



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-03-09

公司点评报告

买入/维持

中航资本(600705)

目标价: 7.78

昨收盘: 6.44

非银金融 多元金融 II

中航资本 2016 年报点评: 业绩平稳, 信托、租赁收入高增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	8,976/7,619
总市值/流通(百万元)	57,808/49,063
12 个月最高/最低(元)	12.89/5.64

相关研究报告:

《中航资本(600705): 业绩稳健, 看好业绩的可持续增长能力》
--2016/05/16

《2015 年业绩较三季度边际改善, 高送转为长期市值预留空间》
--2016/03/18

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件: 公司近日发布 2016 年报, 公司全年实现营业总收入 87.48 亿元, 较 2015 年增长 0.77%; 归属母公司净利润 23.24 亿元, 较 2015 年增长 0.51%; 净资产收益率 10.77%; 稀释 EPS 为 0.26 元, 同比-16.13%。股利分配政策为: 每 10 股拟派发现金红利 0.67 元(含税), 不送红股。拟分配利润总计 6.01 亿元。

点评:

业绩与去年持平, 租赁+信托(贡献度 75%) 实现 20%+的收入增长。

公司营收主要来源于租赁业务、信托业务、财务公司、证券业务, 贡献度分别为: 47%、25%、16%、12%。合计占营收 75%的租赁+信托业务均保持百分之二十多的增长。财务公司受利差收窄等因素的影响, 营收略有收缩, 但通过压缩成本, 毛利率有明显提高。证券公司收入缩减 51%, 主要受行业系统性因素影响, 市场交易量缩水 50%影响。

“产融结合”战略不断深化, 持续聚焦航空产业链。 大股东中国航空集团庞大, 下辖 140 余家成员单位、28 家上市公司, 公司以“产融结合”战略为导向, 利用航空产业专业优势, 2016 年完成对宝胜股份、中航机电两个定增项目的出资, 实现可观的投资浮盈。历史上, 中航资本积极参与集团的并购、重组, 为公司业绩提供了坚实的支撑。

公司资本运作稳健, 旗下核心金融子公司资本实力不断增强。 公司 2015 年 12 月完成重大资产重组。公司自 2013 年以来每年均有资本运作, 2016 年启动 48 亿的可转债发行前期工作, 完成公司董事会、集团公司董事会等内部决策程序, 获得国资委同意可转债发行的批文, 2017 年信托、租赁业务将获资金支持。

投资建议: 中航资本一头扎根于实业, 一头手握全面的金融工具, 服务实体经济有手段, 发展金融有根基。预计公司 2017-2019 年稀释 EPS 分别为: 0.32、0.43、0.50 元, 同比增长率分别为: 25%、33%、17%。建议六个月目标价为 7.78 元/股, 对应 2017 年 24 倍 PE。

风险提示: 资本运作进度可能落后于预期; 证券业务业绩波动。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,747.52	10,782.89	13,089.26	15,723.85
净利润(百万元)	2,324.14	2,909.31	3,857.27	4,521.82
摊薄每股收益(元)	0.26	0.32	0.43	0.50

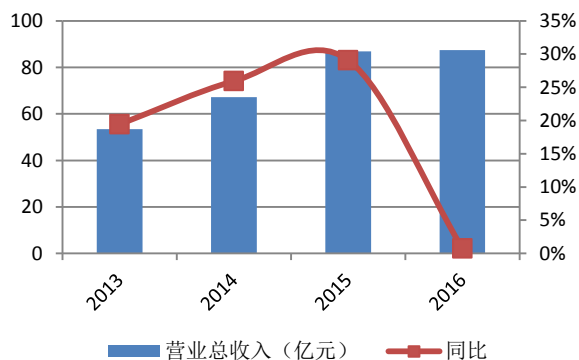
资料来源: Wind, 太平洋证券

业绩与去年持平，租赁+信托（贡献度 75%）实现 20%+的收入增长

公司全年实现营业总收入 87.48 亿元，较 2015 年增长 0.77%；归属母公司净利润 23.24 亿元，较 2015 年增长 0.51%，营业收入、归母净利润均与去年持平。公司营收主要来源于租赁业务、信托业务、财务公司、证券业务，贡献度分别为：47%、25%、16%、12%。合计占营收 75%的租赁+信托业务均保持百分之二十多的增长。财务公司受利差收窄等因素的影响，营收略有收缩，但通过压缩成本，毛利率有明显提高。证券公司收入缩减 51%，主要受行业系统性因素影响，市场交易量缩水 50%影响。具体而言：其中租赁公司创造 41.15 亿的营收，营收贡献度为 47%，今年租赁公司营收同比增长 28.43%，毛利率为 22.28%，毛利率比去年减少 7.11 个百分点；信托公司创造 22.12 亿的营收，营收贡献度为 25%，信托公司营收同比增长 25.06%，毛利率为 65.48%，毛利率较去年同期增加 0.91 个百分点；财务公司创造 13.86 亿的营收，营收贡献度为 16%，财务公司营收同比 -3.26%，毛利率为 52.74%，毛利率较去年同期增加 9.98 个百分点；证券公司创造 10.57 亿元营收，营收贡献度为 12%，证券公司营收同比-51.04%，主要受行业因素影响，与行业平均水平持平。

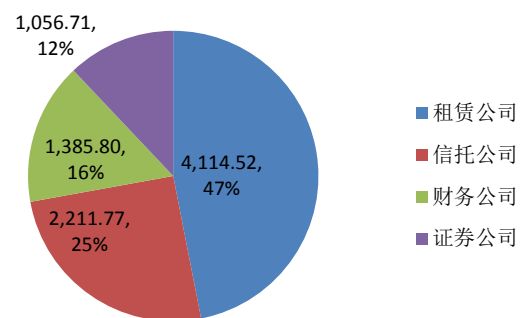
中航资本 2016 年四个季度的归母净利润分别为：5.49 亿元、5.80 亿元、5.41 亿元、6.54 亿元，同比增速分别为：28.42%、-42.83%、47.91%、29.72%，三季度出现业绩拐点。

图表 1：中航资本营业总收入及同比（亿元）



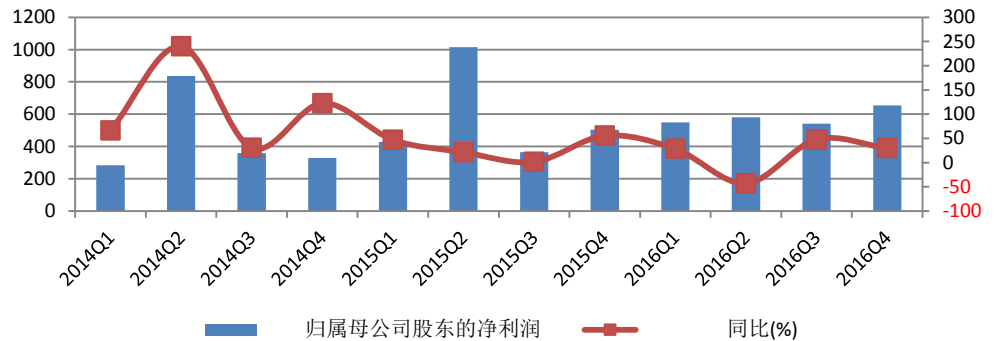
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：中航资本营业总收入结构（百万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：中航资本单季度归母净利润及同比（百万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

“产融结合”战略不断深化，持续聚焦航空产业链

股东中国航空集团庞大，下辖 140 余家成员单位、28 家上市公司，员工逾 50 万人，是我国航空产业的集大成者。公司作为中航工业的金融平台，始终致力于“成为根植航空产业、深具中国产融结合特色的一流金融控股上市公司”的战略愿景，明确提出深化“产融结合”战略。2016 年完成对宝胜股份、中航机电两个定增项目的出资，同时关注其它军工和新兴产业，通过参与定向增发、增资扩股等方式积极介入航空产业、新兴产业，实现可观的投资浮盈。历史上，中航资本积极参与集团的并购、重组，先后投资了中航重机、中航黑豹、西飞集团、沈飞民用航空公司、成飞民用航空公司等。这种模式是可复制的，而且具有充分的信息优势，为公司业绩提供了坚实的支撑。

公司资本运作稳健，旗下核心金融子公司资本实力不断增强

2016 年，各项资本运作稳步推进，取得了阶段性进展。一是对中航租赁增资 25 亿元，为租赁业务快速增长提供了资本支持。二是积极推进可转债发行前期工作，完成公司董事会、集团公司董事会等内部决策程序，获得国资委同意可转债发行的批文。本次可转债计划募资 48 亿元，用于增资中航证券和中航信托，为两家子公司可持续发展提供资本支持，预计 2017 年完成。作为一家金融平台，因资本运作的需要而生，同时也频频受益于自身资本运作，2013 年以来每年均有资本运作。

投资建议：

中航资本一头扎根于实业，一头手握全面的金融工具，服务实体经济有手段，发展金融有根基，“基础资产——金融服务——金融资产投资”的全链条覆盖能力，在市场上具有独特优势，是一个典型的价值标的。中航租赁和中航信托保持较快增长势头，2017 年增资 48 亿用于租赁和信托业务，业绩增长可期。预计公司 2017-2019 年稀释 EPS 分别为：0.32、0.43、0.50 元，同比增长率分别为：25%、33%、17%。建议六个月目标价为 7.78 元/股，对应 2017 年 24 倍 PE。

图表 4：中航资本利润预测表（亿元、亿股）

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	86.81	87.48	107.83	130.89	157.24
营业收入-求和	86.81	88.92	107.83	130.89	157.24
证券公司	21.58	10.57	12.68	15.85	19.02
财务公司	14.32	13.86	13.93	14.07	14.49
租赁公司	32.04	41.15	53.49	68.47	85.58
期货公司	0.45	0.49	0.45	0.45	0.45
信托公司	17.69	22.12	26.54	31.32	36.96
商品销售	0.73	0.73	0.74	0.74	0.74
二、营业总成本	52.63	55.48	66.51	75.20	91.68
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.09	-0.13	0.03	0.07	0.02
投资净收益	11.85	6.78	7.46	8.95	10.30
四、营业利润	46.16	38.69	48.82	64.72	75.87
五、利润总额	46.63	39.62	49.31	65.38	76.65
减：所得税	11.27	9.75	11.92	15.80	18.52
六、净利润	35.37	29.88	37.40	49.58	58.13
减：少数股东损益	12.24	6.64	8.31	11.01	12.91
归母净利润	23.12	23.24	29.09	38.57	45.22
股本	44.88	89.76	89.76	89.76	89.76
EPS（元）	0.61	0.26	0.32	0.43	0.50

资料来源：太平洋证券研究院

图表 5：中航资本财务预测表

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	57,720	46,517	37,095	45,728	53,737	营业总收入	8,681	8,748	10,783	13,089	15,108
结算备付金	939	1,678	2,134	2,630	3,091	营业收入	3,278	4,200	5,349	6,847	7,942
拆出资金	130	0	0	0	0	利息收入	2,194	1,673	1,999	2,296	2,636
交易性金融资产	286	509	763	940	1,105	已赚保费	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	1,513	224	106	846	1,043	手续费及佣金收入	3,209	2,875	3,435	3,947	4,530
一年内到期的非流动资产	28,339	35,529	56,519	69,671	81,875	营业总成本	5,263	5,548	6,651	7,520	8,737
其它流动资产	7,648	6,889	14,016	17,278	20,304	营业成本	1,442	1,872	2,244	2,537	2,948
发放贷款及垫款	3,532	1,787	3,760	4,635	5,447	利息支出	917	836	1,002	1,133	1,316
可供出售金融资产	10,414	12,673	16,819	20,733	24,364	手续费及佣金支出	134	132	158	179	208
持有至到期投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	371	149	178	202	234
长期应收款	33,565	41,724	49,414	60,913	71,582	销售费用	1,316	1,217	1,459	1,650	1,917
长期股权投资	441	487	761	938	1,103	管理费用	507	745	893	1,010	1,173
投资性房地产	27	348	27	34	40	财务费用	390	279	334	378	439
固定资产	4,300	5,251	7,097	8,749	10,281	资产减值损失	186	319	382	432	502
无形资产	38	45	64	79	93	公允价值变动净收益	9	-13	3	7	2
商誉	3	13	5	6	7	投资净收益	1,185	678	746	895	1,030
长期待摊费用	27	25	47	58	68	营业利润	4,616	3,869	4,882	6,472	7,402
递延所得税资产	380	536	608	750	881	利润总额	4,663	3,962	4,931	6,538	7,478
其他非流动资产	4,504	4,827	8,855	10,915	12,827	所得税	1,127	975	1,192	1,580	1,807
资产总计	152,389	159,907	198,831	245,100	288,030	净利润	3,537	2,988	3,740	4,958	5,671
短期借款	12,160	17,481	27,210	33,991	40,186	归母股东净利润	2,312	2,324	2,909	3,857	4,412
吸收存款及同业存放	65,739	55,665	52,399	65,457	77,387	主要财务比率					
拆入资金	50	100	680	849	1,004		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	24	14	44	56	66	成长能力					
卖出回购金融资产款	1,208	2,025	3,295	4,116	4,866	营业收入增长率	29.08%	0.77%	23.27%	21.39%	15.42%
代理买卖证券款	7,960	6,140	20,382	25,461	30,102	净利润增长率	27.72%	0.51%	25.18%	32.58%	14.37%
一年内到期的非流动负债	7,109	7,728	10,998	13,739	16,243	盈利能力					
其他应付款	1,785	1,126	1,910	2,386	2,821	营业利润率	53.18%	44.23%	45.27%	49.45%	49.00%
其他流动负债	4,148	6,893	3,379	4,221	4,990	净利润率	26.64%	26.57%	26.98%	29.47%	29.20%
长期借款	14,714	19,309	26,335	32,897	38,893	回报率分析					
应付债券	697	0	3,024	3,777	4,465	总资产收益率	1.77%	1.49%	1.62%	1.74%	1.65%
长期应付款	4,370	5,163	9,147	11,426	13,509	净资产收益率	10.40%	9.13%	10.51%	12.42%	12.54%
递延所得税负债	1,079	1,072	1,720	2,148	2,540	每股指标					
其他非流动负债	4,000	8,385	5,229	6,532	7,723	每股净利润(元)	0.52	0.26	0.32	0.43	0.49
负债合计	127,772	133,604	169,763	212,069	250,720	每股净资产(元)	4.66	2.48	2.69	3.01	3.35
股本	4,488	8,976	8,976	8,976	8,976	估值分析					
资本公积金	8,560	4,082	4,082	4,082	4,082	市盈率	10.61	24.88	19.96	15.06	13.16
归母权益合计	20,915	22,237	24,171	27,034	30,053	市净率	1.39	2.61	2.40	2.15	1.93
所有者权益合计	24,617	26,303	29,068	33,032	37,310						
负债及股东权益总计	152,389	159,907	198,831	245,100	288,030						

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

风险提示：

- 1、宏观经济复苏可能不及预期，影响贷款质量、融资租赁资产质量。
- 2、租赁行业竞争日益激烈的风险；
- 3、证券业务存在因证券市场波动而导致收入和利润不稳定的风险；
- 4、信托面临信托行业发展增速放缓的风险。

附：中航资本公司简介

中航资本为控股型公司，公司经营范围为“实业投资；股权投资；投资咨询”，报告期内经营范围无变化。公司主要通过下属子公司中航租赁、中航信托、中航证券、中航财务、中航期货、产业投资公司、中航资本国际经营融资租赁业务、信托业务、证券业务、财务公司业务、期货业务、产业投资业务与国际业务。公司建立“综合金融、产业投资、国际业务”三大平台。报告期内公司主业范围无重大变动。

（1）租赁公司业务

中航资本下属子公司中航租赁经营融资租赁业务。中航租赁是经商务部、国家税务总局批准的国内首批内资融资租赁企业，也是国内目前唯一一家中央企业投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司。

（2）信托公司业务

中航资本下属子公司中航信托经营信托业务。中航信托积极发展各个领域、不同类型的信托业务，创新产品设计，实现受托资产规模快速增长。信托产品投资范围涵盖了证券、金融、能源、基础设施、房地产、工商企业等各个领域；信托产品设计包括了股权投资、债权融资、BT、有限合伙投资、应收账款收益权、产业基金等多元化的业务结构；信托业务合作模式涵盖了银信合作、信政合作、证信合作和私募基金合作等。

（3）证券公司业务

中航资本下属子公司中航证券经营证券业务。中航证券主要经营证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销、融资融券业务。

（4）财务公司业务

中航资本下属子公司中航财务经营财务公司业务。中航财务是经中国银监会批准的非银行金融机构，主要通过为集团成员单位提供财务管理及多元化金融服务，加强中航工业资金集中管理和提高集团资金使用效率。中航财务主要经营吸收存款、信贷业务、票据业务、金融同业业务以及投资业务。

（5）期货公司业务

中航资本下属子公司中航期货经营期货业务。中航期货是经中国证监会审批的期货经纪公司，拥有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所等国内全部期货交易所席位，在上海、武汉、深圳、汕头等地设立营业部，为投资者提供专业的期货服务。

（6）产业投资公司业务

2012 年和 2013 年，中航资本先后设立中航新兴投资和中航航空投资，构建了新兴产业投资和航空产业投资两大投资平台，投资于战略新兴产业领域和航空产业领域。

（7）国际业务

中航资本下属子公司中航资本国际控股有限公司，前身是中航工业投资（香港）有限公司 AVIC Capital (Hong Kong)，成立于 2011 年 3 月，注册地在香港，注册资本金 300 万美元，2015 年更名为“中航资本国际控股有限公司”，同年中航资本受让中航投资有限持有的中航资本国际 100% 股权，将其定位为国际业务平台，于 2016 年开始正式运营，

注册资本港币 86,642.97 万元，主要从事股权投资、投资咨询业务。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。