

强烈推荐-A (维持)

中航资本 600705.SH

目标估值: 7.40-7.40 元

当前股价: 6.12 元

2017 年 09 月 02 日

基础数据

上证综指	3367
总股本 (万股)	897633
已上市流通股 (万股)	761855
总市值 (亿元)	549
流通市值 (亿元)	466
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	11.1
资产负债率	82.6%
主要股东	中国航空工业集团公
主要股东持股比例	39.16%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中航资本 (600705) —根植航空产业 打造一流金控平台》2017-03-08

2、《中航资本 (600705) —业绩保持较高增速, 定增落地助力打造军工金控平台典范》2015-11-01

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

旧貌换新颜, 业绩当期见, 员工要持股, 转债安全垫

- **事件:** 公司披露 17 中报, 营收 48.87 亿元, 同比增 18.32%; 归母净利润 12.76 亿, 同比增 12.96%; ROE5.73%, 同比提升 38 个 BPS, 拟每 10 股派发 0.15 元 (含税)。
- **核心逻辑 1:** 上半年业绩靓丽, 获得证监会准举牌青睐。上半年营收 48.87 亿, 同比增长 18.32%, 业绩不俗因租赁信托齐齐发力: 上半年租赁业务收入 24.46 亿, 同比增 35.16%, 营收占比 50%, 同比提升 6.5 个百分点, 净利润 4.26 亿, 利润占比 26%, 同比提升 7.6 个百分点; 信托业务收入 11.31 亿, 同比增 15.39%, 营收占比 23%, 同比保持稳定, 但净利润 7.52 亿, 利润占比 46%, 同比提升 7.5 个百分点。Q2 证监会增持 2.46 亿股, 持股 4.99% 逼近举牌线, 公司罕见成为证监会准举牌标的, 股价向上弹性明确。
- **核心逻辑 2:** 员工持股计划促发展, 6.19 元/股管理市场预期。5/27 股东大会审议通过实施市场化股票增持计划, 将有不超过 322 位员工, 认购股份不超过 9111.47 万股, 占公司总股本的 1.02%, 增持总金额不超过 5.64 亿元。员工持股作为最优激励手段, 有望明显加强全体员工工作激情, 同时 6.19 元的持股成本与市场价倒挂, 股价有明显向上弹性和空间。
- **核心逻辑 3:** 可转债增强股价向上弹性, 多渠道融资优化负债结构。8/11 股东大会审议通过公司可转债发行议案, 转股价或为募集说明书公告日前 20 个交易日日均价且不低于前一交易日价格, 未来股价较此指标具有明显安全边际及向上弹性。募集不超过 48 亿元, 其中 30 亿增资中航证券, 18 亿增资中航信托; 6/6 公司 50 亿超短期融资券获准注册, 公司债务结构持续优化, 资金到位后有望快速推动证券、信托业务发展。
- **中航租赁业绩大捷, 乘势军民融合战略如日中天。** 租赁业务增长动能强劲, 报告期末租赁资产规模 757.43 亿, 同比增长 32.75%, 营收 24.46 亿, 同比增长 35.16%, 净利润 4.26 亿元, 同比大增 54.9%。公司重视租赁拳头业务, 上半年完成对中航租赁增资 14.67 亿元, 截至 1H17 持股比例 97.51%。中航租赁作为国内唯一央企投资且拥有航空工业背景的专业租赁公司, 在一带一路战略持续推进背景下, “空中丝绸之路” 成为香饽饽, 充分受益军民融合国家战略, 航天领域租赁市场空间将进一步打开, 租赁规模和业绩如日中天毋庸置疑。
- **中航信托喜上眉梢, 净利润挤进前十且涨幅领衔行业。** 截至 1H17 信托资产规模 5705 亿元, 同比增长 47.26%, 涨幅领先行业, 营收 11.31 亿, 同比增长 15.39%, 净利润 7.52 亿元, 同比增长 30.7%, 增速高于行业平均, 同时行业排名较 16 年末提高 4 位至第 10; 利润增速高于营收增速表明公司业务创新转型取得成效, 利润率稳步提升。中航信托 12-16 年受托资产规模 CAGR 高达 35.8%, 明显高于行业的 28.3%, 1H17 保持 47% 的高速增长态势, 我们预计在行业向好背景下 17E 信托资产规模有望达到 7000 亿。公司拟发行可转债增资中航信托 18 亿元助力开展信托业务, 未来将不断增强主动管理能力, 叠加业务转型后利润率逐步提升, 规模高速增长之下全年信托业绩无忧。

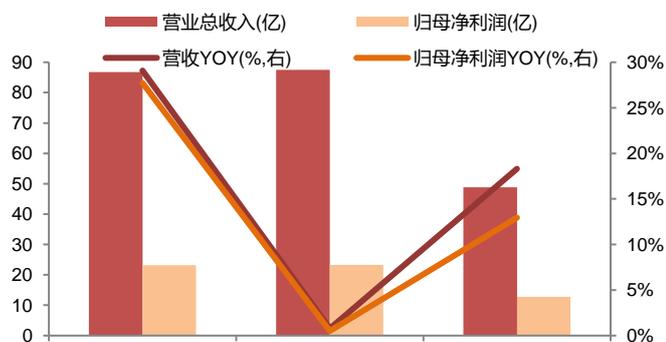
- **身披通道黄马褂，信托行业持续向好。**金融工作会议强调“金融支持实体经济，推动经济去杠杆”，信托受宠于会议主旋律。**1) 房地产融资收紧**，今年以来房地产融资渠道（直接、间接）明显收紧，房地产企业长期资金续命压力较大，信托输血命门不会断也不能断，费率有望提升，保障行业业绩稳步增长；**2) 表外融资搬家趋势愈发明显**，7M17 新增信托贷款 1232 亿，同比增 487%，1-7 月累计 14347 亿，同比增 378%，占新增社融比重 11.58% 逐步逼近 13 年 3 月 13.47% 历史高值；同期反映券商资管和基金子新增委托贷款 7 月仅 163 亿、1-7 月 6151 亿，同比降 91%、50%，占新增社融比重一路收缩至 4.97%；**3) 通道迁徙加速，持续受益挤出效应。**2Q17 券商资管规模 18 万亿，环比降 3.6%，历史首次下滑；专户&基金子公司规模 10.73 万亿，环比降 11.2%，加速萎缩。通道迁徙加速背景下 2Q17 信托规模有望达 24 万亿，再创新高。展望今、明两年，信托将在支持实体经济中扮演重要角色，同时房地产资产价格将保持稳定，**信托将在风险可控的背景下实现利润的快速增长。**
- **中航证券受累于市场低迷及息差收窄，期待增资后各业务线条齐突破。**上半年中航证券营收 4.36 亿，同比下降 24.76%，净利润 1.17 亿，同比下降 42.12%，双双逊于行业因公司以经纪及息差为主的收入结构（16A 合计占比 63.5%）受市场影响较大。虽 1H17 股基市占率 0.32% 基本持平上年，但市场成交低迷叠加息差收窄导致公司营收大幅下降。投行业务 16A 收入占比 20.1%，上半年 IPO 金额 2.64 亿，改变去年同期秃头情况，但受 2 月再融资新规影响，再融资规模 50.31 亿，同比下滑 17.6%，债承方面暂无收获，而去年同期公司债承 25 亿，ABS 承销 9.25 亿，但随下半年债承回暖有望提振投行业绩。公司拟发可转债其中 30 亿增资中航证券，未来将完善经纪业务布局网点，扩大资本中介型业务投入，期待增资完成后各业务线条取得突破。
- **财务公司继续专注服务于集团，期货公司盈利能力渐强。**上半年中航财务净利润 3.33 亿元，同比下降 25.7% 主要受到息差收窄影响，财务公司主要为集团成员提供财务管理及多元化金融服务，随着集团业务稳步开展未来业绩有望稳步增长。中航期货上半年实现净利润 842.3 万元，同比增长近三倍，近期监管对期货交易限制有所松绑，未来期货发展空间更大，有望为集团贡献新利润增长点。
- **新兴产业投资、航空产业投资双管齐下，航空产业投资有空间。**公司积极开拓航空产业投资，聚焦战略新兴产业发展，目前已有多个高新技术产业优质项目；同时抓住军民融合战略契机，加强与军工企业合作，未来更大程度挖掘军民融合产业投资机会。
- **投资建议：维持公司强烈推荐评级**，基于：1) 管理层更替完毕，录大恩先生晋升公司董事长，公司面貌有望焕然一新；2) 公司半年业绩超预期，业绩支柱信托、租赁利润增速均属行业一线，同期公司再融资有望继续推升业绩增长；3) 员工持股计划 6.19 元/股管理股价预期，同时大手笔、大范围有望迅速激发公司经营效率；4) 可转债发行倒计时，浮动价方案短平长多较利好，同时短融优化负债结构提升资本效率。**我们预测公司 17 年归母净利润 26.73 亿，同比增长 15%。**采用分部估值法，给予公司总市值 664 亿（中航信托 260 亿，中航证券 74 亿，中航租赁 178 亿，财务公司 23 亿，期货公司 9 亿，其他并表市值 120 亿），对应目标价 7.40 元，17 年 PE 估值 28.6 倍，向上空间 20.9%。
- **风险提示：业绩未达预期**

表 1: 中航资本估值简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	8,681	8,748	10,348	11,963	13,856
同比增长	29.1%	0.8%	18.3%	15.6%	15.8%
营业利润	4,616	3,869	4,365	5,367	6,300
同比增长	27.7%	-16.2%	12.8%	22.9%	17.4%
归母净利润	2,312	2,324	2,673	3,280	3,842
同比增长	27.7%	0.5%	15.0%	22.7%	17.1%
每股收益(元)	0.40	0.26	0.26	0.30	0.37
PE	23.72	23.60	20.52	16.72	14.28
PB	2.62	2.47	2.20	1.95	1.71

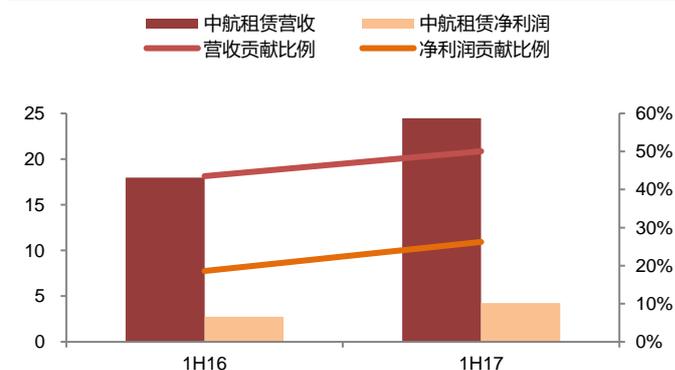
资料来源: wind, 招商证券

图 1: 公司上半年营收、净利润及同比情况



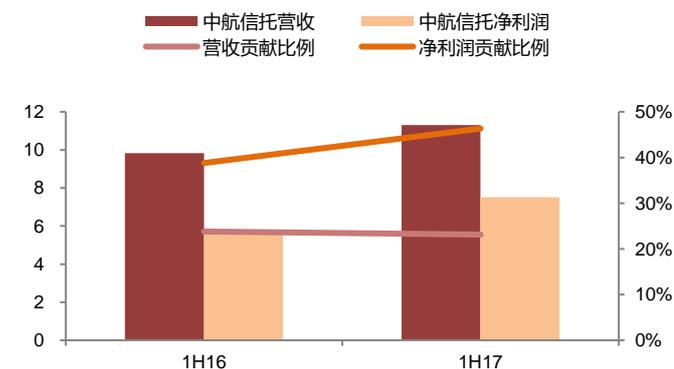
资料来源: wind, 招商证券

图 2: 中航租赁贡献营收及净利润情况



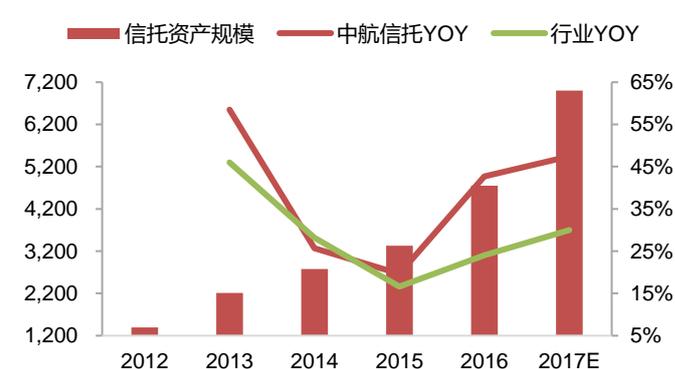
资料来源: wind, 招商证券

图 3: 中航信托贡献营收及净利润情况 (亿元)



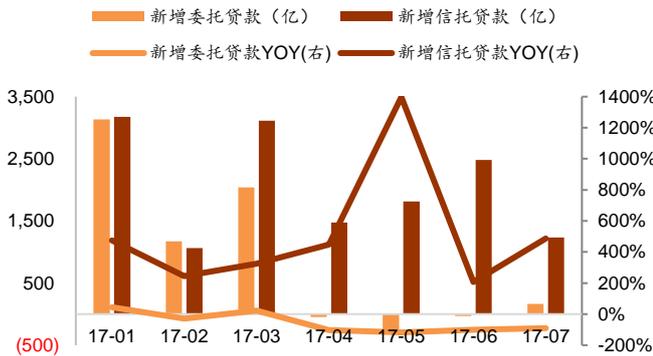
资料来源: wind, 招商证券

图 4: 中航信托资产规模及增速 (亿元)



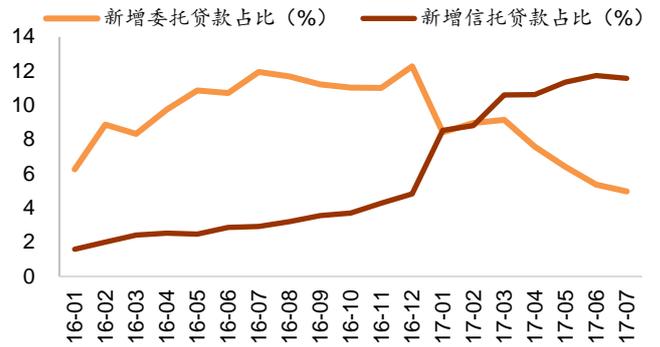
资料来源: wind, 招商证券

图 5: 新增信托贷款 vs 新增委托贷款



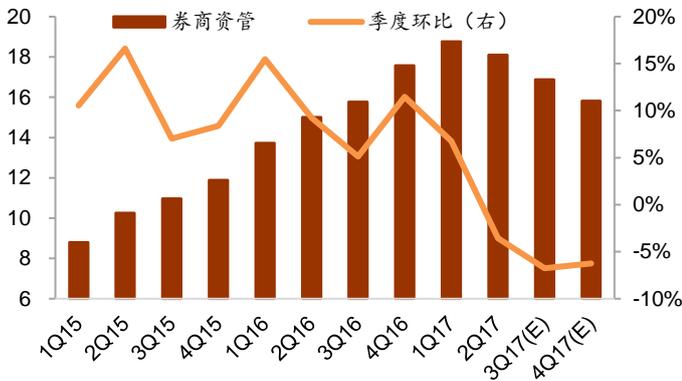
资料来源: wind, 招商证券

图 6: 新增信托贷款占比 vs 新增委托贷款占比



资料来源: wind, 招商证券

图 7: 券商资管规模历史首次下滑 (万亿)



资料来源: wind, 招商证券

图 8: 基金通道规模加速下滑 (万亿)



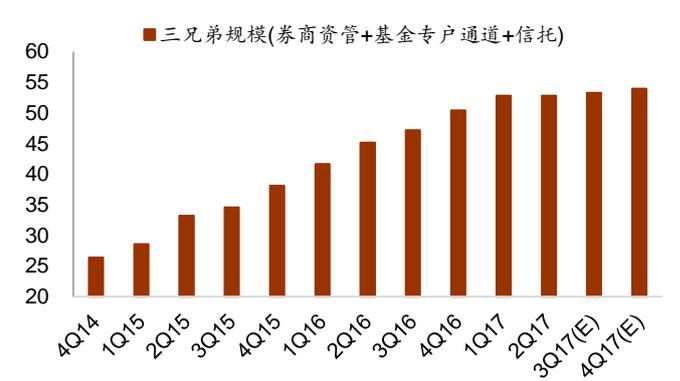
资料来源: wind, 招商证券

图 9: 信托资产规模 (万亿)



资料来源: wind, 招商证券

图 10: 通道三兄弟规模合计 (万亿)



资料来源: wind, 招商证券

表 1：中航资本预测利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	8,681	8,748	10,348	11,963	13,856
营业收入	3,278	4,200	5,803	6,964	8,357
营业成本	1,442	1,872	2,497	2,997	3,596
利息净收入	1,276	837	808	889	978
利息收入	2,194	1,673	1,560	1,716	1,887
利息支出	917	836	751	827	909
手续费及佣金净收入	3,075	2,743	2,985	3,284	3,612
手续费及佣金收入	3,209	2,875	3,135	3,448	3,793
手续费及佣金支出	134	132	150	165	181
其他成本	2,770	2,709	3,203	3,445	3,581
税金及附加	371	149	74.4	198	140
销售费用	1,316	1,217	1,564	1,799	1,978
其中：职工薪酬	891	807	1,036	1,192	1,311
管理费用	507	745	1,000	900	855
其中：固定资产折旧费	308	498	668	601	571
财务费用	390	279	192	257	279
资产减值损失	186	319	373	293	328
其他经营收益	1,198	670	618	836	711
公允价值变动净收益	9	-13	3	7	2
投资净收益	1,185	678	611	825	705
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	15	30	19	19	21
汇兑净收益	4	4	4	4	4
营业利润	4,616	3,869	4,365	5,367	6,300
加：营业外收入	68	170	96	103	109
减：营业外支出	21	77	30	32	40
利润总额	4,664	3,962	4,431	5,437	6,369
减：所得税	1,127	975	1,090	1,337	1,567
净利润	3,537	2,988	3,341	4,099	4,802
减：少数股东损益	1,224	664	668	820	960
归属于母公司所有者的净利润	2,312	2,324	2,673	3,280	3,842

资料来源：wind，招商证券

表 2：中航资本预测资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	57,720	46,517	22,689	22,689	23,370
交易性金融资产	286	509	744	744	744
应收票据	29	31	40	40	40
应收账款	123	206	128	128	128
预付款项	31	34	40	40	40
应收利息	158	211	276	276	276
其他应收款	126	126	257	257	257
买入返售金融资产	224	106	106	106	106
一年内到期的非流动资产	28,339	35,529	43,284	43,284	43,284
其他流动资产	7,015	6,258	6,504	6,504	6,504
其他金融类流动资产	1,069	1,678	1,676	1,676	1,676
流动资产合计	95,156	91,227	75,765	75,765	76,446
发放贷款及垫款	3,532	1,787	2,213	2,213	2,213
可供出售金融资产	10,414	12,673	11,196	11,196	11,196
长期应收款	33,565	41,724	46,238	47,625	50,006
长期股权投资	441	487	550	550	660
投资性房地产	27	349	336	336	437

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固定资产	4,300	5,251	6,349	6,984	8,520
在建工程	2	965	1,031	1,134	1,304
无形资产	38	45	46	46	46
递延所得税资产	380	536	605	635	667
其他非流动资产	4,504	4,827	10,006	10,507	11,032
非流动资产合计	57,233	68,680	78,606	81,263	86,121
资产总计	152,389	159,907	154,553	156,911	162,735
短期借款	12,160	17,481	20,733	20,733	20,733
应付账款	60	35	87	87	87
预收款项	891	1,017	1,295	1,295	1,295
应付职工薪酬	271	233	323	323	323
应交税费	566	663	487	487	487
应付利息	411	546	577	577	577
应付股利	531	7	614	614	614
其他应付款	1,785	1,126	1,373	1,373	1,373
一年内到期的非流动负债	7,109	7,728	7,782	7,782	7,782
其他流动负债	4,148	6,893	10,509	10,509	10,509
其他金融类流动负债	74,957	63,931	42,968	42,968	42,968
流动负债合计	102,911	99,675	86,748	86,748	86,748
长期借款	14,714	19,309	22,883	22,883	22,883
长期应付款	4,370	5,163	5,587	5,587	5,587
递延所得税负债	1,079	1,072	887	887	887
其他非流动负债	4,000	8,385	8,804	7,063	8,084
非流动负债合计	24,861	33,929	38,161	36,420	37,441
负债合计	127,772	133,604	124,909	123,168	124,189
实收资本(或股本)	4,488	8,976	8,976	8,976	8,976
资本公积金	8,560	4,082	4,082	4,082	4,082
其它综合收益	3,184	2,913	3,815	4,921	6,217
盈余公积金	209	288	377	486	613
一般风险准备	810	943	1,091	1,273	1,487
未分配利润	3,664	5,035	6,569	8,451	10,656
归属于母公司所有者权益合计	20,915	22,237	24,910	28,190	32,031
少数股东权益	3,703	4,066	4,734	5,554	6,515
所有者权益合计	24,617	26,303	29,644	33,744	38,546
负债和所有者权益总计	152,389	159,907	154,553	156,911	162,735

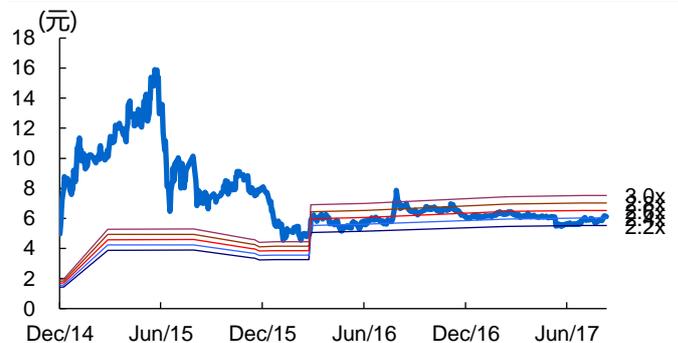
资料来源：wind，招商证券

图 11：中航资本历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12：中航资本历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告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。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。