

2018年11月29日

中航投资引入百亿战投，静待估值修复 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

研究助理 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：公司全资子公司中航投资引进包括中国人寿在内的 6 家战投，合计增资扩股 100 亿元，用于增加中航投资注册资本和营运资本，解决资金瓶颈问题。增资完成后，公司对中航投资的持股比例变更为 72.55%。

投资要点

■ **全资子公司引进百亿战投落地，静待发展空间释放：**1) 公司公告全资子公司中航投资引入中国人寿、国同基金、国际集团及上国投资管联合投资体、国改基金、怀真资管共 6 家战投，合计增资扩股 100 亿元，增资完成后，公司对中航投资的持股比例变更为 72.55%（控股权未发生变更）。2) 本次增资价格为每元注册资本 2.99 元，中航投资的注册资本变更为 122 亿元，推算中航投资评估价格为 365 亿元，则增资前对应 PB 为 1.79（对应 2017 年末净资产 148 亿元），公司现有估值 1.63XPB 与之倒挂（估算增资溢价 9.8%），我们认为公司实力强劲，真实价值被低估，静待估值修复。3) 本次引入的六家战投已在多个金融领域完成战略布局，包括保险业龙头中国人寿、国资运营平台国同基金（定位打造新兴产业孵化器）等，掌握优质资产端，拥有持续获取优质资产的能力和业务开发能力，规模效益和协同效应优势明显，将大大提高中航投资市场竞争力。

■ **多元金融平台基本面优异，布局逐渐完善，股权投资有望成为新业绩增长点：**1) 公司前三季度实现业绩同比+12.16%至 22.00 亿元，系中航信托创新转型盈利能力增强，中航财务加大财务资金集中归集率，中航租赁业务规模增加，整体保持稳健增长，基本面优异。此外，布局银行（拟出资不超过 53 亿元认购广发银行不超过 3.88% 股权；中航信托收购贵航集团所持贵州 0.67% 银行股权）和 AMC（拟出资 35 亿元设立成都益航资产管理公司），有望培育新盈利增长点。2) 此前公司公告出资 6,000 万元与电科投资、核建设资本等股东共同发起设立惠华基金（中航资本占 51.28% 股权）以拓展军工产业投资，公司作为中航工业集团下唯一金控平台，有望打通集团内部优质军工资源，与自身产业投资协同（公司前三季度投资收益同比+87%至 8.28 亿元），发挥军民融合+产融结合优势，贡献稳定业绩。

■ **员工持股+股东增持和回购，坚定看好公司发展前景：**1) 董事长领衔核心高管于 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），目前公司股价倒挂，估值具备安全边际，有望催化股价弹性向上。2) 此前公司控股股东中国航空工业集团公告拟自 2018 年 6 月 20 日起 6 个月内增持公司股份 5000 万—3 亿元（目前已完成增持 5014 万元，达计划下限）。3) 公司公告考虑到公司行业地位稳定，业务发展良好，为了提升对公司价值的认可，将以集中竞价交易方式自 2018 年 11 月 30 日起 6 个月内以自有资金总额 5 亿元—10 亿元回购股份，价格不超过 6.73 元/股（远高于现价），我们认为公司基本面优异，大股东增持及回购彰显对公司未来发展的信心，有望推动估值修复。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩稳健增长，看好公司凭借军工背景及产融结合优势实现业绩持续高增长。预计公司 2018、2019 年净利润分别为 32.55、39.57 亿元，目前估值对应约 12.4 倍 2018PE、10.2 倍 2019PE。随行业预期改善，引入战投落地，叠加员工持股、股东增持及公司回购的催化因素，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)	4.50
一年最低/最高价	3.97/6.16
市净率(倍)	1.63
流通 A 股市值(百万元)	34283.48

基础数据

每股净资产(元)	2.76
资产负债率(%)	87.24
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)：业绩符合预期，军民融合前景广阔》2018-10-30
- 2、《中航资本 (600705)：金融主业业绩高增，军民融合值得期待》2018-08-31
- 3、《中航资本 (600705)：军民融合持续深化 金融主业趋势向好》2018-08-17

中航资本盈利预测表

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	113,288	125,029	127,201	营业总收入	10,951	13,976	16,661	19,907
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	7,039	8,739	9,816
应收和预付款项	759	970	1,206	1,447	利息收入	1,808	2,515	2,863	3,127
买入返售金融资产	623	748	898	1,077	手续费及佣金收入	3,435	4,422	5,059	6,964
一年内到期的非流动资产	40,225	81,140	90,645	94,454	营业总成本	7,148	9,712	11,522	13,613
其他流动资产	11,182	11,741	12,915	15,498	营业成本	2,644	4,053	5,081	6,109
发放贷款及垫款	4,677	5,612	6,735	8,082	利息支出	930	1,142	1,356	1,428
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	90,321	103,869	114,256	营业税金及附加	82	112	133	159
长期股权投资	474	569	683	820	销售费用	1,510	1,887	2,249	2,687
投资性房地产	345	414	497	597	管理费用	1,060	1,258	1,499	1,792
固定资产	6,040	6,644	7,308	8,039	财务费用	112	671	500	597
在建工程	1,076	1,291	1,550	1,860	资产减值损失	679	419	500	597
无形资产	52	62	75	90	加：公允价值变动净收益	21	2	2	2
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	5,420	6,590	8,126
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	339,425	383,348	411,737	减：营业外支出	12	5	5	5
短期借款	20,161	37,207	39,851	40,426	利润总额	4,661	5,425	6,595	8,132
吸收存款及同业存放	102,996	141,610	156,286	159,001	减：所得税	1,163	1,356	1,649	2,033
应付及预收款项	4,081	4,789	5,448	6,218	净利润	3,497	4,069	4,946	6,099
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	814	989	1,220
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	3,255	3,957	4,879
一年内到期的非流动负债	11,079	21,179	22,684	23,012	基本每股收益(元)	0.31	0.36	0.44	0.54
其他流动负债	15,855	23,783	33,296	43,285					
长期借款	25,470	40,069	42,917	43,536					
应付债券	2,490	2,988	3,586	4,303					
长期应付款	6,846	16,028	17,167	17,414					
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	306,609	343,381	363,168					
股本	8,976	8,976	8,976	8,976					
其他所有者权益	14,287	16,069	18,273	20,777					
归属母公司所有者权益	23,263	25,045	27,250	29,753					
少数股东权益	4,781	7,771	12,717	18,816					
负债及所有者权益合计	234,446	339,425	383,348	411,737					

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%	37.79%	12.05%	41.23%
租赁公司业务收入增长率	34.71%	26.99%	24.15%	12.33%
财务公司业务收入增长率	13.80%	49.98%	12.59%	8.02%
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%	27.63%	19.21%	19.48%
归属于母公司股东净利润增速	19.77%	16.93%	21.57%	23.30%
每股收益 (EPS)	0.31	0.36	0.44	0.54
每股净资产 (BVPS)	2.59	2.79	3.04	3.31
净资产收益率 (ROE)	11.97%	13.00%	14.52%	16.40%
P/E	14.52	12.41	10.21	8.28
P/B	1.74	1.61	1.48	1.36

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>

