

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：徐志国

010-88576833 xuzg@ghzq.com.cn

业绩符合预期, 预计 2013 年业绩高速增长

——中航投资(600705)年报点评

最近五个月走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
中航投资	25.8	53.4	667.2
沪深 300	10.0	23.5	9.6

市场数据 2013-2-06

当前价格(元)	16.83
52 周价格区间(元)	8.99-19.27
总市值(百万)	25623.17
流通市值(百万)	10066.95
总股本(万股)	152247.03
流通股(万股)	59815.48
日均成交额(百万)	337.10
近一月换手(%)	102.86

投资要点:

- 业绩符合预期, 2012 年盈利目标超额完成, 达到摘帽条件** 公司自完成资产重组并于 2012 年 8 月 30 日恢复上市以来, 主营业务转变为金融和实业股权投资业务, 且具备良好的持续盈利能力和较好的发展前景。根据中航工业集团的承诺, 2011 至 2013 年中航投资的净利润不低于 53,286.46 万元、63,943.75 万元和 76,123.51 万元, 2011 年公司盈利目标已完成, 2012 年也超额完成任务, 因达到摘帽条件, 公司于 2013 年 2 月 1 日公告向上交所申请撤销公司股票的其他风险警示。
- 2012 年公司资产规模稳健增长, 盈利能力不断增强** 截至 2012 年末, 公司资产总额 651.17 亿元, 同比增长 23.81%; 业务结构中, 公司贷款业务、信托业务、融资租赁业务快速成长、成效显著。2012 年公司实现营业总收入 44.71 亿元, 同比增长 28.85%, 实现净利润 16.14 亿元, 同比增长了 29.3%; 实现归属于母公司的净利润 7.22 亿元, 同比增长 13.16%; 加权平均净资产收益率为 15.67%, 保持了同业较高水平。
- 租赁及贸易业务收入、利息收入、手续费及佣金收入均增长迅速, 收入结构进一步优化** 营业总收入中, 租赁及贸易业务收入占比持续提升, 达到 15.13 亿元, 同比增长 48.87%, 在营业总收入中的占比由上年的 29.29% 提升到 33.84%; 利息收入达到 13.82 亿元, 同比增长 15.92%, 在营业总收入中的占比从上年的 34.35% 下降到 30.91%; 手续费及佣金收入达到 15.51 亿元, 同比增长 24.47%, 在营业总收入中的比重略有下降, 从上年的 35.90% 降至 34.68%。公司依托大股东的产业优势, 增加了依托以航空产业链为核心的租赁及贸易业务的比例, 公司的收入结构进一步优化, 核心竞争力进一步提高。
- 三大板块协同效应明显, 公司发展前景广阔** 中航投资布局全牌照金融服务、航空产业投资以及新型战略产业投资这三大板块, 能够紧紧抓住国内经济结构调整和产业结构升级机遇, 充分挖掘依托中航工业的股东优势, 走特色化经营、产融结合发展道路发挥自身

优势，“三大板块”协同效应明显，1+1+1>3，公司发展前景广阔。

- **公司将会继续从金融控股公司向综合性金融控股公司转型，外延式增长可期** 2012 年是中航投资迈出了由金融控股公司向集金融控股、航空产业投资、新兴产业投资为一体的综合性金融控股公司转变的一年，我们预计公司将继续加快业务转型，优化公司产业布局结构，从公司目前的情况看，实体产业为背景的业务具有明显优势，金融业务仍有较大增长潜力，我们判断公司将会重点从这两个方向继续加强布局，兼具内生性和外延性增长的想象空间。
- **预计 2013 年业绩高速增长 首次给予增持评级：**结合国家宏观经济、航空制造业发展现状和未来趋势、公司目前主要业务的经营情况，我们预计 2013 年公司业绩可能出现高速增长；未来公司有望加快业务转型，外延式增长可期；公司股价短期已有一定幅度上涨，部分释放了公司业绩增长和摘帽的预期；我们坚定看好公司未来发展，公司长期投资价值突出；综上所述，首次给予增持评级。

相关报告

《军工行业 2013 年投资策略：政策吹喇叭、重组唱大戏（推荐）》20121217

《中航飞机 000768：事件点评：运-20 首飞成功，关注新机型带来的长期投资机遇（增持）》20130128

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

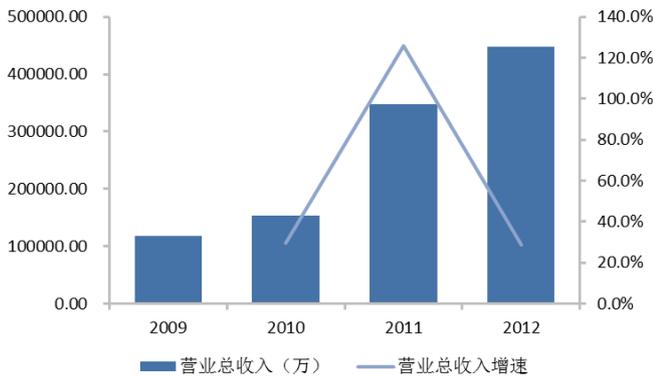
预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	4471	5966	7469	9039
增长率(%)	8494%	33%	25%	21%
净利润（百万元）	722	1095	1320	1595
增长率(%)	16305%	52%	21%	21%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.72	0.87	1.05
ROE(%)	7.11%	10.69%	12.77%	15.26%

1、公司整体经营情况：快速增长，实现摘帽

- 完成资产重组，公司营业收入和利润持续高速增长，2012 年营收增速 28.85%，净利润增速 29.3%。
- 公司完成业绩承诺，成功实现摘帽。
- 预计 2013 年利润增速约 52%。

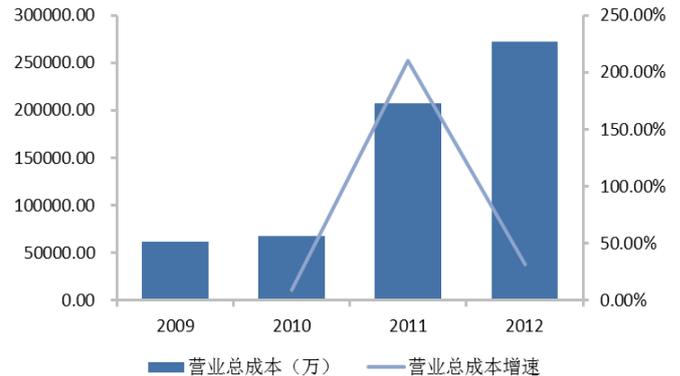
2012 年公司完成重大资产重组，置入中国航空工业集团公司（下称“中航工业”）持有 100%控股权的子公司——中航投资控股有限公司，主营业务转变为金融和实业股权投资业务，且具备良好的持续盈利能力和较好的发展前景。如图 1-4 所示，公司营业总收入、净利润等均呈逐年上升态势，2011 年增速迅猛是由于公司正处于重大资产重组过程之中，2011 年归属于母公司所有者的净利润达到 63,825.87 万元，实现了中航工业所承诺的 53,286.46 万元的净利润目标。2012 年，公司业务高速发展，实现营业总收入 44.71 亿元，同比增长 28.85%；实现归属于母公司的净利润 7.22 亿元，同比增长 13.16%，达到了中航工业所承诺的 2012 年 63,943.75 万元的净利润目标，因满足摘帽条件，公司于 2013 年 2 月 1 日公告向上交所申请撤销公司股票的其他风险警示。

图 1、2009-2012 年公司营业总收入及其增速



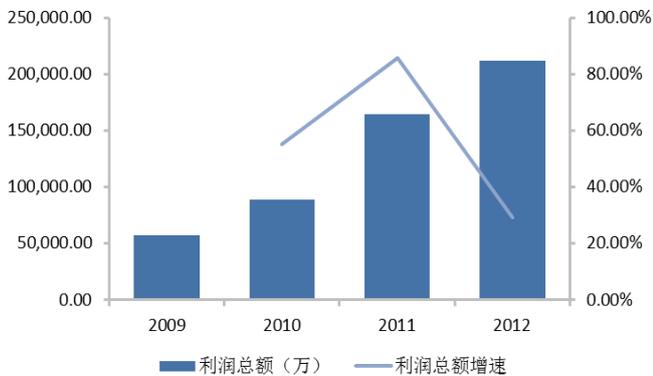
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、2009-2012 年公司营业总成本及其增速



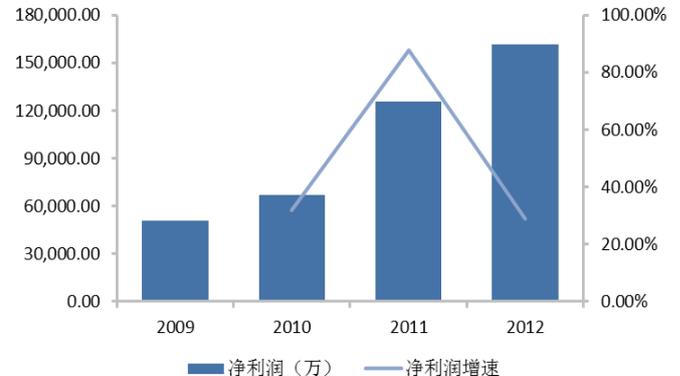
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、2009-2012 年公司利润总额及其增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、2009-2012 年公司净利润总额及其增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

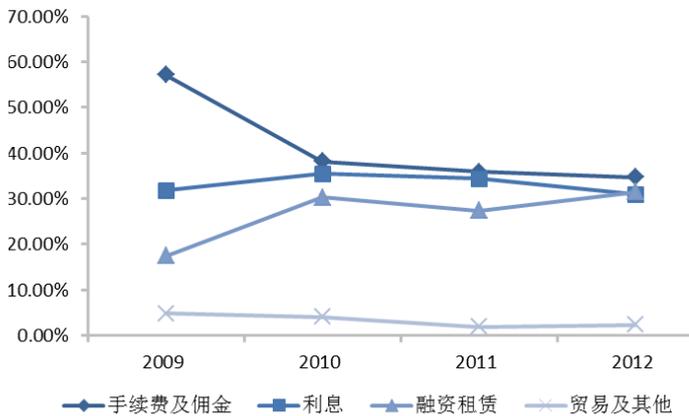
2、按产品项目分析：融资租赁占比提升，公司核心竞争力进一步提高

- 融资租赁业务占比上升，公司核心竞争力进一步提高。
- 手续费及佣金同比增长 24.47%，占营业收入比重略有下降，毛利保持较高水平，对利润贡献大。
- 利息收入同比增长 15.92%，占营收比例从上年的 34.35% 下降到 30.91%。

如图 5-8 所示，营业总收入中，租赁及贸易业务收入占比持续提升，达到 15.13 亿元，同比增长 48.87%，在营业总收入中的占比由上年的 29.29% 提升到 33.84%，公司具有鲜明的产业背景和特色，公司的租赁和贸易业务紧密结合大股东业务，具有较强的竞争优势，这块业务比例上升会提高公司的核心竞争力；利息收入达到 13.82 亿元，同比增长 15.92%，在营业总收入中的占比从上年的 34.35% 下降到 30.91%；手续费及佣金收入达到 15.51 亿元，同比增长 24.47%，在营业总收入中的比重略有下降，从上年的 35.90% 降至 34.68%。总体来看，公司的收入结构进一步优化。

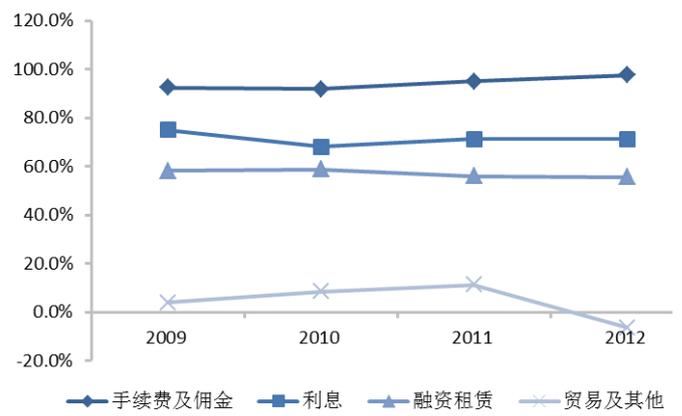
从利润角度看，除贸易及其他收入因成本上升而毛利率下降较大以外，其他产品收入毛利率均保持稳定，其中手续费及佣金收入毛利率始终处于较高水平，达 90% 以上；利息收入以及融资租赁收入毛利率亦处于较高位置。2012 年公司毛利润构成中，手续费及佣金收入、利息收入以及融资租赁收入是公司收入的主要来源。

图 5、公司 2009-2012 年分产品收入构成变化图



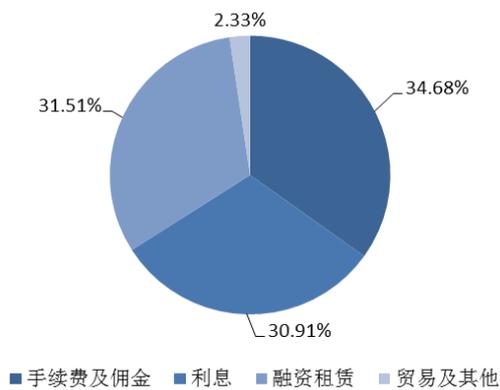
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、公司 2009-2012 年分产品毛利率变化图



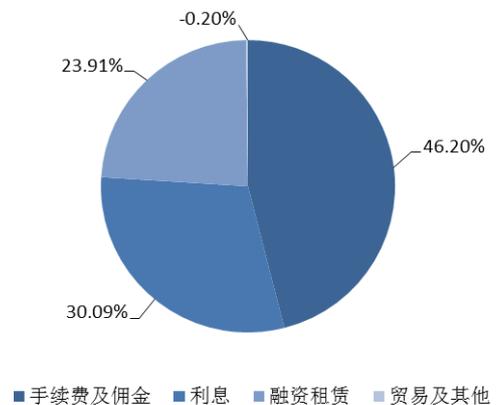
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、公司 2012 年分产品营业收入构成图



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、公司 2012 年分产品毛利润构成图



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、按行业分析：融资租赁占比提升，公司核心竞争力进一步提高

- 租赁业务和财务公司业务营收和利润占比快速上升，是公司核心业务。
- 证券业务营收和利润快速下滑，受宏观经济影响大。
- 信托业务高利润，成为公司新的增长点。

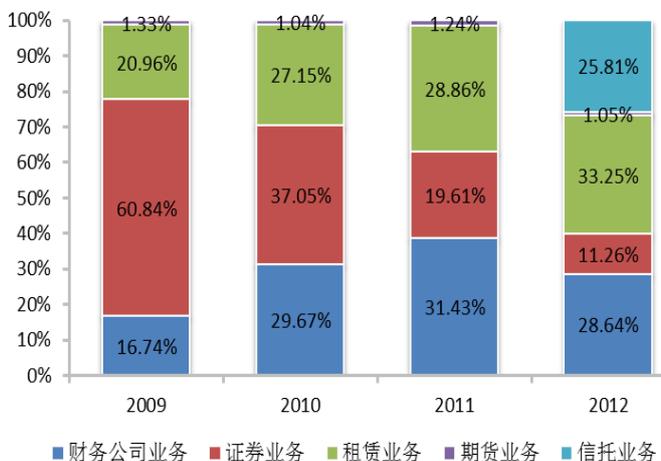
公司营业收入按行业可分为财务公司业务、证券业务、租赁业务、期货业务以及信托业务五大类。近年来除证券业务受全球经济景气度下降的影响出现全行业利润下滑外，其他业务均发展良好。截止 2012 年末，租赁业务、财务公司业务营业收入占比超 60%，是公司收入的主要来源，公司于 2011 年 2 月控股的中航信托在营业收入中也占了四分之一，是公司业务的又一个增长点。从营业利润角度，中航信托所占利润超 40%，证券业务利润下滑较大，利润表现为负。

我国财务公司定位正逐步自发转变为通过为企业集团内部集中管理资金资源，产生规模效益，提高企业运作效率，提升企业核心竞争力，从而进一步推进产融结合、金融体系改革和产业升级。未来公司的财务公司将在业务品种、主营业务、业务范围等方面进行改进。在业务品种上，实现由集团内部的存款、贷款等传统业务为主向传统业务和投资银行业务、外汇业务、资产证券化、咨询等新型创新业务并重转变。在主营业务上，重点参与大股东中航工业所属的航空制造业和运输业企业所处产业链的上下游产业相关金融业务合作，推进上下游产业协同。在业务范围扩展上，实现由国内业务为主向国内、国际业务兼备转变。

我们认为，未来中航财务将通过设置合理交易价格和交易形式，为提供原材料的上游产业的应收账款等项目提供融资业务，从加工原材料、制造成品的下游产业的应付账款等项目中获得融资等，推进上下游产业链延伸有序，从而促进航空工业繁荣发展。同时，进一步服务主业发展，不断提升中航工业集团内部资金归集率，做大规模，实现自身收益持续增长。

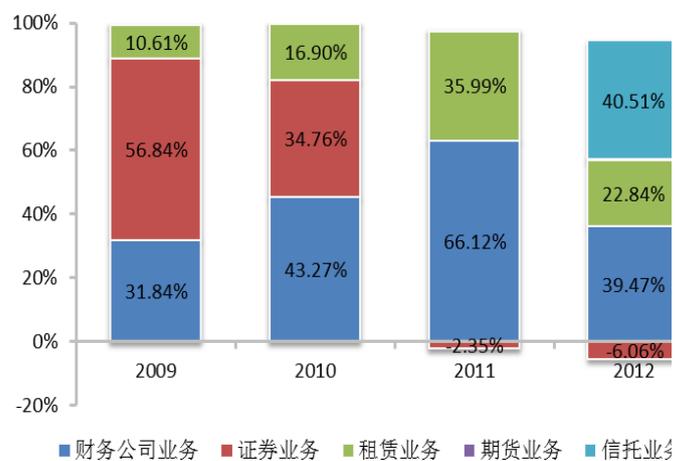
2009-2012 年中航租赁紧紧抓住大股东中航工业的背景优势，加强业务风险管控，控制财务杠杆比例，在飞机销售、大型成套设备销售融资领域实现高速增长，预计未来仍能保持较快增长。

图 9、公司 2009-2012 年营业收入占比（按行业分）



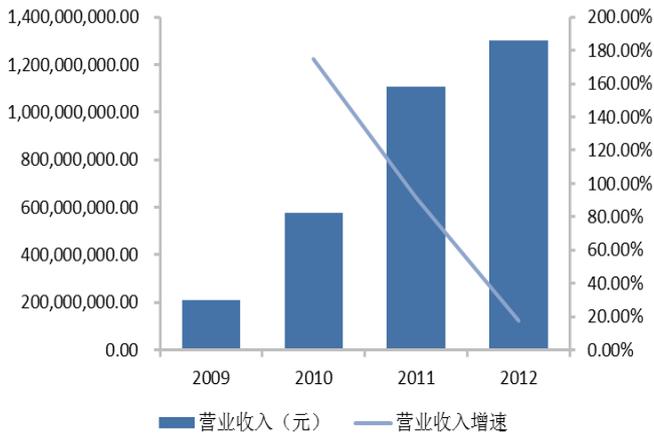
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、公司 2009-2012 年营业利润占比（按行业分）



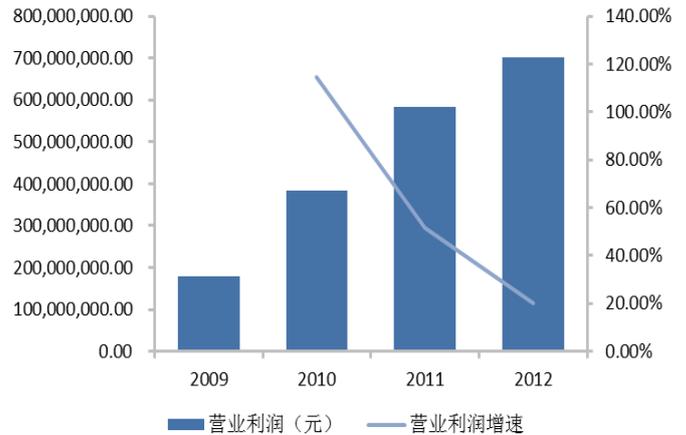
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11、2009-2012 年中航财务营业收入及其增速



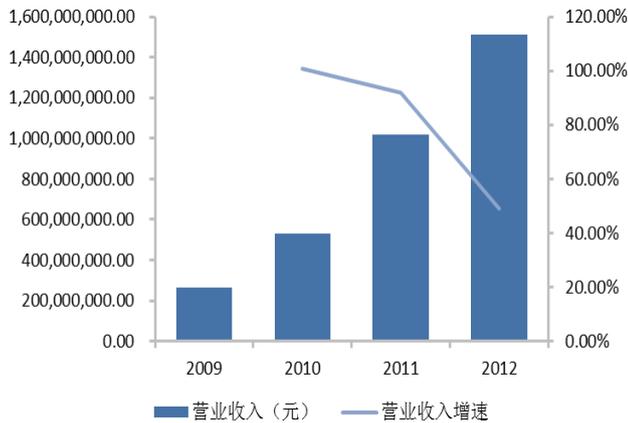
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 12、2009-2012 年中航财务营业利润及其增速



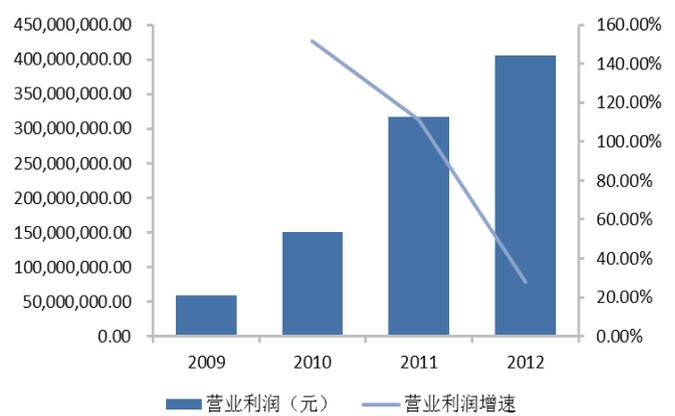
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 13、2009-2012 年中航租赁营业收入及其增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 14、2009-2012 年中航租赁营业利润及其增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

4、盈利预测和投资建议

中航投资是国内首家金控公司，布局全牌照金融服务、航空产业投资以及新型战略产业投资这三大板块，依托中航工业的股东优势，走特色化经营、产融结合发展道路发挥自身优势，“三大板块”协同效应明显，发展前景广阔。结合国家宏观经济、航空制造业发展现状和未来趋势、公司目前主要业务的经营情况，我们预计 2013 年公司业绩可能出现高速增长；未来公司有望加快业务转型，外延式增长可期；公司股价短期已有一定幅度上涨，部分释放了公司业绩增长和摘帽的预期；我们坚定看好公司未来发展，公司长期投资价值突出；综上所述，首次给予增持评级

表 1、中航投资盈利预测

证券代码:	600705.sh	股票价格:	16.83	投资评级:	买入	日期:	2013/2/6		
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	11%	13%	15%	EPS	0.47	0.72	0.87	1.05
毛利率	83%	72%	71%	71%	BVPS	3.48	3.14	2.72	2.21
期间费率	28%	26%	27%	27%	估值				
销售净利率	16%	18%	18%	18%	P/E	35.48	23.40	19.41	16.07
成长能力					P/B	4.83	5.37	6.20	7.62
收入增长率	8494%	33%	25%	21%	P/S	5.73	4.30	3.43	2.83
利润增长率	16305%	52%	21%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	0.07	0.08	0.09	0.10	营业收入	4471	5966	7469	9039
应收账款周转率	24.06	30.00	35.90	44.69	营业成本	748	1679	2167	2632
存货周转率	79.96	142.30	142.30	142.30	营业税金及附加	204	272	340	412
偿债能力					销售费用	905	1209	1514	1833
资产负债率	84%	87%	88%	89%	管理费用	128	150	178	211
流动比	0.96	0.98	1.00	1.01	财务费用	35	(105)	(32)	(2)
速动比	0.96	0.98	1.00	1.01	其他费用/(-收入)	36	383	502	658
					营业利润	2053	3144	3804	4612
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业外净收支	67	71	71	71
现金及现金等价物	22759	29015	31795	36201	利润总额	2121	3215	3875	4683
应收款项	186	199	208	202	所得税费用	506	767	925	1118
存货净额	9	14	18	21	净利润	1615	2448	2950	3565
其他流动资产	21132	27608	32825	35680	少数股东损益	892	1353	1631	1970
流动资产合计	44087	56836	64846	72105	归属于母公司净利润	722	1095	1320	1595
固定资产	159	151	149	153					
在建工程	0	(0)	(0)	(0)	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
无形资产及其他	29	29	29	29	经营活动现金流	3478	(6028)	(823)	1130
长期股权投资	1315	1315	1315	1315	净利润	1615	2448	2950	3565
资产总计	65117	77857	85865	93129	少数股东权益	892	1353	1631	1970
短期借款	5491	7413	9637	12046	折旧摊销	42	22	20	19
应付款项	130	258	263	278	公允价值变动	15	0	0	0
预收帐款	37	33	21	25	营运资金变动	913	(9850)	(5424)	(4424)
其他流动负债	40103	50145	55222	59274	投资活动现金流	(1302)	(6799)	(4875)	(2504)
流动负债合计	45761	57849	65143	71623	资本支出	(147)	9	2	(4)
长期借款及应付债券	7182	7756	8376	9046	长期投资	(1263)	0	0	0
其他长期负债	2010	2010	2010	2010	其他	108	(6808)	(4877)	(2500)
长期负债合计	9192	9766	10386	11056	筹资活动现金流	4080	870	885	712
负债合计	54953	67615	75529	82679	债务融资	12673	2496	2844	3079
股本	1522	1522	1522	1522	权益融资	127	0	0	0
股东权益	10164	10242	10336	10450	其它	(8719)	(1626)	(1959)	(2367)
负债和股东权益总计	65117	77857	85866	93129	现金净增加额	6256	(11957)	(4813)	(663)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
胡建	010-88576898-832	13693335969	huj03@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn