

背靠中航厚积薄发, 员工持股激发活力

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 中航资本作为中航工业集团旗下唯一上市金控平台, 金融牌照资源丰富, 依托集团雄厚的资本实力, 公司在项目资源和内部协作方面占据优势。2) 公司2017年11月初完成了规模为1.05亿元的员工持股计划, 成为市场当中为数不多采用市场化激励机制提高公司运营效率的央企上市公司。预计在该计划影响下, 公司未来在经营效率和盈利能力方面将迈上一个新的台阶。3) 公司还计划发行规模为48亿元的可转债为旗下的信托和证券板块增资, 用于补充资本金和扩大业务规模。预计增资陆续到位后, 将使公司相关板块突破发展瓶颈, 步入增长快车道。
- 租赁、信托业务板块质地优良, 内生增长动力十足。**近年来随着“一带一路”倡议、“中国制造2025”战略持续推进, 租赁行业资产规模扩张迅速。公司旗下的中航租赁背靠中航工业集团, 在飞机租赁领域具有丰富业务资源, 长期保持市场竞争优势。公司2017年前三季度租赁资产同比增长超30%, 规模首次突破800亿元, 跻身行业前十。中航信托业务结构较为均衡, 集合类产品占比超过50%, 2017年前三季度受信托通道业务回流影响, 信托资产规模突破6200亿元, 净利润同比增长接近30%, 提前完成全年既定目标。预计2018年在信托报酬率相对稳定的前提下, 对信托板块增资的效用逐步释放, 业绩延续高速增长将成为大概率事件。
- 证券板块增资即将落地, 财务公司以量补价提升收益。**中航证券是目前军工系统的唯一一家证券公司, 具有得天独厚的资源优势, 平台发展潜力巨大。但目前资本实力较弱, 净资产仅30亿, 极大的限制了业务的拓展速度。公司拟发行可转债募集的48亿资金中, 有30亿将补充中航证券资本金及扩充营运资金。资金到位后, 将显著提升中航证券资本实力和市场竞争力。中航财务公司2017年受发动机业务剥离影响, 利润小幅下滑。但考虑到公司存量的存贷款项目充足, 集团支持力度较大, 未来依靠提升存量规模有望使业绩恢复稳健增长趋势。
- 盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.32元、0.41元、0.52元, 未来三年归母净利润将保持26%的复合增长率。按照分部估值法测算公司总市值将达到753.9亿元, 对应目标价8.40元, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8747.52	10744.25	13708.33	17335.65
增长率	11.36%	12.40%	14.73%	17.16%
归属母公司净利润(百万元)	2324.14	2883.40	3687.94	4677.99
增长率	0.51%	24.06%	27.90%	26.85%
每股收益EPS(元)	0.26	0.32	0.41	0.52
净资产收益率ROE	11.36%	12.40%	14.73%	17.16%
PE	24	19	15	12
PB	2.11	1.92	1.85	1.75

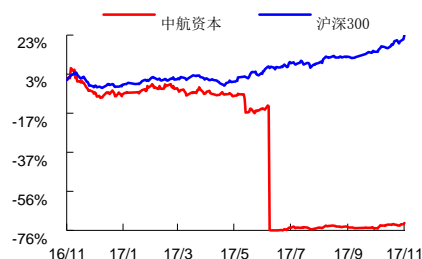
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
执业证号: S1250517070003
电话: 010-57758623
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

分析师: 刘嘉玮
执业证号: S1250517090005
电话: 010-57758570
邮箱: ljwei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	89.76
流通A股(亿股)	76.19
52周内股价区间(元)	5.53-7.05
总市值(亿元)	565.51
总资产(亿元)	1,643.30
每股净资产(元)	2.60

相关研究

投资要件

关键假设

考虑到对金融板块的增资效果逐渐显现，我们对公司 2017-2019 年主营业务作如下假设：

(1) 在租赁业务快速发展的背景下，中航租赁融资租赁成本维持在 5% 左右，息差保持在 1.2% 左右，融资租赁业务规模未来三年增长速度分别为 35%、30%、30%；

(2) 在通道业务持续回流的背景下，中航信托的融资成本保持在 8% 以内不变，主动管理类产品信托报酬率维持在 1% 左右，通道业务报酬率维持在 0.15% 左右，受托资产规模未来三年增速分别为 40%、20%、20%。

我们区别于市场的观点

市场对于央企金控平台的管理层运营效率和盈利能力往往持有疑虑，因而造成该类上市标的整体估值对应各分部业务估值存在折价。我们认为，在国企改革政策持续推进的当下，国有企业金融控股平台在运营效率和制度市场化方面已经得到了明显改观。公司在推进员工持股计划、建立市场化激励机制方面走在了同业前列，这一系列的机制改革将使公司各项业务之间的协同配合效应逐渐显现，推升公司整体估值水平。

市场部分观点认为金控平台类的上市公司可以通过内部板块间的关联交易提升整体业绩，使公司会计报表利润的可参照性下降。我们通过分拆平台下各金融板块的业务结构和盈利增长情况，基本可以认为公司当前的业绩增长主要来源于各业务板块的内生增长，而非内部资源调配造成的增长，公司财务数据反应的经营业绩符合公司当前发展情况。

股价上涨的催化因素

可转债增资将为公司业绩增长提供充足的资本支持；军民融合产业政策为公司业务扩张持续释放红利。

估值和目标价格

公司作为多元金融板块，旗下金融资产涉及租赁、信托、证券、期货、财务公司等多项金融业务。因此，我们在公司估值方面采用分部估值法对公司各项业务进行拆分估值，针对不同业务板块的经营特点采取不同估值方法。比如对中航信托分拆为固有资产和信托资产，分别采取 PB 法和 PAUM 法进行估值；对中航证券采用可比市值法进行估值；对中航租赁、中航财务、中航期货等板块采用 PB 法估值；对哈尔滨泰富、中航投资大厦置业、新兴（铁岭）药业等板块采用 PE 法估值。在分部估值法下，我们认为公司合理的市值应为 753.9 亿元，对应总股本 89.76 亿股，每股价值应为 8.40 元。首次覆盖给予“买入”评级。

根据营业收入增长情况，我们预计公司未来三年的归母净利润增速将分别达到 24.1%、27.9% 和 26.9%，对应的公司整体 PB 估值分别为 1.92 倍、1.85 倍和 1.75 倍。

投资风险

公司金融板块增资或慢于预期；行业监管政策趋严或使公司业务规模扩张慢于预期；市场行情下跌或使公司投资业绩承压。

目录

1 公司概况：背靠中航集团，扎根金融市场	1
2 资本运作：多措并举激活经营效率	4
2.1 可转债募资提升旗下金融板块资本实力	4
2.2 员工持股计划完成，公司步入增长快车道	4
3 行业分析：外部环境回暖，板块迎来发展良机	5
3.1 租赁行业——市场空间巨大，政策利好持续释放	5
3.2 信托行业——受益通道回流，牌照价值凸显	8
4 公司分析——信托租赁内生增长，证券财务前景可期	10
4.1 中航租赁——市场竞争优势稳固，资产质量提升明显	10
4.2 中航信托——增资补充资本实力，盈利能力持续提升	12
4.3 中航证券——发展潜力较大，业绩提升可期	14
4.4 财务公司——以量补价，拓展渠道增收益	15
5 盈利预测与估值	16
5.1 主营业务盈利预测	16
5.2 分部估值法	16
6 风险提示	18

图 目 录

图 1: 中航资本股权结构	2
图 2: 公司 2017 年上半年主营业务收入结构	2
图 3: 公司 2017 年上半年主要业务归母净利润结构	2
图 4: 公司 2013 年以来营业收入及增速 (单位: 亿元)	3
图 5: 公司 2013 年以来归母净利润及增速 (单位: 亿元)	3
图 6: 公司 2014 年以来分项业务营业收入 (单位: 万元)	3
图 7: 公司 2014 年以来分项业务净利润 (单位: 万元)	3
图 8: 近十年中国融资租赁企业数量变化 (单位: 家)	5
图 9: 中外租赁市场渗透率对比	5
图 10: 2011-2017 年中国融资租赁行业业务总量变化情况	6
图 11: 全球前十大飞机租赁上机队数量 (单位: 架)	7
图 12: 我国民用航空中租赁飞机的数量占比逐年提升	7
图 13: 信托资产结构及增速 (单位: 亿元)	9
图 14: 信托行业营业收入增长情况 (单位: 亿元)	9
图 15: 信托行业利润总额增长情况 (单位: 亿元)	9
图 16: 信托资产投向各行业的比例变化	10
图 17: 中航租赁的飞机租赁主营对象	11
图 18: 中航租赁的船舶租赁主营对象	11
图 19: 中航租赁的设备租赁主营对象	11
图 20: 中航租赁业务流程图	11
图 21: 中航国际租赁资产规模及增速 (单位: 亿元)	12
图 22: 中航国际租赁营业收入及增速 (单位: 亿元)	12
图 23: 中航信托的固有业务资产分布	13
图 24: 中航信托的信托业务资产分布	13
图 25: 中航信托资产规模及结构变化 (单位: 万元)	14
图 26: 中航信托净利润及报酬率变化 (单位: 万元)	14
图 27: 中航证券资产规模变化情况 (单位: 万元)	15
图 28: 中航证券营收及净利润变化情况 (单位: 万元)	15
图 29: 中航财务资产规模变化情况 (单位: 亿元)	15
图 30: 中航财务营收及净利润变化情况	15

表 目 录

表 1：中航工业集团旗下 A 股上市公司（单位：亿元）	1
表 2：中航资本旗下参控股公司股权变化情况	2
表 3：中航资本员工持股计划参与情况	5
表 4：飞机租赁业务优势明显	7
表 5：近年国家出台的融资租赁行业政策	8
表 6：2016 年信托公司资产规模排名情况（单位：万元）	12
表 7：中航资本分拆业务收入预测情况（单位：亿元）	16
表 8：可比市值法下中航证券估值区间（单位：亿元）	17
表 9：中航资本分拆业务估值情况（单位：亿元）	17
表 10：上市金控平台公司估值对比情况（单位：亿元）	17
附表：财务预测与估值	19

1 公司概况：背靠中航集团，扎根金融市场

中航资本前身是1996年5月上市的北亚实业(集团)股份有限公司。因连续三年亏损，在2007年5月份停牌进行重大资产重组，注入中国航空工业集团旗下的金融子公司——中航投资控股有限公司。2012年8月，公司恢复上市交易后，股票简称为ST航投，并于2014年7月份正式变更为中航资本。重组完成后的公司经营范围由原来的铁路客运运输，铁路运输设施的修理与改造和物资采购与供销变更为证券、租赁、期货、财务公司、信托等金融业务和财务性实业股权投资业务。截至2017年9月30日，公司资产总额1643.30亿元，归属于上市公司股东的净资产233.45亿元。

公司第一大股东为中国航空工业集团，持有公司39.16%的股份。作为由中央管理的国有特大型企业，中航工业集团公司设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统与汽车零部件、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、资产管理、金融、工程建设、汽车等产业，下辖100余家成员单位、27家上市公司。其中，中航资本是公司目前在A股上市公司当中市值最高的子公司，规模超过560亿元。

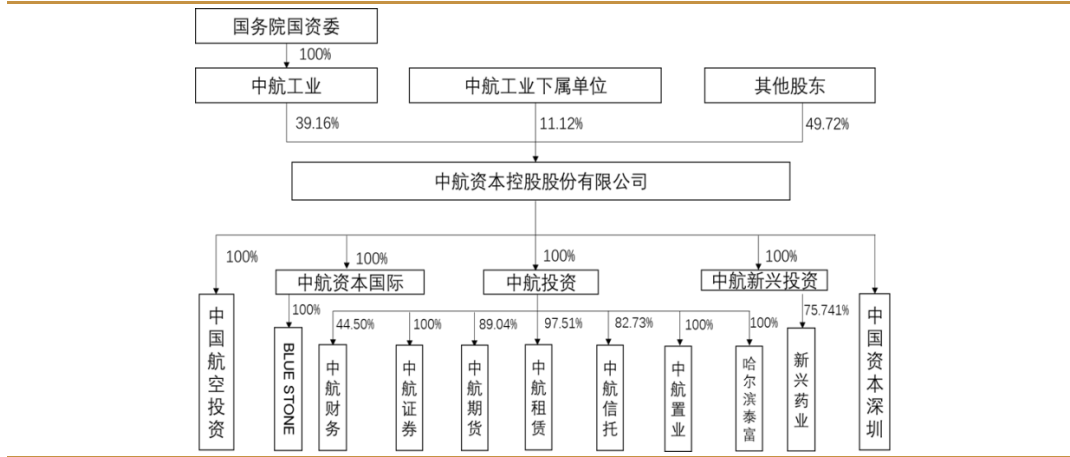
表 1：中航工业集团旗下 A 股上市公司（单位：亿元）

上市交易所	股票代码	公司简称	总市值
上交所	600705	中航资本	565.51
深交所	000768	中航飞机	472.05
深交所	000050	深天马 A	338.51
深交所	002179	中航光电	316.80
上交所	600038	中直股份	263.02
深交所	002013	中航机电	261.99
上交所	600372	中航电子	249.10
上交所	600862	中航高科	132.90
深交所	002419	天虹股份	113.47
上交所	600316	洪都航空	105.63
上交所	600760	中航黑豹	102.76
上交所	600765	中航重机	99.27
深交所	002190	成飞集成	77.91
深交所	000043	中航地产	68.36
深交所	300114	中航电测	65.40
深交所	002163	中航三鑫	61.39
上交所	600973	宝胜股份	60.86
上交所	600523	贵航股份	47.97
深交所	000026	飞亚达 A	43.26

数据来源：公司公告，西南证券整理

中航资本是中航工业集团公司旗下唯一的上市金控平台。目前中航资本旗下已拥有证券、信托、财险、租赁、财务公司、期货、基金等多个金融牌照。同时，公司的海外业务版图也在逐步扩大，香港公司利润贡献不断增加。公司通过构建金融产业投资、航空产业投资

和战略新兴产业投资三大平台模式对金融产业、航空高科技产业和新兴产业公司进行投资。同时，公司通过参股并购基金模式，构建多层次资产管理体系，形成多元化的业务结构。

图 1：中航资本股权结构


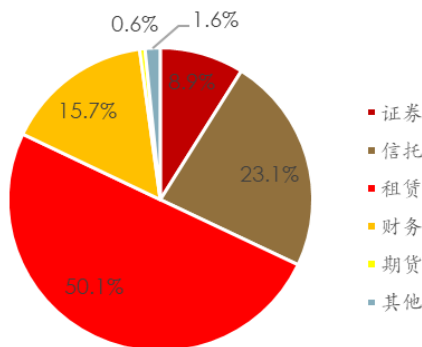
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：中航资本旗下参控股公司股权变化情况

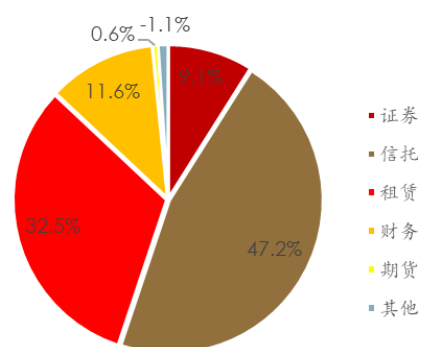
金融资产	2013	2014	2015	2016	2017H
中航信托	63.18%	63.18%	80.00%	80.00%	82.73%
中航证券	71.71%	71.71%	100.00%	100.00%	100.00%
中航财务	44.50%	44.50%	44.50%	44.50%	44.50%
中航租赁	57.74%	65.80%	97.51%	97.93%	97.51%
中航期货	88.46%	87.17%	89.04%	82.42%	89.04%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司目前的主要收入来源是旗下租赁、信托、财务公司、证券等金融板块的经营性收入。其中，租赁业务是公司收入的最主要来源，占比达到 50.1%；信托业务和财务公司分别占比达到 23.1%和 15.7%；证券业务相对较小，占比仅 8.9%。从利润贡献角度来看，信托业务是当之无愧的创利板块，净利润占比达到 47.2%；其次是租赁业务，归母净利润占比为 32.5%；财务公司和证券业务利润贡献相对较小，均在 10%左右。

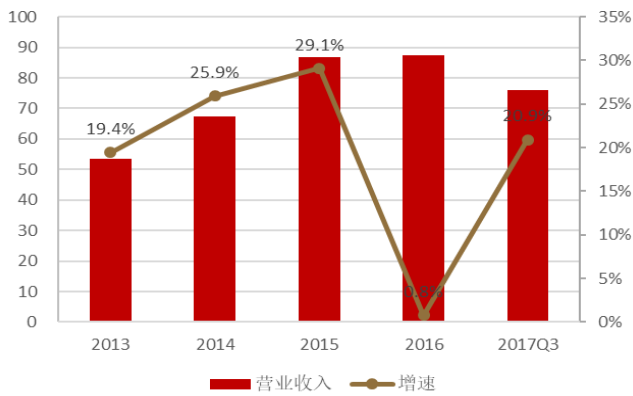
图 2：公司 2017 年上半年主营业务收入结构


数据来源：西南证券整理

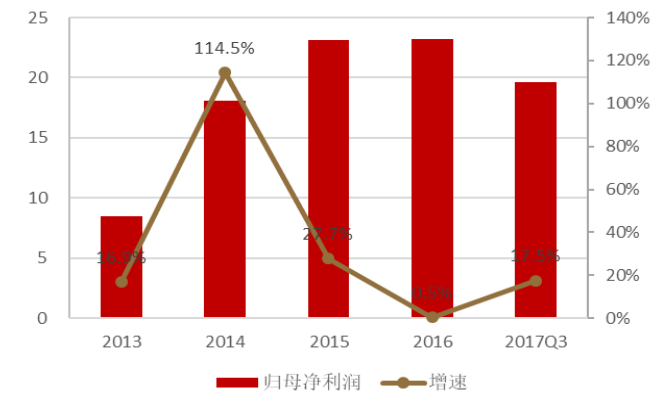
图 3：公司 2017 年上半年主要业务归母净利润结构


数据来源：西南证券整理

公司业绩状况：公司在完成资产重组后整体经营业绩稳健，最近五年内除 2016 年受市场行情波动影响业绩外，其余年份的营业收入均保持了 20% 左右的快速增长，归母净利润虽然波动幅度较大，但是也基本保持了两位数的增速，表明公司具有较强的盈利能力。2017 年三季报数据显示，报告期内公司实现营业总收入 76.01 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润 19.62 亿元，同比增长 17.5%，增速均超过去年同期的-2.34%和-7.63%。

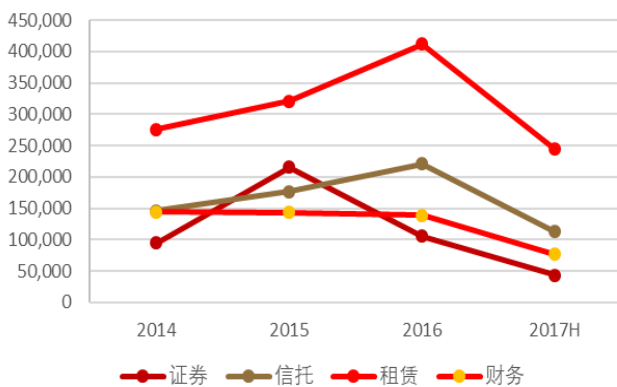
图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

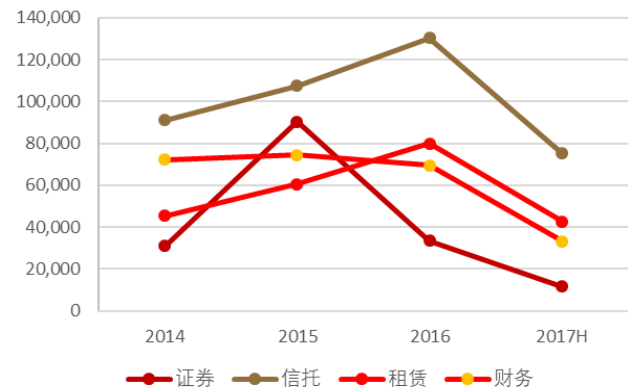
图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经营业绩稳中有进的同时，存在着各业务板块间发展不均衡的情况。其中，利润占比较高的中航租赁和中航信托在 2017 年前三季度业务规模进一步扩张，利润贡献持续增长；而中航财务公司和中航证券受到资本市场景气度及金融业息差收窄的影响，经营业绩有所下降。2017 年中报数据显示，中航租赁实现营业收入 24.46 亿元，同比增长 35.16%；中航信托继续保持业务高速扩张的良好态势，实现营业收入 11.31 亿元，同比增长 15.4%；中航证券和中航财务分别实现营业收入 4.36 亿元和 7.68 亿元，同比下滑 24.8%和 3.5%。

图 6：公司 2014 年以来分项业务营业收入（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2014 年以来分项业务净利润（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 资本运作：多措并举激活经营效率

为提升各项业务的综合竞争力，公司近年来不断通过增资、发债等形式为旗下金融板块提供资金支持。其中，最近的一笔计划增资是通过可转债的形式对中航证券和中航信托分别增资 30 亿元和 18 亿元，提升子公司的资本实力。通过此次增资，公司进一步提高对中航租赁、中航信托、中航证券的持股比例，一方面能够更大程度分享金融板块的投资收益，另一方面有利于增强公司对各子板块的经营决策能力和效率，从而更好地发挥作为中航工业资本运作平台的功能。此外，为激发企业增长活力，公司还在 2017 年推出总金额超亿元的市场化员工持股计划，从制度层面激励员工助力企业成长。

2.1 可转债募资提升旗下金融板块资本实力

金融行业作为资本密集型产业，无论从业务发展还是监管要求上看都对自身的资本金要求颇高。在当前金融去杠杆政策逐步深化阶段，资本实力决定了金融企业能否在激烈的市场竞争中脱颖而出，占据相对竞争优势。对于部分资本实力较弱的金融机构来说，业务增长所面临的资本约束问题日益严峻，通过各种渠道进行融资已经变得刻不容缓。

中航资本旗下的中航信托和中航证券都属于资本消耗较高的子公司。其中，中航信托相对其他金融板块来说盈利能力优异，增资将带来直接业绩贡献。过往 3 年，中航信托的 ROE 始终维持在 20% 以上的较高水平。随着公司信托规模的快速增长，公司“净资本/风险资本”指标在 2016 年底已降至 128%，逼近 100% 的监管红线，因而具有较强的资本补充需求。而中航证券在券商行业中属于资本实力较弱的小券商，自身业务发展受净资本制约程度严重。在当前证券行业去杠杆，众多证券机构不断增资扩充资本实力的大环境下，公司需要进一步充实资本金来提升自身的市场竞争力。

为解决旗下金融板块业务发展过程中的资金需求，公司在 2017 年 7 月份发布可转换公司债券预案，拟发行不超过 48 亿元可转债用于增资旗下的中航证券和中航信托。截止 2017 年 10 月 12 日，中航资本可转债发行材料已经获得证监会受理。预计发行完成后将募集不超过 48 亿元，其中 30 亿增资中航证券，18 亿增资中航信托。我们认为增资完成后，公司旗下的信托板块和证券板块产能将得到释放，业务规模或将迎来大幅提升，从而带动板块业绩取得较快增长。

2.2 员工持股计划完成，公司步入增长快车道

员工持股计划作为当前市场中最流行的一种激励手段，可以让员工充分参与到公司管理经营过程中，提高工作效率，让员工充分享受到公司成长带来的业绩红利。中航资本虽然是国有控股上市公司，但在市场化奖励机制方面走在了同业前列。公司在 2017 年 9 月 26 日股东大会上审议通过了公司市场化股票增持计划，将包括管理层在内的 136 人纳入到总金额不超过 1.06 亿元的员工持股计划当中来。截止 11 月 2 日，公司市场化增持计划已完成股票购买。该计划通过二级市场累计买入公司股票 1713 万股，占公司已发行总股本的 0.19%，成交金额合计为 1.05 亿元，成交均价为 6.14 元/股，锁定期限为 1 年。我们认为本次增持计划的实施将有助于吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，健全公司长期、有效的激励约束机制。

表 3：中航资本员工持股计划参与情况

序号	持有人(姓名/职务)	参加计划的金额上限(万元)	比例(%)
1	公司董事：录大恩、赵宏伟、闫灵喜、刘光运	1580	14.92
	监事：章建康		
	高管：许雄斌		
2	其他员工（130人）	9008	85.08
	合计（136人）	10588	100

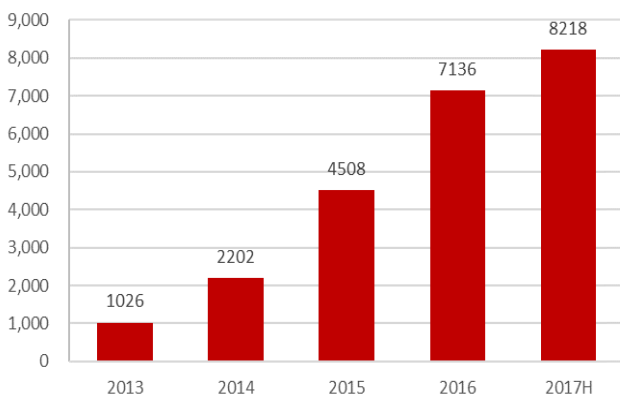
数据来源：公司公告、西南证券整理

3 行业分析：外部环境回暖，板块迎来发展良机

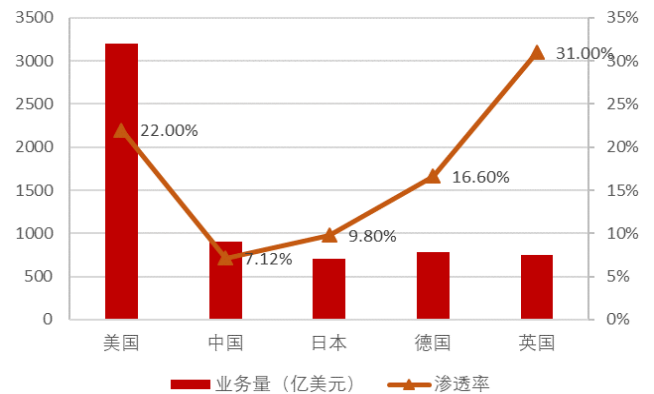
3.1 租赁行业——市场空间巨大，政策利好持续释放

我国融资租赁行业起步于 20 世纪 80 年代，2000 年被列入国家重点鼓励发展的产业，之后迎来了快速发展期。融资租赁市场需求受国内宏观经济环境、细分租赁业务领域行业周期等因素影响。近年来，由于我国经济进入换挡期，经济增长动力从传统产业向新兴产业转移，促进了制造业的升级换代。融资租赁作为集融资与融物、贸易交易与技术更新于一体的新型金融产业，在我国转变经济发展模式、调整产业结构所带来机遇与挑战中逆势上扬，保持着较高增速。同时，“中国制造 2025”战略和“一带一路”倡议也推动了大量基础设施建设项目启动，为融资租赁行业的发展提供了广阔的市场空间。

2013 年至今我国融资租赁公司的总数增长近 8 倍，达到 8218 家。与此相对应的融资租赁市场渗透率也有了大幅度的提升，由 2007 年的 0.17% 提高至 2016 年底的 7.12% 左右。尽管如此，我国当前的租赁市场发展程度距离发达国家还有较大差距。在欧美等发达国家，融资租赁行业的市场渗透率大约在 15%-30% 之间，是除银行信贷以外的第二大融资方式。像租赁行业最为发达的英国，融资租赁的市场渗透率已经达到了 31% 左右。因此，对照国际先进租赁市场，我国的融资租赁行业仍然有着很大的发展空间。

图 8：近十年中国融资租赁企业数量变化（单位：家）


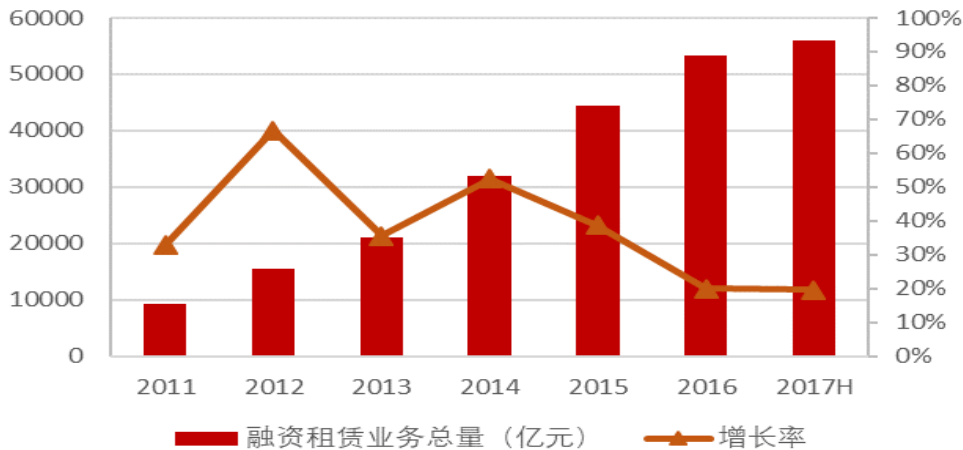
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 9：中外租赁市场渗透率对比


数据来源：公司公告、西南证券整理

从国内融资租赁行业的发展趋势来看，体现了较强的顺周期属性。在过去宏观经济高速增长阶段，我国融资租赁业务规模也随之迅速提升，由 2007 年的 240 亿元增长至 2017 年的 5.6 万亿元。但从具体阶段来看，自 2014 年以后，受宏观经济增速趋缓以及金融行业内资产不良率攀升因素影响，租赁行业的业务增速有所回落，但依然保持了 20% 以上的业务增速，相较于其他传统行业来说仍遥遥领先。

图 10：2011-2017 年中国融资租赁行业业务总量变化情况

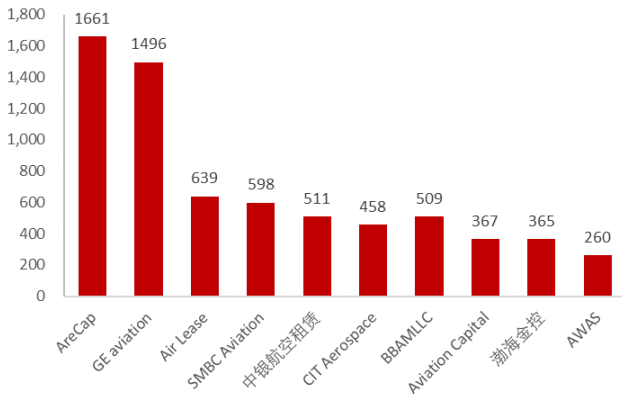


数据来源：西南证券整理

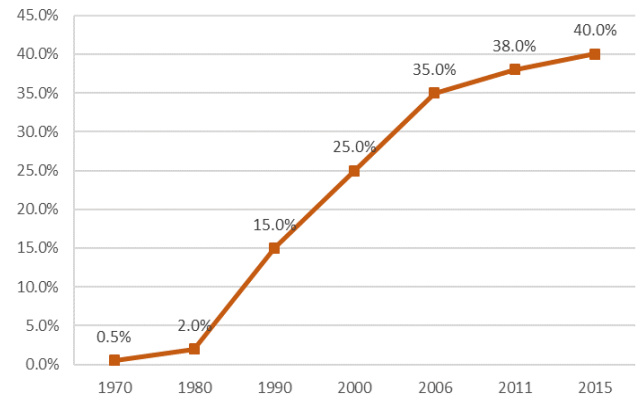
在融资租赁行业中，飞机租赁因资产价值大，资本要求高成为租赁行业中门槛最高的业务。飞机租赁的产生为航空公司提供了解决机队扩张与资金短缺之间矛盾的有效途径，目前已经成为国际飞机融资的主要方式。数据显示，全球超过 40% 在服役中的商用飞机是由飞机租赁公司持有或管理，而我国租赁飞机的数量占民航机队总数更是超过一半以上。

从飞机租赁的市场空间来看，根据空中客车公司发布的最新全球市场预测，未来 20 年（2016-2035 年），全球航空客运量年均增长率将达到 4.5%，需要新增超过 33000 架 100 座级以上飞机，总价值约 5.2 万亿美元。同时，未来 20 年还大约有 13000 架老旧客货机将由燃油效率更高的新飞机替代。新兴经济体特别是亚洲地区的城市化发展及财富增长是驱动航空业增长的主要动力来源。中国国内市场将在未来 10 年内成为世界最大的航空运输市场。同时，根据 IATA 的预测，在 2020 年时飞机租赁公司拥有的飞机数量将占全球服役飞机数量的 50%。因此，随着飞机保有数量的增加及飞机租赁公司拥有飞机数量占比的提高，飞机租赁行业未来发展前景广阔。

我国的飞机租赁行业从上世纪七十年代开始发展并且逐渐成为航空运输领域中重要的组成部分。目前国内来自金融机构、国有企业、民营企业等各类从事飞机租赁业务的公司超过百家，新增订单不断，并且已有多家公司涉足直接订购飞机，在租金标准、交易结构等方面逐渐形成一套成熟的业务体系，与国际竞争对手的差距也在缩小。数据显示，截止 2017 年 8 月底，我国登记在册的 3141 家民航运输飞机中，约 60% 为租赁引进。其中，新增的民航飞机中，租赁飞机占比达到 70%。据东疆保税区管委会主任沈蕾预测，未来 20 年中国将需要 7240 架飞机，每年引进飞机超过 300 架，预计超过三分之二的飞机将通过租赁方式引进。航空运输蓬勃发展为飞机租赁带来巨大潜力。

图 11：全球前十大飞机租赁上机队数量（单位：架）


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 12：我国民用航空中租赁飞机的数量占比逐年提升


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

表 4：飞机租赁业务优势明显

	经营性租赁	融资租赁	自购
租期	通常 5-8 年	12-18 年	飞机全寿命
资金需求	低	中等	大
押金	3 个月租金（价格 3%）	飞机价格的 10%	飞机价格的 20% 以上
分期付款	不	不	需要
支付	租金	本和息	余额
支付方式	按月先付租金	根据合约规定（可以 1 个月、3 个月、6 个月）	交机时付完购机款
影响银行信用等级	低	中等	最高
资产贬值	无影响	影响小	影响
财务报表	不出现在报表中	通常出现	出现
灵活性	交机期短	可能长	可能长

数据来源：西南证券整理

作为连接金融资产和实体经济企业的纽带，融资租赁行业一直是国家重点发展的金融子板块之一。为促进金融行业脱虚入实，更好服务实体经济企业，国家先后出台了多项政策举措，推动租赁行业快速发展。

2015 年国务院办公厅先后印发了《关于加快融资租赁业发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》两份重要文件，从顶层设计层面为租赁行业发展指明了方向，标志着我国融资租赁行业进入到一个新的发展阶段。此后，国家在 2016 年又先后在“营改增”、出口退税以及自由贸易试验区等方面给予了融资租赁行业充分的政策扶持和税收优惠，助推融资租赁行业加快发展。这些利好政策的出台，极大地改善了整个融资租赁行业的政策环境，为融资租赁的快速发展铺平了道路。

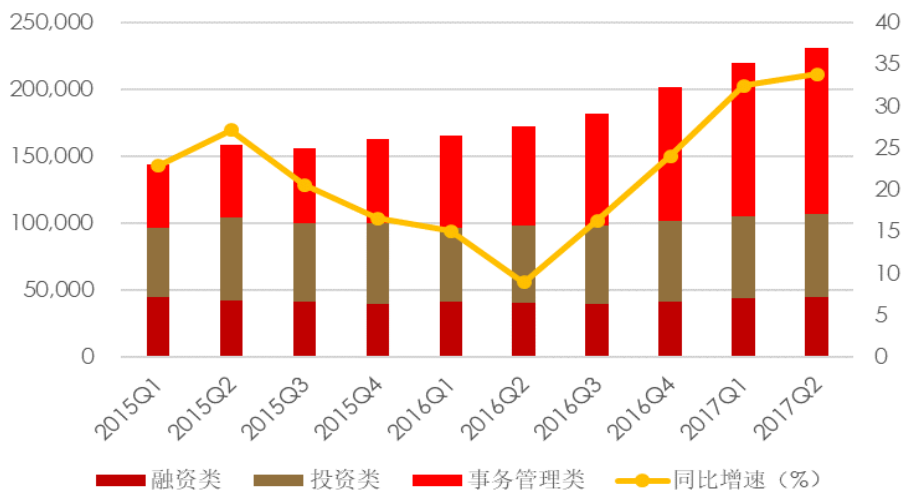
表 5：近年国家出台的融资租赁行业政策

时间	发布单位	政策名称	主要影响
2015/9/7	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快融资租赁发展的指导意见》	明确租赁行业在推动产业创新升级、拓宽中小微企业融资渠道、带动新兴产业发展和促进经济结构调整等方面发挥着重要作用
2015/9/8	国务院办公厅	《国务院关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》	对通过加快金融租赁行业发展，支持产业升级，拓宽“三农”、中小微企业融资渠道，服务经济社会发展大局做出科学规划和部署
2016/3/23	财政部、国家税务总局	《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》	一般纳税人提供有形动产融资租赁服务，税率为 17%，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策
2016/3/24	商务部、税务总局	《关于天津等 4 个自由贸易试验区融资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》	商务部、税务总局将注册在自贸试验区内的融资租赁企业融资租赁业务试点确认工作委托给各自贸试验区所在的省、直辖市、计划单列市级商务主管部门和国家税务局
2016/7/8	工商总局	《动产抵押登记办法》	融资租赁合同双方可以委托代理人或中介公司进行抵押登记，租赁公司和承租人可以共同委托一名代理人或中介公司办理抵押登记。
2016/8/2	财政部、海关总署、国家税务总局	《关于在全国开展融资租赁货物出口退税政策试点的通知》	以融资租赁方式租赁给境外承租人且租赁期限在 5 年(含)以上，并向海关报关后实际离境的货物，试行增值税、消费税出口退税政策。
2016/12/21	财政部、国家税务总局	《关于明确金融房地产开发教育辅助服务等增值税政策的通知》	金融租赁公司发放贷款后自结息日起 90 天内发生的应收未收利息按现行规定缴纳增值税，自结息日起 90 天后发生的应收未收利息暂不缴纳增值税

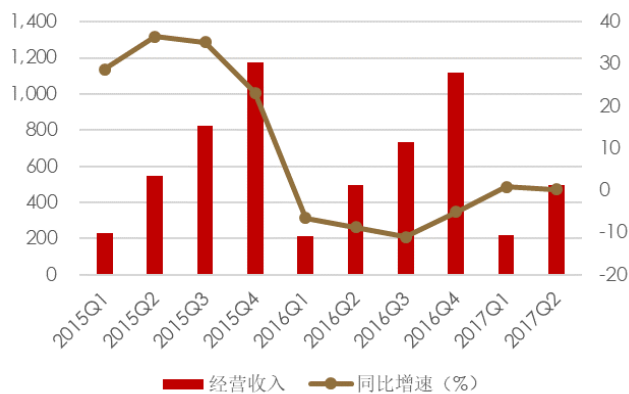
数据来源：政府官网、西南证券整理

3.2 信托行业——受益通道回流，牌照价值凸显

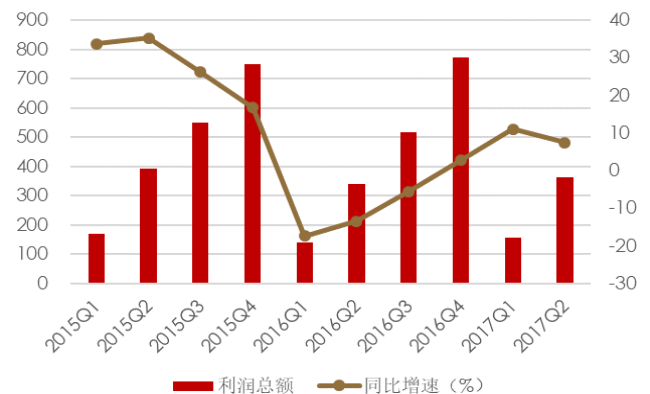
2016 年 7 月底，银监会下发《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，拟要求商业银行理财计划只能通过符合银监会关于银信理财合作业务相关监管规定的信托公司发行的信托投资计划投资于非标准化债权资产。这一征求意见的出台预示着，此前可以做非标资产通道业务的基金子公司和券商资管未来将面临更大的门槛约束。在强监管政策背景下，部分融资需求旺盛的企业转而借道监管相对宽松的信托通道进行融资，使信托资产规模在 2017 年初迎来较大扩张。根据信托业公布的行业数据，信托业资产增速在 2016 年 2 季度触底后逐渐回升。在 2017 年上半年资产规模达到 23.14 万亿元，同比增长 33.9%，增速为近两年来的最高水平。上半年融资类和投资类信托虽然分别同比增长 7.8% 和 9.7%，但在信托资产中的占比却小幅下降，而以通道业务为主的事务管理类信托却同比大增 67.1%，达到 12.5 万亿元，在信托总规模中的占比较 2016 年底提高了 4.13 个百分点，达到 53.9%。

图 13: 信托资产结构及增速 (单位: 亿元)


数据来源: 信托业协会、西南证券整理

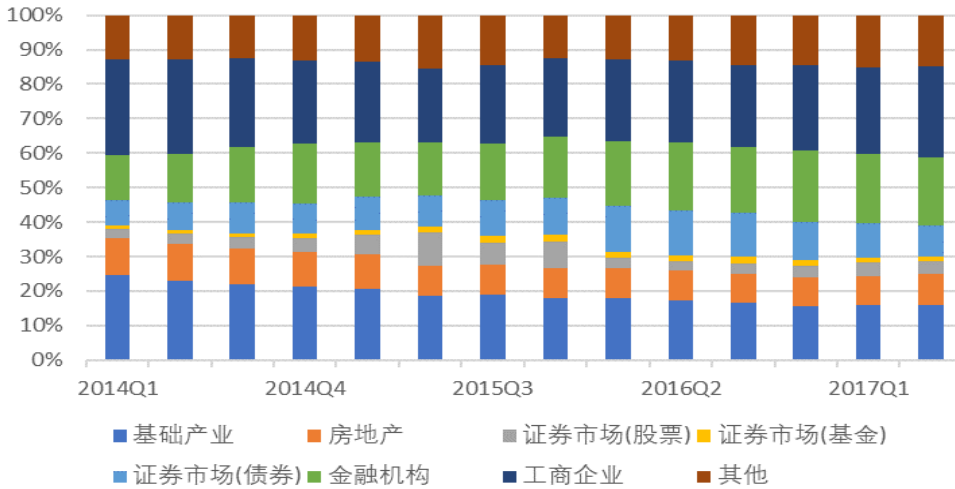
图 14: 信托行业营业收入增长情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 15: 信托行业利润总额增长情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告、西南证券整理

从信托资产的投向来看, 截止到 2017 年上半年, 信托资产主要投资行业集中在工商企业、金融机构和基础产业三大方向, 合计占比超过 60%, 表明当前支持实体经济发展依然是信托行业的主要发展方向。值得注意的是, 从趋势上看虽然信托资产对于资本市场的整体配置比例基本持平, 但呈现出股增债减的趋势, 债券资产占比较年初下降了 1.86 个百分点。我们认为这主要是由于二级市场行情变化所导致。此外, 在房地产行业的投向比例上, 虽然较年初有所上升, 占比达到 9.02%, 但考虑到目前地产调控政策日益深化, 未来信托资产在房地产行业的配置占比有望回稳。

图 16：信托资产投向各行业的比例变化


数据来源：信托业协会、西南证券整理

4 公司分析——信托租赁内生增长，证券财务前景可期

4.1 中航租赁——市场竞争优势稳固，资产质量提升明显

中航国际租赁有限公司（简称中航租赁），是中航资本控股及中航投资的子公司。公司成立于 1993 年 11 月，主要从事飞机与运输设备类资产的融资租赁及经营性租赁业务，注册资本 74.03 亿元人民币。作为国内唯一的拥有航空工业背景的融资租赁企业，中航租赁在飞机、机电以及运输设备租赁领域具有较强的市场竞争优势。

按租赁类别划分，中航租赁主要业务包括飞机租赁、船舶租赁和大型设备租赁三大类。其中，飞机租赁在总租赁资产中的占比超过三分之一。

飞机租赁业务，公司依托中航工业集团强大的产业背景，打通了包括飞机制造商、供应商、中间商和客户在内的民航上下游产业链。飞机租赁的主要运营模式是通过向飞机制造商直接购买飞机并出租给航空公司、向其他飞机租赁公司购买飞机资产包并出租给航空公司、与航空公司进行售后回租等方式为客户提供飞机租赁服务。当前，公司的飞机租赁业务已涵盖国产飞机、进口客机、公务机、通用飞机、发动机、模拟器、机场特种设备及航材等标的物，业务模式包括直接融资租赁、售后回租、厂商租赁、飞机预付款融资、经营租赁、跨境租赁等模式。凭借强大的资金实力和灵活的租赁方式，公司在为国内外航空企业提供专业化、个性化的融资租赁服务上处于行业领先地位，是目前国内最大的国产民机租赁服务商。

船舶租赁业务，中航租赁在船舶领域经过多年稳健发展，已拥有各类船舶 80 多条，形成了由散货船、集装箱船、液货船和其它船型组成的分布均衡的船舶资产组合，构建了境内和境外两翼发展的业务格局，业务模式不断创新，现已跻身国内船舶租赁公司前列。

图 17：中航租赁的飞机租赁主营对象



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：中航租赁的船舶租赁主营对象



数据来源：公司公告，西南证券整理

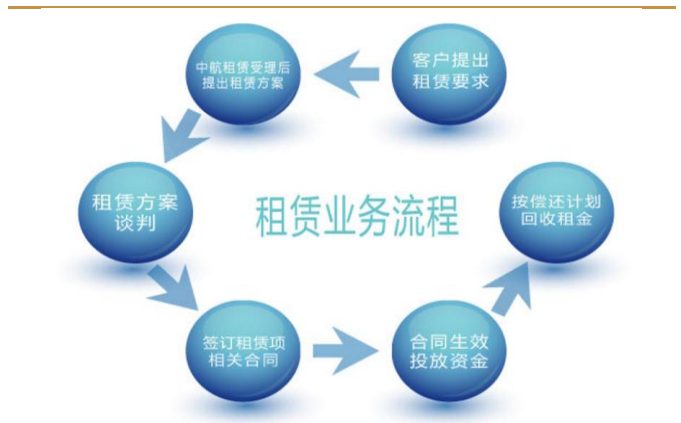
大型设备租赁业务，中航租赁设备租赁业务主要服务集团相关企业的技术改造升级，同时以市场化的光伏设备、机床大型机加工设备、医疗器械、工程机械、印刷设备为突破口，在各大行业的租赁业务板块的迅速成长，已成为公司的支柱业务之一。

图 19：中航租赁的设备租赁主营对象



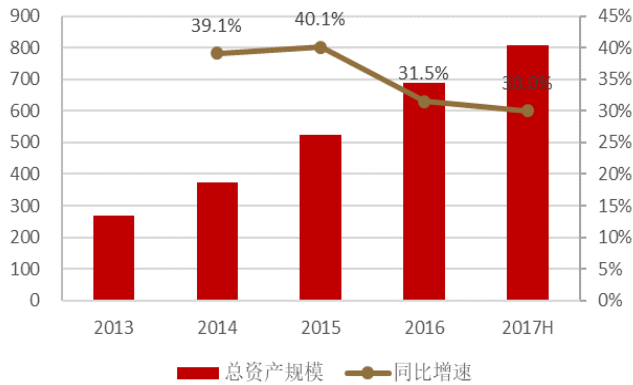
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：中航租赁业务流程图

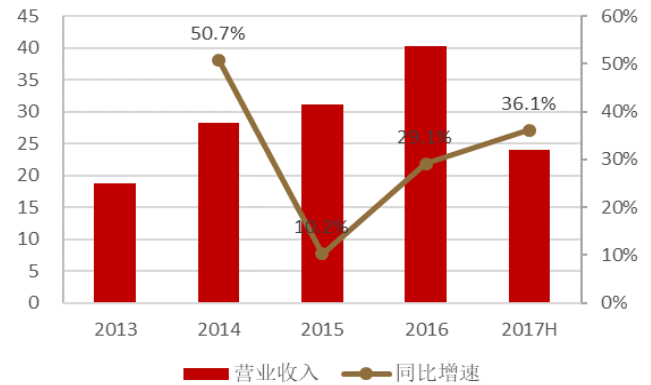


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2017 年发展势头良好，前三季度租赁规模达到 818 亿，排名进入行业前十位，净利润达到 7.18 亿，同比增长 35.75%，预计全年利润增速大概率将超过 30%。在公司租赁资产中，融资租赁的规模达到 757 亿元，占比超过 90%；经营性租赁规模较小，为 60.68 亿元。其中，经营性租赁全部为飞机租赁，标的主要包括空客和波音公司的干线飞机。

图 21：中航国际租赁资产规模及增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：中航国际租赁营业收入及增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2017 年受市场利率上行因素影响，公司融资端负债成本虽然小幅上升，但仍能维持在 5%左右的行业较低水平，息差大致在 1.2%左右。受 2017 年供给侧改革政策影响，周期行业整体盈利水平好转，公司租赁资产质量回升，以机械设备为主的不良率较去年下降明显，目前在 2%以下。

2016 年，公司向控股子公司中航租赁增资 10 亿元人民币。增资完成后，中航资本和中航投资有限分别持有中航租赁 36.61%股权和 61.32%股权。2017 年上半年，公司向控股子公司中航租赁增资 14.67 亿元人民币。增资完成后，中航资本和中航投资将分别持有中航租赁 48.76%股权和 48.75%股权。此次增资有利于公司租赁板块继续扩大业务规模、降低融资成本。未来随着租赁资产的进一步增加，中航租赁有望再获增资。

4.2 中航信托——增资补充资本实力，盈利能力持续提升

中航信托股份有限公司是中航投资子公司，成立于 2009 年 12 月，主要从事资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托和其他财产或财产权信托，注册资本 40.22 亿元人民币。截至 2017 年上半年，中航信托总资产 93.73 亿元，净资产 70.60 亿元。根据信托业协会 2016 年公布的信托行业资产规模排名情况，中航信托在 68 家信托公司当中排名第 13 位，市场份额 2.35%。

表 6：2016 年信托公司资产规模排名情况（单位：万元）

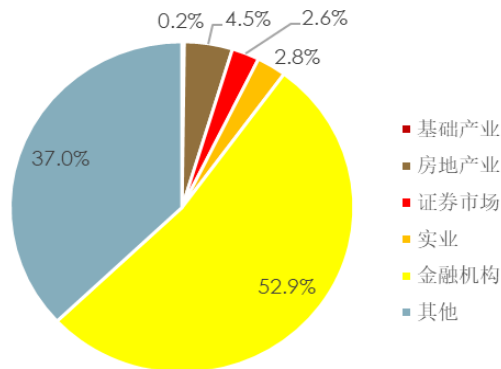
信托公司	信托资产余额	排名	年度新增信托资产	排名
中信信托	142488879	1	78664057	3
建信信托	130619640	2	18694430	24
兴业信托	94462051	3	49664009	4
上海信托	82579376	4	48116967	5
华润信托	80823043	5	21387704	19
交银信托	71396121	6	35852709	7
华能信托	70938996	7	84512531	2
中融信托	68296727	8	19850924	22
平安信托	67722094	9	34133782	8

信托公司	信托资产余额	排名	年度新增信托资产	排名
华宝信托	52698549	10	7518030	50
西藏信托	52404787	11	33015491	10
外贸信托	47625707	12	16120473	27
中航信托	47478943	13	26254769	13
江苏信托	46772056	14	111100654	1
五矿信托	41167010	15	36177753	6

数据来源：信托业协会、西南证券整理

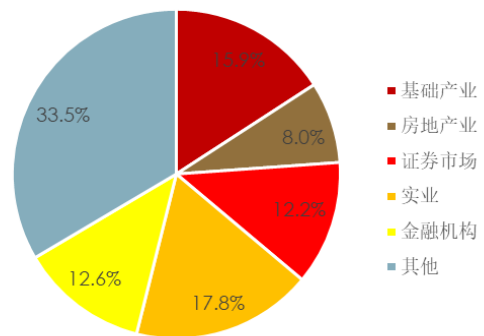
中航信托司主要开展业务分为信托业务和固有业务两部分。其中，信托业务占比超过 98%，主要包括私募投行、资产管理和财富管理业务，资产投向主要包括基础产业、地产、实业投资、金融市场等，项目分配较为均衡。而公司的固有业务规模占比约为 1.5%，主要包括贷款、金融产品投资和金融股权投资业务，资产分布上向金融机构倾斜较大，占固有业务总量超过一半。公司目前的信托在发展现有业务的同时，不断挖掘优质项目，提升项目回报。信托保障基金项目和中央信托登记公司项目都使公司受益。公司参与设立了多只产业基金，投资高新科技产业、医疗健康产业等，并通过中航资本国际等多种渠道进行海外投资，如 GS 数据公司、Supercell 等。近期，公司在家族信托业务方面不断加大投入，预计 2018 年末业务规模有望达到 80-100 亿。

图 23：中航信托的固有业务资产分布



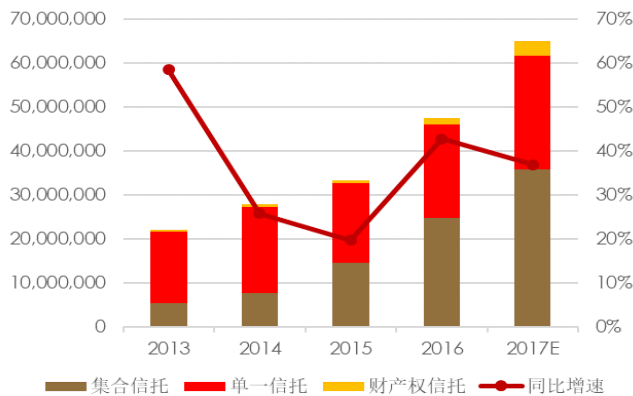
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：中航信托的信托业务资产分布

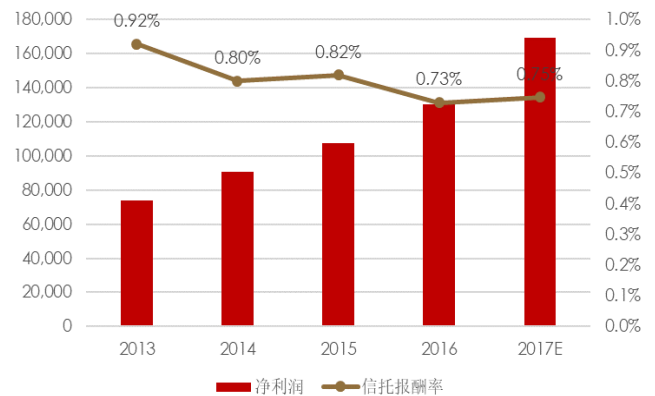


数据来源：公司公告，西南证券整理

中航信托 2017 年发展势头良好，信托规模和净利润增长较快。公司三季度末信托资产规模达到 6238.7 亿元，年末有望达到 6500 亿元至 7000 亿元。信托规模的持续扩张拉动了净利润稳定增长。截止三季度末，公司实现净利润 11.46 亿元，同比增长 28%，提前完成公司既定目标，预计全年利润增速有望达到 30%。为满足中航信托业务长期发展需要，公司 2017 年计划发行可转债的方式对中航信托进行增资。同时，考虑到审批流程的时间因素，公司决定先以自筹资金 18.1 亿元通过中航投资对中航信托进行增资。目前，中航信托已收到增资资金，完成了工商变更登记。本次增资完成后，中航投资持有中航信托 82.73% 的股权，华侨银行持有另外 17.27%。

图 25：中航信托资产规模及结构变化（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：中航信托净利润及报酬率变化（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

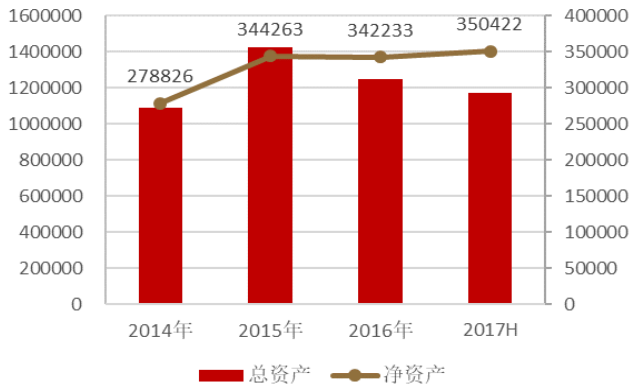
在扩大信托规模的同时，公司积极对信托结构进行调整。截至三季度末，公司集合信托占比 51%，且这一比例将进一步提高，未来将有望达到 60%。2017 年三季度末公司加权平均信托报酬率约为 0.56%，其中主动管理报酬率约为 1%，通道报酬率约为 0.15%。受利率上行影响，三季度公司的资金成本率上升到 7.8%左右，一定程度上压制了整体利润水平。

4.3 中航证券——发展潜力较大，业绩提升可期

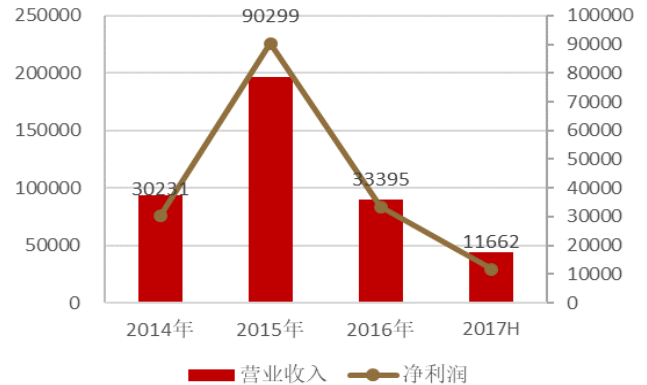
中航证券有限公司是中航资本及中航投资子公司，成立于 2002 年 10 月，前身是江南证券有限责任公司。2010 年 5 月 6 日，公司正式更名为中航证券有限公司，注册资本 19.85 亿元人民币。其中，中航资本持有 28.29% 股份，中航投资持有其 71.71% 的股份。截至 2017 年上半年，中航证券总资产 116.86 亿元人民币，净资产 35.04 亿元。

中航证券是目前军工系统的唯一一家证券公司，具有得天独厚的资源优势，平台发展潜力巨大。但目前资本实力较弱，净资本仅 30 亿元，极大地限制了业务的拓展速度。为此，公司计划通过发行可转债向中航证券增资 30 亿元，用于满足净资本考核和发展两融业务，为证券业务发展提供支持。预计该部分增资到位后，公司的资本实力将大幅加强，业绩有望明显提升。

2017 年前三季度，受市场环境和内部业务结构因素影响，中航证券实现净利润约为 1.6 亿元，同比下滑约 47%。除资管业务利润逆势增长 160% 之外，其余各项业务均不同程度下滑。考虑到公司投行业务的利润兑现具有时点性，预计在四季度部分 IPO 项目收入兑现后将释放部分利润，全年业绩下滑幅度将比三季度明显收窄。

图 27: 中航证券资产规模变化情况 (单位: 万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

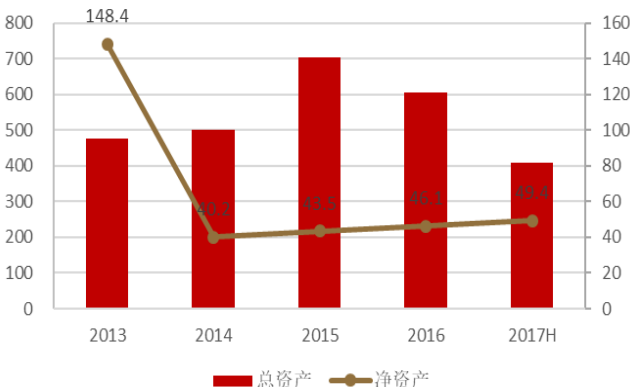
图 28: 中航证券营收及净利润变化情况 (单位: 万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

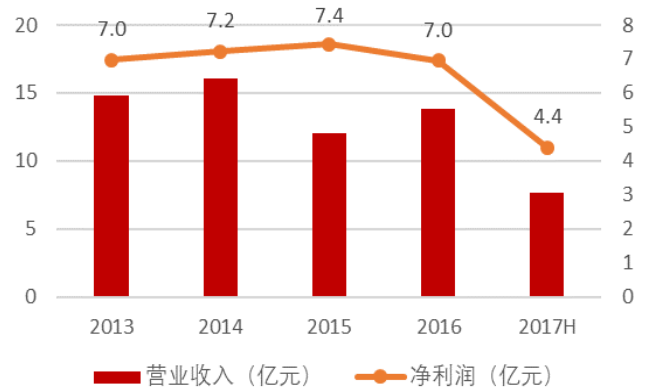
4.4 财务公司——以量补价, 拓展渠道增收益

中航工业集团财务有限公司是中航投资子公司, 成立于 2007 年 5 月, 主要从事吸收成员单位的存款; 对成员单位办理贷款及融资租赁; 办理成员单位之间的委托贷款及委托投资业务, 注册资本 25 亿元人民币。其中, 中航投资持有其 44.5% 的股份。根据中航资本分别与中航财务第一大股东航空工业及中航投资签订的委托管理协议, 中航资本代为管理航空工业及中航投资持有的股权, 实际控制中航财务超过半数股权。截至 2017 年上半年, 中航财务总资产 409.72 元, 净资产 49.39 亿元。

2017 年前三季度, 中航财务公司净利润约为 4.9 亿, 同比下降超过 12%。受发动机业务剥离影响, 公司的日均存贷款规模均有所下降, 同时利差小幅收窄, 对利润负面影响明显。目前公司日均存款 300 余亿元, 贷款 200 余亿元, 此外还有 300 余亿的委托贷款, 存量业务较多。预计 2018 年财务公司将增加存贷款规模, 力争将总规模增至 2015 年末水平, 以量补价, 增加净利润。同时, 公司在投资方面不断扩展渠道, 力争提高投资收益。预计 2017 年全年净利润略有下降, 2018 年利润增速有望回正。

图 29: 中航财务资产规模变化情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 30: 中航财务营收及净利润变化情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 主营业务盈利预测

关于公司未来成长，考虑到公司对金融板块的增资效果逐渐显现，我们对 2017-2019 年公司主营业务预测如下：

(1) 在租赁业务快速发展的背景下，中航租赁融资租赁成本维持在 5% 左右，息差保持在 1.2% 左右，融资租赁业务规模未来三年增长速度分别为 35%、30%、30%；

(2) 在通道业务持续回流的背景下，中航信托的融资成本保持在 8% 以内不变，主动管理类产品信托报酬率维持在 1% 左右，通道业务报酬率维持在 0.15% 左右，受托资产规模未来三年增速分别为 40%、20%、20%。

表 7：中航资本分拆业务收入预测情况（单位：亿元）

营业收入预测	2016A	2017E	2018E	2019E
中航证券	10.57	8.45	9.72	11.18
中航财务	13.86	13.17	15.14	17.41
中航租赁	41.15	55.55	72.21	93.87
中航信托	22.12	26.54	35.40	45.15
中航期货	0.50	0.62	0.77	0.97
中航资本（深圳）	0.15	0.56	0.84	1.26
哈尔滨泰富	0.20	0.21	0.23	0.24
新兴（铁岭）药业	0.73	0.84	0.97	1.11
中航资本国际控股	0.24	1.50	1.80	2.16
合计	87.48	107.44	137.08	173.36

数据来源：公司公告、西南证券

5.2 分部估值法

公司作为多元金融板块，旗下金融资产涉及租赁、信托、证券、期货、财务公司等多项金融业务。因此，我们在公司估值方面采用分部估值法对公司各项业务进行拆分估值，针对不同业务板块的经营特点采取不同估值方法。

对中航信托资产分拆为固有资产和信托资产两部分，其中固有资产由于是公司自有资金进行投资的部分，因而采用 PB 法进行估值；信托资产部分大部分为受托资产，因而主要根据信托资产规模采用 PAUM 法进行估值。固有资产方面，考虑到公司净资产规模和行业排名，给予 1.2 倍的 PB 估值；信托资产部分，考虑到行业平均信托报酬率，赋予 5% 的 p/aum 倍数进行估值。

对中航证券采用可比市值法进行估值，选择与公司股票交易市场份额和净资产规模相对接近的上市券商（注：剔除新上市券商），参考其市值确定估值区间中值进行估值。我们选取在股票市场交易份额市占率与公司最为接近的上市券商山西证券和太平洋证券，由此确定中航证券的合理估值区间在 153 亿元-208 亿元，选取区间中值 180.2 亿元作为中航证券估值。

表 8：可比市值法下中航证券估值区间（单位：亿元）

案例 1	股票交易市占率（%）	2017H 净资产	相对估算市值
中航证券	0.324	35.04	153
山西证券	0.445	130.22	292
案例 2	股票交易市占率（%）	2017H 净资产	相对估算市值
中航证券	0.324	35.04	208
太平洋	0.273	118.67	264

数据来源：西南证券整理

对中航租赁、中航财务、中航期货等板块采用保守的 PB 法估值，对哈尔滨泰富、中航投资大厦置业、新兴（铁岭）药业等板块采用 PE 法估值。具体的测算估值方法及依据如下：

表 9：中航资本分拆业务估值情况（单位：亿元）

	持股比例	净利润		净资产		估值方法			估值
		2016A	2017E	2016A	2017E	PB	PE	其他	
中航证券	100.00%	3.35	2.51	34.24	35.04			可比市值法	180.17
中航财务	44.50%	6.96	6.26	46.14	46.14	1.5		PB	30.80
中航租赁	97.51%	8	10.8	81.86	102.33	1.5		PB	149.67
中航信托	82.73%	13.02	16.93	63.08	90.54			PB&P/AUM	304.98
中航期货	89.04%	0.07	0.14	4.21	4.34	2		PB	7.72
中航资本（深圳）	100.00%	0.023	0.003	3.023	3.05	1.5		PB	4.58
哈尔滨泰富	100.00%	0.05	0.1	2.59	-		10	PE	1.00
中航投资大厦置业	100.00%	0.0002	-	0.50	-		10	PE	0.00
新兴（铁岭）药业	75.74%	0.16	0.21	1.15	-		15	PE	2.36
中航资本国际控股	100.00%	0.30	0.61	7.81	8.20	2		PB	16.39
其他		0.40		2.06	1.9			PB	2.40
合计									753.86

数据来源：公司公告、西南证券

根据测算，我们认为公司合理的估值为 753.86 亿元，对应总股本 89.76 亿股，每股价值应为 8.40 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

与行业中的上市金控平台相比，中航资本的 PB 估值虽然相对较高，但公司在业务内在质量和整体盈利能力方面处于领先地位，净资产收益率水平领跑同类上市标的。作为航空工业集团下属唯一金控上市平台，公司在项目获取和产业协同方面的优势较为突出。考虑到未来行业关于军民融合产业的政策扶持力度提高，公司当前的估值水平仍有上升空间。

表 10：上市金控平台公司估值对比情况（单位：亿元）

代码	简称	总市值	PE(TTM)	PB(LF)	ROE (%)
600705	中航资本	570.89	21.83	2.45	8.65
851921	多元金融	2962.02	18.60	2.14	7.09
600390	五矿资本	510.16	14.29	1.64	7.41
000617	中油资本	1401.46	13.05	1.99	7.34

代码	简称	总市值	PE(TTM)	PB(LF)	ROE (%)
000415	渤海金控	402.61	14.86	1.29	6.00
000987	越秀金控	256.41	35.74	2.01	3.80

数据来源：公司公告、西南证券整理

根据营业收入增长情况，我们预计公司未来三年的归母净利润增速将分别达到 24.1%、27.9%和 26.9%，对应的 PB 估值分别为 1.92 倍、1.85 倍和 1.75 倍。

6 风险提示

- (1) 公司金融板块增资或慢于预期；
- (2) 行业监管政策趋严或使公司业务规模扩张慢于预期；
- (3) 市场行情下跌或使公司投资业绩承压。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8747.52	10744.25	13708.33	17335.65	流动资产：				
营业收入	4199.84	5899.66	8309.70	11317.83	货币资金	46517.10	27910.26	30701.29	33771.42
利息收入	1672.65	1739.56	1983.10	2260.73	交易性金融资产	508.84	1272.11	1526.53	1831.83
手续费及佣金收入	2875.03	3105.03	3415.53	3757.09	应收票据	30.87	64.83	71.32	78.45
营业总成本	3211.03	4413.07	5262.65	5547.98	应收账款	205.75	164.60	181.06	199.16
营业成本	1871.74	2526.85	3158.56	3948.20	预付款项	34.08	37.49	34.10	37.51
税金及附加	148.81	74.40	89.29	107.14	其他应收款	125.49	112.94	135.53	162.63
销售费用	1217.38	1460.85	1753.02	2103.62	存货	23.26	20.25	19.85	19.45
管理费用	744.98	1117.46	1676.20	2346.68	一年内到期的非流动资产	35528.81	46187.45	50806.19	55886.81
财务费用	278.84	111.54	133.84	160.61	其他流动资产	8252.68	9490.59	9965.12	10463.37
资产减值损失	318.70	573.65	745.75	969.47	流动资产合计	91226.81	85260.45	93440.90	102450.57
利息费用	835.77	819.06	900.96	991.06	非流动资产：				
手续费及佣金支出	131.77	138.36	145.28	152.54	发放贷款及垫款	1787.20	2859.52	3431.42	4117.71
其他经营收益	669.86	710.32	775.02	854.71	可供出售金融资产	12672.71	11658.89	12824.78	14107.26
公允价值变动净收益	-12.85	38.00	43.70	50.26	长期应收款	41724.23	56327.70	61960.47	68156.52
投资净收益	678.40	664.84	731.32	804.45	长期股权投资	486.63	476.89	524.58	577.04
汇兑净收益	4.30	-0.72	0.00	0.00	投资性房地产	348.48	383.33	421.67	463.83
其他收益	0.00	8.20	0.00	0.00	固定资产	5250.53	6563.16	7875.79	9450.95
营业利润	3869.40	4632.39	5754.12	7088.85	在建工程	964.49	1060.94	1167.03	1283.73
加：营业外收入	170.19	11.91	13.10	14.41	无形资产	44.96	49.46	54.41	59.85
减：营业外支出	77.28	11.59	27.67	30.44	商誉	12.89	13.66	14.34	15.06
利润总额	3962.31	4632.71	5739.55	7072.83	长期待摊费用	25.19	27.71	26.64	26.51
减：所得税	974.66	1052.63	1320.10	1626.75	递延所得税资产	536.19	697.05	871.32	1089.14
净利润	2987.65	3580.08	4419.45	5446.08	其他非流动资产	4826.72	7240.09	8688.10	10425.73
减：少数股东损益	663.50	696.68	731.51	768.09	非流动资产合计	68680.22	86660.07	96989.25	108684.20
归属母公司净利润	2324.14	2883.40	3687.94	4677.99	资产总计	159907.03	171920.52	190430.16	211134.77
每股收益					流动负债：				
基本每股收益	0.26	0.32	0.41	0.52	短期借款	17481.10	22725.43	28406.79	34088.15
稀释每股收益	0.26	0.32	0.41	0.52	应付账款	35.37	49.52	69.33	97.06
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	预收款项	1017.36	997.02	1046.87	1099.21
EBITDA	4700.87	5228.59	6472.55	7916.62	应付职工薪酬	232.69	442.11	508.42	584.69
PE	23.91	19.27	15.07	11.88	应交税费	663.30	530.64	583.71	642.08
PB	2.11	1.92	1.85	1.75	其他应付款	1125.96	2251.92	2477.11	2675.28
PS	6.35	5.17	4.05	3.21	一年内到期的非流动负债	7728.15	10046.59	11553.58	13286.62
EV/EBITDA	7.34	11.91	10.20	8.77	其他流动负债	6892.87	15164.32	16680.75	18348.83
股息率	1.33%	1.34%	1.66%	2.13%	其他金融类流动负债	63930.83	51144.66	56259.13	61885.04
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动负债合计	99674.84	103352.22	117585.69	132706.96
ROA	1.87%	2.08%	2.32%	2.58%	非流动负债：				
ROE	11.36%	12.40%	14.73%	17.16%	长期借款	19308.92	23170.70	25487.77	28036.55
获利能力					应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	78.60%	76.48%	76.04%	75.37%	其他非流动负债	14620.29	16520.93	17346.97	18648.00
三费率	25.62%	25.04%	25.99%	26.60%	非流动负债合计	33929.20	39691.63	42834.74	46684.54
净利率	34.15%	33.32%	32.24%	31.42%	负债合计	133604.04	143043.84	160420.43	179391.50
资产负债率	83.55%	83.20%	84.24%	84.97%	股东权益：				
带息债务/总负债	27.54%	32.09%	33.60%	34.63%	股本	8976.33	8976.33	8976.33	8976.33
流动比率	0.92	0.82	0.79	0.77	资本公积金	4081.69	4081.92	4490.11	4939.12
速动比率	0.92	0.82	0.79	0.77	盈余公积金	288.31	315.44	337.86	345.50
股利支付率	31.86%	25.81%	25.04%	25.25%	未分配利润	5035.16	6545.72	6873.00	7216.65
每股指标					其它	3855.51	3874.79	3894.16	4283.58
每股收益	0.26	0.32	0.41	0.52	归属于母公司所有者权益合计	22237.00	23794.19	24571.46	25761.19
每股净资产	2.93	3.22	3.34	3.54	少数股东权益	4065.99	5082.49	5438.26	5982.09
每股经营现金	-1.42	2.88	3.94	4.94	股东权益合计	26302.99	28876.67	30009.72	31743.27
每股股利	0.08	0.08	0.10	0.13	负债和股东权益合计	159907.03	171920.52	190430.16	211134.77

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn