

中航资本 (600705)

2016年3月22日

看好金融牌照与集团资源协同

买入 (首次)

事件:

公司公布 2015 年年报: 营业总收入 86.81 亿元, 同比增长 29.08%; 归属母公司净利润 23.12 亿元, 同比增长 27.72%, 对应 EPS 0.61 元; 归属于母公司净资产 209.15 亿元, 环比年初增长 55.47%。证券业务实现净利润 9.03 亿元, 同比大增 191%, 占归属母公司净利润比例近 40%; 租赁业务净利润 6.06 亿元, 高速增长 33.3%; 信托业务净利润 10.8 亿元, 同比增长 18%。公司公布 2015 年利润分配方案: 拟每 10 股派发红利 1.65 元 (含税), 并每 10 股转增 10 股。

投资要点

- **证券、租赁、信托稳步扩张:** 1) 证券业务受益于 2015 年上半年二级市场牛市行情, 业绩爆发式增长, 其中经纪业务净收入大幅增长 124.3%, 利息净收入增长 102.8%, 投资收益增长 74.5%; 2) 租赁业务净利润 6.06 亿元, 高速增长 33%, 受益行业良好发展前景, 未来成长空间较大; 3) 信托业务净利润 10.76 亿元, 同比增长 18.2%, 增速高于行业平均水平。
- **定增落地, 增厚利润+后续资本运作空间:** 公司旗下拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等牌照, 本次定增后, 公司对租赁/信托/证券公司持股比例提升至 97.5%/80%/100%, 进一步增厚上市公司利润, 增强对金融子公司的控制力度, 中航工业后续资本运作空间提升。预计未来公司将完善综合金融控股平台, 与航空产业投资、新兴产业投资协同发展, 实现产融结合。
- **创投业务持续分享军工资产证券化加速红利:** 中航工业集团目前资产证券化率仅 55%, 未来 3-5 年有望达到 80%, 中航资本是促进集团资产证券化进程加速的主要平台。作为集团重要融资渠道, 中航资本可利用自身金控平台定位为成员公司提供财务、租赁等金融服务; 同时作为集团股权投资运作平台, 公司亦可参股成员公司以获得收益。目前公司总体投资浮盈已达 32 亿元。

投资建议

公司证券/租赁/信托业务稳步扩张, 预计金融业务将依靠集团资源实现跨周期的稳定盈利增长; 创投业务方面, 公司未来将持续分享集团军工资产证券化带来的股权投资机会。看好公司金融牌照价值与集团资源的协同+军工资产证券化红利。预计公司 16/17/18 年净利润 29.7/34.9/38.5 亿元, 对应 EPS 0.66/0.78/0.86 元, 目标价 14.32 元, 对应 22 倍 16 PE。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

风险提示: 1) 军工资产证券化推进不及预期; 2) 经济下行带来租赁业务资产减值风险; 3) 创投业务收益兑现慢于市场预期。

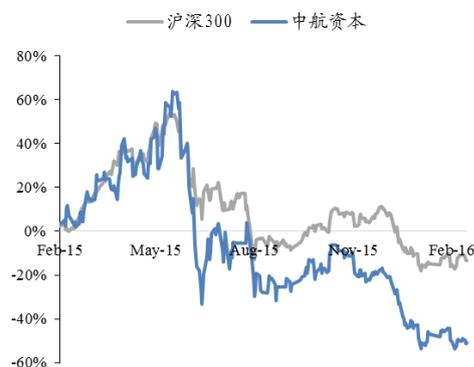
首席分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

联系人 田昶

执业资格证书号码: S0600115110022
tiand@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2016年3月22日)

| | |
|---------------|-------|
| 收盘价 (元) | 12.44 |
| 市盈率 (2015) | 17 |
| 市净率 (2015) | 2.7 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 46400 |

基础数据

| | |
|--------------|---------|
| 每股净资产 (元) | 4.66 |
| 总股本 (百万股) | 4488.16 |
| 流通 A 股 (百万股) | 3732.70 |

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1. 业绩概况：证券业务引领高速增长 | 3 |
| 2. 行业分析：证券、信托趋缓，租赁最具前景 | 6 |
| 2.1. 券商：短期业绩承压，长期受益政策利好..... | 6 |
| 2.2. 信托：亟待发掘增长新动力..... | 6 |
| 2.3. 租赁：未来最具前景的金融子行业..... | 7 |
| 3. 创投业务：分享军工资产证券化红利 | 9 |
| 3.1. 政策支持创新创业，股权投资迎机遇..... | 9 |
| 3.2. 大股东资源丰富，创投受益军工资产证券化..... | 10 |
| 4. 投资建议 | 11 |
| 5. 风险提示 | 12 |

图表目录

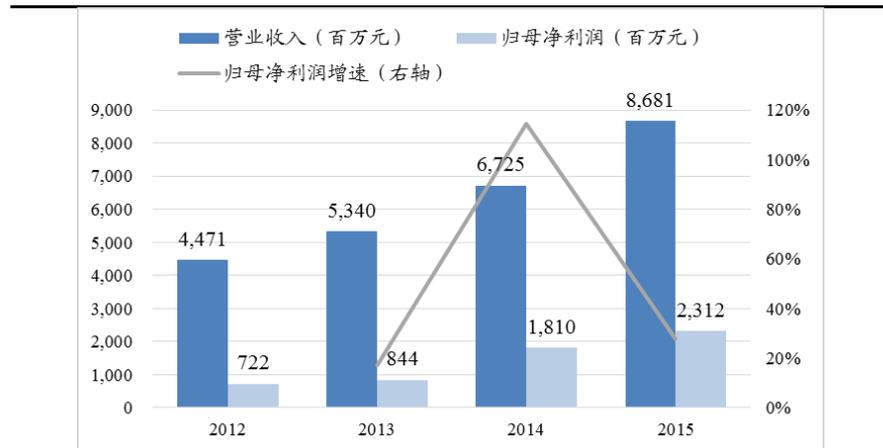
| | |
|---|----|
| 图表 1: 2012-2015 年中航资本归母净利润及增速..... | 3 |
| 图表 2: 2015 年金控平台类公司 ROE (部分为 1-9 月数据) | 3 |
| 图表 3: 2015 年中航资本归母净利润结构..... | 4 |
| 图表 4: 2012-2015 年中航证券净利润及对中航资本利润贡献比例..... | 4 |
| 图表 5: 2012-2015 年中航信托、中航财务及中航租赁净利润..... | 4 |
| 图表 6: 2010-2015 年中航资本净资产 | 5 |
| 图表 7: 2012-2015 年中航资本对旗下金融资产持股比例..... | 5 |
| 图表 8: 2012-2015 年中航资本利润分配方案..... | 5 |
| 图表 9: 2015.03-2016.03 股票市场成交额..... | 6 |
| 图表 10: 2015.07-2016.03 两融余额 | 6 |
| 图表 11: 2012-2015 年信托资产余额及增速..... | 7 |
| 图表 12: 2014 年以来信托、理财、定期存款收益率 | 7 |
| 图表 13: 2011-2015 年 9 月融资租赁注册资本..... | 8 |
| 图表 14: 2006-2015 年我国融资租赁合同余额及增速..... | 8 |
| 图表 15: 2013 年世界主要国家租赁市场渗透率..... | 8 |
| 图表 16: 2006-2015 年 VC/PE/天使市场募资、投资总额 | 9 |
| 图表 17: 2015 年 VC/PE/天使退出方式分布 | 9 |
| 图表 18: 中航资本与中航工业其他下属公司的合作事项 | 10 |
| 图表 17: 中航资本盈利预测..... | 11 |
| 图表 18: 中航资本分部估值..... | 11 |

1. 业绩概况：证券业务引领高速增长

业绩高速增长，ROE 领衔各金控平台。中航资本 2015 年实现营业收入 86.81 亿元，同比增长 29.08%，实现归母净利润 23.12 亿元，同比增长 27.72%。自 2012 年实施重大资产置换及股权分置改革后，公司业绩保持高速增长，2012-2015 年间归母净利润年复合增速高达 47%。

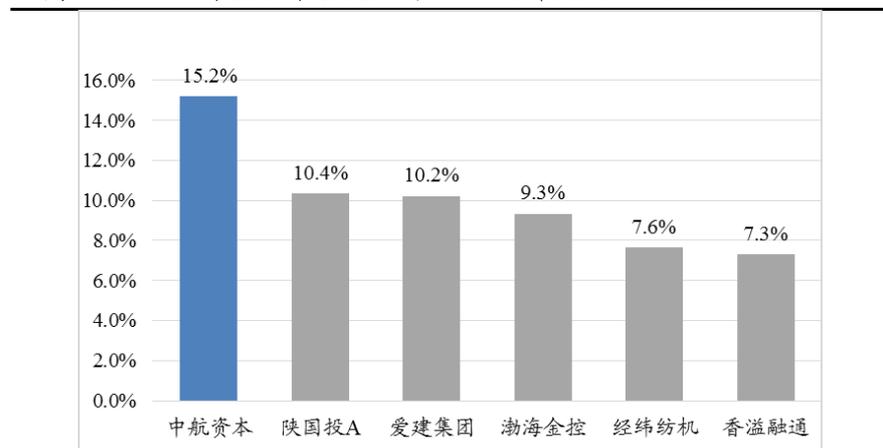
此外，公司 2015 年 ROE 达到 15.2%，2012 年以来始终维持在 15% 以上，且显著高于其他综合金融控股平台类上市公司，保持行业较高水平，彰显公司盈利能力强劲。

图表 1：2012-2015 年中航资本归母净利润及增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2015 年金控平台类公司 ROE (部分为 1-9 月数据)

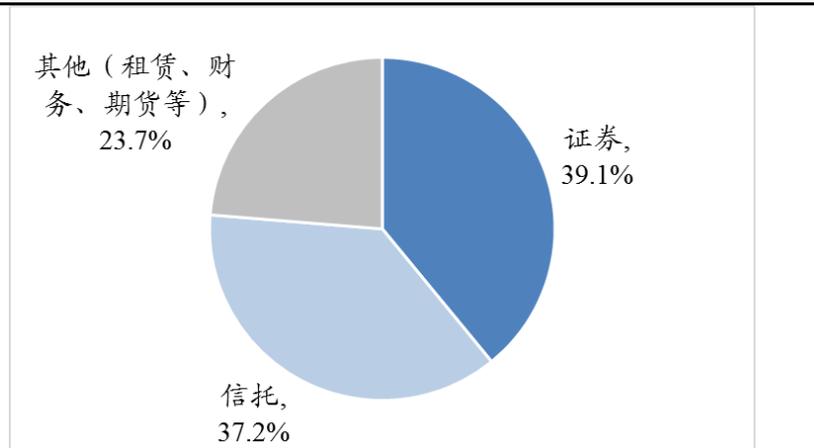


资料来源：Wind，东吴证券研究所

证券业务爆发，租赁业务保持高速增长。受益于 2015 年上半年二级市场行市火爆，全资子公司中航证券全年实现净利润 9.03 亿元，同比增长 191%，对中航资本归母净利润贡献比例大幅提升至 40%。

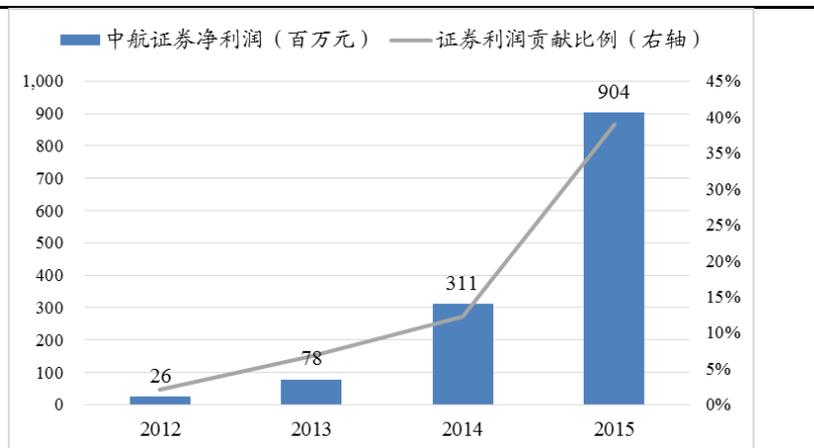
中航租赁业绩实现高速增长，2015 年净利润 6.06 亿元，同比增长 33.3%。此外，中航信托、中航财务 2015 年分别实现净利润 10.76、7.44 亿元，同比增长 18.2%、3.1%。

图表 3: 2015 年中航资本归母净利润结构



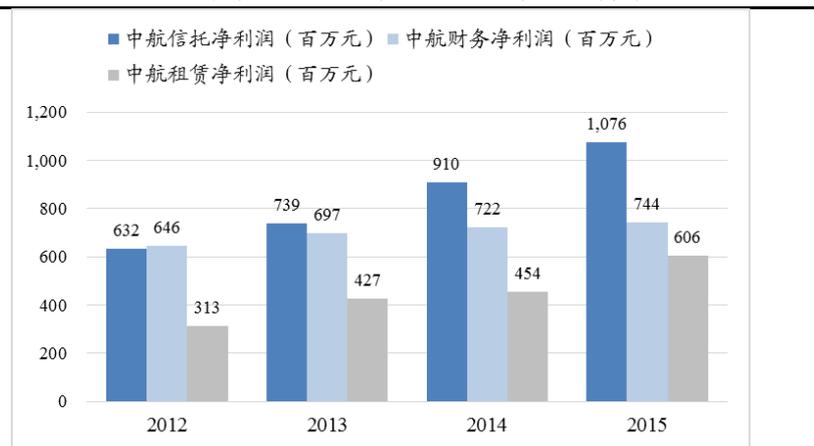
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 4: 2012-2015 年中航证券净利润及对中航资本利润贡献比例



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 5: 2012-2015 年中航信托、中航财务及中航租赁净利润

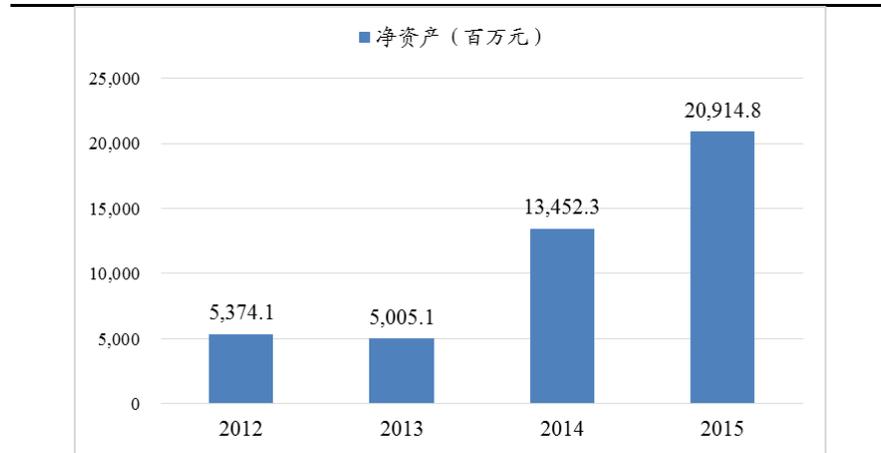


资料来源：公司年报，东吴证券研究所

增资扩股完善金控平台，净资产规模显著提升。2015 年，中航资本通过发行股份购买资产并非公开发行募集资金，进一步提升对旗下金融资产的股权集中度，目前对中航信托、中航证券、中航租赁的持股比例

分别提升至 80%、100%、97.51%。资本运作完成后，公司业务布局进一步优化，净资产规模增加至 209.15 亿元，同时 ROE 仍保持 15% 以上高水准，彰显公司强劲的盈利能力。

图表 6: 2010-2015 年中航资本净资产



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2012-2015 年中航资本对旗下金融资产持股比例

| 金融资产 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------|--------|--------|--------|----------------|
| 中航信托 | 40.80% | 63.18% | 63.18% | 80.00% |
| 中航证券 | 57.75% | 71.71% | 71.71% | 100.00% |
| 中航财务 | 44.50% | 44.50% | 44.50% | 44.50% |
| 中航租赁 | 54.29% | 57.74% | 65.80% | 97.51% |
| 中航期货 | 53.85% | 88.46% | 87.17% | 89.04% |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

高送转+分红派息, 连续多年与股东共享经营成果。公司公布 2015 年利润分配方案, 拟每 10 股派发红利 1.65 元(含税), 共计分配利润 7.41 亿元, 占 2015 年归母净利润的 32.03%, 同时每 10 股转增 10 股。公司连续 4 年分红派息, 凸显管理层积极与股东分享经营成果。

图表 8: 2012-2015 年中航资本利润分配方案

| 年度 | 每 10 股派息数 (元, 含税) | 每 10 股转增数 (股) | 现金分红数额 (亿元, 含税) | 占当期归母净利润比例 |
|-------|----------------------|------------------|--------------------|---------------|
| 2015 | 1.65 | 10 | 7.41 | 32.03% |
| 2015H | 0.86 | - | 3.86 | 16.69% |
| 2014 | 0.7 | - | 2.61 | 14.43% |
| 2014H | 2 | 10 | 3.73 | 20.62% |
| 2013 | 0.7 | - | 1.31 | 15.54% |
| 2012 | 1.5 | - | 2.28 | 31.29% |

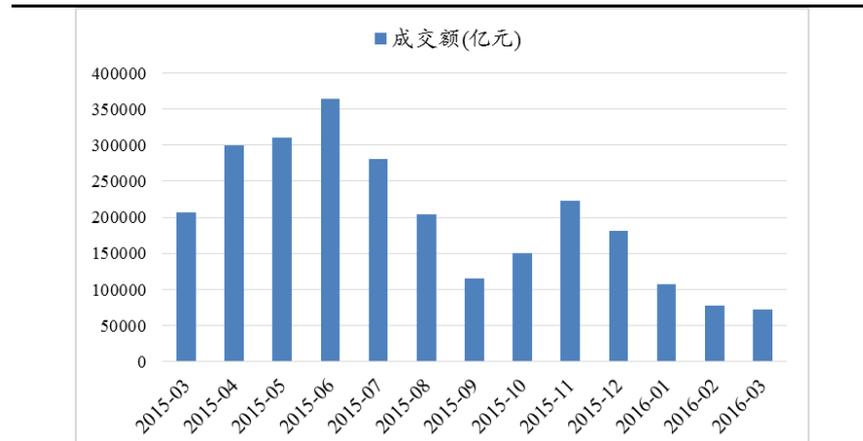
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 行业分析：证券、信托趋缓，租赁最具前景

2.1. 券商：短期业绩承压，长期受益政策利好

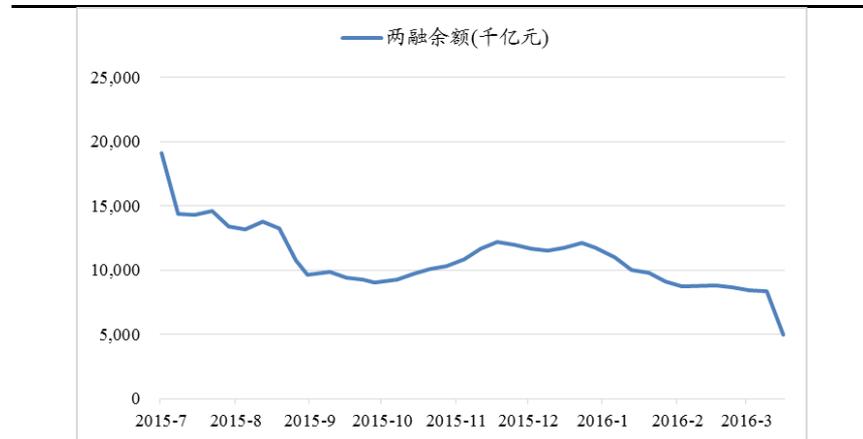
2016 年券商整体业绩面临较大压力。2016 年股票市场深幅调整以来，市场成交量大幅下滑，1 月券商整体业绩惨淡。2 月春节后，成交量、两融规模缩减速度放缓，且券商自营业务环比一月有较大改善，带动总体业绩显著回暖。尽管如此，券商 16 年业绩整体业绩仍面临较大压力。

图表 9：2015.03-2016.03 股票市场成交额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10：2015.07-2016.03 两融余额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

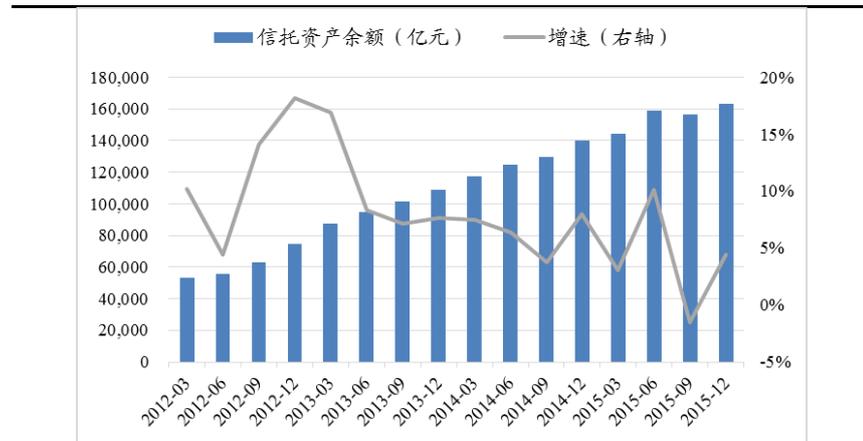
政策监管持续偏紧，中长期利好可期。前期清查配资等负面影响已持续较长时间，对于市场杠杆的监管未来较长时间内预计持续偏紧。此外，“十三五”明确金融创新和人民币国际化的大方向，在直接融资占比不断提升的趋势下，未来注册制、战新板、新三板分层等利好政策可期。

2.2. 信托：亟待发掘增长新动力

资产规模出现负增长，预计未来增速趋缓。2015 年 3 季度末，信托业管理资产规模环比下降 1.58%，自 2010 年 1 季度以来首现环比负增长。在经济增速换挡、泛资管行业竞争加剧、利率市场化改革深入、风险防

控压力上升等多重因素叠加下，信托业亟待发掘增长新动力。

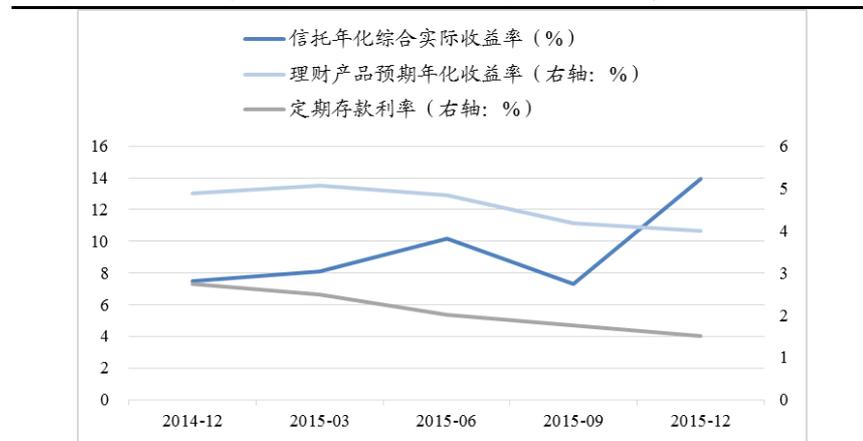
图表 11: 2012-2015 年信托资产余额及增速



资料来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

短期内仍受投资者青睐，未来转型升级可期。利率下行环境下，信托产品收益下滑幅度远小于其他产品，因此短期内仍广受投资者青睐。信托业近年受到券商和基金子公司大发展抢占蛋糕影响，增速放缓，但对券商监管趋紧又为信托提供了新的发展契机，未来转型升级可期。

图表 12: 2014 年以来信托、理财、定期存款收益率



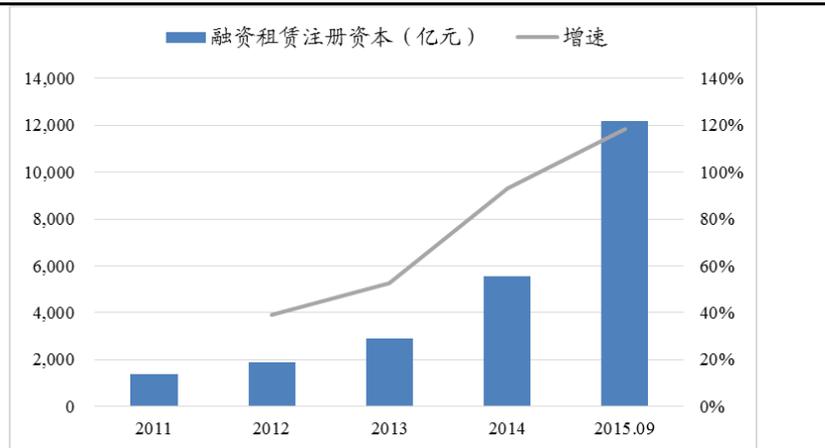
资料来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 租赁：未来最具前景的金融子行业

租赁行业是未来最具前景的金融子行业。融资租赁具有便捷、直接、融资与融物结合的特点，比起银行贷款、资本市场上市渠道，融资租赁更能有效缓解中小企业融资难、融资贵等问题。

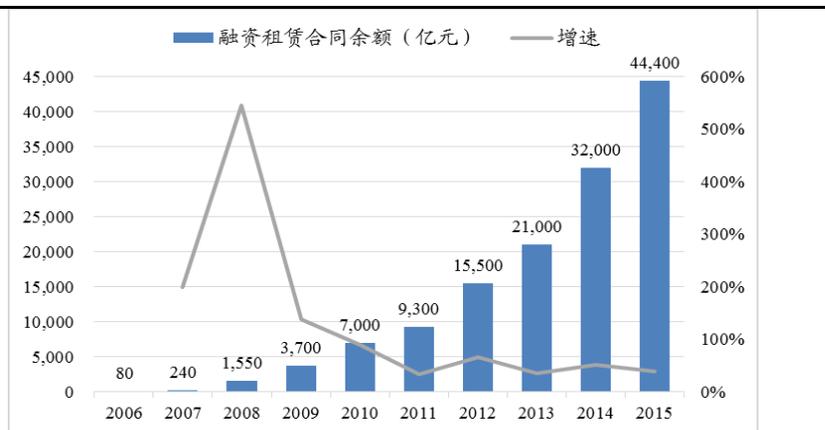
2011-2014 年，融资租赁注册资金年复合增长率为 60%，显著高于信托、证券、银行，且增速持续提升。2006-2015 年，国内租赁余额增长超过 500 倍，年复合增速 102%，规模高速扩张主要源于固定资产投资高增和租赁渗透率提升的双轮驱动。

图表 13: 2011-2015 年 9 月融资租赁注册资本



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

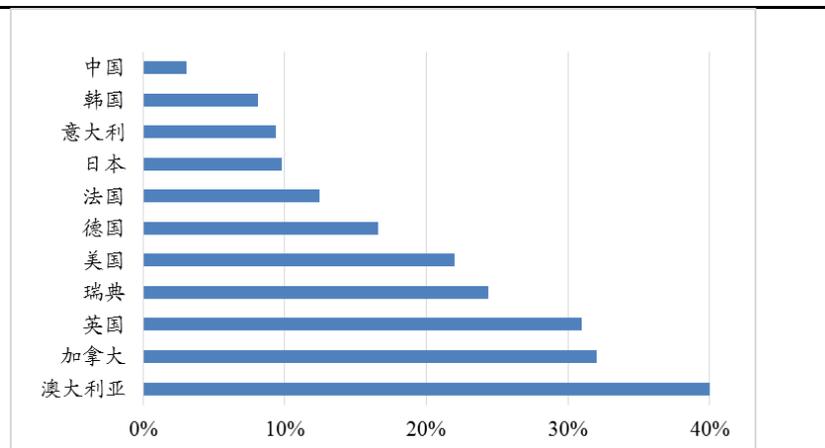
图表 14: 2006-2015 年我国融资租赁合同余额及增速



资料来源: 中国租赁联盟, 东吴证券研究所

租赁渗透率仍然较低, 未来发展空间巨大。融资租赁渗透率是反映行业成熟度的重要指标, 发达国家渗透率普遍达到 9% 至 40%, 而我国 2013 年仍处于 3.1% 的较低水平, 目前尚未达到 5%, 存在较大提升空间。

图表 15: 2013 年世界主要国家租赁市场渗透率



资料来源: 世界租赁协会, 东吴证券研究所

3. 创投业务：分享军工资产证券化红利

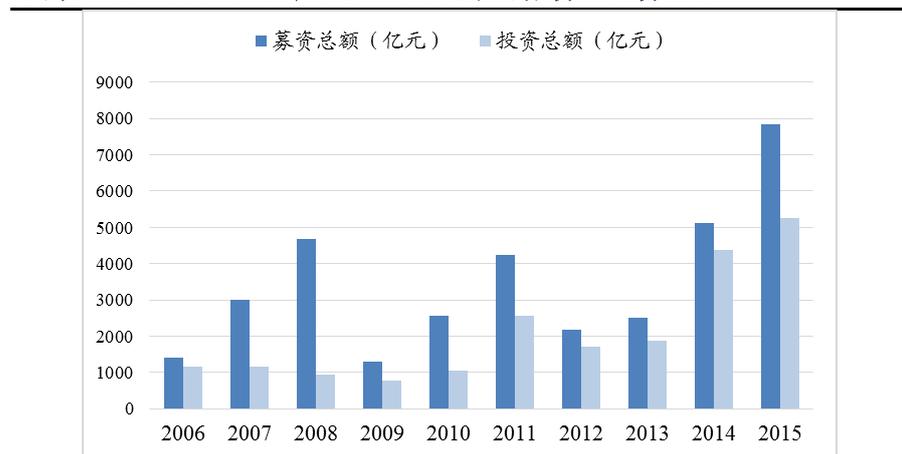
3.1. 政策支持创新创业，股权投资迎机遇

供给侧改革+政策支持双创，股权投资面临黄金机遇。目前，我国正处于经济增长方式转变和产业结构升级的重要时期。近期，国家大力推进供给侧改革，明确优化资源配置，同时伴随国企改革深化，预计大量并购重组机会将集中出现，股权投资市场将加速扩容。

此外，政策支持鼓励创新创业，致使高成长的新兴产业领域对资本需求旺盛。创投、PE 等行业注重企业的成长性和自主创新性，通常活跃在产业前沿，重点关注国家战略性新兴产业，因而其投资将助推新兴产业的发展，加速我国产业结构升级。

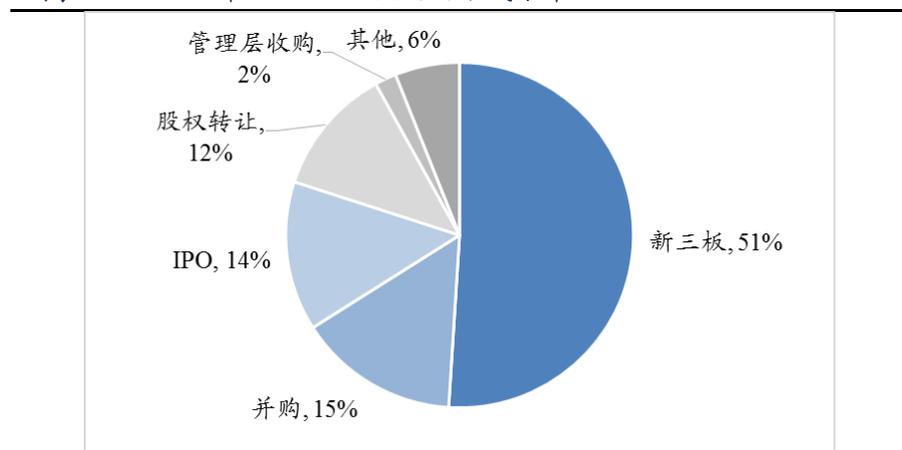
股权投资规模高速增长，退出渠道更加多元。2015 年，VC/PE 市场募资总额约 8000 亿元，投资总额近 5300 亿元，投融资两端均呈现高速扩张。此外，受益二级市场火爆及新三板扩容，2015 年退出数量高达 3774 笔（2014 年仅 830 笔），新三板成为重要退出渠道。

图表 16: 2006-2015 年 VC/PE/天使市场募资、投资总额



资料来源：清科研究中心，东吴证券研究所

图表 17: 2015 年 VC/PE/天使退出方式分布



资料来源：清科研究中心，东吴证券研究所

3.2. 大股东资源丰富，创投受益军工资产证券化

公司大股东中国航空工业集团为大型央企，设有航空装备、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、金融、工程建设、汽车等产业板块，下辖 140 余家成员单位，20 家内地上市公司。

中航工业庞大的产业集群为中航资本提供了优质的股权投资资源，有利于公司打造股权投资平台，深入推进产融结合。

图表 18: 中航资本与中航工业其他下属公司的合作事项

| 合作对方 | 合作事项 |
|-------------------------|--|
| 宝胜股份 | 全资子公司中航新兴产业投资有限公司拟参与认购宝胜股份（600973）非公开发行股票 1.496 亿股中的 2469.14 万股 |
| 中航机电 | 全资子公司中航航空产业投资有限公司拟参与认购中航机电（002013）非公开发行股票 1.38 亿股中的 2648.31 万股 |
| 中航工业、中航国际、中航技深圳等 17 家公司 | 拟向 17 家交易对方定向发行股份，购买中航租赁合计 30.95% 股权、中航信托合计 16.82% 股权、中航证券 28.29% 股权，并向中国航空工业集团等公司募集配套资金 |
| 中航科技、中航电子、中航飞机、中航机电 | 拟共同对沈飞集团和成飞集团现金增资总金额合计不超过 4.99 亿元，其中公司增资不超过 1.91 亿元 |
| 中航动力、沈阳黎明等 | 中航工业拟整合下属四家发动机主机制造企业，组建中航精密铸造科技有限公司，公司全资子公司中航航空产业投资有限公司以战略投资者身份出资 4 亿元，持股 13.57% |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

未来随着军工资产证券化加速推进，预计公司 2016 年应继续加大股权投资力度，将紧抓军工企事业单位改制、国企改革、军民融合等大好机会，快速布局航空产业投、新兴产业投资，最大限度享受军工资产资本增值带来的丰厚收益，为未来提供较为稳定的利润释放点。

4. 投资建议

中航资本围绕自身发展战略,坚持“一张蓝图干到底”,着力打造“金融控股、国际化运作、股权投资”三大平台,深入推进产融结合,全面加强业务协同。公司 2016 年将在租赁、创投业务的带动下,保持业绩高速增长,进一步完善金控平台布局,并持续分享军工资产证券化加速带来的红利。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.66、0.78、0.86 元。

公司估值可采用分部法:分别对租赁、信托、证券、财务公司、其他部分采用 PE 法估值。公司总体估值为 643 亿元,目标价 14.32 元,对应 22 倍 16 PE。首次覆盖,给予公司“买入”评级。

图表 19: 中航资本盈利预测

| 单位: 亿元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | 86.81 | 102.43 | 132.01 | 156.37 |
| 租赁业务收入 | 32.04 | 45.93 | 64.24 | 81.87 |
| 信托业务收入 | 17.69 | 24.80 | 31.58 | 34.24 |
| 券商业务收入 | 18.97 | 12.30 | 12.64 | 13.67 |
| 财务公司收入 | 13.16 | 20.99 | 25.04 | 28.10 |
| 营业总成本 | 52.63 | 56.51 | 78.36 | 97.41 |
| 归母净利润 | 23.12 | 29.67 | 34.92 | 38.46 |
| 租赁业务净利润 | 6.06 | 8.85 | 10.91 | 12.00 |
| 信托业务净利润 | 10.76 | 11.91 | 13.89 | 14.38 |
| 券商业务净利润 | 9.00 | 5.30 | 5.44 | 5.87 |
| 财务公司净利润 | 7.44 | 8.84 | 10.53 | 12.56 |
| 营业总收入增速 | 29.1% | 18.0% | 28.9% | 18.5% |
| 归母净利润增速 | 27.7% | 28.3% | 17.7% | 10.1% |
| EPS | 0.52 | 0.66 | 0.78 | 0.86 |
| PE | 24.15 | 18.82 | 15.99 | 14.51 |

资料来源: 东吴证券研究所

图表 20: 中航资本分部估值

| 分部 | 指标 | 单位: 亿元 |
|------|--------|--------|
| 信托业务 | 净利润 | 11.91 |
| | PE | 19 |
| | 持股比例 | 80% |
| | 信托业务价值 | 181 |
| 租赁业务 | 净利润 | 8.85 |
| | PE | 30 |
| | 持股比例 | 98% |
| | 租赁业务价值 | 259 |
| 财务公司 | 净利润 | 9 |
| | PE | 15 |

| | | |
|--------|-----------|--------------|
| | 持股比例 | 45% |
| | 财务公司价值 | 59 |
| 证券业务 | 净利润 | 5.3 |
| | PE | 10 |
| | 持股比例 | 100% |
| | 证券公司价值 | 53 |
| 其他业务 | 其他并表子公司价值 | 91 |
| 股权总价值 | - | 634 |
| 对应目标价格 | - | 14.32 |

资料来源：东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 军工资产证券化推进不及预期;
- 2) 经济下行带来租赁业务资产减值风险;
- 3) 创投业务收益兑现慢于市场预期。

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

