

# 中航资本 (600705)

证券研究报告  
2019年03月19日

## 军工+金融稀缺标的, 受益于军民融合+产融结合, 信托证券租赁皆在改善

中航资本是由中国航空工业集团有限公司控股的唯一金融控股类上市公司。公司通过“综合金融”平台(中航投资)持有信托、租赁、期货、证券、财务公司的牌照。此外, 中航投资设立北京荣福航空工业基金, 惠华基金等, 持有基金牌照。同时为完善金融全牌照布局, 参与建立 AMC 公司(成都益航资产管理有限公司)。在产业投资平台下, 公司通过中航新兴(2012年成立)、中航航空投资(2013年成立)、航空工业基金, 投资了一系列高新技术产业优质项目, 依靠股东强大的军工背景、高新技术、产业资源和品牌优势, 紧密围绕航空工业各产业链, 积极开拓航空产业投资, 聚焦战略新兴产业的发展, 寻找中航系外部的增长点。

公司逐渐完善金融牌照的全布局, 同时将产业实体与金融资源深度融合。产业需求支持资本的成长, 来自股东的支持亦可向金融输入丰富资源; 同时, 齐备的业务牌照满足了产业的各项资本化需求, 资本的业务优化又可以反哺产业的良性发展。“军工+金融”形成良好的互动循环。作为军工+金融的 A 股稀缺标的, 公司将成为军工证券化和军民融合的首要受益标的。

2018年, 公司经营业绩持续增长。2018年公司归母净利润 31.66 亿元, 同比+13.74%; 2012-2018 复合增长率 27.94%。2018 年加权 ROE 12.90%, 在 2017 年 12.33% 的基础上实现了稳健增长。租赁、信托、财务业务为公司前三大主要收入来源。2018 年, 公司收入结构中租赁、信托、财务、证券占比 51.66%、21.59%、16.86%、6.09%; 利润结构中租赁、信托、财务、证券占比 31%、35%、20%、4%, 信托对利润的贡献较大。在各业务板块中, 信托公司毛利率最大, 盈利能力最强。

中航信托主动管理能力增强, 驱动业绩上升, 是集团利润的主要贡献者。在 68 家信托公司中, 中航信托产品创新设计能力强, 先后发行了多种信托的市场首单产品, 业务报酬率表现良好, ROE 处于行业领先水平。租赁公司方面, 航空租赁+产业融合背景, 绝对优势显著。中航证券计划增资, 未来预期向好。产业投资方面, 项目储备丰富, 不排除通过科创板等资本市场实现退出, 未来收益丰厚。

**整体观点: 公司近年来经营业绩持续增长。信托、租赁皆已完成增资, 证券增资计划已形成, 各业务的资本实力进一步增强。信托盈利能力位于行业前列, 租赁具有航空业务的绝对优势, 证券业务预期乐观, 财务公司强化资金管理, 业绩乐观。此外, 股东增持和战投的引入, 彰显长期乐观预期。“军工+金融”业务协同较好。基于中航资本 2018 年利润达成情况与各业务线的资本实力, 我们对信托采用分部估值, 对其余业务采用 PB 估值, 对应目标价为 8.68 元, 相较现价有 49.14% 涨幅, 首次覆盖予以“买入”评级!**

**风险提示:** 市场与经营风险, 财务风险, 管理风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,951	13,867	17,810	22,354	28,834
增长率(%)	25.19	26.63	28.43	25.52	28.99
净利润(百万元)	2,784	3,166	5,591	6,782	8,581
增长率(%)	19.77	13.74	76.61	21.30	26.53
净利润率	0.31	0.35	0.62	0.76	0.96
净资产收益率	18.19	15.99	9.05	7.46	5.90
市盈率(倍)	2.18	1.83	1.55	1.31	1.09

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	非银金融/多元金融
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.82 元
目标价格	8.68 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	8,976.33
流通 A 股股本(百万股)	8,976.33
A 股总市值(百万元)	52,242.22
流通 A 股市值(百万元)	52,242.22
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	86.19
一年内最高/最低(元)	6.56/3.97

### 作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《中航资本-公司点评: 发展势头良好, 后续布局可期》2018-01-05
- 《中航资本-季报点评: 业绩稳健增长, 循序渐进打造综合性金控平台》2017-10-17
- 《中航资本-半年报点评: 租赁+信托带动业绩平稳增长》2017-08-28

## 内容目录

1. 中航资本：军工+金融的稀缺标的.....	
1.1. 战略定位：根植航空，产融结合.....	
1.2. 经营业绩：利润持续增长，信托贡献最大.....	
1.3. 资本运作：增资支持发展，回购+战投引入彰显信心.....	
2. 综合金融：信托居于行业前列，租赁、财务稳健增长.....	
2.1. 中航信托：创设能力强，盈利能力位于行业前列.....	
2.2. 中航租赁：稳健增长，航空业务为绝对优势.....	
2.3. 中航证券：增资扩展业务，盈利增长可期.....	
2.4. 中航财务：利润提高，强化资金集中管理.....	1
3. 产业投资：军民融合+产融结合，科创激发活力.....	1
4. 估值与建议.....	1
4.1. 盈利预测.....	1
4.2. 估值.....	1

## 图表目录

图 1：中航资本历史沿革.....	
图 2：中航资本主要战略股东及牌照.....	
图 3：中航资本三大平台.....	
图 4：营业收入（亿元）及增速（%）.....	
图 5：归母净利润（亿元）及增速（%）.....	
图 6：总资产、净资产（亿元）及 ROE（%）.....	
图 7：各业务板块毛利率（%）.....	
图 8：营业收入构成（%）.....	
图 9：营业利润构成（%）.....	
图 10：中航信托资产管理规模（亿元）及增速（%）.....	
图 11：中航信托营业收入、归属净利润（亿元）.....	
图 12：中航信托投向（亿元）.....	
图 13：中航信托 ROE（%）.....	
图 14：2013-2018 年，中航租赁营业收入及净利润情况.....	
图 15：2013-2018 年，中航租赁总资产及归母净资产情况.....	
图 16：中航证券的收入结构（亿元）.....	
图 17：中航证券总资产、净资产（亿元）及 ROE（%）.....	
图 18：中航财务贷款（亿元）的客户类型分布.....	1
图 19：信托报酬率（行业平均数）.....	1
图 20：惠理集团 P/AUM.....	1
图 21：信托行业固有业务杠杆率.....	1
图 22：信托行业固有业务投资收益率.....	1

表 1: 主营业务收入预测.....	1
表 2: 主营业务收入预测.....	1
表 3: 中航信托估值.....	1
表 4: 中航资本估值.....	1

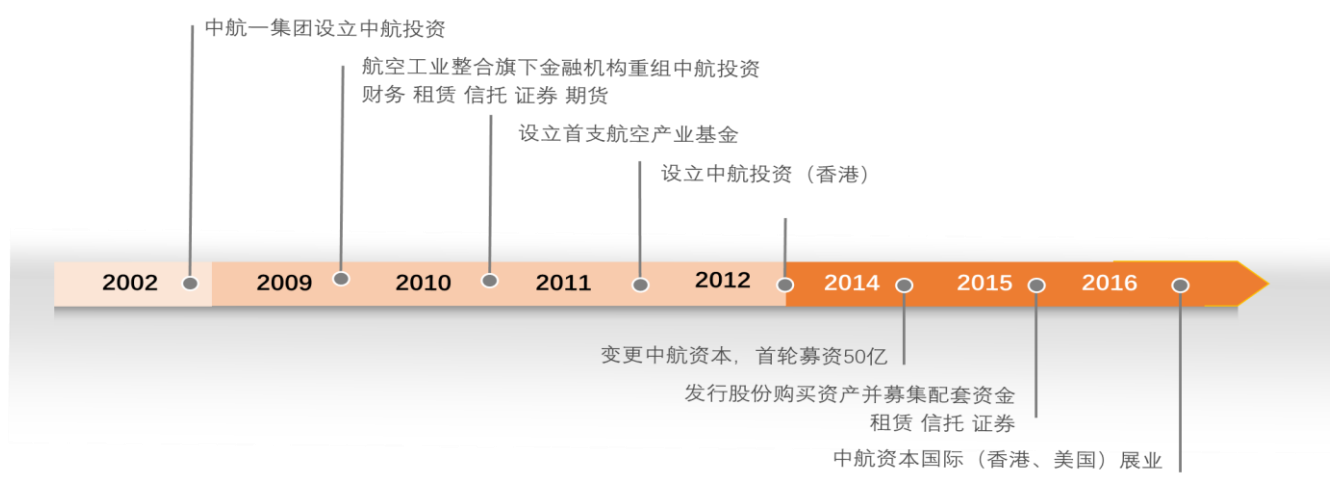
## 1. 中航资本：军工+金融的稀缺标的

### 1.1. 战略定位：根植航空，产融结合

中航资本是由中国航空工业集团有限公司控股的唯一金融控股类上市公司。依靠第一大股东中航工业集团，公司具有军工的稀缺资源，产融结合优势明显。

中航资本（前身为中航投资）由中航一集团在 2002 年设立。2008 年底，中航一集团和中航二集团重组整合为航空工业，2009 年航空工业对旗下金融机构进行整合重组，通过股权划转与托管方式，将证券公司、财务公司、租赁公司、信托公司、期货公司置入中航投资。2010 年，设立首支航空产业基金，2012 年，中航资本借壳铁路系统上市公司 S\*ST 北亚实现上交所上市，2014 年更名为中航资本。

图 1：中航资本历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：中航资本主要战略股东及牌照

军工背景、产融结合、协同发展

根植航空产业、深具中国产融结合特色的一流上市金融控股公司

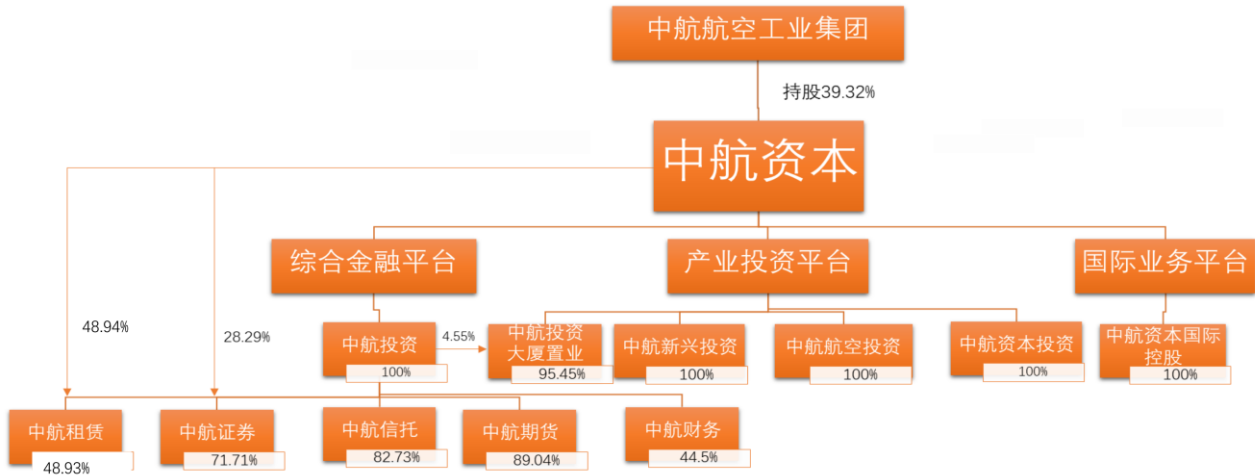
### 中航资本

主要股东单位	牌照	中航工业旗下上市公司	
中国航空工业集团有限公司 Aviation Industry Corporation of China, Ltd. 中国航空工业集团	租赁	深圳市飞亚达(集团)股份有限公司 中航地产股份有限公司 天马微电子股份有限公司 中航飞机股份有限公司 中航工业机电系统股份有限公司 中航三鑫股份有限公司 中航光电科技股份有限公司 四川成飞集成科技股份有限公司 天虹商场股份有限公司 中航电测仪器股份有限公司 (深交所)	中航直升机股份有限公司 江西洪都航空工业股份有限公司 中航航空电子系统股份有限公司 贵州贵航汽车零部件股份有限公司 <b>中航资本控股股份有限公司</b> 中航黑豹股份有限公司 中航重机股份有限公司 中航航空高科技股份有限公司 宝胜科技创新股份有限公司 (上交所)
中航国际 AVIC INTL 中国航空技术深圳有限公司	信托		
中航国际 AVIC INTL 中国航空技术国际控股有限公司	期货		
中航国际 AVIC INTL 中国航空技术国际控股有限公司	证券	AVIC International Maritime Holdings Limited (中航国际船舶控股有限公司) KHD Humboldt Wedag (德国洪堡) FACC AG (奥地利FACC)	中国航空科技工业股份有限公司 中航国际控股股份有限公司 中国航空工业国际控股(香港)有限公司 幸福控股(香港)有限公司 耐世特汽车系统集团有限公司 (港交所)
中国证券金融股份有限公司 CHINA SECURITIES FINANCE CORPORATION LIMITED 中国证券金融股份有限公司	基金		
	AMC		
	财务公司		

资料来源：Wind，公司公告，中航工业官网，天风证券研究所

目前，在贯彻航空工业发展战略以及满足资本运作需求的同时，中航资本确定了自己的战略定位：第一，构建“全牌照”金融业务平台，打造一流金融控股公司；第二，依托中国航空工业集团公司，从事股权投资与投资咨询服务，拓展产融结合深度与广度；第三，投资新材料、新技术、新能源领域，探索战略产业发展方向。同时，近年来中航资本进行非大陆地区及国际展业。根据此发展方向，公司建立“综合金融、产业投资、国际业务”三大平台。

图 3：中航资本三大平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司通过“综合金融”平台（中航投资）持有中航信托 82.73%、中航租赁 99.87%、中航期货 89.04%、中航财务 44.50%的股份，全资持有中航证券，实现了核心金融牌照（证券、租赁、信托、期货、财务公司）的经营。此外，中航投资设立北京荣福航空工业基金管理有限公司，惠华基金管理有限公司等，持有基金牌照，同时为完善金融全牌照布局，参与建立地方不良资产管理公司——成都益航资产管理有限公司。

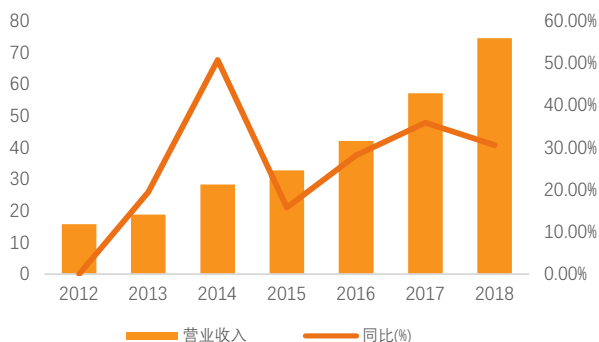
截至 2018 年末，公司主要股东包括中国航空工业集团（39.32%）、中国航空技术深圳有限公司（3.99%）、中国航空技术国际控股有限公司（3.56%）、中国证券金融股份有限公司（2.96%）。中航集团及其下属企业拥有中航资本的绝对控制权。第一大股东中国航空工业集团由中央管理的国有特大型企业，旗下拥有 27 家上市公司，设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统与汽车零部件、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、资产管理、金融、工程建设、汽车等产业，军工背景强大。

公司一方面增资扩股，完善金融牌照的全布局；另一方面将产业实体与金融资源深度融合。产业需求可以支持资本的成长，集团的支持亦可以输入丰富、优良的资金、业务资源；资本的业务优化可以反哺产业的良性发展，齐备的业务牌照满足了产业的各项资本化需求。“军工+金融”形成了良好的互动循环。作为拥有军工+金融资源的 A 股稀缺标的，公司将成为军工证券化和军民融合的首要受益标的。

## 1.2. 经营业绩：利润持续增长，信托贡献最大

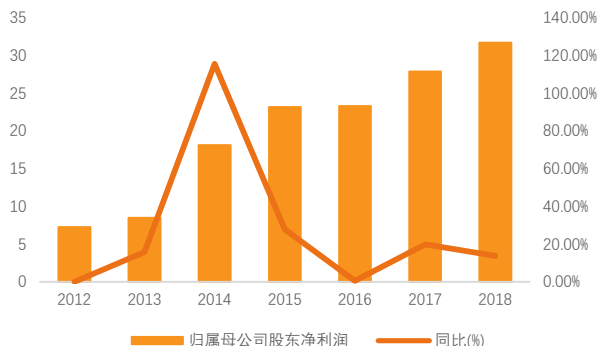
2018 年公司归母净利润 31.66 亿元，同比+13.74%；2012-2018 复合增长率 27.94%。2018 年加权 ROE12.90%，在 2017 年 12.33%的基础上实现了稳健增长。

图 4：营业收入（亿元）及增速（%）



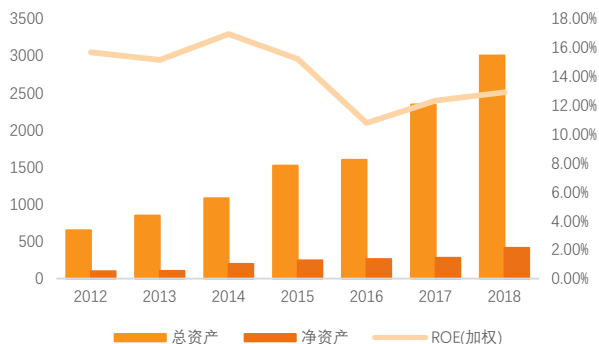
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：归母净利润（亿元）及增速（%）



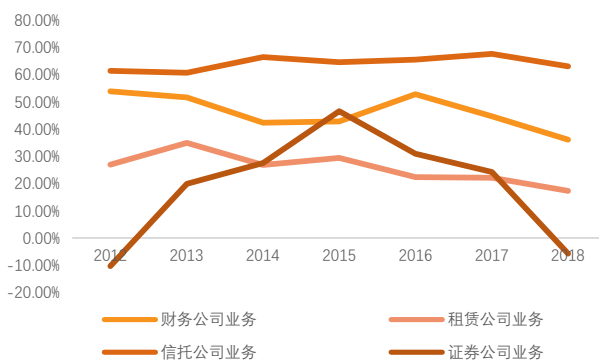
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 6：总资产、净资产（亿元）及 ROE（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

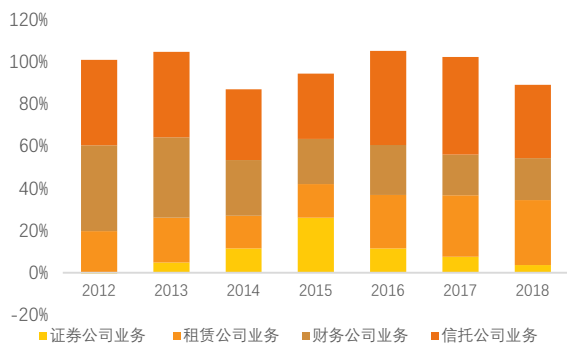
图 7：各业务板块毛利率（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

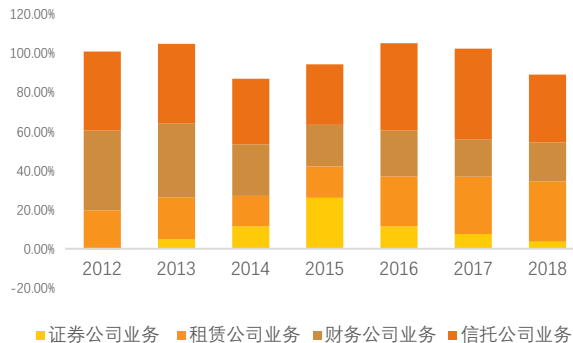
**租赁、信托、财务业务为公司前三大主要收入来源。** 2018 年，公司收入结构中租赁、信托、财务、证券占比 51.66%、21.59%、16.86%、6.09%；利润结构中租赁、信托、财务、证券占比 31%、35%、20%、4%，信托对利润的贡献较大。在各业务板块中，信托公司毛利率最大，盈利能力最强。

图 8：营业收入构成（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 9：营业利润构成（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 资本运作：增资支持发展，回购+战投引入彰显信心

2018 年公司进行了回购+增资+战投等一系列资本运作。增资增强了相关业务条线的资金实力，有利于提升中航资本在各业务细分领域的市场竞争力和盈利能力，扩大业务规模，进而促进公司业务的稳健发展。股东增持和战略投资者的引入，彰显了长期资本对公司未来发展的乐观预期和对公司价值的认可。

表 1：主营业务收入预测

时间	类型	详细情况
2018-8-3	股东增持	股东（中国航空工业集团）累计增持 10,780,018 股，本次增持后，航空工业及一致行动人持有公司的股份数量为 4,487,354,950 股，占公司总股本的 49.99%。
2018-8-31	子公司增资	中航租赁拟增资扩股筹资 51.28 亿元，此次增资所筹集的资金将全部用于中航租赁主营业务的开展。
2018-11-29	引进战投	中航投资引进 6 家战略投资者（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），合计增资扩股规模 100.00 亿元。本次增资完成后，中航投资的注册资本将由 88.43 亿变更为 121.89 亿，公司对中航投资的持股比例由 100.00% 变更为 72.55%。
2018-12-13	子公司增资	中航资本及全资子公司中航投资拟以自有资金同比例向全资子公司中航证券增资 30 亿元，用以提升中航证券的资本实力和风险保障能力。

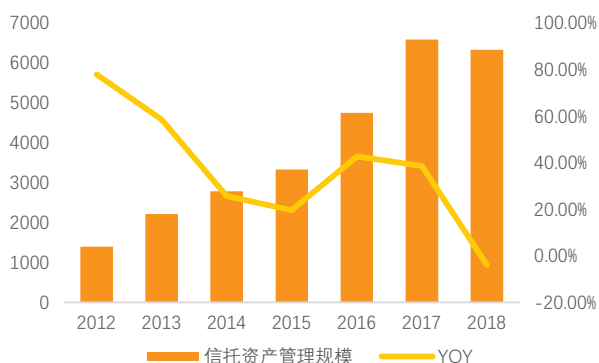
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 2. 综合金融：信托居于行业前列，租赁、财务稳健增长

### 2.1. 中航信托：创设能力强，盈利能力位于行业前列

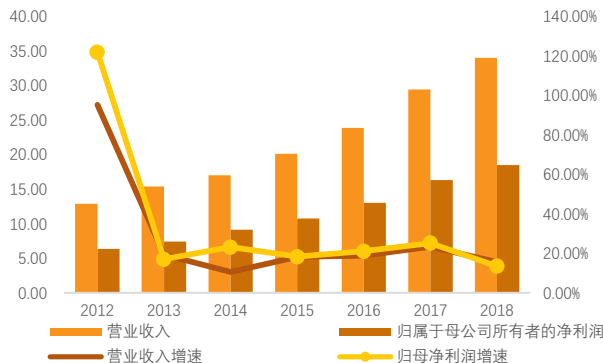
中航信托主动管理能力增强，驱动业绩上升，是集团利润的主要贡献者。2018 年中航信托资管规模达 6326.99 亿元，同比下降 3.81%，近年来首次出现下降。下降原因主要是因为 2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即“资管新规”）提出了严控风险的底线思维，就是要减少存量风险，严防增量风险。截至 2018 年 4 季度末，全国 68 家信托公司受托资产减少到 22.70 万亿元，比 2017 年 4 季度末下降了 13.50%。

图 10：中航信托资产管理规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

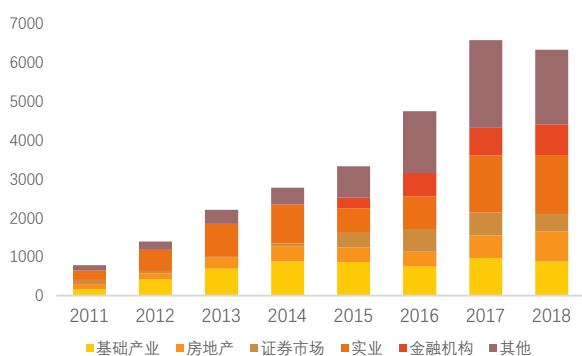
图 11：中航信托营业收入、归属净利润（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

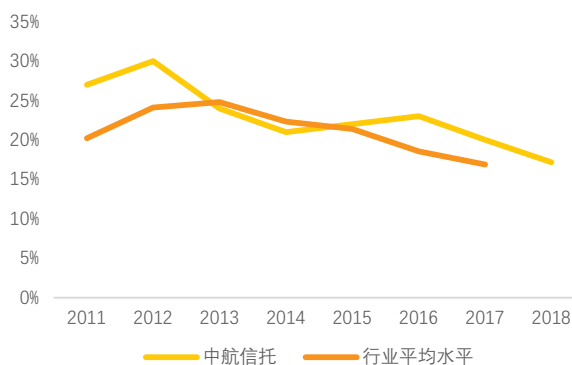
2018年,中航信托年实现收入34亿元,同比+15.6%;实现净利润18.50亿元,同比+13.46%。其中,手续费及佣金净收入29.30亿元,同比+10.9%,信托业务经营稳健;投资收益5.60亿元,同比+86.7%,固有业务投资能力受2018市场波动影响小,投资能力较强。信托业务收入29.32亿元,同比+10.89%,占整个营业收入比重为86.2%;固有业务收入4.68亿元,同比+57.66%,占整个营业收入的13.8%。从行业投向上看,2018年公司投向实业的资产占比23.97%,居首位;其次为基础产业(13.78%);房地产和金融机构分别占比12.23%、12.40%。

图 12: 中航信托投向 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 中航信托 ROE (%)



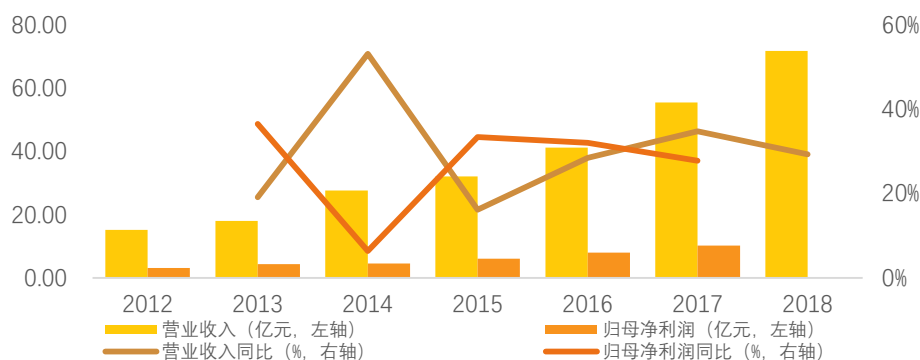
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

在68家信托公司中,中航信托产品创新设计能力强。2018年受制于整体金融环境不乐观,中航信托ROE17%,同比下降3pct。中航信托业务架构主要包括私募投行(以融资类项目为主)、资产管理(以投资类项目为主)和财富管理(以对接高净值客户及机构的理财需求)三大业务。近年来,中航信托努力进行产品创新,主动管理类项目快速增长,先后发行了慈善信托、数据信托、Pre-ABS基金、家居产业基金、停车场收费TOT等市场创新产品,业务报酬率表现良好。

## 2.2. 中航租赁: 稳健增长, 航空业务为绝对优势

中航国际租赁主要从事飞机、船舶、各类设备资产的融资租赁、经营租赁业务,公司经营业绩快速增长。截至2018年末,公司总资产、归母净资产分别为1331.22亿、149.99亿,2013-2018年年均复合增长率分别为38%、37%。2018年实现营业利润16.36亿元,同比+20.30%。

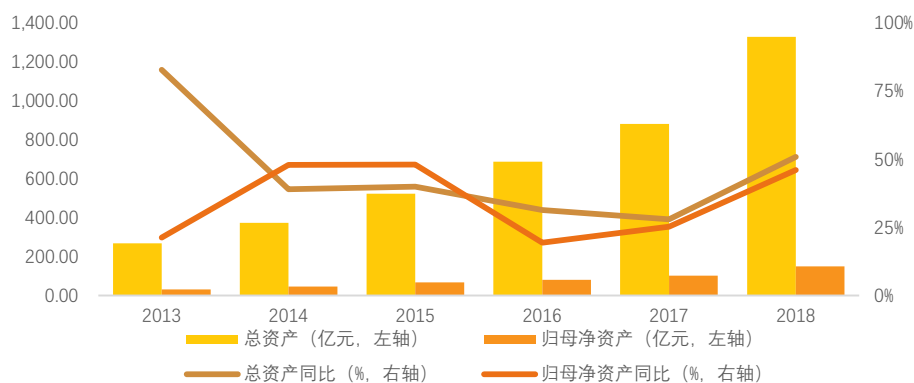
图 14: 2013-2018年, 中航租赁营业收入及净利润情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所



图 15：2013-2018 年，中航租赁总资产及归母净资产情况



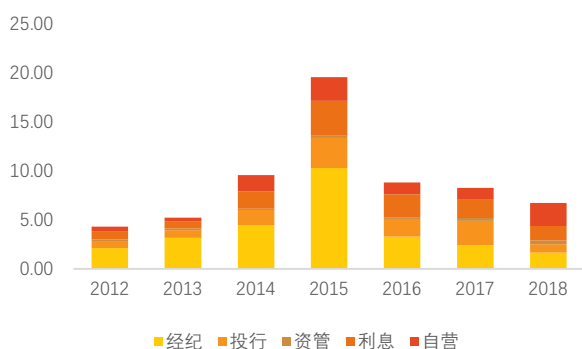
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

**航空租赁+产业融合背景，绝对优势显著。**一方面，中航租赁积极推动各类国产飞机在国内航空领域的普及和市场化运营，是国内唯一一家从事国产民用客机租赁业务的租赁公司，目前已实现新舟 60 客机的国内商业飞行。另一方面，公司依托中航工业集团强大的航空产业背景，航空租赁业务逐渐向国际主流机型发展，完成了在境外、保税区、自贸区飞机租赁平台的搭建。

### 2.3. 中航证券：增资扩展业务，盈利增长可期

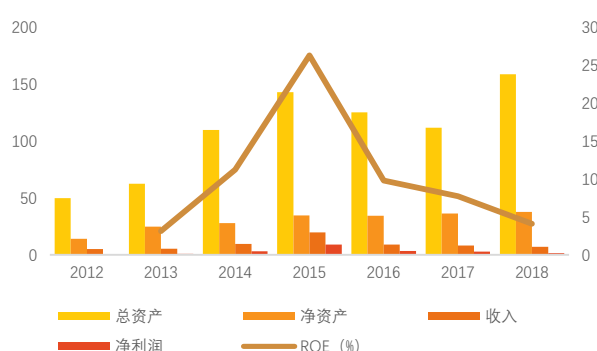
2018 年，中航证券实现收入 8.45 亿元，同比-12.19%；实现营业利润 1.99 亿元，同比-44.08%，降幅较大。根据中航证券未审计财务报告披露的收入结构，经纪业务收入 1.68 亿元，占比 23.51%；投行收入 0.83 亿元，占比 11.61%；资管收入 0.41 亿元，占比 5.76%；利息收入 1.46 亿元，占比 20.41%；自营收入 2.37 亿元，占比 33.14%。2018 年 12 月 13 日，公司发布公告，中航资本及全资子公司中航投资拟以自有资金同比例向中航资本全资子公司中航证券增资 30 亿元。随着中航证券本金的增强，业务实力将有所提升。

图 16：中航证券的收入结构（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 17：中航证券总资产、净资产（亿元）及 ROE (%)

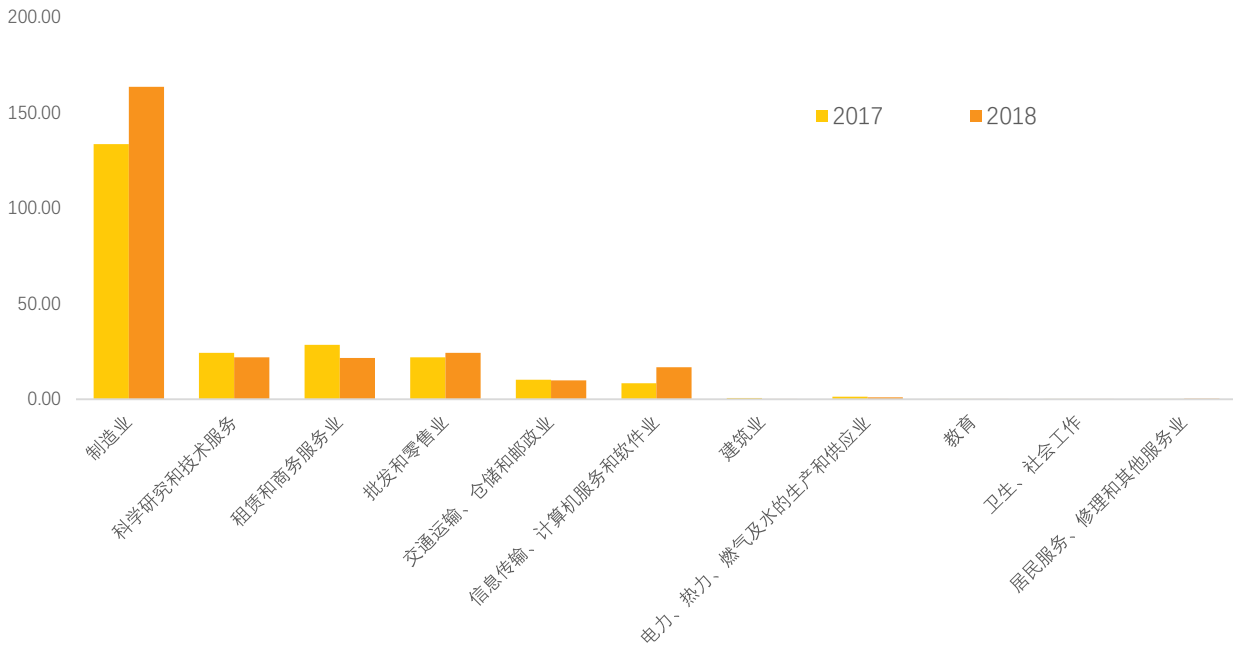


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 中航财务：利润提高，强化资金集中管理

中航财务主要通过为集团成员单位提供财务管理及多元化金融服务，加强航空工业资金集中管理和提高集团资金使用效率。中航财务主要经营吸收存款、信贷业务、票据业务、金融同业业务以及投资业务。

图 18：中航财务贷款（亿元）的客户类型分布



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

**强化资金集中管理，提高运营利润。**中航财务 2018 年实现收入 13.9 亿元，同比+25.7%，实现净利润 7.9 亿元，同比+17.6%。其中，金融类企业的往来净收入为 12.1 亿元，同比+141.2%，对应存放中央银行款项为 166 亿元，同比+292%；存放同业款项 558 亿元，同比+11.4%，集团内部协同更明显。目前，公司贷款业务的客户主要集中于制造业。2018 年，公司制造业贷款业务规模为 163.54 亿元，占贷款总额的比重高达 62.94%，规模同比增长 22.41%。

## 3. 产业投资：军民融合+产融结合，科创激发活力

在产业投资平台下，公司通过中航新兴（2012 年成立）、中航航空投资（2013 年成立）、航空工业基金，投资了一系列高新技术产业优质项目，依靠股东强大的军工背景、高新技术、产业资源和品牌优势，紧密围绕航空工业各产业链，积极开拓航空产业投资，聚焦战略新兴产业的发展，寻找中航系外部的增长点。

中航新兴方面，主要投资战略性新兴产业发展方向，如新材料、新技术、新能源领域等。中航航空方面，主要寻找航空产业新的投资机会。2018 年中航投资引入战略投资者，资源和资金实力进一步强大。公司主要关注航空产业发展所带来的投资机会，投资于以技术领先的优质成长性企业和项目，并且坚持价值投资策略。公司主要选择具有投资、做市、挂牌、上市、并购重组等全产业链资本服务价值的项目，以促进产业与资本的融合。

根据中航资本的战略规划，不同类型的项目在退出方式及退出周期方面存在一定的差异。具体来说：（1）上市公司项目以二级市场减持为主，大股东回购为保障；（2）航空产业项目以股权溢价转让及大股东回购为主；（3）新兴产业等项目根据发展进度和资本市场情况，不排除通过科创板等资本市场实现退出。

近年来，公司不断发展私募基金业务，参与设立多个产业基金，构建了多层次资产管理体系。军工首推军民融合，在军民融合上升为国家战略的历史契机下，中航资本是挖掘军民融合产业投资机会的重要标的。

## 4. 估值与建议

### 4.1. 盈利预测

我们预计，2019E、2020E、2021E 的营业收入分别为 178.10 亿元、223.54 亿元、288.34 亿元，归母净利润分别为 55.91 亿元、67.82 亿元、85.81 亿元，同比+76.61%、+21.30%、+26.63%，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.76 元、0.96 元。

中航资本 2019 年净利润的提升将主要来源于中航信托及中航租赁。中航信托预计 2019 年营业收入将达到 37.42 亿元，净利润为 19.41 亿元，增长主要源于管理信托资产规模的提升以及主动管理规模占比的提升。中航租赁 2019 年营业收入将达到 93.13 亿元，净利润为 17.19 亿元，增长主要来源于增资之后业务规模的扩大。此外，我们预计中航证券营业收入将达到 13.51 亿元，净利润为 2.09 亿元，增长主要来源于增资的完成和 2019 年资本市场回暖的宏观环境。预计中航财务 2019、2020、2021 年净利润分别为 11.08 亿元、13.44 亿元、17.01 亿元。

我们对收入做拆分，并假设如下：

表 2：主营业务收入预测

单位：百万	2017	2017 增速	2018	2018 增速	2019E	2019 增速假 设	2020E	2020 增 速假设	2021E	2021 增 速假设
营业总收入	10950.86	25.19%	13867.03	26.63%	17809.57	-	22354.27	-	28834.17	-
租赁公司	5542.56	34.71%	7164.06	29.26%	9313.27	30%	12107.26	30%	16950.16	40%
信托公司	2740.64	23.91%	2993.75	21.59%	3742.19	25%	4490.63	20%	5164.22	15%
证券公司	962.35	-8.93%	844.70	-12.22%	1351.53	60%	1756.98	30%	2108.38	20%
财务公司	1577.06	13.80%	2338.05	48.25%	2805.66	20%	3366.79	20%	4040.15	20%
期货公司	55.57	12.45%	40.24	-27.59%	44.26	10%	47.81	8%	50.20	5%
其他业务收入	332.38	399.88%	638.46	155.35%	702.31	10%	772.54	10%	849.79	10%
分部间抵销	259.68	33.86%	203.89	-21.49%	203.89	-	203.89	-	203.89	-
归母净利润	2783.61	-	3165.97	-	5591.31	-	6782.27	-	8581.33	-
租赁公司	1021.56	-	1636	-	1719.01	-	2085.16	-	2638.27	-
信托公司	1629.00	-	1848.30	-	1940.80	-	2354.20	-	2978.67	-
证券公司	272.07	-	151.12	-	208.64	-	253.08	-	320.22	-
财务公司	893.23	-	1054.41	-	1108.17	-	1344.21	-	1700.77	-

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 估值

我们对中航资本旗下各子公司按照如下方式进行估值：

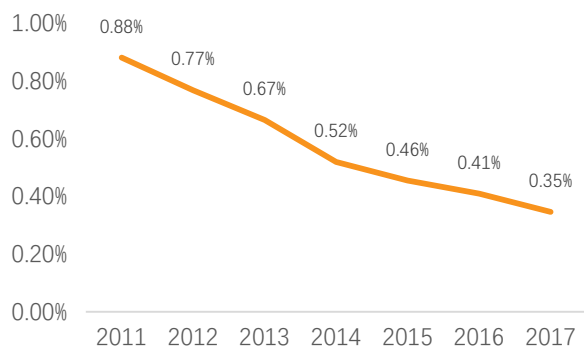
### 1、信托公司

信托公司估值为信托业务和固有业务估值的综合，对其拆分，并进行分部估值。

#### 信托业务：P/AUM 法

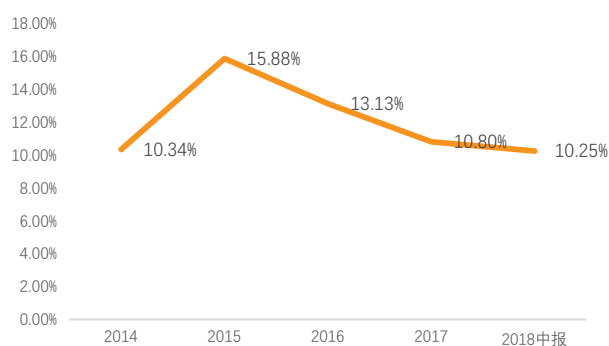
信托业务的收入与资产管理规模呈正相关。其盈利能力可以通过信托报酬率衡量，信托行业报酬率近年来呈下降趋势。分析惠理集团（亚洲最大的独立资产管理公司之一，主要从事公募基金管理业务）的 P/AUM 值可知，2014-2017 期间，市值与管理资产规模的比值基本处于 10%-16%之间波动。基于审慎原则，我们将 P/AUM 倍数设为 10%。

图 19：信托报酬率（行业平均数）



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

图 20：惠理集团 P/AUM



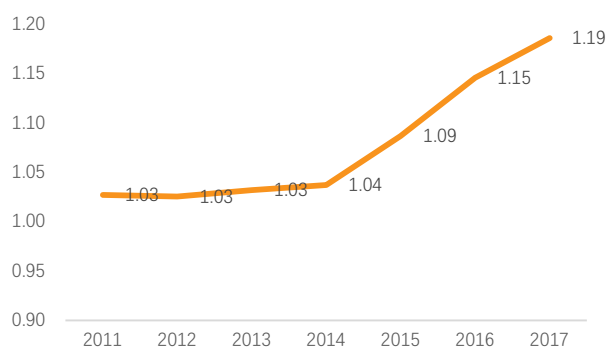
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

#### 固有业务：PB 法

信托业务具有表外属性，实质是资管业务，我们采用 P/AUM（市值/资产管理规模估值法）。而固有业务实质是自营业务，投资能力受自有资金限制较大，采用 PB 估值法。

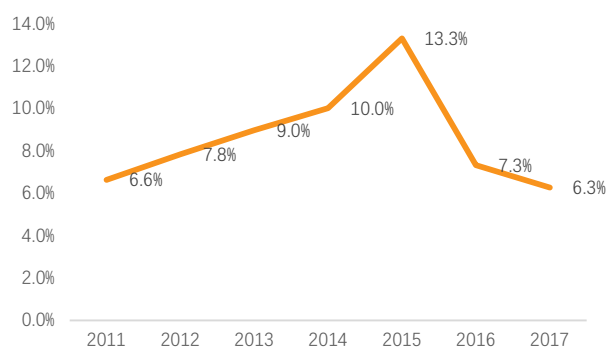
信托行业固有资产杠杆率（=固有资产/净资产）2015-2017 年平均杠杆率水平为 1.14。远低于证券或其他金融行业。随着未来行业转型及主动管理能力增强，杠杆率有望提高，但增速预计较为缓慢。我们估计未来三年固有业务杠杆率介乎于 1.2-1.5 倍。近年来固有业务的收益率维持在 6%-10%左右。总体来看，2011-2017 年信托行业固有业务投资收益率基本在 6%-14%区间。综合考虑，我们用 1.48 倍 PB 估计固有业务部分。

图 21: 信托行业固有业务杠杆率



资料来源: 信托业协会, Wind, 天风证券研究所

图 22: 信托行业固有业务投资收益率



资料来源: 信托业协会, Wind, 天风证券研究所

表 3: 中航信托估值

	资产管理规模 (亿元)	P/AUM	信托业务估值	固有资产规模 (亿元)	PB	固有业务估值	中航信托估值	持股比例	归属估值	股本 (亿股)	每股归属估值
中航信托	6326.99	10.00%	632.70	153.81	1.48	227.64	860.33	82.73%	711.75	89.76	7.93

资料来源: 信托业协会, Wind, 天风证券研究所

## 2、中航租赁、中航证券、中航财务等其他业务

对于租赁、证券、财务公司等其他业务, 采用 PB 估值法。截至 2019 年 3 月 15 日, 融资租赁行业平均 P/B 倍数为 0.97 倍, 考虑到中航租赁强大的军工背景及其业务优势, 我们认为给予 1.30 倍 PB 较为合适; 证券行业平均 P/B 倍数为 2.24 倍, 考虑到中航证券的行业地位及其增资计划, 我们认为给予 2.00 倍 PB 较为合适。

中航财务主要为集团成员单位提供财务管理及多元化金融服务, 主要经营吸收存款、信贷业务、票据业务、金融同业业务以及投资业务, 由于 A 股市场上相似的可比公司较难寻找, 我们参考了贷款类公司的 PB 估值情况, 认为给予 1.00 倍 PB 较为合适。

由此, 我们对加总后的分部估值相加给予 25%的折价, 对应目标价 8.68 元, 较最新收盘价有 56.06%涨幅空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 中航资本估值

	净资产	P/B	估值	持股比例	归属估值	每股
中航租赁	149.99	1.30	194.99	99.87%	194.74	2.17
中航财务	37.55	1.00	37.55	44.50%	16.71	0.19
中航证券	57.52	2.00	115.04	100.00%	115.04	1.28
中航信托						7.93
中航资本 (25%折价)						8.68

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 风险提示

### 市场与经营风险

公司下属中航证券经营业绩与证券市场行情程度及行业的竞争程度紧密相关。我国证券行业景气程度受国民经济发展速度、宏观经济政策、利率和投资心理等诸多因素影响，存在一定的不确定性。经过近三十年的发展，我国证券行业竞争日益激烈。因此，中航证券存在因证券市场波动而导致收入和利润不稳定的风险。

公司下属中航信托面临信托行业发展增速放缓的风险。信托行业自 2007 年至今经过多年的快速增长后，受到弱经济周期和强市场竞争对信托业的冲击影响，信托资产规模增长速度明显放缓。

公司下属中航租赁面临租赁行业竞争日益激烈的风险。银行系金融租赁公司在资本规模、融资渠道、资金成本等方面，具有绝对优势。随着股份制银行和中小商业银行的租赁公司相继成立，中航租赁面临的竞争日益激烈。

公司下属中航财务属于财务公司，受《企业集团财务公司管理办法》等法规的限制，经营范围较为有限、资金来源比较单一，可能影响中航财务进一步开拓与发展经营业务。

### 财务风险

在具体的业务经营中，可能发生投资规模过大、长期投资权重过高、证券公司投行业务大额包销等，如果不能及时获得足额融资款项，将会给公司带来流动性风险。

### 管理风险

财务性股权投资是公司的重要业务之一。在投资管理运作过程中，由于具体操作人的投资策略失误、决策程序不当或管理水平不高等因素的影响，投资收益也将产生波动，进而造成公司业绩的波动。

## 财务预测摘要

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	90,410.09	83,977.92	241,972.81	321,136.04	427,724.56	营业收入	10950.86	13867.03	17809.57	22354.27	28834.17
应收账款	248.30	463.71	450.74	697.06	783.45	营业成本	2644.33	4089.54	5342.87	6706.28	8650.25
预付账款	50.60	55.53	60.52	65.09	70.97	营业税金及附加	82.30	97.70	356.19	447.09	576.68
存货	19.81	10.01	69.82	16.22	109.37	营业费用	1510.28	1639.38	2699.93	3082.98	3976.66
其他	54,296.24	78,986.96	63,264.66	67,431.79	69,964.69	管理费用	1059.79	1188.37	1100.04	1035.34	1310.23
流动资产合计	145,025.04	163,494.13	305,818.54	389,346.20	498,653.05	财务费用	111.88	867.10	467.20	753.00	996.50
长期股权投资	474.40	2,812.64	2,812.64	2,812.64	2,812.64	资产减值损失	679.02	913.29	3.00	531.77	482.69
固定资产	6,039.93	8,148.82	8,390.70	8,386.70	8,235.06	公允价值变动收益	20.59	-20.58	4.75	-3.17	0.53
在建工程	1,076.20	1,430.64	858.75	515.73	309.74	投资净收益	705.21	1670.90	1669.22	1668.56	1669.40
无形资产	51.80	51.74	39.31	26.89	14.46	其他	-521.25	-1898.72	-3347.93	-3330.79	-3339.86
其他	81,778.85	124,364.95	123,811.55	124,381.03	124,177.07	<b>营业利润</b>	4658.70	5320.05	9514.30	11463.20	14511.09
非流动资产合计	89,421.18	136,808.80	135,912.95	136,122.99	135,548.96	营业外收入	13.42	25.24	69.62	69.62	69.62
资产总计	234,446.23	300,302.93	441,731.49	525,469.19	634,202.01	营业外支出	11.53	13.15	33.99	19.56	22.23
短期借款	20,160.64	34,130.98	43,170.97	52,173.32	62,173.32	<b>利润总额</b>	4660.59	5332.14	9549.93	11513.26	14558.48
应付账款	199.98	598.79	440.10	863.90	818.10	所得税	1163.48	1393.08	2495.02	3007.97	3803.56
其他	13,868,508.73	13,630,574.05	24,010,853.00	30,352,103.07	38,012,261.91	<b>净利润</b>	3497.11	3939.06	7054.90	8505.30	10754.91
流动负债合计	160,277.05	174,602.74	281,594.57	337,576.86	407,514.65	少数股东损益	713.50	773.10	1463.59	1723.03	2173.58
长期借款	25,469.58	40,123.37	49,123.37	57,123.37	64,113.37	<b>归属于母公司净利润</b>	2783.61	3165.96	5591.31	6782.27	8581.33
应付债券	2,490.37	18,089.70	29,089.70	33,089.70	47,089.70	<b>每股收益 (元)</b>	0.31	0.35	0.62	0.76	0.96
其他	18,164.85	26,012.10	34,012.19	42,012.24	50,011.24						
非流动负债合计	46,124.80	84,225.16	112,225.25	132,225.30	161,214.30						
负债合计	206,401.85	258,827.90	393,819.82	469,802.17	568,728.95	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	4,780.94	13,765.55	15,229.15	16,952.17	19,125.76	<b>成长能力</b>					
股本	8,976.33	8,976.33	8,976.33	8,976.33	8,976.33	营业收入	25.19%	26.63%	28.43%	25.52%	28.99%
资本公积	3,962.75	6,250.77	6,250.77	6,250.77	6,250.77	营业利润	20.40%	14.20%	78.84%	20.48%	26.59%
留存收益	6,793.83	8,884.00	13,857.05	19,889.37	27,521.82	归属于母公司净利润	19.77%	13.74%	76.61%	21.30%	26.53%
其他	3,530.53	3,598.38	3,598.38	3,598.38	3,598.38	<b>获利能力</b>					
股东权益合计	28,044.38	41,475.03	47,911.67	55,667.02	65,473.05	毛利率	75.85%	70.51%	70.00%	70.00%	70.00%
负债和股东权益总计	234,446.23	300,302.93	441,731.49	525,469.19	634,202.01	净利率	25.42%	22.83%	31.39%	30.34%	29.76%
						ROE	11.97%	11.43%	17.11%	17.52%	18.52%
						ROIC	-4.86%	-3.63%	-5.64%	-7.16%	-9.01%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	88.04%	86.19%	83.75%	81.92%	79.65%
						净负债率	151.79%	136.93%	143.93%	86.59%	64.06%
						流动比率	0.90	0.94	0.97	1.04	1.12
						速动比率	0.90	0.94	0.97	1.04	1.12
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	48.24	38.95	38.95	38.95	38.95
						存货周转率	509.45	930.10	446.20	519.61	459.17
						总资产周转率	0.06	0.05	0.05	0.06	0.08
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.31	0.35	0.62	0.76	0.96
						每股经营现金流	27.78	-43.42	-1.14	8.39	11.73
						每股净资产	25.92	30.87	3.64	4.31	5.16
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	18.77	16.50	9.34	7.70	6.09
						市净率	0.22	0.19	1.60	1.35	1.13
						EV/EBITDA	-15.40	-13.56	-10.01	-8.91	-7.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com