



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2015-12-09

公司调研报告

买入/首次

中航资本(600705)

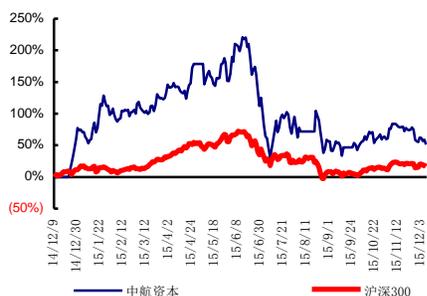
目标价: 27.55

昨收盘: 15.51

非银金融 多元金融 II

中航资本：纯纯的资本运作平台，国有资本运营典范

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 4,308/3,733 |
| 总市值/流通(百万元) | 66,821/57,894 |
| 12个月最高/最低(元) | 32.98/13.40 |

相关研究报告：

证券分析师：张学

电话：010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030001

分析师助理：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190115100026

事件：

近日，我们调研了中航资本，对公司经营情况进行了调研。

太平洋证券观点：

依托母公司近 30 家上市公司资源，是母公司金融产业的掌管者，也是母公司产业管理的平台。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》明确提出“完善各类国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管”。中航资本带着母公司——中国航空工业集团（一家经济规模向一万亿元迈进的中央管理的国有特大型企业，旗下有 28 家上市公司）赋予的使命——资本管理。2012 年 7 月 17 日，中航资本借壳上市以来，资本运作频频：2013 年，启动定增约 50 亿；2014 年启动增发 44 亿购买下属子公司少数股权；2015 年，向沈飞、成飞增资 19 亿，向中航精铸投资 4 亿，参与卫士通定增 3 亿。资本运作是公司经营模式的常态，有望快速发展壮大。

战略性新兴产业布局初具规模，创投业务为公司持续快速成长打开了空间。中航资本依托自身的资本优势，积极布局新材料、新技术、新能源、新兴药业等新兴产业：新材料领域，公司基于复合材料在航空领域的应用增长迅速，正就进入复合材料领域与国际知名制造企业积极接触，已经投资奥地利未来先进复合材料股份有限公司；新技术方面，通过入股中航高新，进军高端制造产业，完善高新技术产业布局，形成新的经济增长点；新能源方面，通过增资参与中航锂电“锂离子动力电池项目”，使得公司能够快速进入锂离子动力电池这一具备巨大增长空间的领域；新兴药业方面，投资控股新兴（铁岭）药业股份有限公司，2015 年 2 月 7 日，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌上市。此外，通过 LP 角色，与软银、深创投等机构合作，加快布局新兴产业。这种模式有利于克服新业务快速扩张面临的经验不足、人员重构等困难，将资本优势最大化地发挥出来。

首次给予“买入”投资评级。基于公司的集团背景以及战略定位、经营模式，给予一定的估值溢价，目标 PE 为 50，对应目标价 27.55 元。

■ 主要财务指标

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,725 | 8,452 | 9,220 | 11,009 |
| 净利润(百万元) | 844 | 1,810 | 2,374 | 2,913 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.50 | 0.55 | 0.68 | 0.93 |

资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示：

证券业务可能受资本市场波动影响较大，信托业务可能增长放缓。

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 27,211 | 29,948 | 22,248 | 25,585 | 30,702 | 营业总收入 | 5,340 | 6,725 | 8,452 | 9,220 | 11,009 |
| 结算备付金 | 615 | 1,984 | 1,280 | 1,472 | 1,766 | 营业收入 | 1,878 | 2,832 | 3,057 | 3,335 | 3,982 |
| 拆出资金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利息收入 | 1,544 | 1,838 | 2,188 | 2,387 | 2,851 |
| 交易性金融资产 | 415 | 185 | 457 | 526 | 631 | 已赚保费 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 买入返售金融资产 | 816 | 509 | 1,513 | 507 | 584 | 手续费及佣金收入 | 1,918 | 2,055 | 3,206 | 3,497 | 4,176 |
| 一年内到期的非流动资产 | 25,510 | 28,735 | 33,897 | 38,982 | 46,779 | 营业总成本 | 3,211 | 4,413 | 4,953 | 5,440 | 5,835 |
| 其它流动资产 | 2,496 | 5,955 | 8,406 | 9,667 | 11,607 | 营业成本 | 923 | 1,224 | 1,381 | 1,507 | 1,799 |
| 发放贷款及垫款 | 2,137 | 2,512 | 2,255 | 2,594 | 3,112 | 利息支出 | 516 | 641 | 922 | 1,006 | 1,201 |
| 可供出售金融资产 | 1,980 | 7,534 | 10,087 | 11,600 | 13,920 | 手续费及佣金支出 | 48 | 48 | 137 | 150 | 179 |
| 持有至到期投资 | 456 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 238 | 286 | 351 | 382 | 457 |
| 长期应收款 | 18,124 | 24,580 | 29,636 | 34,081 | 40,898 | 销售费用 | 1,027 | 1,062 | 617 | 673 | 804 |
| 长期股权投资 | 1,475 | 424 | 457 | 525 | 630 | 管理费用 | 211 | 372 | 915 | 999 | 1,192 |
| 投资性房地产 | 10 | 18 | 16 | 19 | 23 | 财务费用 | 91 | 166 | 412 | 450 | 537 |
| 固定资产 | 1,798 | 2,517 | 4,257 | 4,895 | 5,874 | 资产减值损失 | 156 | 613 | 217 | 237 | 283 |
| 无形资产 | 136 | 34 | 38 | 44 | 53 | 公允价值变动净收益 | -12 | 29 | 21 | 23 | 28 |
| 商誉 | 9 | 3 | 3 | 3 | 4 | 投资净收益 | 312 | 1,272 | 1,275 | 922 | 1,321 |
| 长期待摊费用 | 37 | 33 | 28 | 32 | 39 | 营业利润 | 2,428 | 3,613 | 4,798 | 4,730 | 6,528 |
| 递延所得税资产 | 223 | 314 | 365 | 419 | 503 | 利润总额 | 2,476 | 3,689 | 4,786 | 4,716 | 6,512 |
| 其他非流动资产 | 1,868 | 2,144 | 5,311 | 6,107 | 7,329 | 所得税 | 602 | 905 | 1,153 | 1,157 | 1,598 |
| 资产总计 | 85,010 | 108,433 | 119,249 | 137,136 | 164,564 | 净利润 | 1,875 | 2,784 | 3,633 | 3,559 | 4,914 |
| 短期借款 | 10,025 | 11,242 | 15,324 | 17,793 | 21,639 | 归母股东净利润 | 844 | 1,810 | 2,374 | 2,913 | 4,023 |
| 吸收存款及同业存放 | 43,290 | 45,496 | 29,509 | 34,264 | 41,671 | 主要财务比率 | | | | | |
| 拆入资金 | 533 | 672 | 383 | 445 | 541 | | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 交易性金融负债 | 0 | 48 | 25 | 29 | 35 | 成长能力 | | | | | |
| 卖出回购金融资产款 | 474 | 1,802 | 1,856 | 2,155 | 2,620 | 营业收入增长率 | 19.43% | 25.94% | 25.68% | 9.09% | 19.40% |
| 代理买卖证券款 | 2,221 | 5,123 | 11,478 | 13,328 | 16,209 | 净利润增长率 | 16.90% | 114.42% | 31.12% | 22.73% | 38.08% |
| 一年内到期的非流动负债 | 3,621 | 4,626 | 6,194 | 7,192 | 8,746 | 盈利能力 | | | | | |
| 其他应付款 | 641 | 82 | 1,076 | 1,249 | 1,519 | 营业利润率 | 45.48% | 53.73% | 56.77% | 51.30% | 59.30% |
| 其他流动负债 | 343 | 429 | 1,903 | 2,210 | 2,687 | 净利润率 | 15.81% | 26.92% | 28.09% | 31.60% | 36.54% |
| 长期借款 | 9,745 | 12,014 | 14,831 | 17,220 | 20,943 | 回报率分析 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 494 | 1,703 | 1,977 | 2,405 | 总资产收益率 | 1.12% | 1.87% | 2.09% | 2.27% | 2.67% |
| 长期应付款 | 2,561 | 3,592 | 5,151 | 5,981 | 7,274 | 净资产收益率 | 8.12% | 11.87% | 10.91% | 11.71% | 14.45% |
| 递延所得税负债 | 20 | 786 | 969 | 1,125 | 1,368 | 每股指标 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 4 | 0 | 2,945 | 3,419 | 4,158 | 每股净利润(元) | 0.55 | 0.48 | 0.55 | 0.68 | 0.93 |
| 负债合计 | 74,376 | 88,568 | 95,605 | 111,009 | 135,007 | 每股净资产(元) | 3.28 | 3.60 | 4.65 | 5.13 | 5.81 |
| 股本 | 1,522 | 3,733 | 4,308 | 4,308 | 4,308 | 每股股利(元) | 0.07 | 0.07 | 0.15 | 0.19 | 0.26 |
| 资本公积金 | 1,696 | 4,454 | 8,323 | 8,323 | 8,323 | 估值分析 | | | | | |
| 归母权益合计 | 4,993 | 13,452 | 20,014 | 22,116 | 25,019 | 市盈率 | 28.20 | 31.02 | 28.15 | 22.94 | 16.61 |
| 所有者权益合计 | 10,633 | 19,865 | 23,644 | 26,128 | 29,557 | 市净率 | 4.59 | 4.42 | 3.73 | 3.17 | 2.84 |
| 负债及股东权益总计 | 85,010 | 108,433 | 119,249 | 137,136 | 164,564 | 股息收益率 | 0.00% | 0.00% | 0.99% | 1.21% | 1.68% |

资料来源：WIND，太平洋证券

公司简介：

中航资本控股股份有限公司（简称中航资本）是中国航空工业集团公司（简称中航工业）控股的金融类上市公司，是中航工业的金融投资控股平台：中航资本作为金融运营平台，旗下拥有证券公司、财务公司、租赁公司、信托公司、期货公司、产业基金管理公司和保险公司。同时，将通过收购和参股的方式涉足银行业、寿险业。中航资本控股股份有限公司作为中航工业产融结合的平台，坚持依托集团、服务集团、积极参与集团的并购、重组，拓展产融结合深度与广度，延伸航空产业的价值链，先后投资了中航黑豹、中航飞机、沈飞民机、成飞民机、凯天电子、中航电测等航空企业。中航资本控股股份有限公司作为新型战略产业投资的平台，以价值为投资导向，积极拓展新材料、新技术、新能源等领域投资。

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。