的可能，公司价值有进一步提升的空间，按照假设增发完成后每股净资产和行业平均 2 倍 PB 计算，公司目标价 16 元，给予公司买入评级。

图表 4 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5232	4776	4988	3971	营业收入	1752	2095	2300	3055
现金	942	2326	2057	1762	营业成本	1188	1456	1565	1693
应收账款	173	84	92	122	营业税金及附加	93	111	122	162
其他应收款	366	158	181	226	营业费用	188	147	161	183
预付账款	312	29	157	169	管理费用	192	191	191	191
存货	3440	2180	2501	1691	财务费用	11	10	-8	3
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	1215	1575	1794	2205	公允价值变动收益	32	0	0	0
长期投资	48	54	54	54	投资净收益	14	0	0	0
固定资产	213	339	428	589	营业利润	118	181	269	823
无形资产	76	76	75	74	营业外收入	33	0	0	0
其他非流动资产	877	1107	1237	1488	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	6446	6351	6781	6175	利润总额	149	181	269	823
流动负债	3945	3516	3733	2482	所得税	55	36	54	165
短期借款	1030	924	990	1033	净利润	93	145	215	658
应付账款	163	161	168	201	少数股东损益	31	21	35	8
其他流动负债	2753	2431	2576	1248	归属母公司净利润	63	124	180	650
非流动负债	424	365	375	380	EBITDA	186	249	333	913
长期借款	290	290	290	290	EPS (元)	0.28	0.26	0.38	1.38
其他非流动负债	134	75	85	90	主要财务比率				
负债合计	4369	3881	4109	2863	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	361	381	416	425	成长能力				
股本	222	470	470	470	营业收入	-13.7%	19.6%	9.8%	32.8%
资本公积	957	957	957	957	营业利润	394.7%	52.6%	48.7%	205.9%
留存收益	537	661	829	1461	归属于母公司净利润	654.4%	97.0%	45.5%	260.7%
归属母公司股东权益	1717	2088	2256	2888	获利能力				
负债和股东权益	6446	6351	6781	6175	毛利率(%)	32.2%	30.5%	32.0%	44.6%
现金流量表					净利率(%)	3.6%	5.9%	7.8%	21.3%
单位: 百万元					ROE(%)	3.7%	5.9%	8.0%	22.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	3.9%	23.2%	21.4%	38.2%
经营活动现金流	536	1736	3	212	偿债能力				
净利润	93	145	215	658	资产负债率(%)	67.8%	61.1%	60.6%	46.4%
折旧摊销	57	58	72	87	净负债比率(%)	31.13%	31.28%	31.15%	46.21%
财务费用	11	10	-8	3	流动比率	1.33	1.36	1.34	1.60
投资损失	-14	0	0	0	速动比率	0.45	0.74	0.67	0.92
营运资金变动	417	1650	-299	-605	营运能力				
其他经营现金流	-29	-127	23	70	总资产周转率	0.31	0.33	0.35	0.47
投资活动现金流	-193	-432	-335	-533	应收账款周转率	13	15	26	29
资本支出	144	200	100	300	应付账款周转率	12.16	9.00	9.53	9.17
长期投资	14	199	200	197	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-34	-33	-35	-36	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.26	0.38	1.38
筹资活动现金流	-9	80	63	25	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	3.69	0.01	0.45
短期借款	-106	-106	65	43	每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.44	4.80	6.14
长期借款	-112	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	248	0	0	P/E	103.09	52.33	35.97	9.97
资本公积增加	-6	0	0	0	P/B	3.78	3.10	2.87	2.24
其他筹资现金流	215	-62	-2	-18	EV/EBITDA	17	13	10	3
现金净增加额	334	1384	-268	-295					

资料来源: 江南金融研究所

分析师简介

张绍坤, SAC 执业证书号: S0640208090087

南开大学经济系硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。