

中航资本 (600705.SH)

稳健前行，打造军工系特色金控

● 股东实力雄厚，军工系金控平台

公司是国内最早整体上市的产融结合型金控，实际控制人为中航工业集团。2016 年集团实现营收 3700 亿元，总资产近 9000 亿元，参、控股上市公司近 30 家。公司充分发挥军工系、航天系特色，金控、航空与新兴产业投资、国际业务齐头并进。

● 核心竞争力：产融结合、稳健经营

公司拥有信托、融资租赁、证券等多张金融业务牌照，业务规模及资产质量在业内排名靠前，在飞机及设备租赁、证券投行和产业投资等领域与集团协同优势明显。最近三年，公司净利润复合增速 13%，ROE 稳定在 10% 以上，体现出较好的抗周期性能力。

● 金融业务：信托、租赁、财务公司、证券齐头并进

金融业务齐头并进：1.信托：2016 年 AUM 为 4748 亿元，近 3 年净利润复合增速和 ROE 均约 20%，若 18 亿可转债及最低 8 亿战略投资到位，业务将继续保持较高增长态势。2.租赁：2016 年末租赁合同余额 587 亿元，主要分布飞机、设备等行业，资产质量较高，市场利率提升后，息差呈扩大之势。3.财务：2016 年净利润 7 亿元，集团资金归集增强后利润有提升空间。4.证券：经纪业务为主、投行业务为辅，后续信用、投行业务有望发力。

● 产业投资：聚焦航空和新兴产业

背靠中航工业集团，公司主要以定增方式深耕军民融合投资机会，如中航飞机、中航黑豹等定增项目。同时，积极布局生物医药等新兴产业。截至 2017 年 6 月，资产增值部分合计净盈约 34 亿元。

● 投资建议

作为军工系特色金控平台，公司将持续受益集团资产证券化率的提升，以及军民结合、国企改革的政策红利。预计 2017-2019 年净利润为 23.9、30.5 和 37.5 亿元，对应 PE 分别为 21.3、16.7 和 13.6 倍，维持买入评级。

● 风险提示

股债市场波动幅度增大；引战失败；信托资产不良率再度上升等。

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,748	10,340	12,742	15,619
增长率(%)	0.8%	18.2%	23.2%	22.6%
净利润(百万元)	2324	2392	3051	3751
增长率(%)	0.5%	2.9%	27.5%	22.9%
EPS(元/股)	0.26	0.27	0.34	0.42
市盈率(P/E)	21.9	21.3	16.7	13.6
市净率(P/B)	2.29	2.14	1.99	1.85

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	5.69 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8,976/7,619
流通 A 股市值(百万元)	50,896
每股净资产(元)	2.48
资产负债率(%)	83.55
一年内最高/最低(元)	7.95/5.53

相对市场表现



分析师：陈福 S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究：

中航资本(600705.SH)：综 2015-08-19

合收益高增 152%、拟重金增资沈飞、成飞——2015 年中报点评

中航资本(600705.SH)：金 2015-04-28

控平台业务驱动业绩高增，孵化器平台具备扩张潜力——2015 年一季报点评

中航资本(600705.SH)：内 2015-03-19

生、外延增长并举，金控、孵化器平台比翼齐飞——2014 年报点评

联系人：陈卉 0755-82535901

目录索引

背靠中航工业集团，军工系产融结合金控	4
背靠中航工业集团	4
产融结合：充分发挥军工、航天系优势	4
集团资源整合，金控平台成型	5
金融牌照齐全，综合优势显著	6
牌照齐全：拥有信托、证券、租赁等重要金融牌照	6
资本实力雄厚，颇具规模优势	7
融资成本优势	7
业绩平稳：抗周期性较强，拥有三大稳定器业务板块	8
金控：信托、证券增资、引战，租赁业务持续发力	9
中航信托：信托 AUM 迅速增长，主动管理占比较高	9
中航租赁：注册资本排行第二，核心优势明显	12
中航证券：增资引战，打造特色军工系投行	16
产业与国际：聚焦航空和新兴产业	18
管理层变更基本到位，员工持股计划激励军心	19
投资建议：	20
盈利预测：预计 2017-2019 年净利润为 23.9、30.5 和 37.5 亿元	20
风险提示	21

图表索引

图 1: 股权结构&组织架构 (截至 2016 年末)	4
图 2: 中航资本经营数据 (亿元、%)	6
图 3: 中航资本资产规模 (亿元、%)	6
图 4: 中航资本营收拆分 (亿元)	6
图 5: 中航资本净利拆分 (亿元)	6
图 6: 中航信托营收、净利 (亿元、%)	9
图 7: 中航信托总资产、净资产 (亿元、%)	9
图 8: 中航信托资产增速高于行业 (%)	9
图 9: 中航信托收入主要来源于信托业务 (亿元、%)	9
图 10: 受托资产规模稳步上升 (亿元)	10
图 11: 中航信托资产配置优于行业水平(2016 数据)	10
图 12: 中航信托报酬率高于行业	10
图 13: 中航信托固有资产不良率 (%)	10
图 14: 信托行业信托资产分布	11
图 15: 中航信托信托资产分布	11
图 16: 中航租赁财务数据	12
图 17: 公司息差与一般贷款加权平均利率比较 (%)	13
图 18: 中航证券财务数据	16
图 19: 中航证券营业收入构成 (%)	16
表 1: 可比转型金控母集团对比 (亿元)	5
表 2: 可比转型金控牌照对比	7
表 3: 可比转型金控资产规模排名 (截至 2017 年一季度、亿元、%)	7
表 4: 中航资本从集团借入资金统计 (亿元)	7
表 5: 2016 年中航资本多渠道融资情况 (亿元)	8
表 6: 公司 ROE 及对比 (%)	8
表 7: 2016 年落地 6 大创新成果	11
表 8: 中航租赁息差估算 (亿元、%)	13
表 9: 中航租赁行业资产金额分布占比 (亿元、%)	14
表 10: 中航租赁板块关联交易统计	14
表 11: 中航租赁部分融资一览 (亿元)	14
表 12: 公司 2016 年长期应收账款账面价值及五级分类 (亿元、%)	15
表 13: 公司 2016 年应收融资租赁款账面余额及坏账准备 (亿元)	15
表 14: 中航证券股基交易额、市占率对比 (亿元、%)	16
表 15: 中航证券、中航工业集团关联交易统计数据 (万元)	17
表 16: 中航证券投行业务合作盈利明细	17
表 17: 2017 年中航证券投行落地项目	17
表 18: 定增项目浮盈测算 (亿股、亿元)	18
表 19: 按成本计量的可供出售金融资产统计 (亿元、%)	18
表 20: 中航资本员工持股计划明细 (万元、%)	19
表 21: 中航资本盈利预测 (亿元、%)	20

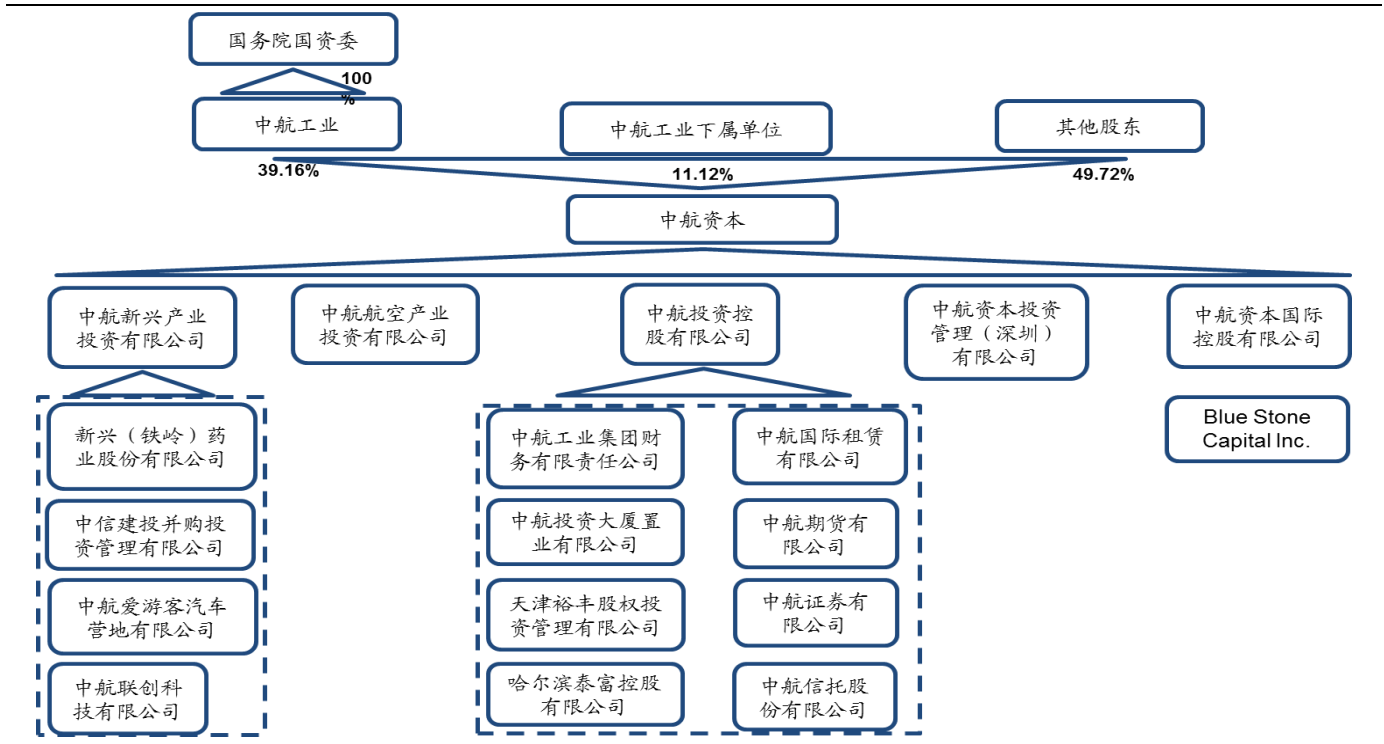
背靠中航工业集团，军工系产融结合金控

中航资本是国内最早整体上市的产融结合型金控，背靠中航工业集团，充分发挥军工系、航天系特色。自2012年借壳“北亚实业”上市以来，公司取得了较快的发展。目前，旗下拥有“综合金融、产业投资、国际业务”三大平台，实现金控产业、航空产业投资、新兴产业投资和国际业务的齐头并进。

背靠中航工业集团

公司实际控制人是中航工业集团，与其下属单位合计持有公司50.28%的股份。中航工业集团设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、航空供应链与军贸、汽车等产业。截至2016年，集团总资产8679亿元，营收3712亿元，旗下参、控股国内外上市公司近30家。集团实力雄厚，成为公司强有力的支持。

图1：股权结构&组织架构（截至2016年末）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

产融结合：充分发挥军工、航天系优势

母集团旗下资源丰富。对标五矿资本、中油资本、越秀金控等公司，母集团旗下上市公司平台资源更丰富，更有利于与金控板块形成协同效应。军民融合主题再次升温，中航工业集团发展军民融合产品可借助中航资本的力量拓展产业空间，协同业务较多。

金控业务协同。1) **租赁**业务借助上市公司渠道筹措资金，享有多元化资金来源以及上市公司信用支持筹措资金。资金成本低于未上市企业。租赁板块31%为飞机租赁业务，可以与集团旗下飞机厂家合作，发挥厂商系租赁的优势。集团旗下幸福航空也是公司租赁业务的客户之一。2) **证券公司**可为集团参控股的近30家上市公司平台

提供财务顾问、融资等服务。**3) 信托业务**由对外发展转向对内延伸。除去信托公司于中航地产等板块合作成立信托产品外；信托资管部门旗下互联网金融板块针对集团内部员工开发鲸钱包APP，解决50余万职工及家属的理财问题，考虑到集团员工基数大、职工薪酬水平较高，我们认为内部理财市场空间较大。

其他协同。公司还可以助力集团融资、外延式扩张，推动集团资产证券化；集团可以为公司提供客户资源、信用评级和产业经验支持，除去集团的增资等，近三年公司累计从集团借入160亿元。

表1: 可比转型金控母集团对比 (亿元)

金控	母公司集团	总资产	净资产	营业收入	净利润	集团旗下上市公司
五矿资本	五矿集团	8139	-	4355	40	9家 株冶集团(600961.SH) 五矿资源(01208.HK) 中钨高新(000657.SZ) 五矿稀土(000831.SZ) 五矿资本(600390.SH) 五矿发展(600058.SH) 锌业股份(000751.SZ) 中国中冶(601618.SH)(1618.HK) 五矿地产(00230HK)
中油资本	中国石油	21594	10729	19692	84	5家 中油工程(600339.SH) 中国石油(601857.SH) 大庆华科(000985.SZ) 中油资本(000617.SZ) 中国石油股份(0857.HK)
越秀金控	越秀集团	近4200亿	665	301	19	5家 越秀地产(00123.HK) 越秀交通基建有限公司(01052.HK) 越秀房地产投资信托基金(00405.HK) 创兴银行有限公司(01111.HK) 越秀金控(000987.SZ)
中航资本	中航工业	8679	2867	3712	31	29家 中航飞机(SZ.000768) 航发动力(SH.600893) 天虹股份(SZ.002419) 贵州贵航股份(SH.600523) 成飞集成(SZ.002190) 洪都航空(SH.600316) 中航黑豹(SH.600760) 航发科技(SH.600391) 中航电测(SZ.300114) 宝胜股份(SH.600973) 中航高科(SH.600862) 中国航空工业国际(HK.0232) 深天马A(SZ.000050) 中航光电(SZ.002179) 中航地产(SZ.000043) 飞亚达(SZ.000026) 中航三鑫(SZ.002163) 中航机电(SZ.002013) 中直股份(SH.600038) 中航电子(SH.600372) 航发控制(SZ.000738) 中航重机(SH.600765) 中航国际控股(HK.0161) 中航国际船舶控股有限公司(O2I.SI) 幸福控股(HK.0260); KHD Humboldt Wedag International AG(KWG:GR); FACCAG(AT00000FACC2) 中航科工(HK.2357) 耐世特(HK.1316)
泛海控股	中国泛海	2794	443	260	62	6家 泛海控股(000046.SZ)、民生控股(000416.SZ)、中泛控股(0715.HK)、华富国际(0952.HK)、美国大型综合金融保险集团 Genworth(GNM.N)、澳大利亚矿产能源公司 CuDECOLtd.(ASX: CDU)

数据来源: wind、公司官网、公司公告、广发证券发展研究中心(备注: 净利润均为税后净利润)

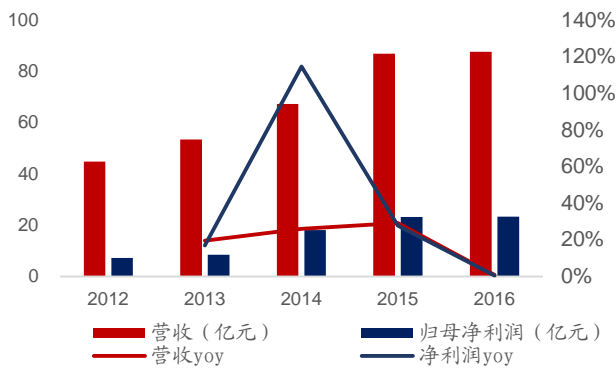
集团资源整合，金控平台成型

2012年2月，公司借壳北亚集团上市，将中航工业集团旗下中航投资100%股权过户至北亚集团。公司主营业务变更为“实业投资、股权投资和投资咨询(服务)等”。2015年，公司向17家公司非公开发行5.8亿股购买中航租赁30.95%、中航证券28.29%、中航信托16.92%的股权，并募集13.89亿元配套资金。公司金控构架搭建基本完成。

中航资本近两年营收、净利企稳，2016年营业总收入87.48亿元，归母净利润23.24

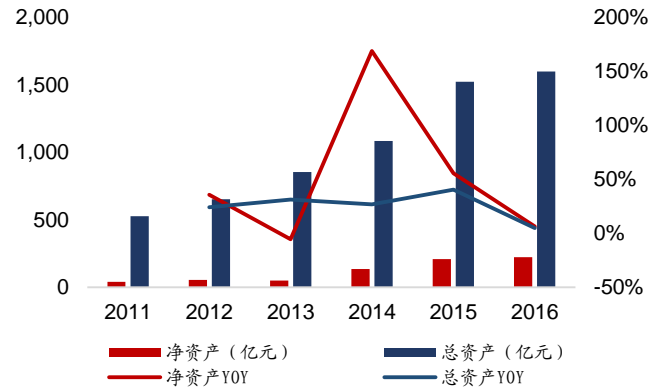
亿元。截至2016年，公司净资产为222.37亿元。公司主要营收贡献来自金控板块旗下的租赁、信托、证券和财务公司。2016年，租赁、信托、财务、证券营收贡献占比分别约为47%、25%、16%、12%。

图2: 中航资本经营数据 (亿元、%)



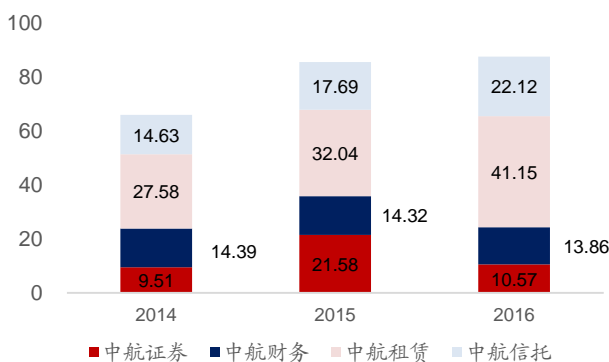
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图3: 中航资本资产规模 (亿元、%)



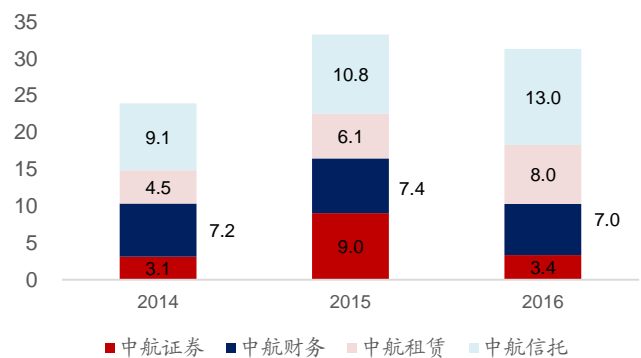
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 中航资本营收拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 中航资本净利拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

金融牌照齐全，综合优势显著

牌照齐全：拥有信托、证券、租赁等重要金融牌照

公司拥有四块控股的完整的金融牌照，金融业务架构相对完整。有望形成完整的“客户-平台-资产”金融闭环生态，有望形成完整的金融产业链，并提供多层次融资服务，提高客户对集团的依赖度。有利于打造综合的金融交易平台，实现资金流在闭环生态中循环流转。

表2: 可比转型金控牌照对比

证券代码	证券简称	证券	期货	信托	租赁	保险	银行
600390.SH	五矿资本	☆	☆	☆	☆		☆
000617.SZ	中油资本			☆	☆	☆	☆
600705.SH	中航资本	☆	☆	☆	☆		
000987.SZ	越秀金控	☆	☆		☆		

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

资本实力雄厚, 颇具规模优势

截至2017年一季度, 公司归母净资产为227.5亿元, 总资产为1599.1亿元。在同类型、牌照较齐全转型金控中, 总资产规模仅次于中油资本。为公司旗下各项金融业务的发展, 奠定了扎实的基础。

表3: 可比转型金控资产规模排名 (截至2017年一季度、亿元、%)

证券代码	证券简称	归母净资产	总资产	资产负债率
000617.SZ	中油资本	670.7	7,753.0	83.92
600390.SH	五矿资本	297.3	339.9	47.33
600705.SH	中航资本	227.5	1,599.1	82.04
000987.SZ	越秀金控	126.8	668.5	74.82
600120.SH	浙江东方	63.3	111.2	40.78

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

融资成本优势

积极发挥上市公司平台多渠道融资功能, 补足资金需求。公司有意识多渠道筹措资金, 除了尚在进程中的48亿元可转债, 信托、证券也计划引入战投补充净资本。公司还通过短融工具、债券工具、转融通等融资筹措资金, 增强企业运营效率。2016年公司长期借款利率区间为2.03-6.00% (同类可比公司越秀金控为3.14%至5.04%)

表4: 中航资本从集团借入资金统计 (亿元)

亿元	集团公司资金拆入	子公司资金拆出	借入资金净额
2014	90.16	0.30	89.86
2015	41.66	0.00	41.66
2016	27.90	0.00	27.90

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 5: 2016 年中航资本多渠道融资情况 (亿元)

短期借款合计	174.8
质押借款	8.2
信用借款	166.6
1 年内到期的长期借款	58.8
1 年内到期的应付债券	7.0
短期融资券	56.9
非公开定向债务融资工具	5.0
长期借款合计	193.1
质押借款	145.2
抵押借款	87.8
保证借款	6.1
信用借款	12.8
减: 一年内到期的长期借款	-58.8

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

业绩平稳: 抗周期性强, 拥有三大稳定器业务板块

金控集团的收益来自于不同的各子行业, 因此综合业绩波动要小于单一业务的波动。中航资本旗下金控部分2014-2016年ROE分别为14%、16.29%、13.09%; 上市公司层面, 公司2014-2016年摊薄ROE为13.46%、11.06%、10.45%, 业绩平稳。近三年主要子公司的ROE在1.7%-26.25%之间变动, 变化区间远大于公司ROE变动区间。其中, 中航信托、财务、租赁公司提供稳定的业绩, 起到了业绩稳定器的作用, 尤其是监管收紧、行业景气度下行时, 可贡献稳定增长业绩的业务显得弥足珍贵; 中航证券弹性最大, 2015年牛市ROE高达26.25%, 又在2016年跌回至9.79%。

表6: 公司ROE及对比 (%)

ROE	2014	2015	2016
中航信托	19.16%	20.69%	20.64%
中航证券	11.14%	26.25%	9.79%
中航财务	17.95%	17.12%	15.08%
中航租赁	9.82%	8.84%	9.77%
中航期货	2.16%	4.06%	1.70%
中航资本	13.46%	11.06%	10.45%
越秀金控	-	-	4.97%
五矿资本	-	-	11.00%
中油资本	-	-	8.41%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心(基于上市公司层面摊薄ROE对比, 可比公司仅2016年数据可供参考, 但 2016年可比公司刚上市, 在此仅做简单参考)

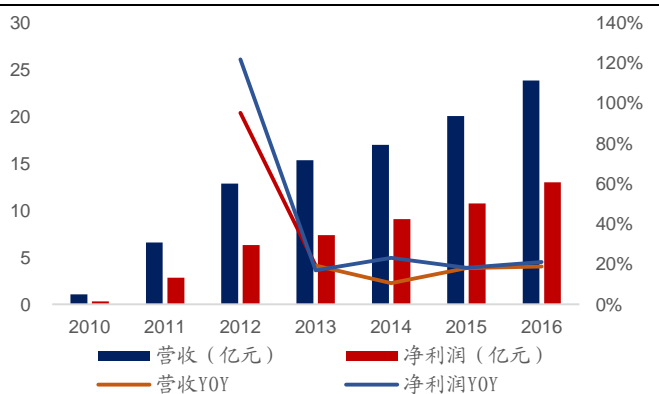
金控：信托、证券增资、引战，租赁业务持续发力

中航信托：信托 AUM 迅速增长，主动管理占比较高

中航信托于2009年12月在原江西江南信托股份有限公司完成司法重整的基础上变更设立，2010年12月公司完成更名，2010年公司即实现盈利。复牌展业以来，公司实现高速发展，2016年，中航信托公司总营收23.86亿元；净利润13.02亿元，净利润7年复合增速高达85.5%；ROE稳定，近三年ROE都在20%左右；截至2016年底，公司净资产63.08亿元，7年复合增速达63.3%。目前，公司在全国17个城市拥有财富管理中心。

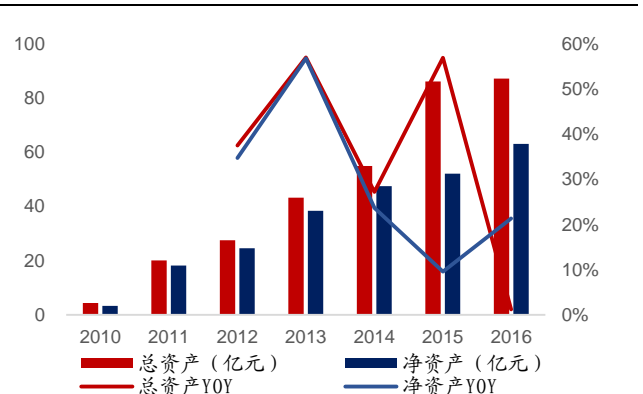
信托业务贡献绝大部分收益。从业务结构上看，2016年公司85.41%的收入都来自于信托业务，11.61%的收入来自投资收益，剩下2.98%来自利息净收入。

图6：中航信托营收、净利（亿元、%）



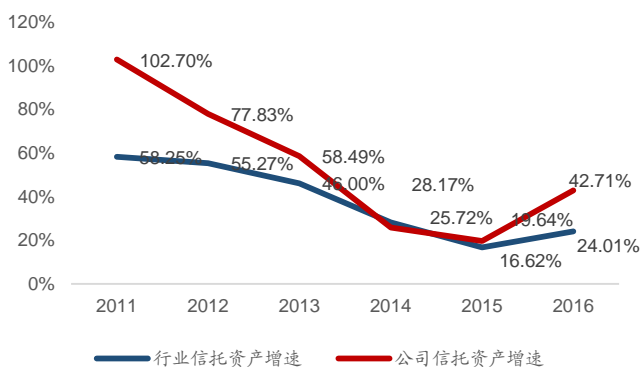
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：中航信托总资产、净资产（亿元、%）



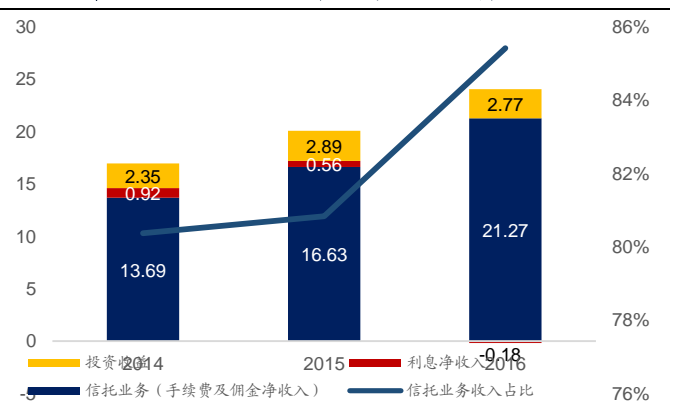
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8：中航信托资产增速高于行业（%）



数据来源：信托业协会、公司公告、广发证券发展研究中心

图9：中航信托收入主要来源于信托业务（亿元、%）



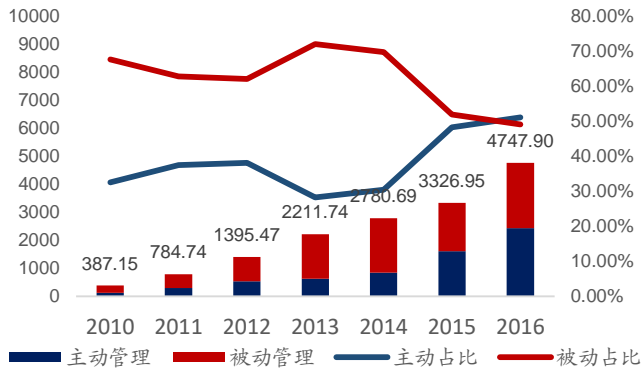
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

受托资产大幅增长，截至2016年底，公司信托业务AUM达4747.9亿元，是2010年的12.3倍，在68家信托公司中排行13名，较2015年上升3位。近6年来，公司信托资产增速均高于行业，2014、2015年受挤压被动业务规模发力主动业务规模影响，公

司信托资产增速与行业几乎相当。2016年公司信托资产增速又立刻拐头向上，以近乎行业两倍的增速42.7%保持优势地位。

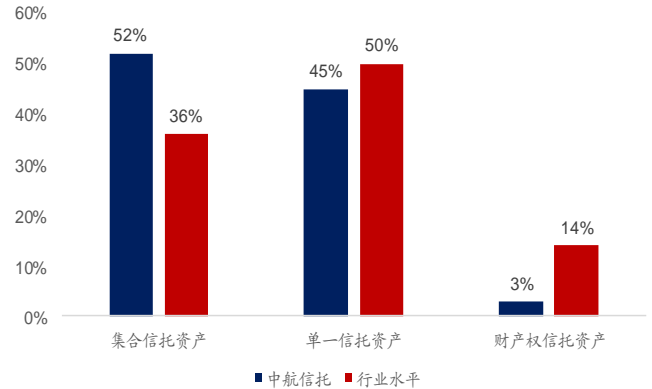
主动管理规模占半壁江山，被动管理规模逐渐缩减。2014年来，公司被动管理规模逐渐缩减，主动管理规模逐年上升，截至2016年末，公司主动、被动管理型信托分别占比51%、49%。信托主业结构优化。**2016年公司集合资金类信托规模占比52%，单一资金类信托占比45%，财产管理类信托占比3%，优于行业结构水平。**

图10: 受托资产规模稳步上升(亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图11: 中航信托资产配置优于行业水平(2016数据)

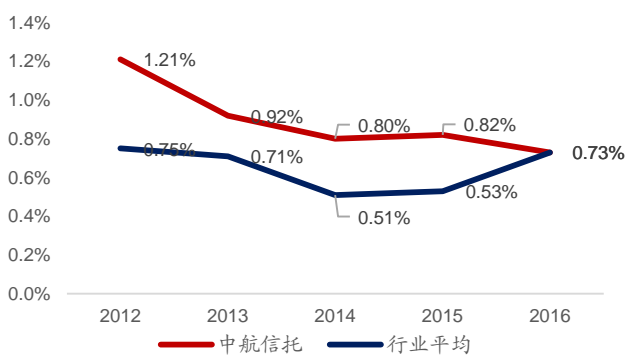


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

除2016年，公司信托报酬率均高于行业平均，2016年信托报酬率为0.73%，与行业持平。

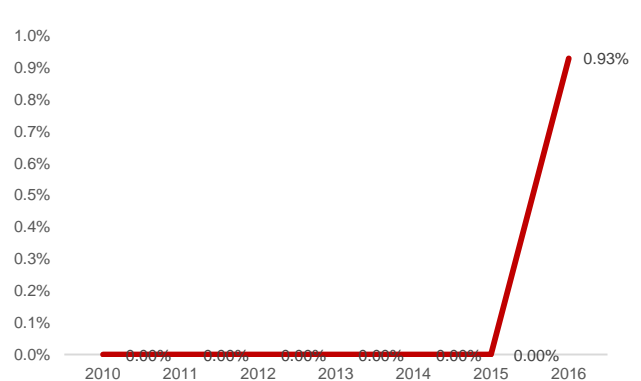
公司未披露信托资产不良率，根据年报显示，2016年固有资产不良率为0.91%。

图12: 中航信托报酬率高于行业



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

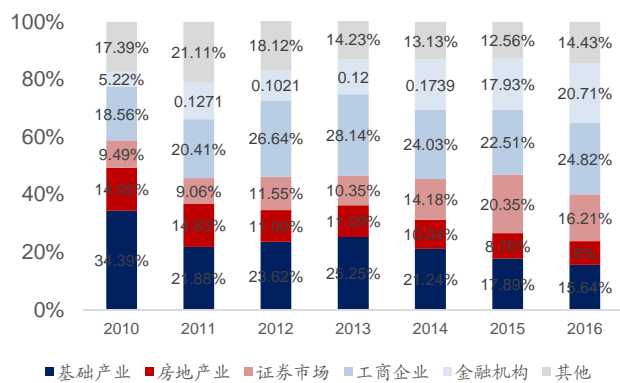
图13: 中航信托固有资产不良率 (%)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

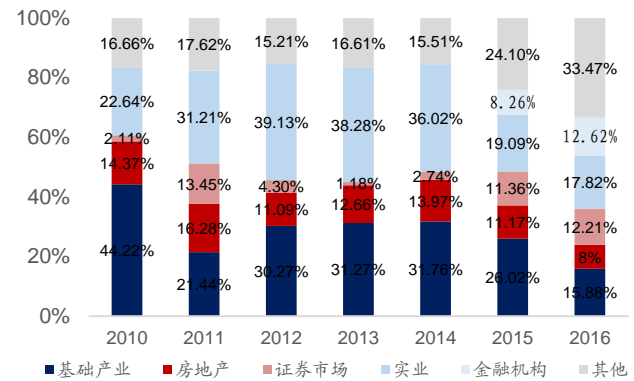
公司信托资产主要分布在基础产业和实业，与行业布局结构类似，未来朝着均衡的方向发展。

图14: 信托行业信托资产分布



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 中航信托信托资产分布



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

防范风险与创新并存。防范风险方面，除了降低被动管理规模外，公司房地产信托占比保持低位，2016年信托资产中占比由2015年的11%降至8%、固有资产中房地产投资占比由2015年的9%降至5%，符合当下信托业务监管的原则。**创新业务方面**，2016年，公司落地六大创新成果，其中有国内首单以航空为背景的慈善信托计划、发行国内首支数据信托产品等，有利于丰富公司的业务产品线条、获取更高的报酬率。

表7: 2016年落地6大创新成果

积极布局资产证券化	1、发布两大前瞻性创新基金——Pre-ABS 基金以及 ABS 夹层基金 2、业内首单信托公司作为原始权益人的类 REITs 资产证券化产品——中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划
作为发行载体管理机构参与发行	国内首单央企 ABN 产品“中国中车股份有限公司 2016 年度第一期信托资产支持票据 (ABN)”
发行国内首单以航空为背景的慈善信托计划	“天启 977 号中航爱飞客公益慈善集合资金信托计划”，致力于航空公益
发行国内首支数据信托产品，规模 3000 万	作为国家重点推进的战略型新兴产业，中航信托对大数据产业的创新探索起步较早，在数据中心建设方面与德利迅达科技有限公司、华为技术有限公司等国内外优质企业与集团展开了深入合作。
发行国内首个以停车场收费权为标的物的 TOT 模式 PPP 项目	在 PPP 业务方面分别与四川、海口、长沙等地政府建立了合作，主动对接“一带一路”、京津冀协调发展、长江经济带建设等重大项目。
首批获得铁路发展基金专项信托业务创新资格	“铁路发展基金专项信托”较低的投资门槛、不加限制的参与人数等特点是信托公司创新业务发展的领域之一，有利于促进公司发挥信托功能积极支持国家重点项目建设

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

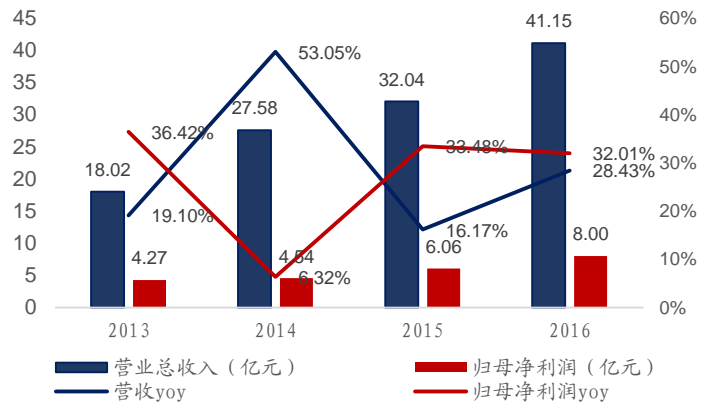
信托板块未来看点

可转债增资、引入战投提升公司实力。公司2016年发布可转债计划，拟为中航信托增资30亿元，目前可转债已获得国资委批准，方案仍在继续推进中。另外公司拟为中航信托引入战投，投资额不低于8亿元。公司2016年净资产排名为行业27名，若可转债增资及引入战投成功到位后，公司净资产可达95.6亿元，将跃升至业内12名。有助于公司快速扩大信托业务规模。除此之外，公司也将借助战投股东的优势拓展市场业务。2016年公司营收、净利排名为业内14、15名，我们认为公司收入规模和盈利能力有望进一步提升，

中航租赁：注册资本排行第二，核心优势明显

中航租赁成立于1993年，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。截至2016年，公司总资产688.7亿元，净资产81.9亿元。2016年中航租赁实现营业收入41.2亿元，同比增加28.4%；实现归母净利润8亿元，同比增加32%。

图16：中航租赁财务数据



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

核心竞争力

1、股东资金支持扩大公司业务规模。增资后中航租赁注册资本排名跃升至内资租赁第三，融资租赁第八。2016年末，公司会议通过对中航租赁增资25亿元的提案，增资后，公司注册资本可达74.7亿元。补充净资本后，公司可以继续扩大业务规模。未来，中航租赁将继续扩大航空租赁市场规模，拓展铁路、船舶等业务。

2、背靠实力大股东，融资渠道多元，融资成本较低。中航租赁背靠中航资本、中航工业集团，根据我们对租赁行业的研究，中航租赁享有上市公司、集团信用方面的支持，有利于公司较易以较低的价格获得资金成本。2016年中诚信已经上调公司主体信用评级至AAA。根据年报披露，中航租赁在中国银行间债券市场发行期限短于一年的52亿短期融资券、5亿非公开定向债务融资工具，期末利率期间2.80%~4.35%；公司多次发行中期票据，成本约在3.19%-4.79%左右。根据我们估算，公司平均利率应略低于5年贷款基准利率4.9%。在加息周期下，客户端价格也将相应上浮，根据我们对租赁息差的研究，加息周期下租赁公司的息差逐步增大。公司未来将拓宽海外融资渠道，降低融资成本。

3、据公司公告披露，根据不同项目风险，公司租赁业务利差在1%-5%之间。我们根据公司租赁合同余额、租赁利息成本、租赁营收（无更详细拆项数据，用以替代收益）测算出公司2012-2016年息差的变化。**2016年，公司租赁息差约为1.63%。**

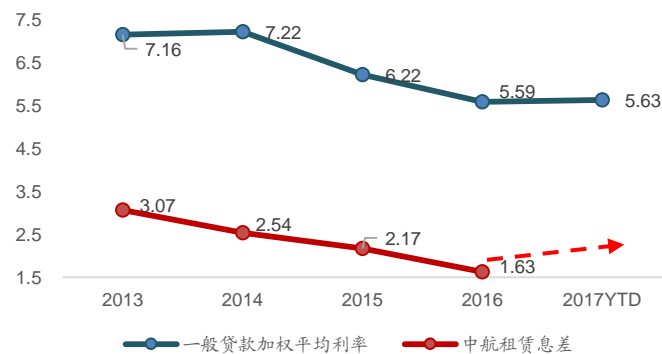
表8: 中航租赁息差估算（亿元、%）

	租赁合同 余额	融资成本	营业收入	息差	单位息差	净资产	杠杆倍数
2013	260.84	11.73	18.77	7.04	3.07%	31.25	11.7*
2014	364.27	20.2	28.28	8.08	2.54%	46.25	8.7
2015	463.93*	22.62	32.7	10.08	2.17%	68.52	6.8
2016	589	31.98	40.24	8.26	1.63%	81.86	7.2

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（未能找到2015年租赁合同余额数据，采用（2016年末-2015年中）/3+2015年中，此处使用合同余额替代租赁资产总额，故2013年杠杆倍数有所差异）

我们以一般贷款加权平均利率作为基准，验证我们的观点。发现公司息差走势与一般贷款加权平均利率走势近乎相似。加息正面影响租赁息差的逻辑也比较顺畅：1）受益于加息周期，资产端收益逐步上浮。2）负债端也将及时调整利息，获取更大收入。

图17: 公司息差与一般贷款加权平均利率比较（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

4、航空产业背景，丰富公司业务来源。中航租赁是国内目前唯一一家中央企业投资、拥有航空工业背景的租赁公司。公司租赁的类别分别为飞机租赁、城投行业租赁、设备租赁、船舶租赁等，按照资产余额，分别占比29.4%、29.1%、22.3%和9.5%。背靠母集团，公司拥有较多的项目来源，且易直接从集团内飞机、船舶、设备生产公司购买融资租赁资产。2016年从集团购买的融资租赁资产金额达9.4亿元。2014-2016年，公司融资租赁收入来自集团的收入都在9000万元以上。

表9: 中航租赁行业资产金额分布占比 (亿元、%)

行业	金额 (亿元)	占比
飞机	173.44	29.41%
城投	171.52	29.09%
设备	131.20	22.25%
其他	57.73	9.79%
船舶	55.82	9.47%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

飞机租赁是公司的特色业务,在推动国产飞机产业发展、飞机残值处理板块具有优势。公司飞机租赁业务包含国产民机、通用飞机、航空设备和进口飞机的租赁等。目前客户主要为幸福航空、奥凯航空、吉祥航空等中小型航空公司等。未来,客户质量和数量方面还有很大的拓展和提升的空间。

1) 助力国产飞机产业发展。中航租赁董事长表示,中国航空工业的发展离不开本土飞机租赁公司的支持,近年来,公司已经累计为航空工业的航空制造企业发展提供了超过40亿元的金融支持。公司有效推动包括新舟60支线客机、AC311直升机、直9直升机和运12通航飞机等在内的国产飞机市场化运营,将进一步为国产新型支线客机ARJ21和国产大飞机C919的市场化、国际化提供有力支持。

2) 在飞机残值处理、二手交易方面具有较大优势。租期结束或未结束时,对标的飞机资产的处理愈发重要。在飞机租赁板块,公司拥有厂商系独特的优势——飞机拆解及零部件的残值处理渠道,以及二手飞机售卖渠道。未来有望为公司贡献除息差以外的部分业绩。

表 10: 中航租赁板块关联交易统计

万元	关联融资租赁收入		
2014	9614.62		
2015	9212.44		
2016	9640.97		
亿元	购买融资租赁资产	其他	
2014	7.94	0.30	0.60
2015	11.37	0.36	1.22
2016	9.41	0.37	0.64

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表11: 中航租赁部分融资一览 (亿元)

项目	债券简称	起息日期	到期日期	期限 (年)	金额	票面利率 (%)	主承销商
在香港发行人民币	航晟境外人	2014/	2017/6	3	5	4.38	星展银行
点心债	人民币债券	6/13	/13				
资产支持	优先级资产支持证券	PR 航租优	2014/8/21	2.95	4	7	广发证券
收益	次级资产支	14 航租次	2014/	4.95	0.55	-	广发证券

专项资产管理计划	持证券	8/21	/31				
第一期短期融资券	15 中航租赁 CP001	2015/5/28	2016/5/28	1	12	4.2	浦发银行、光大银行
2015 年度第一期中期票据	15 中航租赁 MTN001	2015/6/11	2018/6/11	3	8	4.79	中国银行、工商银行
2016 年度第一期中期票据	16 中航租赁 MTN001	2016/10/19	2021/10/21	5	5	3.19	中国农业银行、中国银行

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

5、风控计提充分。2014年8月中航租赁实施新的风险资产分类管理办法，将长期应收款五级分类在原有基础上细分为十二级分类，提升坏账计提拨备率，公司现有坏账计提充分，覆盖坏账风险。

表12：公司2016年长期应收账款账面价值及五级分类（亿元、%）

	金额(亿元)	占比(%)
正常类	553.4	93.85
关注类	15.2	2.59
次级类	15.3	2.63
可疑类	4.4	0.75
损失类	11.2	0.79
合计	599.5	100

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表13：公司2016年应收融资租赁款账面余额及坏账准备（亿元）

合同到期年限	应收融资租赁款账面余额(亿元)	坏账准备(亿元)
1年以内(含1年)	160.94	2.49
1年以上2年以内(含2年)	138.40	1.73
2年以上3年以内(含3年)	101.60	1.15
三年以上	188.76	8.64
合计	589.70	14.01

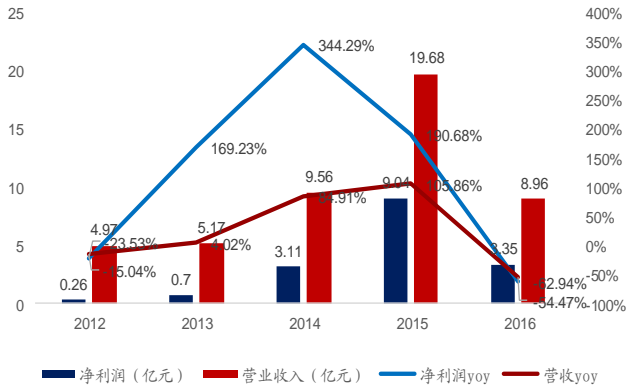
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

6、我们看好公司未来的发展，集团和上市公司有对公司进一步资本金支持和补充流动性的意愿和能力，2020年，公司计划租赁总资产提升至1000亿元，对应8倍杠杆，为125亿元净资产。公司在航空租赁特色方向上继续开拓、用资本助力国产飞机的发展，逐步提升信用评级、增强海外融资、降低融资成本，未来将进一步扩大业务规模、增加息差收益。

中航证券：增资引战，打造特色军工系投行

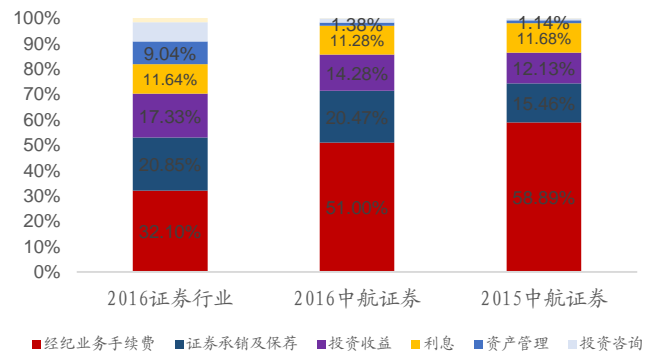
中航证券是全牌照证券公司，截至2016年末，中航证券总资产124.93亿元，净资产34.24亿元；2016年中航证券实现营收8.96亿元，净利润3.35亿元。目前，中航证券以经纪、投行、投资、利息业务为主要收入来源。

图18：中航证券财务数据



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图19：中航证券营业收入构成 (%)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

证券板块弹性较大，受股市影响大。是由于公司经纪业务占比一直较高，达50%以上，超过行业的32%占比。2015年证券板块贡献净利润9亿元，由于交易量大幅下滑，2016年证券公司净利润下跌至3.35亿元。根据2017年上半年数据显示，交易量小幅下滑20%，预计2017年经纪业务小幅下滑，对证券板块影响不大。

表14：中航证券股基交易额、市占率对比 (亿元、%)

	股基交易额	市占率	同比
2015H	11323.5	0.39%	-
2016H	4673.5	0.34%	-58.73%
2017H	3648.4	0.32%	-21.93%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

信用业务方面，公司2016年末、2017年7月融资融券余额分别为22.5、22.2亿元，市场份额占比分别为0.24%、0.25%。未来可转债等募资到位公司将大力发展信用业务。

投行业务资源丰富，尚未发力。我们统计了证券板块与集团各公司的协同业务数据，协同业务多以投行业务为主。未来投行业务板块有两大看点：1、增资扩股、引战后，公司有意提升证券评级，更易满足集团内上市公司投行业务需求，投行业务板块协同将更多。2、中航工业集团参、控股近30家境内外上市公司，虽然资产证券化率超60%，但根据集团公司资产证券化率80%的目标，仍然较大业务空间。旗下上市公司有资产注入预期，如向沈飞集成注入资产等。

表15: 中航证券、中航工业集团关联交易统计数据 (万元)

	证券承销收入	财务顾问费收入	证券交易手续费及佣金
2016	3337.50	1242.45	27.31
2015	7315.00	116.31	317.58
2014	2800.00	685.00	109.28

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表16: 中航证券投行业务合作盈利明细

万元	2016	2015	2014
中航工业机电系统股份有限公司	1775	0	100
宝胜科技创新股份有限公司	1600	0	0
中航地产股份有限公司	1200	0	0
中国航空工业集团公司	42.45	76.6	48
天马微电子股份有限公司	0	3800	0
中航飞机股份有限公司	0	1890	0
中航航空高科技股份有限公司	0	900	0
飞亚达(集团)股份有限公司	0	725	0
中航动力股份有限公司	0	0	2700
深南电路股份有限公司	0	30	0
中国航空汽车系统控股有限公司	0	9.71	0
天马微电子股份有限公司	0	0	500
贵州贵航汽车零部件股份有限公司	0	0	54
中航工业机电系统股份有限公司	0	0	40
中国航空工业集团公司金城南京机电液压工 程研究中心	0	0	13
中航电测仪器股份有限公司	0	0	10

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

从2017年投行落地项目看,今年已助力企业募资约53亿元,还有若干排队IPO项目。预计2017年投行收益好于2016年。弥补了经纪业务的小幅度下滑, **证券公司2017年预计收益趋于稳定。**

表 17: 2017 年中航证券投行落地项目

			发行费用(亿元)	实际募资净额(亿元)	募集资金	市场份额
002359.SZ	齐星铁塔	增发	0.58	49.74	50.31	0.91
		首发			2.64	0.21

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

增资、引战夯实资本实力。目前中航证券的资本金规模限制了其发展，2015年末的净资本仅29.9亿元，排名仅位于78名，与行业平均水平100.18亿元存在明显差距。此次可转债方案中，中航证券拟增资30亿元，公司目前计划引入1家有战略支持力的外部股东，增资金额在30亿元至50亿元之间。若增资、引战成功完成，1) 公司净资产将大幅上升，按照30亿元引战资金计算，**证券净资产可达95亿元，规模追赶上第一创业证券**；2) 公司对战投股东带来相关业务线条的业务也有要求，战投股东有望带来业务；3) 净资本规模上升也将带来公司信用等级的提升（加3分左右），有利于公司由BBB级更进一步，更加符合中航工业集团旗下上市企业对投行的要求，进而获取更多投行等业务线条的项目。

未来，中航证券增资、引战到位后，净资本实力将得到大幅提升，公司将进一步发挥与集团的协同作用，增强信用评级后，获取更多的投行业务项目，增加对信用业务的投入，未来公司业务结构将更为合理，为上市公司贡献更大收益。

产业与国际：聚焦航空和新兴产业

公司产业部分主要由2012年和2013年设立的中航新兴投资及中航航空投资构成。背靠中航工业集团，公司可以深度参与集团内项目，深耕军民融合投资机会。

公司通过产业基金平台参与集团内部定增，收益可观，除去分红等收益，根据我们计算，资产增值部分浮盈达34亿元。

公司旗下信托平台参与天风证券、景德镇商业银行等投资，安全边际较高；天风证券拟IPO，若成功登陆A股将为公司带来较大收益。

表18：定增项目浮盈测算（亿股、亿元）

	投资成本	持股(亿股)	现有价值(亿元)	浮盈(亿元)
中航飞机	9.92	2.10	39.59	29.67
中航电测	0.53	0.05	0.64	0.11
中航黑豹	0.45	0.03	0.91	0.46
宝胜股份	2.00	0.40	2.20	0.20
中航机电	5.00	0.52	5.37	0.37
退出时间			持股	浮盈
中航黑豹	2015/6/16-2015/6/29		0.17	3.62
浮盈合计				34.43

数据来源：公司公告、WIND、广发证券发展研究中心

表19：按成本计量的可供出售金融资产统计（亿元、%）

项目	投资成本(截至2016年)	持股比例
中国信托业保障基金有限责任公司	5.00	8.7
天风证券股份有限公司	4.40	4.29
中航精密铸造科技有限公司	4.00	13.57
南昌洪都农村商业银行股份有限公司	1.50	4.4
上海沁朴股权投资基金合伙企业	1.50	44.33
新余农村商业银行股份有限公司	1.30	4.42

景德镇农村商业银行股份有限公司	1.00	8.25
中国信托登记有限责任公司	1.00	3.33
中航沈飞民用飞机有限责任公司	0.75	15
中航成飞民用飞机有限责任公司	0.75	15
江西银行股份有限公司	0.49	0.553
中航锂电(洛阳)有限公司	0.45	2.6
吉安农村商业银行	0.36	4.5
中航(沈阳)高新科技有限公司	0.30	19.61
嘉合信基金管理有限公司	0.30	27.27
中航(宁夏)生物有限责任公司	0.29	16.01
成都凯天电子股份有限公司	0.26	5.07
黑龙江北亚房地产综合开发有限公司	0.20	5
中航天地激光科技有限公司	0.15	13.64
金网络(北京)电子商务有限公司	0.15	18.75
上海航空发动机制造股份有限公司	0.10	4.25
黑龙江北亚期货经纪有限公司	0.02	8.71
北京乾景房地产开发有限公司	0.02	15.31
新华资产管理股份有限公司	0.01	0.2

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

管理层变更基本到位，员工持股计划激励军心

管理层变更基本到位，领导班子能力出色。2016年6月，原董事长孟祥泰先生因工作变动辞去董事长职务，公司任命公司原总经理录大恩先生为董事长，中航租赁原董事长赵宏伟先生为总经理；2016年12月，公司任命原中国航空工业集团公司董办主任、资本管理部副部长闫灵喜先生为公司董秘。公司领导班子变更基本到位，管理层能力出色。董事长、总经理均有多年实业工作经验，熟知公司事务；董秘曾管理集团公司资本运营，并拥有多年港股上市公司董秘工作经验。

高管、员工持股深化国企改革。中航资本于2017年4月28日公布了员工持股计划(草案)。员工持股计划将面向董监高及其他员工募集不超过5.64亿元，采用信托公司集合信托+证券公司定向资产管理计划形式实施，通过二级市场购买等方式获得公司股票。员工持股计划彰显了公司的信心和市场化的激励机制，中航资本进一步深化国企改革，市场化购买的增持方式也彰显了当前股价低估的状态。

表20：中航资本员工持股计划明细（万元、%）

序号	持有人	参加计划的金额上限(万元)	比例(%)
1	公司董事:孟祥泰、录大恩、王进喜 监事:刘光运、章建康 高管:郭柏春、许雄斌、闫灵喜 (8)人	2,280	4.04
2	其他员工(不超过 314 人)	54,120	95.96
	合计(不超过 322 人)	56,400	100

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议:

盈利预测: 预计 2017-2019 年净利润为 23.9、30.5 和 37.5 亿元

中航信托: 假设可转债18亿元、引入战投(按照最低额度8亿元)均在2018年到位,信托业务部分2017、2018、2019年增速分别为30%、35%和30%; 2017、2018、2019年投资收益率均约为5.5%。可得中航信托2017、2018、2019年分别为上市公司贡献12.67亿元、16.67亿元、21.14亿元的净利润。

中航证券: 假设可转债30亿元、引入战投(按照最低额度30亿元)均在2018年到位,战投到位后,公司持股比例降至68%。股基交易额2017年下滑30%,2018年增长30%,2019年增长30%; 投行业务分别保持30%、35%、40%左右的增长。中航证券2017、2018年为上市公司贡献2.69、3.89、4.59亿元的净利润。

中航财务: 假设公司归集资产额度逐步回升,2017、2018、2019年分别为上市公司贡献3.16、3.79、4.55亿元的净利润。

中航租赁: 假设公司净资产按照年均复合20%的增速增长,ROE保持10%左右,则2017、2018、2019年分别为上市公司贡献9.62、11.54、13.85亿元的净利润。

综上所述,公司2017、2018、2019年净利润约为23.9、30.5和37.5亿元,同比增长2.93%、27.55%、22.93%。

表 21: 中航资本盈利预测 (亿元、%)

2017E	营收	归母净利	持股比例	贡献营收	贡献归母净利
中航信托	31.68	15.84	80.00%	25.34	12.67
中航证券	7.27	2.69	100%	7.27	2.69
中航财务	14.13	7.10	45%	6.29	3.16
中航租赁	50.53	9.82	98%	49.48	9.62
2018E	营收	归母净利	持股比例	贡献营收	贡献归母净利
中航信托	43.24	21.62	77.10%	33.34	16.67
中航证券	12.63	5.68	68%	8.65	3.89
中航财务	16.95	8.52	45%	7.54	3.79
中航租赁	60.63	11.79	98%	59.38	11.54
2019E	营收	归母净利	持股比例	贡献营收	贡献归母净利
中航信托	54.83	27.41	77.10%	42.27	21.14
中航证券	15.96	6.70	68%	10.92	4.59
中航财务	20.34	10.22	45%	9.05	4.55
中航租赁	72.76	14.15	98%	71.25	13.85
合计	营收			归母净利	
	2017E	88.38		28.14	
	2018E	108.91		35.90	
	2019E	133.50		44.13	
	调整营收		YOY	调整归母净利润	YOY

	2016	87.48		23.24	
合计	2017E	103.41	18.21%	23.92	2.93%
	2018E	127.42	23.22%	30.51	27.55%
	2019E	156.20	22.58%	37.51	22.93%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议

中航资本背靠大股东中航工业集团，实力雄厚。我们认为，公司将享有军民融合、国企改革的红利，旗下中航信托、中航租赁保持快速发展的势头，随着可转债、引战资金的到位，以及集团子公司资金的归集，券商、财务公司业绩逐步向好。我们看好中航资本的发展，预计公司2017、2018、2019年净利润约为23.9、30.5和37.5亿元，对应PE分别为21.3、16.7、和13.6倍，维持买入评级。

风险提示

不同业务间未能形成协同优势；股、债市场波动幅度增大，市场交易量继续向下；信托、证券板块引入战投不成功；券商投行业务未能取得集团内项目资源；租赁合同签订不达预期；信托资产不良率再度上升等。

附表：三表摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	46517	156061	276328	447201	营业收入	8748	10340	12742	15619
其他流动资产	6609	8066	9938	12182	营业成本	1872	5370	7735	11029
流动资产合计	91227	204632	326910	500200	营业税金及附加	149	176	217	266
固定资产	6215	5951	5678	5384	销售费用	1217	1551	3185	4686
长期股权投资	487	533	579	625	管理费用	745	1036	1276	2345
资产总计	159907	273093	395142	568182	财务费用	279	(1103)	(4114)	(8349)
短期借款及交易性金融负债	25209	25000	25000	25001	投资收益	678	700	700	700
其他流动负债	74430	150703	235249	370574	营业利润	3869	4026	5158	6358
流动负债合计	99675	175825	260429	395837	利润总额	3962	4106	5238	6439
长期借款及应付债券	19309	49309	79309	109311	所得税费用	975	1027	1309	1610
其他长期负债	14620	19620	24620	29620	少数股东损益	664	688	877	1078
长期负债合计	33929	68929	103929	138931	归属于母公司净利润	2324	2392	3051	3751
负债合计	133604	244754	364358	534768					
少数股东权益	4066	4547	5161	5916	现金流量表 (百万元)				
股东权益	22237	23792	25623	27498	净利润	2324	2392	3051	3751
负债和股东权益总计	159907	273093	395142	568182	资产减值准备	132	33	(11)	(16)
					折旧摊销	539	597	651	678
关键财务与估值指标					公允价值变动损失	332	(15)	(15)	(15)
每股收益	0.26	0.27	0.34	0.42	财务费用	279	(1103)	(4114)	(8349)
每股红利	0.58	0.09	0.14	0.21	营运资本变动	(12607)	79815	87583	137974
每股净资产	2.48	2.65	2.85	3.06	经营活动现金流	(10244)	83271	91884	143143
ROE	10%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(10313)	(2681)	(396)	(398)
收入增长	1%	18%	23%	23%	融资活动现金流	9353	28953	28780	28128
净利润增长率	1%	3%	28%	23%	现金净变动	(11203)	109544	120268	170873
资产负债率	86%	91%	94%	95%	货币资金的期初余额	57720	46517	156061	276328
息率	10.3%	1.6%	2.4%	3.7%	货币资金的期末余额	46517	156061	276328	447201
P/E	21.9	21.3	16.7	13.6	企业自由现金流	(10721)	81718	88130	136271
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9	权益自由现金流	4511	112336	121216	172535

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福： 首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 曹恒乾： 资深分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田： 分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄： 分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉： 研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨： 研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。