



中航资本(600705):

多牌照金控平台,“产融结合+军民融合”推动公司业务快速增长

推荐(首次)

非银金融

当前股价: 5.62 元

报告日期: 2018 年 3 月 20 日

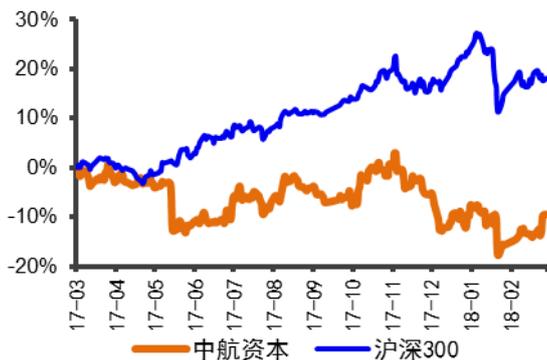
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5707.03	11414.05	14838.27	18547.83
(+/-)	35.89%	100.00%	30.00%	25.00%
归属母公司净利润	2718.67	3304.63	4289.88	5639.42
(+/-)	14.88%	21.55%	29.81%	31.46%
EPS (元)	0.30	0.37	0.48	0.63
市盈率	18.79	15.46	11.91	9.06
市净率	2.20	1.99	1.78	1.56
ROE	11.69%	12.90%	14.97%	17.27%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	89.76/76.19
流通市值 (亿元)	510.75
每股净资产 (元)	2.59
资产负债率 (%)	88.04

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 3 月 15 日中航资本发布 2017 年年度报告, 公司 2017 年实现营业总收入 109.51 亿元, 较 2016 年增长 25.19%; 归属母公司净利润 27.84 亿元, 较 2016 年增长 19.77%; 净资产收益率为 12.33%, 较 2016 年增长 1.56%。

投资要点:

◆多牌照金融控股平台, 依托中航集团服务实体经济及军工产业。公司业务主要涉及金融产业、航空产业、新兴产业三大业务板块, 其中金融产业旗下拥有证券(中航证券)、信托(中航信托)、租赁(中航国际租赁)、保险(中航安盟财险)、期货(中航期货)、基金(中航基金)、财务公司(中航财务)等除了银行牌照之外的多张金融牌照, 已经形成一个典型的多牌照金融控股平台。未来公司还将加快自身“全牌照”金融业务布局, 努力在银行、资产管理公司、寿险、消费金融、应收账款保理、境外飞机租赁等金融业务领域实现新的布局。

◆中航证券营收与营业利润下滑幅度均超出行业平均水平。2017 年中航证券营收 9.62 亿元, 下滑 8.99%, 超出同业 3.9 个百分点; 营业利润 3.55 亿元, 下滑 20.58%, 超出同业 12.27 个百分点。主要由于目前中航证券净资本规模较小, 其固定成本较为刚性, 难以随收入下滑同比例下降; 在业务向高端集中的大环境下, 中航证券受行业整体下降影响更为显著。2017 年中航证券利润主要由投行和自营业务贡献, 二者贡献的营业利润分别占比高达 39.73% 和 34.72%; 而经纪业务贡献的营业利润仅为 2456 万, 占比仅为 6.9%, 大幅低于行业平均水平; 资管业务贡献营业利润仅为 704 万, 占比仅 1.98%。我们认为, 在今年 IPO 审核趋严、A 股市场风格不定的判断下, 公司投行和自营业务业绩大概率将难以维持, 全年中航证券业绩或将进一步出现下滑。

◆中航信托良性发展, 未来有望为公司业绩增长做出更大贡献。报告期内信托业务实现营业收入 27.41 亿元, 比上年增长 23.91%, 毛利率为 67.61%, 比上年增长 2.13%。公司信托业务的资产运用主要集中于贷款和可供出售金融资产, 分别占总资产的 38.75% 和 37.43%。在资产分布方面, 公司信托业务资产主要分布于实业和基础产业, 所占比例分别为 22.30% 和



14.65%。2017年，公司完成对中航信托18.1亿元的增资。至2017年底，中航信托存续项目1278个，新增占比49.92%；其中集合信托项目557个，新增占比50.62%；单一信托项目688个，新增占比48.98%；财产权信托项目33个，新增占比57.57%。我们认为，公司信托业务已具备较大规模和较为成熟的条件，未来有望推动公司业绩进一步增长。

◆租赁业务毛利略有下降，但整体规模受金融去杠杆影响较弱。报告期内，公司租赁业务实现营业收入55.4亿元，同比增长34.71%，毛利率为22.07%，比上年略减0.21%。租赁业务发展相对稳定。在融资租赁业务的行业分布中，工业设备行业项目100个，占比28.25%；总金额150.62亿元，占比32.98%；基础设施行业项目97个，占比27.40%；总金额164.09亿元，占比35.93%；工业设备和基础设施等实体经济行业是公司融资租赁业务的主要下游，面对去杠杆大潮我们认为公司融资租赁业务相对受到的影响有限。2017年，公司完成对中航租赁14.67亿元的增资，至2017年底，中航租赁资产规模已接近850亿元，处于行业领先水平。我们认为，公司租赁业务受去杠杆影响较小，在鼓励金融支持实体经济的大框架下，公司融资租赁业务未来有望取得更高增速。

◆在去杠杆浪潮中，财务公司成本控制成为关键。2017年，财务公司业务中的利息支出、销售费用等合计较去年增加了33.27%。我们认为，受利差缩小的影响，财务公司方面承担了相对高的利率成本，导致财务公司业务成本有较大幅度提高。财务公司是公司践行军民融合的重要融资平台，未来在控制好融资成本的前提下，其规模和业绩有望继续快速增长。

◆产融结合优势明显，军民融合战略进一步深入。2017年，公司依托航空工业集团，大力发展综合金融服务、航空产业投资和新兴产业投资。发展贯穿于航空工业产业链的各个环节，实现了金融与航空工业产业的融合发展，成为公司的核心竞争力，军民融合战略进一步深入。

◆员工持股计划顺利完成，目前股价较增持价格依旧倒挂。2017年，公司顺利通过市场化增持方式完成员工持股计划。截止2017年11月2日累计通过二级市场买入公司股票1713.2万股，占公司已发行股本的0.19%，成交均价为6.14元，成交金额超过1.5亿元，并自2017年11月2日起锁定12个月。我们认为，本次以增持形式体现的员工持股计划更加体现了公司员工对于公司未来前景的预期，且目前股价较增持价已经倒挂7.3%左右，安全边际较为充分。



◆**盈利预测**：考虑到公司信托及融资租赁业务快速发展、财务公司成本控制得当、证券业务维持稳定的前提假设，我们预计 2018、2019、2020 年公司 EPS 分别为 0.37、0.48、0.63 元，首次给予其“推荐”的投资评级，以 18 年 25 倍 PE 给予其目标价 9.25 元。

◆**风险提示**：信托业务发展低于预期；融资租赁业务发展低于预期；证券业务下滑程度超出预期；军民融合及产融结合不及预期；财务公司融资成本上升速度超出预期等。



预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	88530.91	88528.39	100659.88	112762.02	营业收入	5707.03	11414.05	14838.27	18547.83
应收和预付款项	463.52	515.00	570.00	635.00	减：营业成本	2644.33	6277.73	8161.05	10201.31
存货	19.81	95.90	54.52	133.50	营业税金及附加	82.30	164.60	213.98	267.48
其他流动资产	53835.93	53835.93	53835.93	53835.93	营业费用	1510.28	1800.00	2000.00	2200.00
长期股权投资	474.40	474.40	474.40	474.40	管理费用	1059.79	1400.00	1700.00	1900.00
投资性房地产	345.26	306.27	267.28	228.28	财务费用	111.88	585.84	518.93	563.10
固定资产和在建工程	7116.13	5518.10	3820.08	2222.05	资产减值损失	679.02	700.00	800.00	700.00
无形资产和开发支出	64.68	50.92	37.16	23.40	加：投资收益	706.07	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	80702.49	80690.82	80679.16	80679.16	公允价值变动损益	20.59	20.00	20.00	20.00
资产总计	231553.14	230015.73	240398.40	250993.74	其他经营损益	4183.79	4300.00	5000.00	6000.00
短期借款	20160.64	0.00	0.00	0.00	营业利润	4529.87	4805.88	6464.31	8735.95
应付和预收款项	2022.43	2431.33	2641.33	2751.33	加：其他非经营损益	1.03	750.00	750.00	750.00
长期借款	27959.95	42959.95	48959.95	53959.95	利润总额	4530.90	5555.88	7214.31	9485.95
其他负债	153365.73	153365.73	153365.73	153365.73	减：所得税	1098.73	1383.97	1798.58	2366.49
负债合计	203508.76	198757.02	204967.02	210077.02	净利润	3432.17	4171.91	5415.74	7119.46
股本	8976.33	8976.33	8976.33	8976.33	减：少数股东损益	713.50	867.29	1125.86	1480.04
资本公积	3962.75	3962.75	3962.75	3962.75	归属母公司股东净利润	2718.67	3304.63	4289.88	5639.42
留存收益	10324.37	12671.42	15718.23	19723.52					
归属母公司股东权益	23263.44	25610.49	28657.30	32662.60	财务分析	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	4780.94	5648.22	6774.08	8254.13	收益率				
股东权益合计	28044.38	31258.71	35431.38	40916.72	毛利率	53.67%	45.00%	45.00%	45.00%
负债和股东权益合计	231553.14	230015.73	240398.40	250993.74	三费/销售收入	46.99%	33.17%	28.43%	25.14%
					EBIT/销售收入	81.30%	53.81%	52.12%	54.18%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITDA/销售收入	95.19%	62.24%	58.60%	59.31%
经营性现金净流量	24937.29	6119.04	7310.98	8716.86	销售净利率	60.14%	36.55%	36.50%	38.38%
投资性现金净流量	-6947.41	582.50	582.50	582.50	资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	22273.35	-6704.06	4238.01	2802.78	ROE	11.69%	12.90%	14.97%	17.27%
现金流量净额	40203.16	-2.52	12131.49	12102.14	ROA	2.00%	2.67%	3.22%	4.00%
					ROIC	101.61%	-13.97%	-16.99%	-21.31%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	增长率				
EBIT	4639.78	6141.72	7733.24	10049.05	销售收入增长率	35.89%	100.00%	30.00%	25.00%
EBITDA	5432.37	7104.17	8695.68	10999.83	净利润增长率	14.88%	21.55%	29.81%	31.46%
NOPLAT	3492.47	4028.79	5222.43	6959.29	总资产增长率	47.12%	-0.66%	4.51%	4.41%
净利润	2718.67	3304.63	4289.88	5639.42	资本结构				
EPS	0.30	0.37	0.48	0.63	资产负债率	87.89%	86.41%	85.26%	83.70%
BPS	2.59	2.85	3.19	3.64	投资资本/总资产	-12.46%	-13.36%	-13.58%	-13.64%
PE	18.79	15.46	11.91	9.06	带息债务/总负债	23.65%	21.61%	23.89%	25.69%
PB	2.20	1.99	1.78	1.56	流动比率	0.90	1.03	1.12	1.21
PS	8.95	4.47	3.44	2.75	速动比率	0.57	0.65	0.74	0.82
PCF	2.05	8.35	6.99	5.86	股利支付率	27.07%	28.98%	28.98%	28.98%
EV/EBIT	-0.22	-0.86	-1.32	-1.57	收益留存率	72.93%	71.02%	71.02%	71.02%
EV/EBITDA	-0.19	-0.74	-1.18	-1.44	资产管理效率				
EV/NOPLAT	-0.30	-1.31	-1.96	-2.27	总资产周转率	0.02	0.05	0.06	0.07
EV/IC	0.04	0.17	0.31	0.46	固定资产周转率	0.94	2.07	3.88	8.35
ROIC-WACC	94.36%	-42.35%	-46.44%	-51.56%	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.014	0.019	0.024	0.032	存货周转率	18.52	32.61	39.05	45.24

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>