

2019年05月05日

证券研究报告·公司研究报告

中航资本 (600705) 非银金融

买入 (首次)

当前价: 5.78 元

目标价: 7.31 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 稀缺金控标杆，改革释放业绩动力

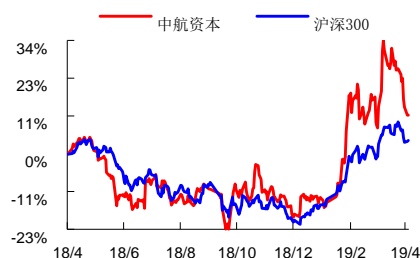
### 投资要点

- **推荐逻辑:** 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。公司近年来先后通过实施员工持股计划、引入战略投资者，参与创立军民产业融合基金等一系列资本活动来提升市场化运营效率，打造“军工+金融”的产融结合标杆企业，实现经营业绩的稳健增长。
- **租赁、信托业务贡献最多，内生增长动力十足。** 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 2018 年租赁资产同比增长超 70%，规模首次逼近 800 亿元，跻身行业前十。中航信托业务结构均衡，行业排名居前，主动管理能力较强，集合类产品占比超过 50%。2018 年受资管新规影响，信托资产规模小幅滑坡至 6327 亿元，但主动管理型产品占比较高使公司信托业绩保持平稳。未来随着监管节奏边际趋缓，中航信托资产规模和业绩有望双双企稳回升。
- **证券板块拟获增资扩充实力，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。但此前资本实力较弱，极大的限制了业务的拓展速度。公司于 2018 年底发布公告拟以自有资金向中航证券增资 30 亿元，预计增资完成后将显著提升证券板块的资本实力和市场竞争力，为公司业绩增长提供强力支撑。中航财务公司 2018 受监管政策影响，对贷款减值准备的计提比例上调抬高了营业成本，拖累业绩增长。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。** 作为稀缺的央企上市金控平台，中航资本旗下各金融板块业绩增长稳健，协同效应明显。未来随着产融结合深入和市场化改革步伐加快，公司业绩有望步入快车道。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.41 元、0.47 元、0.57 元，未来三年归母净利润将保持 17% 的复合增长率。按照分部估值法测算公司总市值将达到 656.2 亿元，对应目标价 7.31 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 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。

### 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

### 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)	89.76
52 周内股价区间(元)	4.04-6.94
总市值(亿元)	518.83
总资产(亿元)	3,155.37
每股净资产(元)	3.22

### 相关研究

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13867.03	16680.61	19760.14	23557.44
增长率	25.19%	26.63%	20.29%	18.46%
归属母公司净利润 (百万元)	3165.96	3662.82	4182.52	5127.98
增长率	13.74%	15.69%	14.19%	22.60%
每股收益 EPS (元)	0.35	0.41	0.47	0.57
净资产收益率 ROE	9.50%	9.39%	9.68%	10.44%
PE	16	10	8	10
PB	1.87	1.70	1.54	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司概况：背靠中航集团，业务多元的金控平台</b>	<b>1</b>
<b>2 资本运作：多措并举激活经营效率</b>	<b>4</b>
2.1 员工持股计划完成，公司步入增长快车道	4
2.2 联合军工系资本，牵头军民融合产业基金	4
2.3 引入战略投资者优化公司综合金融平台布局	5
<b>3 公司分析——信托租赁内生增长，证券公司前景可期</b>	<b>6</b>
3.1 中航租赁——市场竞争优势稳固，增资扩充资本实力	6
3.2 中航信托——增资补充资本实力，盈利能力持续提升	8
3.3 中航证券——增资补充资本，业绩提升可期	9
3.4 财务公司——以量补价，拓展渠道增收益	10
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>11</b>
4.1 主营业务盈利预测	11
4.2 分部估值法	12
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>

## 图 目 录

图 1: 中航资本股权结构 .....	2
图 2: 公司 2018 年主营业务收入结构 .....	2
图 3: 公司 2018 年主要业务归母净利润结构 .....	2
图 4: 公司 2014 年以来营业收入及增速 (单位: 亿元) .....	3
图 5: 公司 2014 年以来归母净利润及增速 (单位: 亿元) .....	3
图 6: 公司 2015 年以来分项业务营业收入 (单位: 万元) .....	3
图 7: 公司 2015 年以来分项业务净利润 (单位: 万元) .....	3
图 8: 惠华基金管理公司股权结构 .....	5
图 9: 中航租赁的飞机租赁主营对象 .....	6
图 10: 中航租赁的船舶租赁主营对象 .....	6
图 11: 中航租赁的设备租赁主营对象 .....	7
图 12: 中航租赁业务流程图 .....	7
图 13: 中航国际租赁资产规模及增速 (单位: 亿元) .....	7
图 14: 中航国际租赁营业收入及增速 (单位: 亿元) .....	7
图 15: 中航信托的固有业务资产分布 .....	9
图 16: 中航信托的信托业务资产分布 .....	9
图 17: 中航信托资产规模及结构变化 (单位: 亿元) .....	9
图 18: 中航信托净利润及报酬率变化 (单位: 万元) .....	9
图 19: 中航证券资产规模变化情况 (单位: 亿元) .....	10
图 20: 中航证券营收及净利润变化情况 (单位: 亿元) .....	10
图 21: 中航财务资产规模变化情况 (单位: 亿元) .....	11
图 22: 中航财务营收及净利润变化情况 (单位: 亿元) .....	11

## 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 .....	4
表 4: 军民融合战略演变过程 .....	5
表 5: 引入战略投资者后中航投资股权结构 .....	5
表 6: 2017 年信托公司资产规模排名情况 (单位: 亿元) .....	8
表 7: 中航资本主营业务收入预测情况 (单位: 亿元) .....	11
表 8: 可比市值法下中航证券估值区间 (单位: 亿元) .....	12
表 9: 中航资本分拆业务估值情况 (单位: 亿元) .....	12
表 10: 上市金控平台公司估值对比情况 (单位: 亿元) .....	13
附表: 财务预测与估值 .....	14

## 1 公司概况：背靠中航集团，业务多元的金控平台

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 2018 年年末，公司资产总额 3003.02 亿元，归属于上市公司股东的净资产 277.09 亿元。

公司第一大股东为中国航空工业集团，持有公司 39.32% 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，市值规模达到 530 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	518.83
深交所	000768	中航飞机	438.28
深交所	000050	深天马 A	283.05
深交所	002179	中航光电	334.01
上交所	600038	中直股份	247.40
深交所	002013	中航机电	265.60
上交所	600372	中航电子	268.31
上交所	600862	中航高科	124.82
深交所	002419	天虹股份	167.08
上交所	600316	洪都航空	106.78
上交所	600760	中航沈飞	428.24
上交所	600765	中航重机	74.53
深交所	002190	*ST 集成	63.53
深交所	000043	中航善达	73.63
深交所	300114	中航电测	54.29
深交所	002163	中航三鑫	45.24
上交所	600973	宝胜股份	50.72
上交所	600523	贵航股份	54.82
深交所	000026	飞亚达 A	33.30

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**

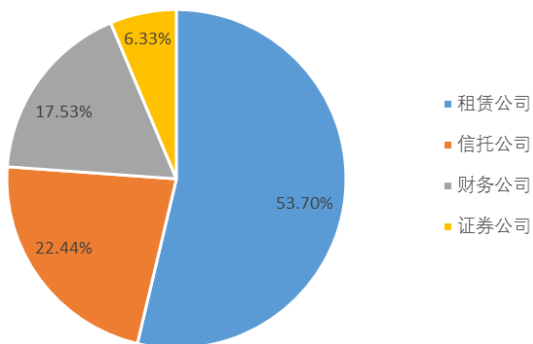

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2：中航资本旗下参控股公司股权变化情况**

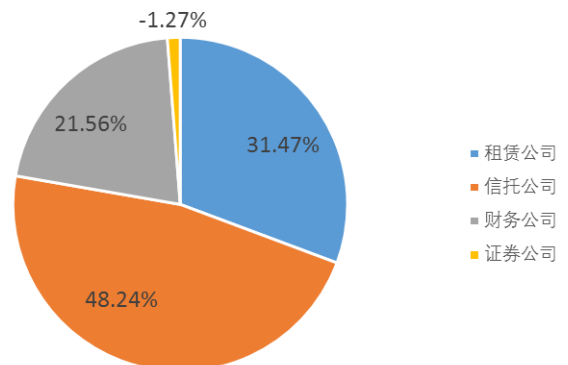
金融资产	2014	2015	2016	2017	2018
中航信托	63.18%	80.00%	80.00%	82.73%	82.73%
中航证券	71.71%	100.00%	100.00%	71.71%	100.00%
中航财务	44.50%	44.50%	44.50%	44.50%	44.50%
中航租赁	65.80%	97.51%	97.93%	48.76%	48.94%
中航期货	87.17%	89.04%	82.42%	82.42%	82.42%

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 53.7%；信托业务和财务公司分别占比达到 22.4%和 17.5%；证券业务相对较小，占比仅 6.3%。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 48.2%；其次是租赁业务，净利润占比为 31.5%；财务公司利润贡献占比为 21.6%，证券业务由于受市场环境等因素的影响较大，在 2018 年出现亏损，贡献占比为-1.27%。

**图 2：公司 2018 年主营业务收入结构**


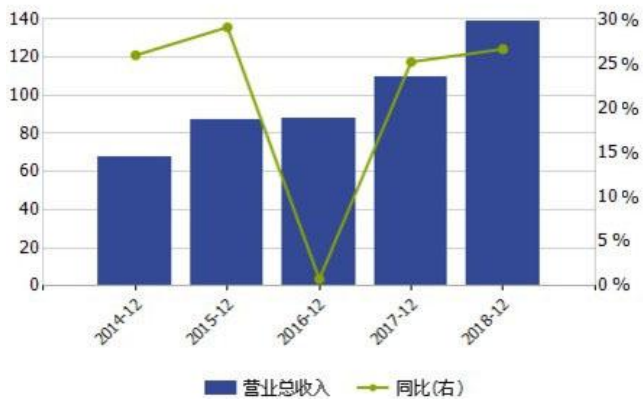
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：公司 2018 年主要业务归母净利润结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

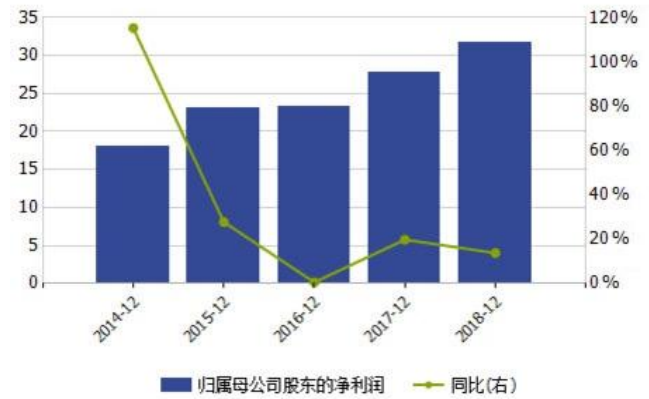
**公司业绩状况：**公司在完成资产重组后整体经营业绩稳健，最近五年内除 2016 年受市场行情波动影响业绩外，其余年份的营业收入均保持了 25% 左右的快速增长，归母净利润虽然波动幅度较大，但是也基本保持了两位数的增速，表明公司具有较强的盈利能力。2018 年年报数据显示，报告期内公司实现营业总收入 138.7 亿元，同比增长 26.6%；归母净利润 31.7 亿元，同比增长 13.7%，维持较好的增长态势。

图 4：公司 2014 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

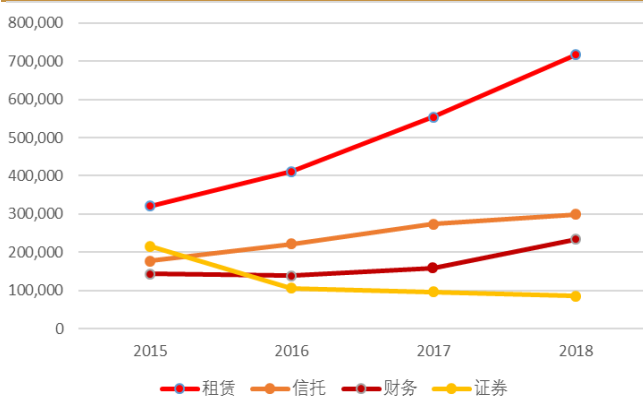
图 5：公司 2014 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

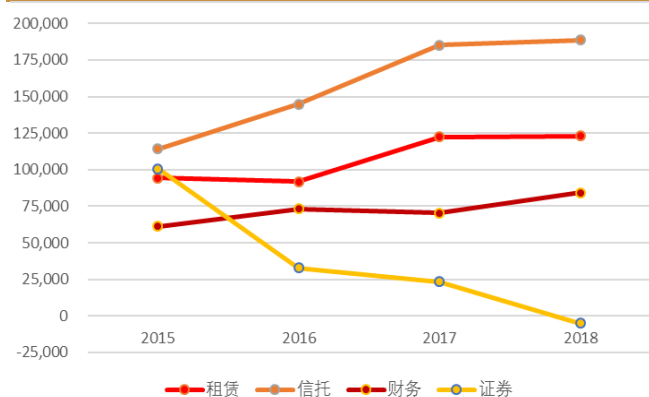
公司经营业绩稳中有进的同时，存在着各业务板块间发展不均衡的情况。其中，利润占比较高的中航租赁和中航信托在 2018 年业务规模进一步扩张，利润贡献持续增长；中航财务公司经营状况较 2017 年也有显著改善；而中航证券受到资本市场景气度及金融业务息差收窄的影响，经营业绩有所下降。2018 年年报数据显示，中航租赁实现营业收入 71.64 亿元，同比增长 29.26%；中航信托继续保持业务高速扩张的良好态势，实现营业收入 29.94 亿元，同比增长 9.24%；中航财务复苏势头明显，实现营业收入 23.38 亿元，同比增长 48.25%；中航证券实现营业收入 8.45 亿元，同比下滑 5.87%。

图 6：公司 2015 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 2015 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

作为央企金控平台，中航资本近年来在资本市场上的运作频繁，先后通过了员工持股计划，参与设立军民融合产业基金以及引入战略投资者等各种形式来补充运营资本，提升公司市场化运营效率。在一系列的资本运作催化下，公司上至管理层，下至子公司都展现出了强劲的发展动力，为公司持续长久的稳健增长奠定了基础。

### 2.1 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 2017 年 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，相对当前股价来说具有极高的安全边际。

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

### 2.2 联合军工系资本，牵头军民融合产业基金

近年来，随着军民产业融合上升到国家发展战略，军民科技协同创新加速推进，“军转民”、“民参军”步伐加快，一批军民融合产业基金先后兴起。中航资本与中电科投资、核建设资本、大盈投资、启迪创投共同发起设立惠华基金管理公司。其中，中航资本出资 6000 万元，占基金管理公司 51.28% 股权。

惠华基金是国家军民融合产业投资基金的管理人，其目标总规模为 1500 亿，首期规模为 500 亿。在未来，该基金还有可能会继续以增资方式引入新股东，进一步增强股东实力。惠华基金的成立能有效地促进社会资本支持军民融合发展。一方面，惠华基金可以吸收社会资金，满足军民融合企业的融资需求，促进军民融合发展。另一方面，这对于中航资本在军工产业方面的布局也具有重大意义，能够有效扩展公司的盈利方式和行业地位。最后，中航资本大股东航空工业是航空国防领域大型军工集团，业务领域覆盖军用航空、民用航空和非航等众多领域。其他发起人也涉及多个军工和科技领域，覆盖行业较多，专业化实力雄厚，

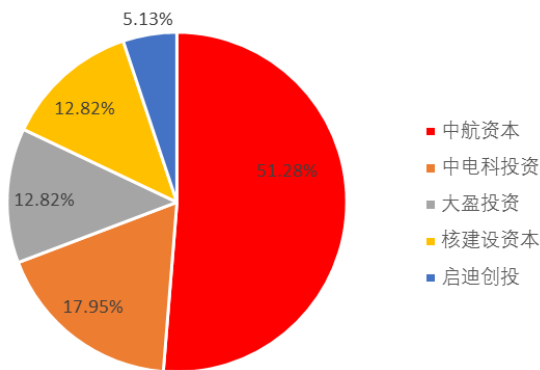
未来投资盈利空间广阔。中电科投资隶属中国电子科技集团、核建设资本隶属中国核工业集团、启迪创投隶属清华大学，这些发起人均属于大型央企或科研院校，在电子科技、军工、制造业等方面都有非常丰富的经验，这对于基金获取优异的项目资源是很有帮助的。

**表 4：军民融合战略演变过程**

会议名称	相关政策
十八大 (2012.11)	提出“坚持走中国特色军民融合式发展路子，坚持富国与强军相统一”的战略。
十八届三中全会 (2013.11)	把进一步推动军民融合深度发展作为深化国防和军队改革的三大任务之一，把健全国防工业体系作为军民融合深度发展的重要内容。
十二届全国人大三次会议 (2015.3)	把军民融合发展上升为国家战略，推进国防科技工业军民融合深度发展。

数据来源：政府官网、西南证券整理

**图 8：惠华基金管理公司股权结构**



数据来源：公司公告、西南证券整理

## 2.3 引入战略投资者优化公司综合金融平台布局

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。

为解决旗下金融板块业务发展过程中的资金需求，公司在 2018 年 11 月份发布旗下子公司中航投资增资扩股暨引入战略投资者的公告，并在 2019 年 3 月签订了补充协议，共计引入 5 家战略投资者，增资总金额达到 95 亿元。

在本次引入战略投资者完成后，公司下属子公司的发展资金得到了很大的补充，有利于更好地贯彻军民融合战略，把握好军民融合产业投资机会。同时，公司也可以通过和战略投资者的业务协同进一步释放产能，业务规模或将迎来大幅提升，从而带动业绩取得较快增长。

**表 5：引入战略投资者后中航投资股权结构**

序号	名称	持有注册资本金额 (万元)	出资比例 (%)
1	中航资本控股股份有限公司	884310.00	73.56
2	中国人寿保险股份有限公司	200742.75	16.70
3	国同新航 (苏州) 产业投资基金合伙企业 (有限合伙)	50185.69	4.17



序号	名称	持有注册资本金额 (万元)	出资比例 (%)
4	上海国际集团有限公司	33457.12	2.78
5	上海上国投资产管理有限公司	16728.56	1.39
6	上海国企改革发展股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	16728.56	1.39
	合计	1202152.68	100

数据来源：公司公告、西南证券整理

### 3 公司分析——信托租赁内生增长，证券公司前景可期

#### 3.1 中航租赁——市场竞争优势稳固，增资扩充资本实力

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，是经商务部、国家税务总局批准的国内首批内资融资租赁企业，也是国内目前唯一一家中央企业投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司。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。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9：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10：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

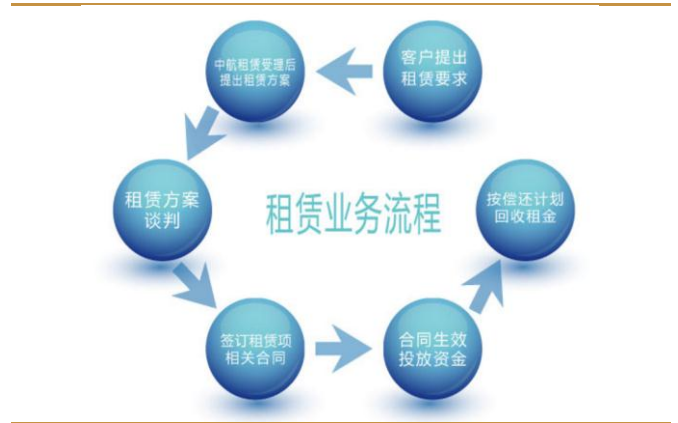
**大型设备租赁业务**，中航租赁设备租赁业务主要服务集团相关企业的技术改造升级，同时以市场化的光伏设备、机床大型机加工设备、医疗器械、工程机械、印刷设备为突破口，在各大行业的租赁业务板块的迅速成长，已成为公司的支柱业务之一。

图 11：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

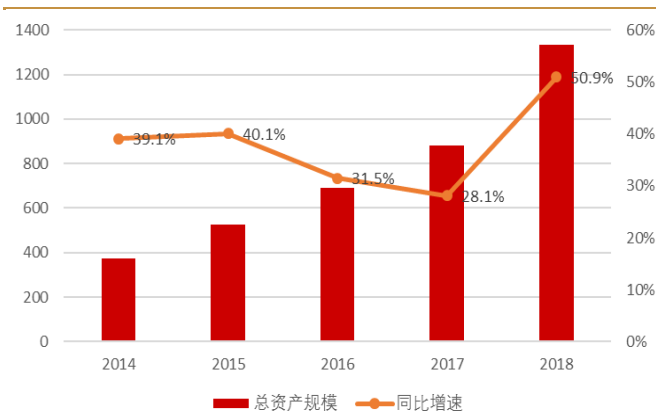
图 12：中航租赁业务流程图



数据来源：公司公告，西南证券整理

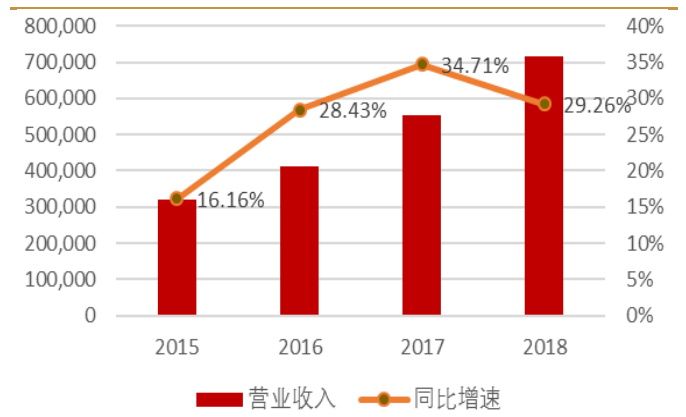
公司 2018 年发展势头良好，全年租赁资产规模已经突破 700 亿，稳居行业前十位，净利润达到 12.6 亿，同比增长 23.4%。在公司租赁资产中，融资租赁的规模较大，占比超过 90%；经营性租赁规模较小，且经营性租赁全部为飞机租赁，标的主要包括空客和波音公司的干线飞机，客户合作关系较为密切。

图 13：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 14：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

**频繁增资扩充资本实力。**2016 年，公司曾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，公司继续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。在 2018 年 8 月份，公司继续出台增资扩股计划，拟由中航资本和中航投资分别出资 25 亿元，由航空工业西安飞机工业集团出资 1.28 亿元，合计 51.28 亿元注资到中航租赁。目前，该增资计划仍在稳步推进当中。预计增资完成后，有助于进一步扩大中航租赁业务规模、提升中航租赁市场竞争力、加强其抗风险能力。

### 3.2 中航信托——增资补充资本实力，盈利能力持续提升

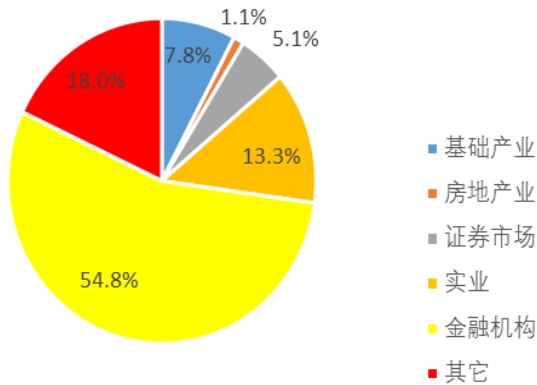
中航信托股份有限公司是中航投资子公司，成立于2009年12月，主要从事资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托和其他财产或财产权信托，注册资本40.22亿元人民币。截至2018年年末，中航信托总资产153.81亿元，净资产117.94亿元。根据信托业协会2017年公布的信托行业资产规模排名情况，中航信托以6577.67亿元的信托资产规模，在行业中排名第10位；2017年信托公司信托收入排名中，中航信托以26.44亿元的信托收入，在行业中排名第6位。

表 6：2017 年信托公司资产规模排名情况（单位：亿元）

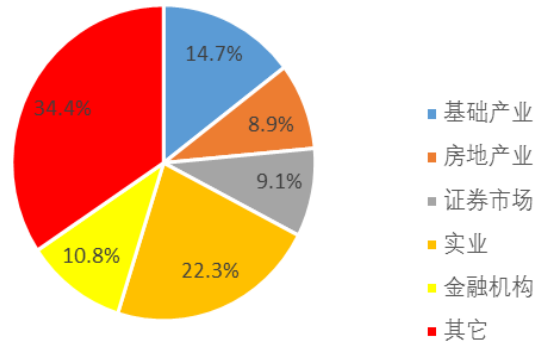
信托公司	信托资产余额	排名	年度新增信托资产	排名
中信信托	19867	1	10751	2
建信信托	14096	2	2556	19
华润信托	13469	3	8622	3
华能信托	10102	4	11425	1
交银信托	9656	5	4693	5
兴业信托	9321	6	4364	8
上海信托	9123	7	3521	12
渤海信托	7549	8	7477	4
中融信托	6699	9	1756	33
中航信托	6577	10	3620	11
平安信托	6527	11	1908	29
长安信托	6014	12	3730	10
华宝信托	5955	13	966	51
江苏信托	5511	14	1482	38
国民信托	5219	15	4496	7

数据来源：WIND、西南证券整理

中航信托公司主要开展业务分为信托业务和固有业务两部分。其中，信托资产占比超过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。

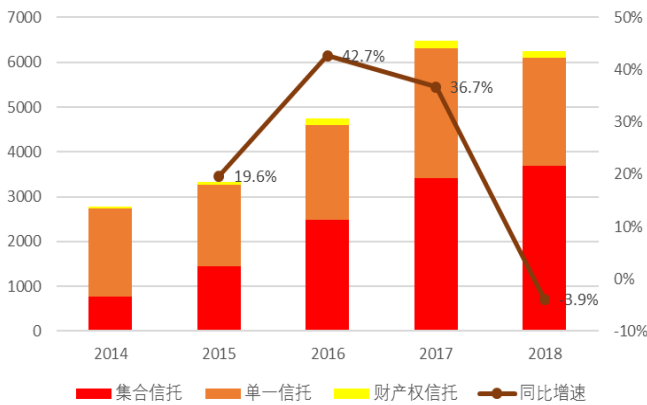
**图 15: 中航信托的固有业务资产分布**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

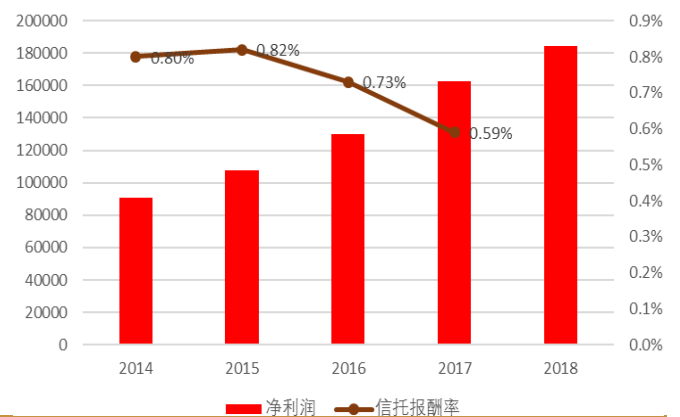
**图 16: 中航信托的信托业务资产分布**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

中航信托 2018 年发展势头良好, 信托规模和净利润增长较快。公司 2018 年年末信托资产规模达到 6327 亿元, 2019 年有望持续扩大规模。信托规模的持续扩张拉动了净利润稳定增长。截止 2018 年年末, 公司实现净利润 18.48 亿元, 在同行业中排名第 10, 较 2017 年提升了 1 名。

**图 17: 中航信托资产规模及结构变化 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 18: 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 2018 年年末, 公司集合信托占比 58%, 且这一比例将进一步提高, 未来将有望达到 60%。2014-2018 年, 集合信托资产规模占比分别为 27.59%、43.42%、52.33%、52.73%, 有逐年上升的趋势, 其中在 2015 年提升得最快, 超过了 15%; 相比之下, 单一信托资产规模占比则是逐年下降, 2014-2018 年单一信托占比分别为 70.70%、55.04%、44.52%、44.48%。由此可见, 中航信托的主动管理能力在逐年提升。

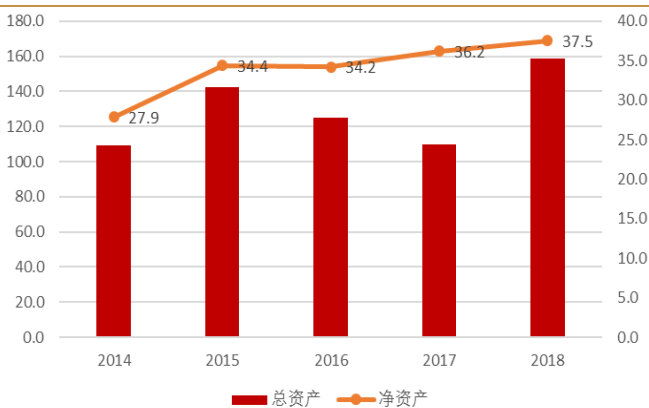
### 3.3 中航证券——增资补充资本, 业绩提升可期

证券行业作为与资本市场息息相关的周期性行业, 其业绩表现与市场行情和活跃程度挂钩。中航证券是中航资本及中航投资子公司, 成立于 2002 年 10 月, 注册资本 19.85 亿元。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 2018 年年末, 中航证券总资产 158.60 亿元人民币, 净资产 37.55 亿元。

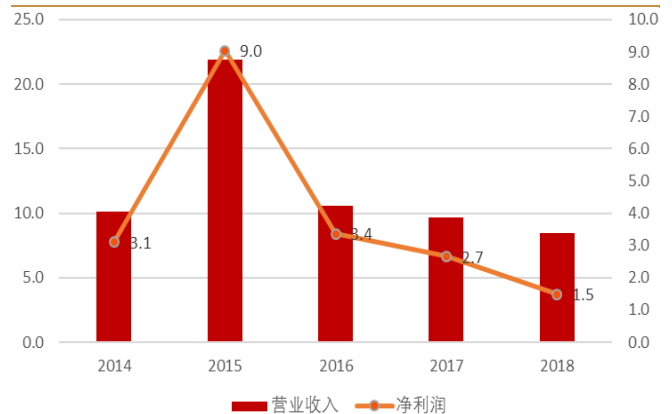


证券公司作为资本密集型行业，资本金实力是市场竞争力的核心之一。过去中航证券受制于资本金瓶颈约束，盈利能力和市场份额与租赁、信托两大板块相比存在差距。为此，中航资本在 2018 年底发布公告拟以自有资金增资 30 亿元至中航证券，用以扩充其资本实力，提升中航证券的市场竞争力。截至 2019 年 1 月 11 日，中航资本及中航投资向中航证券增资的 30 亿元已全部到位。增资后，公司注册资本将由 19.85 亿元增至 36.34 亿元，其注册资本由原来的全国券商中的第 85 名上升到第 47 名，为公司提升业务拓展竞争力、实现转型升级奠定了基础。

从中航证券过去五年的业绩表现情况来看，与行业整体业绩基本保持一致。2018 年受市场行情震荡，成交量能萎缩以及监管政策趋严因素共同影响，中航证券实现营业收入 8.45 亿元，同比下滑 12.2%；实现了营业利润 1.99 亿元，同比下降 44.1%，均低于行业平均跌幅，展现了较强的业绩韧性。

**图 19：中航证券资产规模变化情况（单位：亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券研发中心

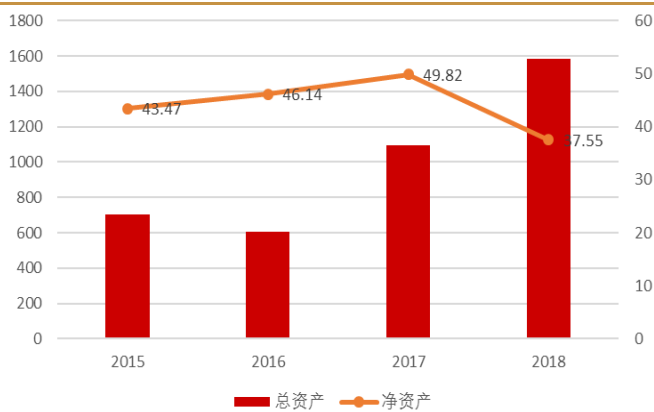
**图 20：中航证券营收及净利润变化情况（单位：亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券研发中心

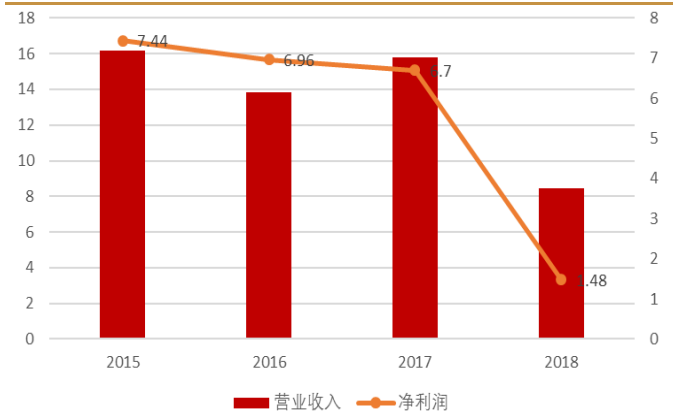
### 3.4 财务公司——以量补价，拓展渠道增收益

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 2018 年年末，中航财务总资产 1069.37 元，净资产 57.52 亿元。

2018 年全年，中航财务公司净利润约为 1.48 亿，同比下降超过 77%。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。

**图 21: 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 22: 中航财务营收及净利润变化情况 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 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 2019 年公司主营业务预测如下:

(1) 资本市场行情回暖, 中航证券未来三年经纪业务市占率保持 0.31% 的比例不变; 市场日均成交量分别为 6000 亿元、6500 亿元、7000 亿元; 自营投资及资产管理规模保持基本稳定; 投行承销项目及金额数量保持稳定增长;

(2) 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 30%、30%、30%;

(3) 在资管新规影响下背景下, 中航信托的融资成本保持在 8% 左右, 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 -10%、-5%、5%;

(3) 财务公司业务保持稳健增长, 贷款规模保持基本稳定。

**表 7: 中航资本主营业务收入预测情况 (单位: 亿元)**

	2018A	2019E	2020E	2021E
中航证券	8.45	12.68	14.58	16.76
中航财务	23.38	22.21	25.54	29.37
中航租赁	71.64	93.13	111.76	134.11
中航信托	29.94	35.93	43.11	51.74
合计	133.41	163.95	194.99	231.98

数据来源: 西南证券预测



## 4.2 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 4% 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比较接近的上市券商华鑫证券和太平洋证券，由此确定中航证券的合理估值区间在 61 亿元-142 亿元，选取区间中值 101.4 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 (%)	2019E 净资产	相对估算市值
中航证券	0.309	39.43	61
华鑫证券	0.402	50.62	118.4
案例 2	股票交易市占率 (%)	2019E 净资产	相对估算市值
中航证券	0.309	39.43	142
太平洋	0.308	100.23	273

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，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	归母净利润		净资产		估值方法		
		2018A	2019E	2018A	2019E	PB	其他	估值
中航证券	100.00%	1.48	2.22	37.55	39.43		可比市值法	101.43
中航财务	44.50%	3.41	3.75	25.60	26.88	1	PB	26.88
中航租赁	48.94%	6.18	7.41	73.41	80.75	1.2	PB	96.90
中航信托	82.73%	15.28	18.34	97.57	127.10		PB&P/AUM	371.46
中航期货	82.42%	0.33	0.66	3.63	3.74	1.2	PB	4.48
中航资本（深圳）	100.00%	0.12	0.13	3.15	3.18	1.2	PB	3.82
中航投资大厦置业	100.00%	1.26	1.32	11.00	11.55	1.1	PB	12.71
中航资本国际控股	100.00%	1.42	1.70	10.33	10.85	1.2	PB	13.02
中航航空产业投资	100.00%	0.39	0.47	12.07	12.67	1.1	PB	13.94
中航新兴产业投资	100.00%	0.17	0.20	10.03	10.53	1.1	PB	11.58
<b>合计</b>		<b>30.04</b>	<b>36.21</b>	<b>284.33</b>	<b>326.67</b>			<b>656.21</b>

数据来源：公司公告、西南证券测算

根据测算,我们认为公司合理的估值为 656.2 亿元,对应总股本 89.76 亿股,每股价值应为 7.31 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 (MRQ)	ROE (%)
600705	中航资本	518.83	16.42	1.80	12.42
<b>851921</b>	<b>多元金融</b>	<b>4212.96</b>	<b>23.49</b>	<b>1.62</b>	-
600390	五矿资本	390.58	14.27	1.16	7.05
000617	中油资本	1155.85	15.60	1.44	10.45
000987	越秀金控	287.40	47.27	1.74	3.03

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 15.7%、14.2%和 22.6%,对应的 PB 估值分别为 1.7 倍、1.5 倍和 1.4 倍。

## 5 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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13867.03	16680.61	19760.14	23557.44	流动资产:				
营业成本	7448.68	9310.85	11173.03	13407.63	货币资金	83977.92	92375.72	101613.29	111774.62
利息收入	2939.46	3821.29	4967.68	6457.99	交易性金融资产	6667.63	7334.39	8801.27	10561.52
手续费及佣金收入	3478.89	3548.46	3619.43	3691.82	应收票据	21.14	44.39	48.83	53.72
营业总成本	5262.65	5547.98	7147.65	10586.30	应收账款	463.71	370.97	408.06	448.87
营业成本	4089.54	5316.41	6645.51	7974.61	预付款项	55.53	61.08	55.74	61.31
税金及附加	97.70	117.24	140.69	168.82	其他应收款	270.18	243.16	291.79	350.15
销售费用	1639.38	1770.53	1947.58	2103.39	存货	10.01	20.25	19.85	19.45
管理费用	1188.37	1330.97	1490.69	1669.57	一年内到期的非流动资产	57043.28	74156.27	81571.90	89729.09
财务费用	867.10	953.81	1144.57	1373.48	其他流动资产	14984.73	17232.44	18094.06	18998.76
资产减值损失	913.29	1095.95	1315.14	1578.17	流动资产合计	163494.13	191838.67	210904.78	231997.48
利息费用	1695.25	2034.29	2441.15	2929.38	发放贷款及垫款	4022.70	6436.32	7723.58	9268.30
手续费及佣金支出	95.68	114.81	137.78	165.33	可供出售金融资产	19959.57	18362.80	20199.08	22218.99
公允价值变动净收益	29.23	9.27	-12.85	20.59	长期应收款	83800.09	92180.10	101398.10	111537.92
投资净收益	1271.68	1185.12	678.40	706.07	长期股权投资	2812.64	2756.39	3032.03	3335.23
汇兑净收益	0.72	3.85	4.30	-0.85	投资性房地产	2320.14	2552.16	2807.37	3088.11
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	8148.82	10186.03	12223.23	14667.88
营业利润	5320.05	5952.79	6698.51	8014.48	在建工程	1430.64	1573.71	1731.08	1904.18
加: 营业外收入	25.24	27.76	30.54	33.59	无形资产	51.74	56.92	62.61	68.87
减: 营业外支出	13.15	14.46	15.91	17.50	商誉	10.06	10.67	11.20	11.76
利润总额	5332.14	5966.09	6713.15	8030.58	长期待摊费用	23.95	26.35	24.55	24.95
减: 所得税	1393.08	1491.52	1678.29	2007.64	递延所得税资产	992.56	1290.33	1612.92	2016.15
净利润	3939.06	4474.57	5034.86	6022.93	其他非流动资产	11907.66	13098.43	15718.11	18861.73
减: 少数股东损益	773.10	811.75	852.34	894.96	非流动资产合计	136808.80	152067.77	171312.01	192993.72
归属母公司净利润	3165.96	3662.82	4182.52	5127.98	资产总计	300302.93	343906.44	382216.79	424991.21
每股收益					短期借款	34130.98	37544.08	46930.10	56316.12
基本每股收益	0.35	0.41	0.47	0.57	应付账款	598.79	838.31	1173.63	1643.08
稀释每股收益	0.35	0.41	0.47	0.57	预收款项	464.07	454.79	477.53	501.41
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	应付职工薪酬	244.84	465.20	534.98	615.23
PE	16.39	10.12	7.76	10.12	应交税费	1136.34	1249.97	1374.97	1512.47
PB	1.87	1.70	1.54	1.39	其他应付款	5127.84	10255.68	11281.25	12183.75
PS	3.74	3.11	2.63	2.20	一年内到期的非流动负债	13545.59	17609.26	20250.65	23288.25
股息率	1.63%	1.76%	2.02%	2.47%	其他流动负债	12024.82	13227.30	14550.03	16005.03
财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E	其他金融类流动负债	107329.47	118062.42	129868.66	142855.52
ROA	1.31%	1.30%	1.32%	1.42%	流动负债合计	174602.74	199707.01	226441.80	254920.86
ROE	9.50%	9.39%	9.68%	10.44%	长期借款	40123.37	48148.04	52962.85	58259.13
获利能力					应付债券	18089.70	18994.18	19943.89	20941.08
毛利率	70.51%	68.13%	66.37%	66.15%	其他非流动负债	26012.10	29393.67	30863.35	33178.10
三费率	26.64%	24.31%	23.19%	21.85%	非流动负债合计	84225.16	96535.89	103770.09	112378.32
净利率	28.41%	26.82%	25.48%	25.57%	负债合计	258827.90	296242.90	330211.89	367299.18
资产负债率	86.19%	86.43%	—	—	股东权益:				
带息债务/总负债	35.68%	36.90%	—	—	股本	8976.33	8976.33	8976.33	8976.33
流动比率	0.94	0.91	—	—	资本公积金	6250.77	6875.85	7563.44	8319.78
速动比率	0.94	0.91	—	—	盈余公积金	366.17	400.63	337.86	345.50
股利支付率	26.65%	25.00%	25.00%	25.00%	未分配利润	8884.00	10955.41	13451.25	16206.77
每股指标					其它	3232.21	3248.37	3264.61	3591.08
每股收益	0.35	0.57	0.74	0.57	归属于母公司所有者权益合计	27709.48	30456.59	33593.48	37439.46
每股净资产	3.09	3.39	3.74	4.17	少数股东权益	13765.55	17206.94	18411.43	20252.57
每股经营现金	-4.34	0.00	0.00	0.00	股东权益合计	41475.03	47663.53	52004.91	57692.03
每股股利	0.09	0.10	0.12	0.14	负债和股东权益合计	300302.93	343906.43	382216.80	424991.21

数据来源: Wind, 西南证券预测

## 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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn