

2018年08月15日

军民融合持续深化 金融主业趋势向好

买入 (维持)

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **中航集团旗下唯一金控平台, 军工背景显赫+综合金融业绩逆势高增:** 公司第一大股东中国航空工业集团为军工系大型央企, 作为集团辖下产融结合的金控平台, 公司围绕航空及新兴产业建立起“综合金融+产业投资+国际业务”三大板块, 其中综合金融为核心业务, 涵盖信托、租赁、证券、投资等, 完善的牌照体系在金融监管全面趋严的环境下价值尤为显著。受益于集团丰富的军工产业资源优势, 公司综合金融业绩优异, 2017、2018Q1连续高增长 20%、49.06%, 在多元金融市场环境承压的背景下, 基本面预期差尤为显著。此外, 公司 2017 年完成董事长变更及员工持股 (出资 1.05 亿元, 平均持股成本 6.14 元/股, 锁定期 12 个月), 当前股价安全边际充足, 未来控股股东拟 6 个月内增持 5000 万至 3 亿元, 有望形成催化。

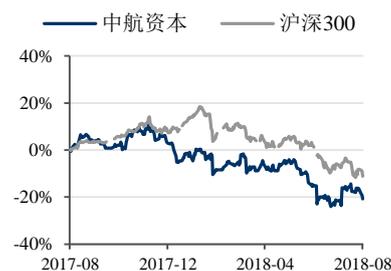
■ **信托发力主动管理迈入行业第一梯队, 租赁、财务公司稳健增长:** 1) 中航信托 2017 年末主动管理规模同比增长 21% 至 2930 亿元, 占比达 45%, 带动 2018H1 净利润同比增长 26% 至 9.52 亿元 (主要源于信托手续费净收入增长 44% 至 15.81 亿元), 业绩排名晋升行业第 6 位 (2016/2017 年分别位居第 15/11 位), 综合竞争实力逐年提升。“资管新规”时代, 信托行业通道业务受限, 转型主动管理迫在眉睫, 公司已取得先发优势。2) 中航租赁依托股东的航空产业资源, 在高壁垒的飞机租赁产业链建立显著专业优势, 2017 年业绩同比增长 28% 至 10.2 亿元, 租赁资产规模扩张至近 850 亿元。3) 中航财务受益于集团资金集中管理, 上半年净利润同比增长 60% 至 5.27 亿元 (2017 年末吸收存款规模增长 96% 至 1043 亿元)。

■ **充分受益军民融合+产融结合, 股权投资收益成为潜在业绩增长点:** 控股股东军工背景带来丰富的优质投融资项目资源, 公司通过旗下平台直接投资+加码私募产业基金业务+积极参与集团优质定增项目, 涉足航空及新兴产业投资, 目前已积累可观浮盈。我们认为未来股权投资的盈利贡献将更加显著, 此前中航新兴产业投资已通过出售新兴药业股权兑现投资收益 (约 2.2 亿元), 后续预计将进一步发挥产融结合的核心竞争优势。此外, 公司拟出资不超过 53 亿元认购广发银行不超过 3.88% 股权, 我们预计此项投资未来一方面将增厚投资收益, 另一方面将助力公司与广发银行的单一大股东中国人寿在综合金融各线领域形成协同。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们认为多元金融整体承压背景下, 公司基本面逆势走强存在显著预期差, 看好公司凭借差异化竞争优势 (军工背景、产融结合) 实现业绩持续高增长。预计公司 2018、2019 年净利润分别为 36.22、43.54 亿元, 同比增速分别为 30.13%、20.19%, 目前估值对应约 11 倍 2018PE。未来随着市场企稳回暖+行业预期改善, 叠加员工持股及股东增持的催化因素, 公司估值有望修复, 当前股价低位坚定看好, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 信托主动管理规模增长不及预期; 2) 租赁资产质量下滑; 3) 股权投资收益不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.53
一年最低/最高价	4.24/6.46
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	34512.04

基础数据

每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	87.20
总股本(百万股)	8976.33
流通 A 股(百万股)	7618.55

相关研究

1、《中航资本 (600705): 业绩逆势高增, 把握低估值良机》
2018-07-16

内容目录

1. 稀缺军工系金控，基本面预期差显著！	4
1.1. 综合金融基本面优异，业绩逆势强劲增长	4
1.2. 央企军工背景，金融全牌照稳健经营	5
1.3. 管理层调整完成，员工持股优化激励机制	7
2. 信托聚焦主动管理，租赁、财务稳健增长	9
2.1. 信托：主动管理发力，迈入行业第一梯队	9
2.2. 租赁：背靠中航集团，产融结合优势鲜明	11
2.3. 财务公司规模扩张，证券打造特色投行	12
3. 受益军民融合+产融结合，投资收益丰厚	14
3.1. 股权投资收益成为未来潜在业绩增长点	14
3.2. 深度参与军民融合，产业基金前景广阔	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 核心假设	15
4.2. 盈利预测与估值	15
4.3. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

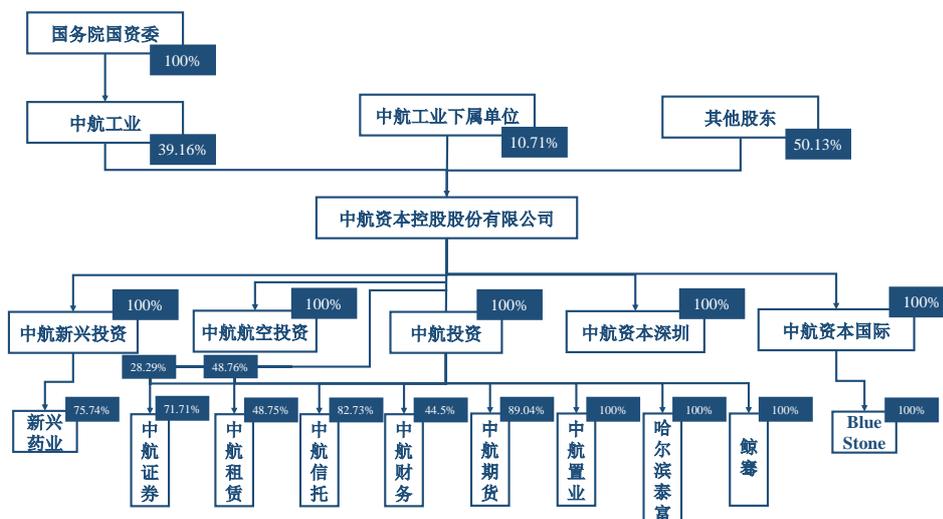
图 1: 中航资本组织架构 (截至 2017 年末)	4
图 2: 2012~2017 年中航资本营业收入结构	4
图 3: 2012~2017 年中航资本营业利润结构	4
图 4: 2012~2017 年中航资本经营业绩概况	5
图 5: 2012~2017 年中航资本下属金融子公司 ROE	5
图 6: 2015/03~2018/03 信托行业管理资产规模	9
图 7: 2015/03~2018/03 信托行业管理资产分类	9
图 8: 2012~2017 年中航信托管理资产规模及增速	9
图 9: 2012~2017 年中航信托主动管理资产规模及增速	9
图 10: 2012~2018H1 中航信托经营业绩概况	10
图 11: 2012~2017 年中航信托及行业年化综合报酬率	10
图 12: 2012~2017 年中航信托受托管理资产业务类型	10
图 13: 2012~2017 年中航信托受托管理资产行业分布	10
图 14: 2018 年中期信托公司注册资本排名 (亿元)	11
图 15: 2012~2018H1 中航信托投资收益及增速	11
图 16: 2010~2017 年我国租赁合同余额 (亿元)	11
图 17: 2012~2017 年中航租赁经营业绩概况	11
图 18: 2012~2017 年中航租赁资产规模扩张	12
图 19: 2017 年中航租赁合同金额占比 (分行业)	12
图 20: 2012~2018H1 中航财务经营业绩概况	12
图 21: 2012~2017 年中航财务吸收存款余额	12
图 22: 2012~2018H1 中航证券经营业绩情况	13
图 23: 2012~2018H1 中航证券收入结构	13
图 24: 2012~2017 年中航证券经纪业务概况	13
图 25: 2012~2017 年中航证券投行业务承销金额概况	13
图 26: 2012~2017 年广发银行净利润及 ROE	14
图 27: 成都益航资产管理公司股权结构	14
表 1: 中航资本发展历程	5
表 2: 中航资本十大股东 (截至 2018 年 3 月末)	6
表 3: 中航工业集团旗下上市公司 (截至 2018 年 8 月 15 日)	6
表 4: 可比金融控股公司旗下金融牌照概览	7
表 5: 中航资本管理层员工持股计划	8
表 6: 中航资本分行业假设	15
表 7: 中航资本盈利预测	16
表 8: 可比公司估值	16

1. 稀缺军工系金控，基本面预期差显著！

1.1. 综合金融基本面优异，业绩逆势强劲增长

中航集团旗下唯一的金控平台，以信托、租赁、证券等综合金融业务为核心。公司依托于母公司中国航空工业集团强大的股东背景及丰富的航天军工资源，建立起“综合金融+产业投资+国际业务”三大业务平台，其中综合金融板块是公司近年来发展重心，2013年以来陆续增资旗下金融子公司，截至2017年末持股中航信托82.73%、中航租赁97.51%、中航证券100%、中航财务44.5%、中航期货89.04%，金融控股平台架构完善。

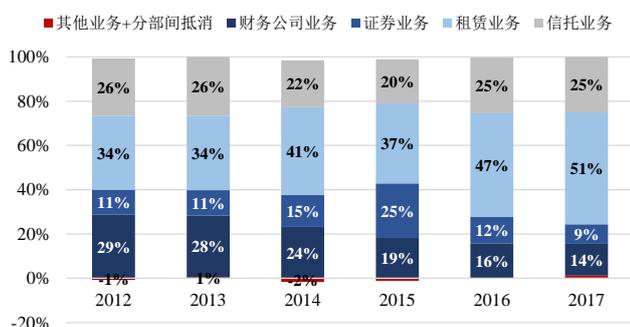
图 1：中航资本组织架构（截至 2017 年末）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

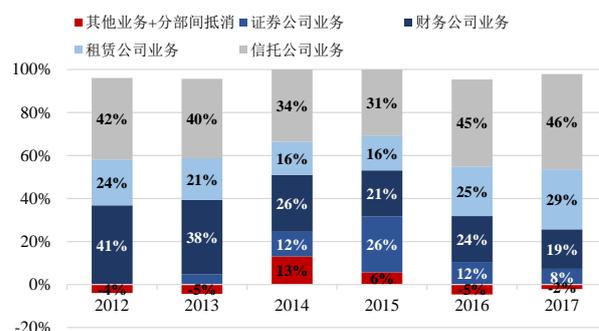
信托业务贡献近半利润，租赁、信托、财务公司为主要收入来源。公司收入结构中租赁、信托、财务公司和证券分别占比51%、25%、14%、9%，而利润率较高的信托业务贡献利润的占比达到46%，财务公司和证券业务贡献相对较小。受益于近年来资本实力补强，公司信托及租赁业务稳步扩张，近三年收入及利润占比均逐年提升（信托+租赁收入占比从57%增长至76%，利润占比从47%增长至75%）。

图 2：2012~2017 年中航资本营业收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

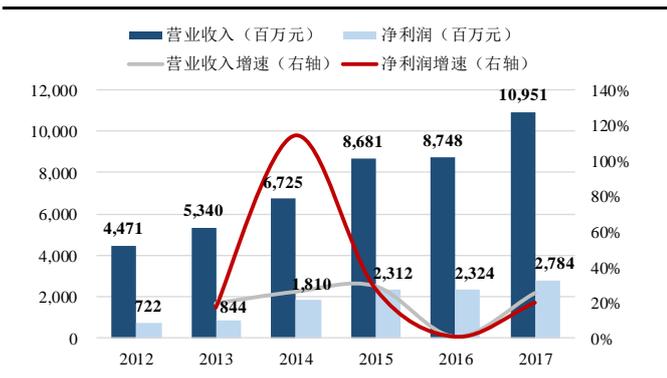
图 3：2012~2017 年中航资本营业利润结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

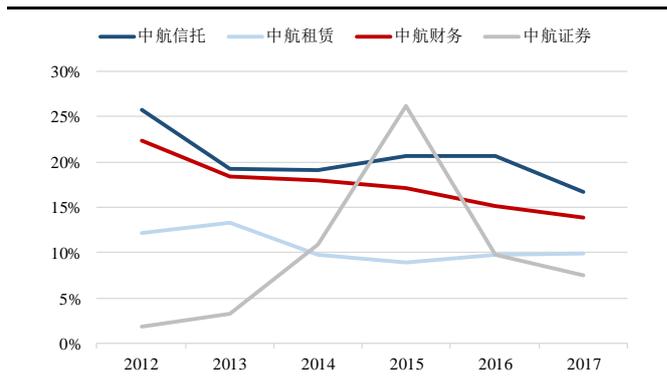
综合金融业绩逆势走强，信托、租赁、财务公司全线高增长带来显著预期差。公司 2017 年营业收入同比增长 25% 至 109.5 亿元，归母净利润同比增长 20% 至 27.8 亿元，2018Q1 业绩大幅增长 49.06%，延续强势。根据近期公告，中航信托、中航财务两大核心金融子公司中期业绩仍实现可观增速，在多元金融行业承压背景下预期差显著。盈利能力角度，公司旗下各金融子公司 ROE 始终保持稳健，信托位于 16%~26%，租赁位于 8%~13%，财务公司位于 13%~23%。

图 4：2012~2017 年中航资本经营业绩概况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2012~2017 年中航资本下属金融子公司 ROE



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. 央企军工背景，金融全牌照稳健经营

中航资本于 2012 年借壳上市，股东中航集团军工背景雄厚，产业资源丰富。中航资本上市平台前身为北亚实业（1996 年 5 月上市），2007 年 5 月停牌后通过重大资产重组置入中航投资控股有限公司，2012 年成功借壳上市。公司第一大股东中国航空工业集团是由中央直接管理的国有特大型企业，旗下设有军用航空、民用航空和非航空民品及现代服务业等产业，下辖 100 余家成员单位、27 家上市公司。中航资本作为集团旗下唯一的金控平台，与股东资源协同优势显著，已成长为集团旗下市值第二大的公司（截至 2018 年 8 月 15 日，公司市值 406.63 亿元）。

表 1：中航资本发展历程

时间	发展历程简介
1996/05	公司前身北亚（集团）股份有限公司（简称北亚集团）于上交所上市，股票代码 600705
2007/05	北亚集团连续三年亏损，停牌进行重大资产重组，置入中国航空工业集团公司子公司“中航投资控股有限公司”
2012/05	公司借壳*ST 北亚上市，重组完成后，公司注册资本增至 10.5 亿元，中航工业持有 73.9% 股权
2012/08	恢复上市交易，更名为中航投资控股股份有限公司，股票简称 ST 航投，公司完成股权分置改革后，中航工业持股比例变更为 51.1%，注册资本增至 15.2 亿元
2013/02	满足摘帽条件，简称变更为“中航投资”

2014/03	公司增资扩股，定向增发 3.4 亿股，中航工业持股比例变更为 41.7%，注册资本增至 18.7 亿元
2014/07	经上交所核准，2014 年 7 月 30 日起，公司证券简称变更为“中航资本”
2014/11	公司首次披露发行股份购买资产并募集配套资金重组预案
2015/06	获得国资委批复，方案为拟以 7.72 元/股向中航国际等 17 家对象发行 5.76 亿股，购买其持有的中航租赁 30.95%、中航信托 16.82%和中航证券 28.29%股权，收购完成后，公司对中航租赁、中航信托和中航证券持股比例提升至 96.75%、80.01%和 100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：中航资本十大股东（截至 2018 年 3 月末）

股东名称	持股比例(%)	母公司或集团
中国航空工业集团	39.16	中国航空工业集团
中国证券金融股份有限公司	4.90	
中国航空技术深圳有限公司	3.99	中国航空工业集团
中国航空技术国际控股有限公司	3.56	中国航空工业集团
哈尔滨铁路局	1.38	中国铁道部
共青城羽绒服装创业基地公共服务有限公司	1.09	
黑龙江虹通运输服务有限责任公司	0.81	哈尔滨铁路局
华夏新经济灵活配置混合型发起式证券投资基金	0.72	
中国电子科技集团有限公司	0.64	中国电子科技集团
中央汇金资产管理有限责任公司	0.62	
合计	56.87	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：中航工业集团旗下上市公司（截至 2018 年 8 月 15 日）

公司简称	公司代码	总市值（亿元）	行业类别	上市地点
中航沈飞	600760.SH	498.53	国防军工	上交所
中航资本	600705.SH	406.63	非银金融	上交所
中航飞机	000768.SZ	405.61	国防军工	深交所
中航光电	002179.SZ	322.78	电子	深交所
耐世特	1316.HK	300.62	消费	港交所
中航科工	2357.HK	274.44	工业	港交所
中航机电	002013.SZ	270.29	国防军工	深交所
深天马 A	000050.SZ	270.15	电子	深交所
中航电子	600372.SH	223.59	国防军工	上交所
中直股份	600038.SH	205.67	国防军工	上交所
天虹股份	002419.SZ	132.75	商业贸易	深交所
中航高科	600862.SH	84.00	国防军工	上交所

洪都航空	600316.SH	64.83	国防军工	上交所
成飞集成	002190.SZ	62.42	国防军工	深交所
中航重机	600765.SH	59.75	机械设备	上交所
中航电测	300114.SZ	56.59	机械设备	深交所
中航国际控股	0161.HK	51.08	信息技术	港交所
中航善达	000043.SZ	47.29	房地产	深交所
宝胜股份	600973.SH	46.56	电气设备	上交所
中航三鑫	002163.SZ	39.21	建筑材料	深交所
贵航股份	600523.SH	35.74	汽车	上交所
飞亚达 A	000026.SZ	30.54	轻工制造	深交所
中国航空工业国际	0232.HK	16.47	工业	港交所
FACC AG	FACC.VI	8.94	工业	奥地利维也纳证券交易所
幸福控股	0260.HK	4.28	消费	港交所
KHD HUMBOLDT WED	KWG.F	1.19	工业	法兰克福证券交易所
AVIC	O2I.SG	0.28	工业	新交所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

中航资本旗下金融牌照齐全，监管趋严环境下，牌照优势确保稳健经营。中航资本旗下已拥有信托、租赁、财务公司、证券、期货等金融牌照，考虑 2016 年以来金融行业监管全面趋严，券商、保险牌照发放节奏预计全面收紧（银行、信托牌照近年来本就很少新批），且券商股权新规（征求意见稿）严格限制控股股东资质，未来金融牌照价值将更加显著，公司牌照资源有力确保综合金融业务稳健经营。

表 4：可比金融控股公司旗下金融牌照概览

公司简称	证券	信托	租赁	期货	基金	保险	银行
中航资本	√	√	√	√	√		
中油资本		√	√			√	√
中国平安	√	√	√	√	√	√	√
越秀金控	√		√	√			
五矿资本	√	√	√	√	√		√

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

1.3. 管理层调整完成，员工持股优化激励机制

董事长领衔员工持股计划，核心高管绑定利益，持股成本形成估值安全边际。公司 2017 年完成董事长变更（孟祥泰先生因工作变动辞去董事长、董事职务，录大恩先生接任），领导人事调整完成后，高管及核心骨干于 2017 年 11 月完成市场化员工持股（共 136 人出资 1.05 亿元，对应平均持股成本 6.14 元/股，锁定期 12 个月），实现利益绑定和激励优化。目前公司股价低于员工持股成本，我们认为当前估值具备相当牢固的安全

边际，未来随着基本面持续向好，员工持股有望催化股价高弹性向上。

表 5：中航资本管理层员工持股计划

员工持股计划持有人	参加计划的金额上限（万元）	持有份额比例
公司董事长：录大恩		
公司董事：赵宏伟、闫灵喜、刘光运	1580	14.92%
公司董事会秘书：章建康		
公司高管：许雄斌		
其他员工（130 人）	9008	85.08%
合计（136 人）	10588	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

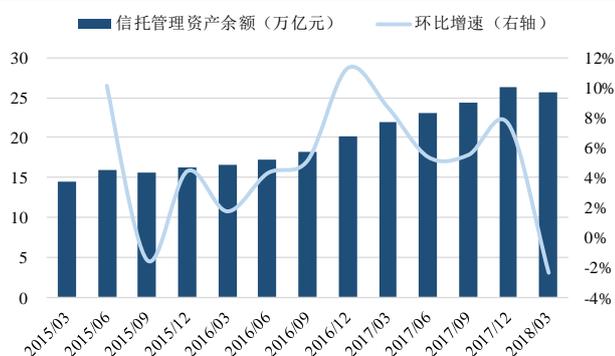
股东增持+中航投资引入战略投资者，长期资本坚定看好公司发展前景。1) 近期公司控股股东中国航空工业集团公告拟 6 个月内增持公司股份 5000 万至 3 亿元（目前已经完成增持 5014 万元）。2) 公司近期公告子公司中航投资已启动引入战略投资者（拟增资扩股规模不超过 110 亿元，对象为互联网及金融科技企业），强化股东架构及资本实力后有望打开未来发展空间。我们认为，公司基本面优异，市场存在预期差，大股东及战略投资者的投资意愿体现出对公司中长期发展前景的信心。

2. 信托聚焦主动管理，租赁、财务稳健增长

2.1. 信托：主动管理发力，迈入行业第一梯队

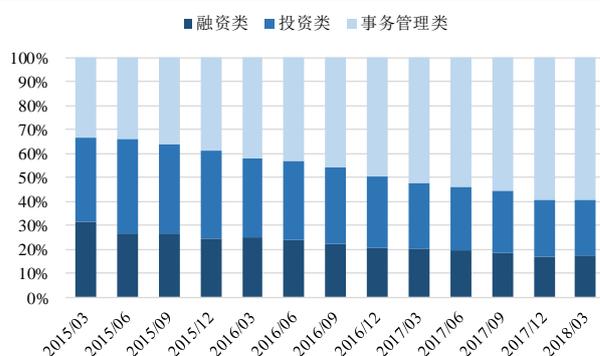
“资管新规”时代信托行业承压，通道红利消退后主动管理转型迫在眉睫。“资管新规”对信托行业的影响主要体现在两方面：1)“打破刚兑”挑战信托资金端原有的“约定预期收益”模式，形成客户流失压力；2)限制银行理财资金投资非标资产（资金池及期限错配模式被禁止，并要求投资者穿透评估），对信托通道业务影响较大。行业承压背景下，资产规模下行，此前通道业务回流的短暂政策红利消退。虽然近期监管层为呵护实体经济放缓“去杠杆”压力，市场预期信托通道业务将再度被激活，加速资金投放以缓解企业融资需求，但中长期而言，信托公司转型主动管理已迫在眉睫。

图 6：2015/03~2018/03 信托行业管理资产规模



数据来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

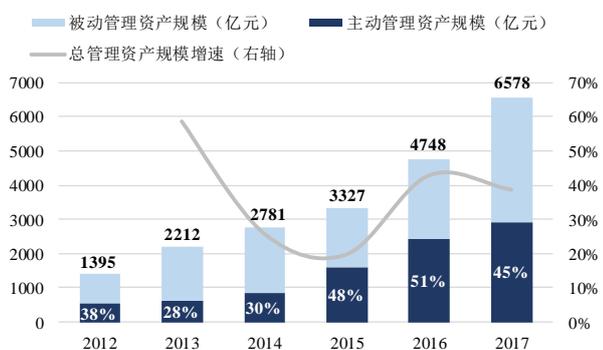
图 7：2015/03~2018/03 信托行业管理资产分类



数据来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

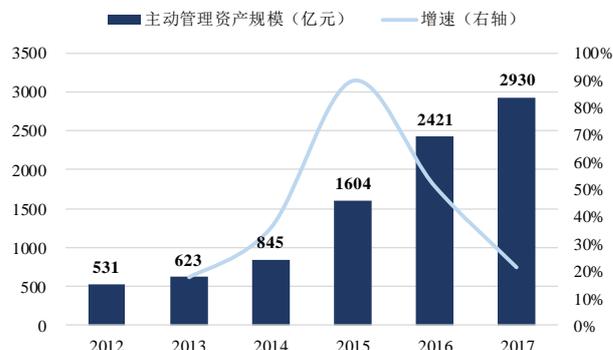
中航信托业绩逆势强劲增长、行业排名大幅提升，主动管理是核心驱动力。中航信托 2017 年末主动管理资产规模同比增长 21%至 2930 亿元，占比达到 45%，带动 2018 年上半年净利润同比增长 26%至 9.52 亿元，主要源于信托手续费净收入同比增长 44%至 15.81 亿元，且综合信托报酬率始终高于行业平均水平（2017 年为 0.59%）。根据“信托百老汇”统计（已披露 62 家信托公司），中航信托 2018 年上半年净利润高居第 6 位（2016、2017 年排名分别为第 15、11 位），综合竞争实力逐年提升，迈入行业第一梯队。

图 8：2012~2017 年中航信托管理资产规模及增速



数据来源：中航信托年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2017 年中航信托主动管理资产规模及增速



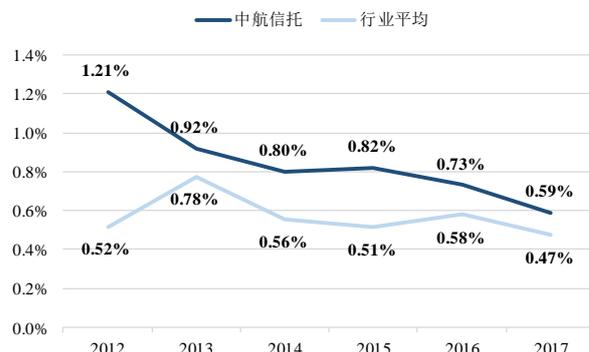
数据来源：中航信托年报，东吴证券研究所

图 10：2012~2018H1 中航信托经营业绩概况



数据来源：中航信托年报，东吴证券研究所

图 11：2012~2017 年中航信托及行业年化综合报酬率

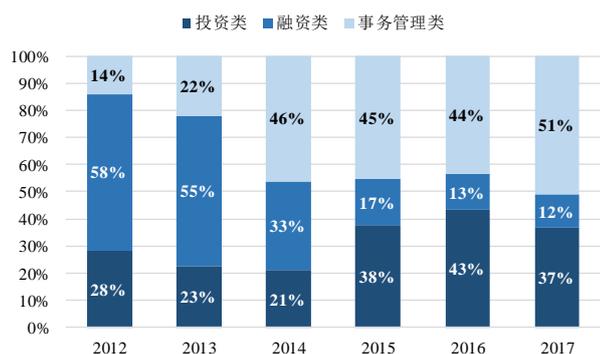


数据来源：中航信托年报，中国信托业协会，东吴证券研究所

备注：信托业协会每季度披露 3 月/6 月/9 月/12 月清算项目的年化综合报酬率数据，图中行业年度数据取算数平均值

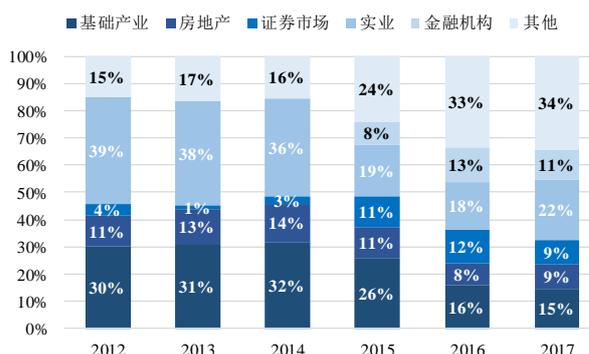
中航信托聚焦消费升级、消费金融等新兴领域，产品创新走在行业前列。中航信托业务架构划分为私募投行（融资类项目为主）、资产管理（投资类项目为主）和财富管理（对接高净值客户及机构的理财需求）业务，近年来主动管理的投资类项目高速增长，带来良好的业务报酬率。从行业投向来看，2017 年公司信托资金主要投向实业（占比 22%）与基础产业（占比 15%），聚焦于消费升级、消费金融、互联网科技、智能家居、长租公寓等新兴领域，近年来先后发行首单以航空为背景的慈善信托、首单数据信托、首支 Pre-ABS 基金、首支家居产业基金、首支停车场收费 TOT 等创新产品。

图 12：2012~2017 年中航信托受托管理资产业务类型



数据来源：中航信托年报，东吴证券研究所

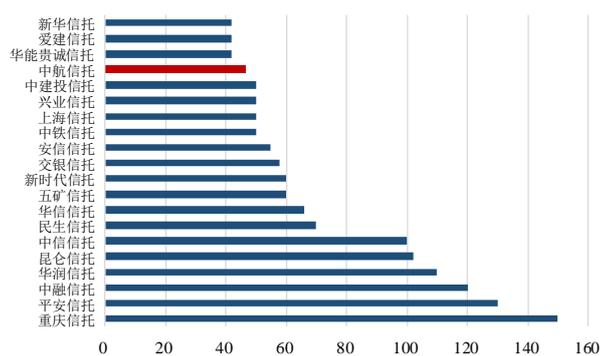
图 13：2012~2017 年中航信托受托管理资产行业分布



数据来源：中航信托年报，东吴证券研究所

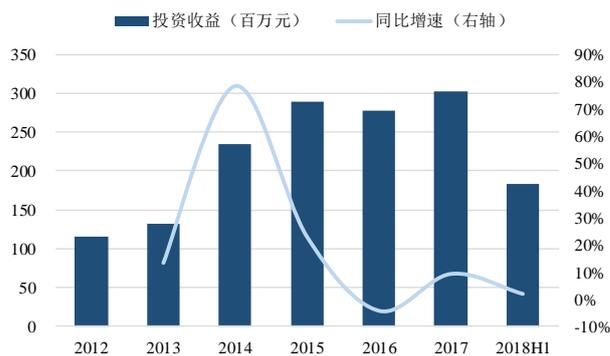
固定资产投资受益于资本金规模增厚，金融股权投资带来丰厚回报。中航信托固有资金业务包含企业贷款、金融产品投资及股权投资（其中股权投资聚焦金融行业，包括已 IPO 过会的天风证券 4.29%、南昌农商行 4.40%、新余农商行 4.42% 股权），2017 年增资 18 亿元后中航信托注册资本金升至 46.57 亿元（位居行业第 17 位），固有业务的投资收益逐步成为收入增长点之一（2018H1 投资收益同比增长 2% 至 1.83 亿元）。

图 14：2018 年中期信托公司注册资本排名（亿元）



数据来源：中国信托网，东吴证券研究所

图 15：2012~2018H1 中航信托投资收益及增速

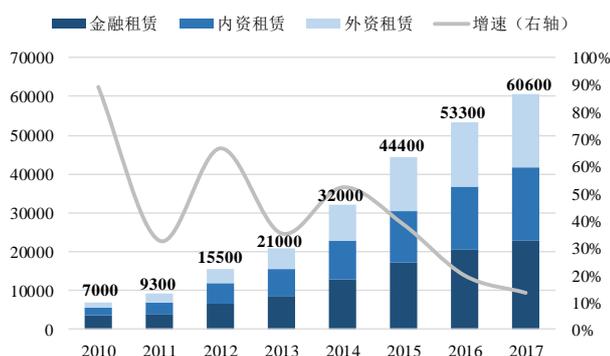


数据来源：中航信托年报，东吴证券研究所

2.2. 租赁：背靠中航集团，产融结合优势鲜明

我国租赁资产规模高速扩张突破 6 万亿，中航租赁业绩稳健增长。截至 2017 年，我国租赁合同余额达到 6.06 万亿元，同比增长 13.7%，行业近 5 年复合增速高达 31.35%。高速扩张背景下，市场担忧不良率隐忧，以及融资成本上行后行业利差收窄，影响盈利能力。中航租赁作为国内唯一的央企投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司，盈利稳定性行业领先，2017 年净利润同比增长 28% 至 10.2 亿元，租赁资产规模增至近 850 亿元，预计未来仍将保持平稳增速。

图 16：2010~2017 年我国租赁合同余额（亿元）



数据来源：中国租赁联盟，东吴证券研究所

图 17：2012~2017 年中航租赁经营业绩概况

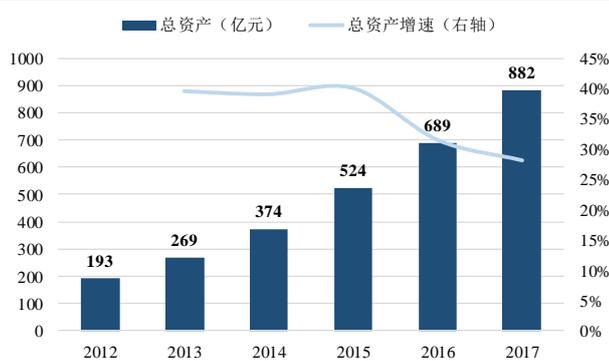


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

中航集团股东背景为核心竞争优势，补充资本后开启新一轮规模扩张。根据 Flightglobal 数据显示，预计到 2020 年全球民航飞机中租赁飞机的比例将达到 50%，国际航空运输协会 (IATA) 于 2017 年最新发布的报告预测，全球航空客运量将在 2036 年达到 78 亿人次，为 2017 年 (41 亿人次) 的近两倍，以中国为代表的亚太地区将成为推动需求增长的最大驱动力。中航租赁依托于中国航空工业集团的股东资源背景，在飞机租赁产业链的优势显著 (飞机购买、出租、维护保养、残值处理、二手交易等环节壁

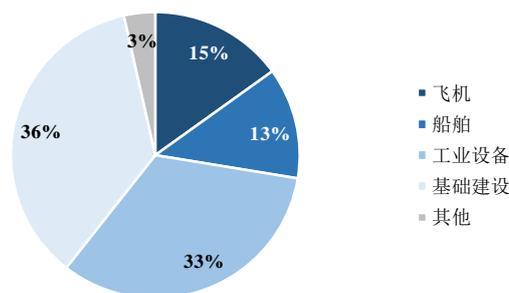
垒相对较高), 公司 2017 年签订租赁合同金额中飞机业务占比达 15%, 实现产融结合。资本实力方面, 2017 年增资 14.67 亿元后, 中航租赁注册资本升至 74.66 亿元, 根据《2017 年中国融资租赁业发展报告》, 位居行业第 16 位。资本实力补强后公司推动业务扩张, 2017 年末总资产规模已升至 882 亿元, 未来计划继续做大租赁资产规模并加快飞机租赁业务的国际化布局。

图 18: 2012~2017 年中航租赁资产规模扩张



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 19: 2017 年中航租赁合同金额占比 (分行业)

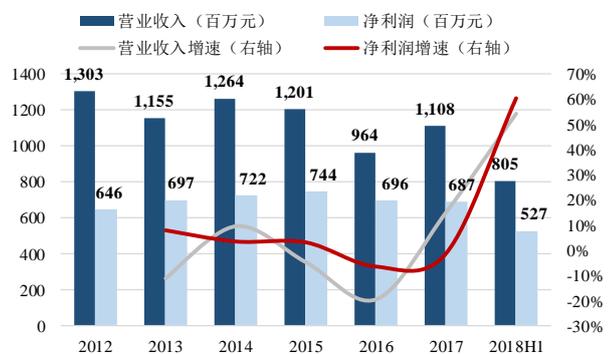


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.3. 财务公司规模扩张, 证券打造特色投行

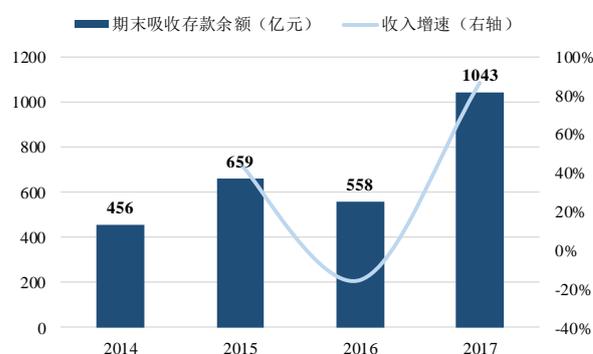
中航财务受益于集团资金集中管理, 2018 年业绩有望高弹性增长。中航财务作为中国航空工业集团旗下资金管理机构 (吸收存款并发放贷款), 2017 年末吸收存款规模大幅增长 96% 至 1043 亿元 (我们预计主要受益于集团资金集中管理的要求), 资产规模增加推动财务公司 2018H1 净利润大幅增长 60% 至 5.27 亿元, 全年预计仍将维持高增长, 成立中航资本业绩新增长点。

图 20: 2012~2018H1 中航财务经营业绩概况



数据来源: 中航财务年报, 东吴证券研究所

图 21: 2012~2017 年中航财务吸收存款余额

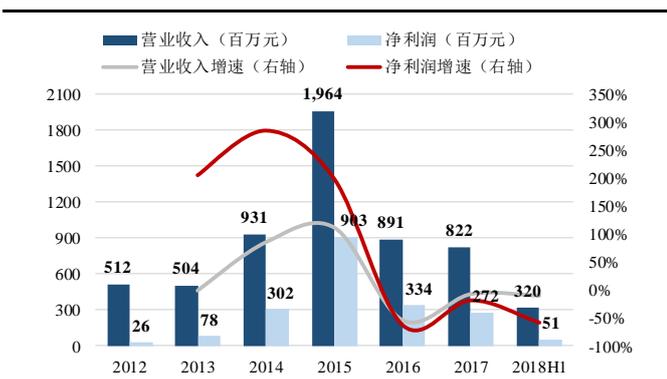


数据来源: 中航财务年报, 东吴证券研究所

中航证券转变业务结构, 降低对经纪业务的依赖程度, 提升投行业务比重。中航证券 2013~2016 年经纪业务收入占比始终超过 35%, 但激烈的行业竞争导致公司股票+基

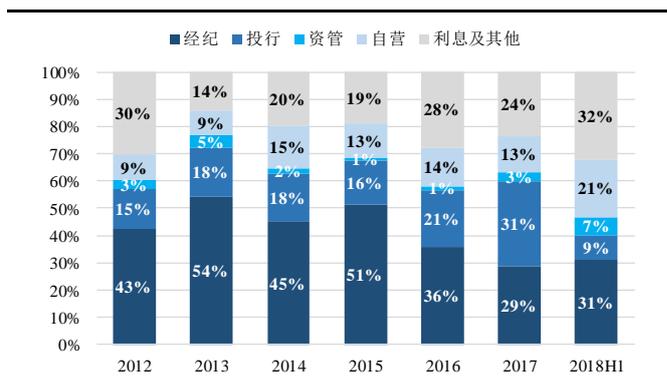
金交易额的市场份额持续走低（从 2012 年 0.46% 降至 2017 年 0.32%），近两年业绩承受下行压力。2016 年以来，中航证券投行业务取得突破，2017 年投行业务净收入同比增长 37% 至 2.5 亿元，收入占比 31%，成为公司第一大收入来源。考虑中国航空工业集团在军工领域丰厚的资源优势，以及军民融合的时代发展机遇，我们预计中航证券投行业务未来具备可持续增长潜力。此外，公司目前净资本规模仅 30.81 亿元（行业排名第 85 位），体量较小，未来成长空间值得期待。

图 22：2012~2018H1 中航证券经营业绩情况



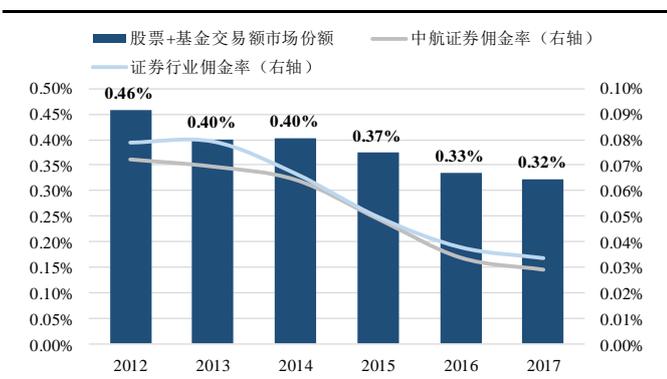
数据来源：中航证券年报，东吴证券研究所

图 23：2012~2018H1 中航证券收入结构



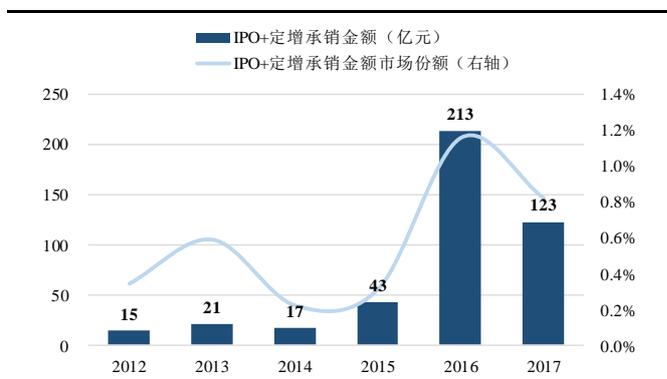
数据来源：中航证券年报，东吴证券研究所

图 24：2012~2017 年中航证券经纪业务概况



数据来源：Wind，中航证券年报，东吴证券研究所

图 25：2012~2017 年中航证券投行业务承销金额概况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

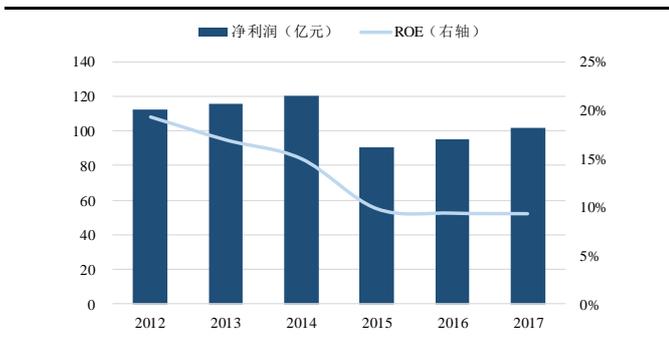
3. 受益军民融合+产融结合，投资收益丰厚

3.1. 股权投资收益成为未来潜在业绩增长点

股东军工背景带来丰富的优质投融资项目资源，定增项目浮盈可观。依托于中国航空工业集团的军工背景，中航资本以一方面通过旗下投资平台“中航新兴投资”和“中航航空投资”参与投资航空及新兴产业领域的优质项目，另一方面不断加码私募基金业务，参与设立多个产业基金。此外，公司积极参与集团优质的定增项目（例如中航飞机、宝胜股份、中航机电等），目前已积累可观浮盈。我们认为未来股权投资盈利贡献将更加显著，此前中航新兴产业投资已通过出售新兴药业股权兑现投资收益（约 2.2 亿元），未来产融结合的核心竞争优势将更加显著。

公司公告（2018 年 7 月 4 日）拟不超过 53 亿元入股广发银行并参与设立 AMC，增厚投资收益+寻求资源协同。公司全资子公司中航投资拟出资不超过 53 亿元认购广发银行不超过 3.88% 股权，我们认为此项投资将在业绩层面产生积极影响：1) 广发银行 2017 年净利润 102 亿元，ROE 达 9.3%，入股有望增厚投资收益；2) 广发银行单一大股东为中国人寿（持股比例近 44%），未来公司多元金融业务有望和保险行业龙头实现协同。此外，公司此前公告（2018 年 5 月 9 日）拟出资 35 亿元设立成都益航资产管理公司（对应持股 35%），以切入不良资产管理领域，我们认为“降杠杆”深化背景下，AMC 迎来发展机遇，公司与成都地方金控平台合作，将有效结合政府资源和各方雄厚的资金实力，有望培育出新的盈利增长点。

图 26：2012~2017 年广发银行净利润及 ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：成都益航资产管理公司股权结构

股东名称	出资比例
中航资本控股股份有限公司	35%
成都金融控股集团有限公司	30%
杭州众城川商投资合伙企业	15%
成都鼎立资产经营管理有限公司	14.5%
泸州老窖集团有限责任公司	3%
中国长城资产管理股份有限公司	2.5%
合计	100%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 深度参与军民融合，产业基金前景广阔

中航资本此前公告，拟与航空工业、中航科工发起成立北京融富航空工业基金管理有限公司，主投航空工业军民融合产业发展项目，积极践行军民融合发展战略，基金管理公司注册资本 1.4 亿元，中航工业、中航科工和中航资本分别出资 2000、7000 和 5000 万元，持股比例分别为 14.29%、50% 和 35.71%。考虑军民融合为国家战略，我们认为相关投资能够增强公司在航空工业各产业链的产融结合的深度与广度，并提升持续发展和盈利能力。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

我们对中航资本未来的盈利预测基于以下假设：

- 1) 中航信托主动管理规模持续增长，在“去通道背景下”保持良好的盈利能力，随着增资提升实力，业绩有望提升。
- 2) 中航租赁在公司增资补充资本实力的前提下，稳健经营，贡献稳定业绩。
- 3) 中航财务持续扩大存款吸收规模，带来信贷规模扩容，2018 年有望保持业绩稳定增长。
- 4) 中航证券发展军工背景特色投行，但由于一、二级市场景气度不高，2018 年以来 IPO 审核趋严，证券业务给予营收下滑假设，未来有望凭借特色投行改善业绩。

4.2. 盈利预测与估值

基于 4.1 的核心假设，对中航资本信托公司、租赁公司、财务公司、证券公司做出如下盈利预测，我们预计公司 2018、2019 年净利润分别为 36.22、43.54 亿元，同比增速分别为 30.13%、20.19%，目前估值对应约 11 倍 2018PE。

表 6：中航资本分行业假设

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
信托业务					
信托资产规模	4748	6578	6709	6709	6038
信托业务收入	22.12	27.41	35.87	43.61	57.36
租赁业务					
资产总额	689	882	970	1019	1070
营业总收入	41.15	55.43	64.83	71.60	75.18
财务公司业务					
资产总额	606	1096	1155	1187	1209
营业收入	13.86	15.77	22.63	24.37	26.34
证券公司业务					
营业收入	10.57	9.62	7.96	10.27	12.38

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 7：中航资本盈利预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	8,747.52	10,950.86	13,129.20	14,985.30	17,126.28
营业总成本	5,547.98	7,147.65	8,078.39	9,001.46	9,918.85
投资收益	678.40	706.07	953.19	1,239.14	1,610.89
归母净利润	2,324.14	2,783.61	3,622.18	4,353.57	5,310.77
营业总收入增速	0.77%	25.19%	19.89%	14.14%	14.29%
归母净利润增速	0.51%	19.77%	30.13%	20.19%	21.99%
EPS	0.26	0.31	0.40	0.49	0.59
PE	17.42	14.61	11.23	9.34	7.66

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.3. 投资建议

公司背靠中航工业集团强大军工背景及资源优势，我们认为市场对公司基本面逆势持续走强的预期不足，虽然降杠杆深化背景下，多元金融行业整体承压，但公司凭借差异化竞争优势（军工背景、产融结合）及稳健审慎的经营策略（例如信托业务聚焦主动管理）实现业绩持续高增长。我们预计公司 2018、2019 年净利润分别为 36.22、43.54 亿元，同比增速分别为 30.13%、20.19%，目前估值对应约 11 倍 2018PE。未来随着市场企稳回暖+行业预期改善，叠加员工持股及股东增持的额外催化，我们预计公司估值有望修复，当前股价低位坚定看好，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值

公司名称	2017PE	2018PE
中航资本	14.61	11.23
中油资本	14.03	13.12
中国平安	11.70	9.44
越秀金控	25.84	20.44
五矿资本	11.53	10.03
平均值	15.54	12.85

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **信托主动管理规模增长不及预期**: 信托行业自 2007 年至今多年快速增长后, 受弱经济周期和强市场竞争冲击, 发展增速明显放缓, 主动管理规模也将受到影响从而影响业绩。
- 2) **租赁业务资产质量下滑**: 资产质量下滑将影响租赁物的余值处置收益, 加大融资租赁风险而影响业绩。
- 3) **股权投资收益不及预期**: 股权投资周期较长, 不确定风险因素较多如审批不及预期, 将影响股权投资释放业绩。
- 4) **证券市场不景气**: 证券市场活跃度及其各类指数走势与证券公司经营状况高度相关, 交投清淡将影响公司经纪、投行、自营经营难度增大, 影响盈利水平。

中航资本盈利预测表 (百万元)

合并资产负债表					合并利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	90,410	92,374	94,959	96,748	营业总收入	10,951	13,129	14,985	17,126
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	899	1,079	1,295	1,554	营业收入	5,707	6,483	7,160	7,518
应收和预付款项	759	970	1,206	1,447	利息收入	1,808	2,413	2,637	2,884
买入返售金融资产	623	748	898	1,077	手续费及佣金收入	3,435	4,233	5,188	6,724
一年内到期的非流动资产	40,225	67,247	69,642	71,677	营业总成本	7,148	8,078	9,001	9,919
其他流动资产	11,182	11,741	12,915	15,498	营业成本	2,644	3,274	3,601	3,844
发放贷款及垫款	4,677	5,612	6,735	8,082	利息支出	930	1,018	1,054	1,069
可供出售金融资产	10,961	13,154	15,784	18,941	手续费及佣金支出	130	170	203	244
长期应收款	54,113	77,620	81,500	85,576	营业税金及附加	82	105	120	137
长期股权投资	474	569	683	820	销售费用	1,510	1,772	2,023	2,312
投资性房地产	345	414	497	597	管理费用	1,060	1,182	1,349	1,541
固定资产	6,040	6,644	7,308	8,039	财务费用	112	164	202	257
在建工程	1,076	1,291	1,550	1,860	资产减值损失	679	394	450	514
无形资产	52	62	75	90	加: 公允价值变动净收益	21	27	27	27
商誉	13	13	13	13	投资收益	706	953	1,239	1,611
长期待摊费用	23	19	15	12	其他收益	129	1	1	1
递延所得税资产	718	862	1,034	1,241	营业利润	4,659	6,032	7,251	8,846
其他非流动资产	10,927	11,474	13,769	16,522	加: 营业外收入	13	10	10	10
资产合计	234,446	291,917	309,907	329,827	减: 营业外支出	12	5	5	5
短期借款	20,161	30,033	27,722	25,445	利润总额	4,661	6,037	7,256	8,851
吸收存款及同业存放	102,996	115,467	118,699	120,935	减: 所得税	1,163	1,509	1,814	2,213
应付及预收款项	4,081	4,789	5,448	6,218	净利润	3,497	4,528	5,442	6,638
卖出回购金融资产款	1,973	2,367	2,840	3,409	减: 少数股东损益	714	906	1,088	1,328
代理买卖证券款	4,128	3,000	3,000	3,000	归属于母公司所有者的净利润	2,784	3,622	4,354	5,311
一年内到期的非流动负债	11,079	17,096	15,780	14,484	基本每股收益(元)	0.31	0.40	0.49	0.59
其他流动负债	15,855	23,783	33,296	43,285					
长期借款	25,470	32,343	29,855	27,403					
应付债券	2,490	2,988	3,586	4,303					
长期应付款	6,846	12,937	11,942	10,961					
预计负债	46	55	66	79					
递延所得税负债	829	994	1,193	1,432					
其他非流动负债	10,445	12,534	15,040	18,048					
负债合计	206,402	258,392	268,474	279,008					
股本	8,976	8,976	8,976	8,976					
其他所有者权益	14,287	16,318	18,784	21,532					
归属母公司所有者权益	23,263	25,294	27,761	30,508					
少数股东权益	4,781	8,230	13,672	20,311					
负债及所有者权益合计	234,446	291,917	309,907	329,827					

重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
信托公司业务收入增长率	23.92%	30.88%	21.56%	31.54%
租赁公司业务收入增长率	34.71%	16.97%	10.45%	5.00%
财务公司业务收入增长率	13.80%	43.51%	7.66%	8.09%
证券公司业务收入增长率	-8.93%	-17.33%	29.14%	20.48%
营业收入增长率	25.19%	19.89%	14.14%	14.29%
归属于母公司股东净利润增速	19.77%	30.13%	20.19%	21.99%
每股收益 (EPS)	0.31	0.40	0.49	0.59
每股净资产 (BVPS)	2.59	2.82	3.09	3.40
净资产收益率 (ROE)	11.97%	14.32%	15.68%	17.41%
P/E	14.61	11.23	9.34	7.66
P/B	1.75	1.61	1.46	1.33

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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>

