

分析师： 宋健  
执业证书编号： S0050510120001  
Tel: 010-59355925  
Email: songj@chinans.com.cn  
地址： 北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层 (100101)



# 中航投资 (600705. SH)

## —资本运作快步前行

### 投资要点

● 非公开发行有利于中航租赁获得低成本资金；有利于中航租赁开拓高端客户；有利于中航租赁进军铁路交通业务；有利于中航投资增强资产流动性。有利于提高对于中航信托、中航证券的持股比例；引入进出口银行的金融支持，助推中航租赁快速扩张。

● 非公开发行不会摊薄每股收益。我们保守预计 2014 年每股收益能达到 0.75 元，与 2012 年度每股收益 0.52 元相比仍有较大增幅。若考虑到公司引入进出口银行、西飞集团股权置换等因素对于每股收益的影响，实际实现的每股收益可能更高。

● 投资建议：在金融创新背景下，融资租赁、期货、证券、信托、创投等行业有着较大发展空间，而公司作为航空央企下属的金控平台，依托中航工业集团强大背景，优势更大，其证券、信托、租赁和创投业务享有金控平台的协同效应，应有一定溢价。不考虑公司公告的一系列资本运作，预计公司 2013-2015 年净利润为 9.07 亿元、11.19 亿元和 13.63 亿元，按现有股本计算，每股收益分别为 0.6 元、0.74 元和 0.9 元，目前 A 股市场并无和公司业务结构类似的可比公司，其估值具有示范和领先效应，给予公司买入评级。

● 风险提示。公司实施非公开发行、西飞集团股权置换、引入进出口银行等事项尚需履行多项审批程序，能否最终实施存在一定的不确定性。但考虑到公司的央企背景，且上述事项均为与中央企业、政策性银行之间的交易或合作，容易得到有关审批部门的认可。

### 黑色金属

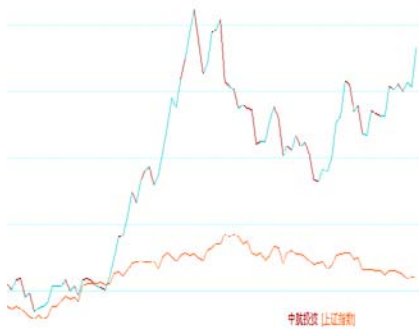
### 投资评级

本次评级:	买入
跟踪评级:	调高
目标价格:	19

### 市场数据

市价(元)	15.6
上市的流通 A 股(亿股)	5.98
总股本(亿股)	15.22
52 周股价最高最低(元)	19.27/8.9
上证指数/深证成指	2178/8697
2008 年股息率	-

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3470	4,471	5617	7132
增长率(%)	--	28.89	25.64	26.98
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	638	722	907	1119
增长率(%)	--	13.16	25.60	23.37
毛利率(%)	18.17	16.10	16.14	15.68
净资产收益率(%)	27.33	14.94	9	11
EPS(元)	0.88	0.52	0.6	0.74
P/E(倍)	17.33	29.33	25.42	20.61
P/B(倍)	4.74	4.38	2.21	2.18

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

动态信息：融资功能恢复，资本运作紧锣密鼓 .....	4
依托股东优势，布局金控、航空产业和新兴产业投资三板块 .....	4
牌照齐全，打造中航旗下金控平台 .....	5
中航财务：受益中航集团内部增长和归集率提高 .....	9
中航租赁：受益行业高速增长和中航资源优势 .....	9
中航信托：受益净资产监管和主动资管能力提升 .....	10
中航证券：受益金融创新和投行业务优势 .....	12
期货业务：受益期货品种丰富和期货市场创新 .....	13
倚靠中航，产融结合成为公司新发力点 .....	13
航空产业投资 .....	14
新兴战略产业投资 .....	14
引入进出口银行的金融支持，助推中航租赁快速扩张 .....	14
有利于中航租赁获得低成本资金 .....	14
有利于中航租赁开拓高端客户 .....	15
有利于中航租赁进军铁路交通业务 .....	15
置换西飞集团股权，实现产融结合又一成功案例 .....	15
有利于公司获得可观的投资收益 .....	16
有利于中航投资增强资产流动性 .....	16
是中航投资与航空工业“产融结合”的又一成功案例 .....	16
非公开发行，助力信托、租赁和证券的发展 .....	17
有利于提高对于中航信托、中航证券的持股比例 .....	17
有利于提高增加信托、租赁、证券公司的资本实力，提高其竞争力 .....	17
有利于提高中航工业集团或其他优质投资项目的参与度 .....	17
后续资产注入运作空间犹存 .....	17
盈利预测和投资建议 .....	18
2013 年 1 季报业绩同比大幅上升，全年业绩增长可期 .....	18
不考虑资本运作，公司未来两年将保持 20% 的净利润自然增幅 .....	19
非公开发行不会摊薄每股收益 .....	19
投资建议 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：中航投资控股结构图 .....	6
图 2：公司金融平台布局 .....	7
图 3：公司 2012 年收入构成 .....	8
图 4：公司 2012 年利润构成 .....	8
图 5：中航租赁资产情况（亿元） .....	10
图 6：中航租赁利润情况（亿元） .....	10
图 7：中航信托资产情况（亿元） .....	11
图 8：中航信托利润情况（亿元） .....	11

---

图 9: 中航证券资产情况 (亿元) .....	12
图 10: 中航证券利润情况 (亿元) .....	12
图 11: 中航证券收入情况 (亿元) .....	13
图 12: 中航证券收入结构情况 (亿元) .....	13
图 13: 江西省证券经纪业务欠发达 .....	13
图 14: 中航证券市场份额变化 .....	13
表 1: 公司近三年一期主要财务数据 (亿元) .....	8
表 2: 公司近三年一期主要财务数据 (亿元) .....	8
表 3: 中航租赁融资成本分析 .....	14
表 4: 公司近两年季度业绩情况 (亿元) .....	18
表 5: 公司近两年季度业绩情况 (亿元) .....	18
表 6: 公司利润表 (千元) .....	19

## 动态信息：融资功能恢复，资本运作紧锣密鼓

2012年8月30日，中航投资控股有限公司借壳S\*ST北亚上市成功。中国航空工业集团公司（下称“中航工业集团”）持有公司51.0%的股份，为公司第一大股东；哈尔滨铁路局为公司第二大股东，直接和间接持有公司3.23%的股权。公司为金融控股型公司，通过全资子公司中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资有限”）以控股或参股的方式经营证券、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，2012年底，公司设立全资子公司“中航航空产业投资公司”和“中航新兴产业投资公司”，未来将主要通过上述子公司开展财务性实业股权投资业务，中航投资有限则主要开展金融业务，形成金融控股、航空产业投资、新兴战略产业投资三大业务板块。因达到摘帽条件，2013年2月，上海证券交易所撤销公司股票的其他风险警示，股票简称由ST航投变更为中航投资。至此，公司融资功能恢复。

摘帽且融资功能恢复后，公司紧锣密鼓进行一系列资本运作如下：

- 1、2013年4月17日，中航工业集团与进出口银行签署《谅解备忘录》，拟引入进出口银行作为中航租赁的战略投资者，进出口银行最终持有中航租赁的股权比例为50%，但中航投资保留对中航租赁的控制权。
- 2、2013年4月23日，公司全资子公司中航投资控股有限公司与西飞集团公司控股股东中航飞机有限责任公司签署《减资框架协议》，拟通过减资与补偿的方式，将中航投资有限持有的14.09%的西安飞机工业（集团）有限责任公司（以下简称“西飞集团”）股权置换为上市公司中航飞机（000768.SZ）的股权。
- 3、2013年4月25日，公司公告非公开发行股票预案，拟募集资金不超过50亿元，用于购买中航工业集团持有的中航信托10.20%股权（6.75亿元）、对中航租赁增资（15亿元）、对中航信托增资（4亿元）、对中航证券增资（10亿元）、偿还银行借款（14.25亿元）。

## 依托股东优势，布局金控、航空产业和新兴产业投资三板块

中航工业集团是由中央管理的国有特大型企业，主营业务涉及防务、民机、发动机、直升机、航电系统、机电系统、通用飞机、规划建设、贸易物流和金融等领域；为中国军队提供先进航空武器装备，包括各型飞机与飞行器、飞机零部件、导弹、飞机发动机。截至2012年年底，中航工业集团下辖近200家子公司（分公司），包括20多家上市公司。航空航天是我国成为经济强国的发展过程中必须予以攻克的制造业方向，中航工业集团在我国经济发展中举足轻重的地位为公司提供了巨大的发展空间。

公司定位为金融控股型公司，布局“三大板块”（即金融控股、航空产业投资、新兴战略产业投资）的发展战略，能够紧紧抓住国内经济结构调整和产业结构升级机遇，充分发挥自身优势，三大板块产业发展前景广阔。

中航投资是中航工业集团的全资子公司。中航工业集团是国有独资公司，由国资委持有100%股权。产权控制关系如下：



资料来源：公司公告

公司唯一股东——中航工业集团是一家由国家出资设立，受中央管理的国有特大型企业，于2008年11月6日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。注册资本640亿元，拥有企事业单位近200家，拥有上市公司21家，其中3家在香港上市。2012年中航工业集团第四次入围《财富》世界500强企业，排名第二十五位。

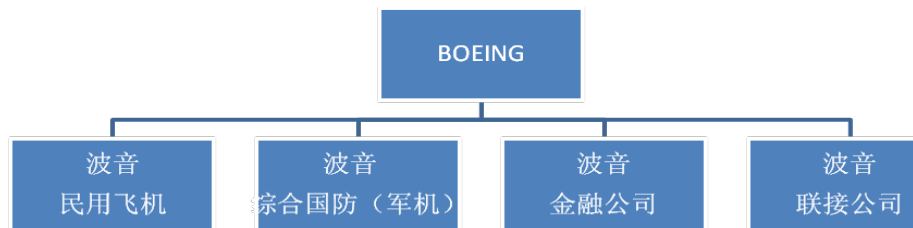
中航投资原名为中航投资有限公司，成立于2002年5月，由中航工业集团全资设立，2009年7月增资至15亿元，2011年2月再次增资至25亿元。中航投资目前是中航工业集团全资控股的子公司中规模较大的一家。公司注册资本25亿元，在中航工业全资子公司中排名第五。

作为中航工业集团旗下的专业性投资子公司，主要经营证券、期货、租赁、财务公司等金融业务与财务性实业股权投资业务，中航投资通过子公司中航证券、中航期货、中航租赁、中航财务分别经营证券、期货、租赁及财务公司业务，中航投资母公司则主要经营财务性实业股权投资业务。中航投资的现有的投资业务涉及金融、航空、产业等各个领域，未来公司发展战略三大重点板块仍将集中在金融、航空及战略新兴产业领域的投资。

公司所属的集团公司中航工业集团以国际先进飞机制造企业波音公司为蓝本，打造清晰的发展战略。中航投资正是战略蓝图上的重要一环。

波音公司世界上最大的民用和军用飞机制造商。波音公司由四个主要的业务集团组成：波音金融公司、波音民用飞机集团、波音联接公司和波音综合国防系统集团。波音共用服务集团则对这些业务集团提供支持。波音金融公司是波音提供资产融资和租赁服务的融资公司，融合了波音的融资实力，全球性业务，以支持其集中精力保持利润增长。

**波音公司金融产业模块:**



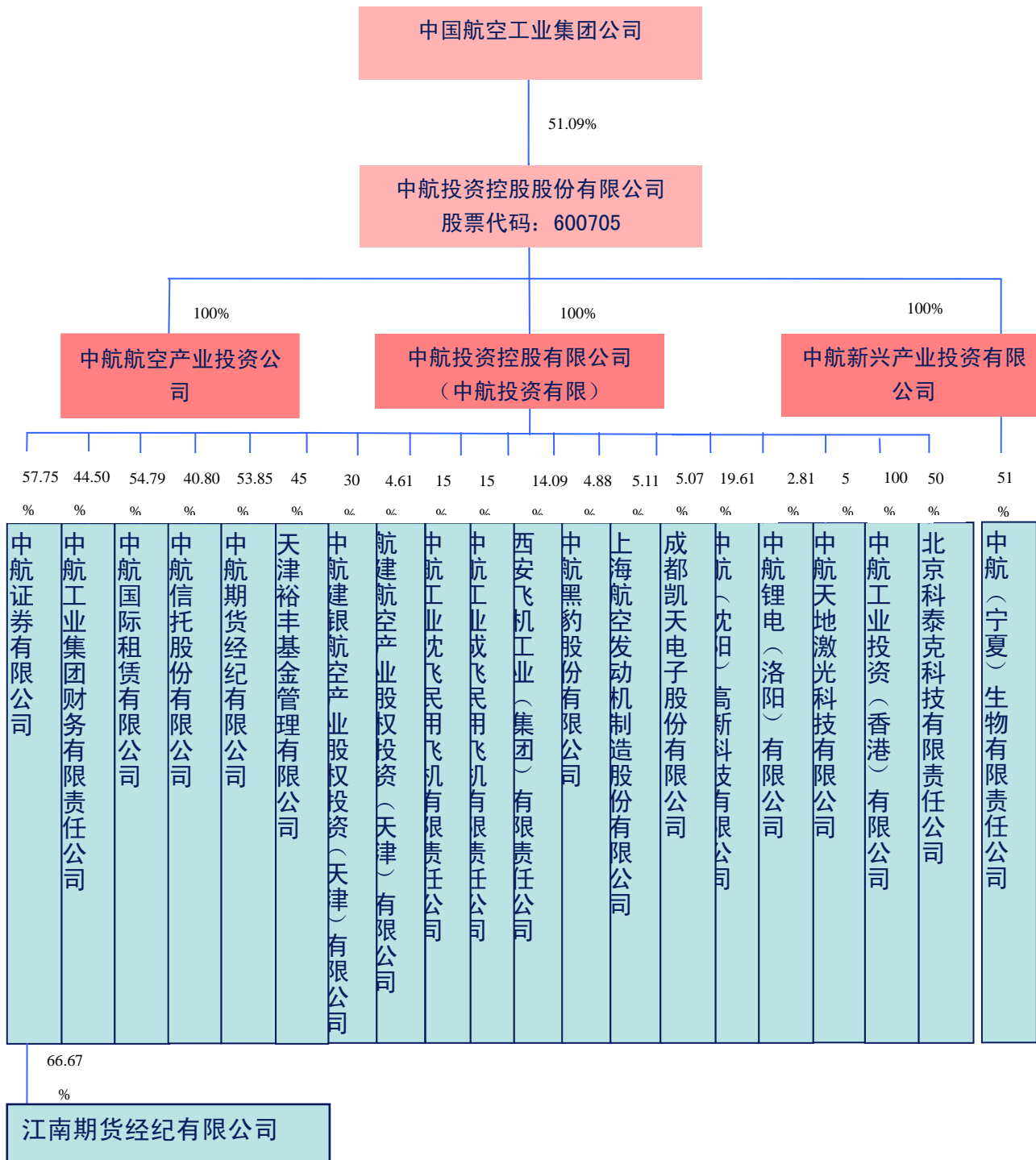
资料来源：民族证券

### 牌照齐全，打造中航旗下金控平台

公司定位为中航旗下的金控平台，拥有财务公司、信托、租赁、证券、期货等全金融牌照，全资子公司中航投资控股有限公司通过子公司中航工业集团财务有限责任公司（下称“中航财务”，直接持股 47.12%）、中航信托股份有限公司（下称“中航信托”，直接持股 40.8%）、中航国际租赁有限公司（下称“中航租赁”，直接持股 54.79%）、中航证券有限公司（下称“中航证券”，直接持股 57.75%）、中航期货经纪有限公司（下称“中航期货”，直接持股 53.85%）分别经营财务公司、信托、租赁、证券、期货业务，此外通过中航证券间接控股江南期货经纪有限公司（下称“江南期货”）、通过中航租赁间接控股中航蓝景租赁（天津）有限公司等公司。

中航投资控股结构图及下属子公司情况如下：

图 1：中航投资控股结构图



数据来源：民族证券

图 2：公司金融平台布局





资料来源：民族证券

就目前公司收入和利润结构而言，现阶段对收入和利润贡献较大的是财务公司、租赁公司和信托公司。中航财务、中航信托和中航租赁是公司主要收入和利润贡献者。2012 年公司营业总收入中，租赁及贸易业务收入达到 15.13 亿元，占比 33.84%；利息收入达到 13.82 亿元，占比 30.91%；手续费及佣金收入达到 15.51 亿元，占比 34.68%。2012 年公司利润构成中，信托业务利润 6.32 亿元，占比 35.71%；信贷、结算及票据业务利润 6.46 亿元，占比 39.82%；租赁及贸易业务利润 3.13 亿元，占比 23.75%。

表 1：公司近三年一期主要财务数据（亿元）

项目	2013.3.31	2012.12.31	2011.12.31	2010.12.31
总资产	573.67	651.17	525.96	536.28
负债总额	467.71	549.53	446.28	484.35
归属于母公司所有者权益	548.05	530.49	390.86	267.12

资料来源：公司公告 注：2010 年的财务数据的会计主体为中航投资有限责任公司

表 2：公司近三年一期主要财务数据（亿元）

项目	2013.3.31	2012 年度	2011 年度	2010 年度
营业收入	11.81	44.71	34.70	15.38
营业利润	5.31	20.53	16.19	8.67
利润总额	5.37	21.21	16.42	8.85
归属母公司所有者的净利润	1.71	7.22	6.38	2.93

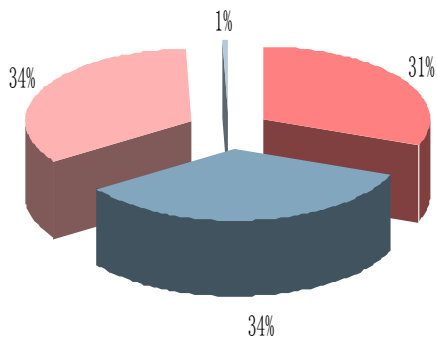
资料来源：公司公告 注：2010 年的财务数据的会计主体为中航投资有限责任公司

图 3：公司 2012 年收入构成

图 4：公司 2012 年利润构成

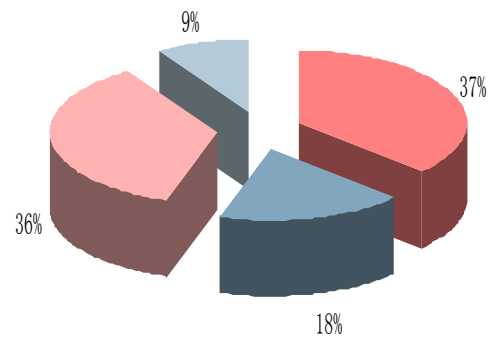


■ 利息收入 ■ 手续费及佣金收入 ■ 融资租赁收入 ■ 其他收入



资料来源：公司公告，民族证券

■ 财务公司业务 ■ 租赁业务 ■ 信托业务 ■ 其他



资料来源：公司公告，民族证券

### 中航财务：受益中航集团内部增长和归集率提高

中航投资控股有限公司持有中航财务 44.50%的股权，并管理中航工业持有的中航财务 47.12%股权，合计实际控制中航财务表决权比例合计 91.62%。

截至 2012 年 12 月 31 日，中航财务总资产 379.86 亿元，净资产 28.86 亿元。自 2007 年以来，中航财务营业收入与利润增长迅速，2012 年实现收入和净利润分别为 13.03 亿元和 6.46 亿元，ROE 由 2007 年的 5.04%提高至 2012 年的 22.39%，盈利能力良好。

中航财务为中航工业集团成员单位提供贷款和委托贷款服务，利息收入是主要收入来源，占其营业收入的 80%以上。在中航财务自身努力和中航工业集团推动的双重作用下，中航财务日均存款余额得到逐年提升，中航工业集团资金归集率从 2009 年的 17%提高到 2012 年的近 30%。尽管如此，和目前中石化、中石油等集团高达 80%以上的资金归集率比较，目前中航工业集团内部的资金归集率仍处于较低水平。作为目前公司收入的最大贡献者，借助中航投资的整体上市，得益于中航工业各子公司存款总额与存款比例的稳步提升，中航财务的快速增长还将持续。

而且，我国财务公司定位已从原来的简单为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构，逐步自发转变为通过为企业集团内部集中管理资金资源，产生规模效益，提高企业运作效率，提升企业核心竞争力，从而进一步推进产融结合、金融体系改革和产业升级。未来财务公司将在业务品种、主营业务、业务范围等方面进行改进。在业务品种上，实现由集团内部的存款、贷款等传统业务为主向传统业务和投资银行业务、外汇业务、资产证券化、咨询等新型创新业务并重转变。在主营业务上，重点参与企业所处产业链的上下游产业相关金融业务合作，推进上下游产业协同。在业务范围扩展上，实现由国内业务为主向国内国际兼备转变。中航财务需通过设置合理交易价格和交易形式，为提供原材料的上游产业的应收账款等项目提供融资业务，从加工原材料、制造成品的下游产业的应付账款等项目中获得融资等，推进上下游产业链延伸有序，促进主业繁荣发展。同时，进一步服务主业发展，不断提升中航工业集团内部资金归集率，做大规模，实现自身收益持续增长。

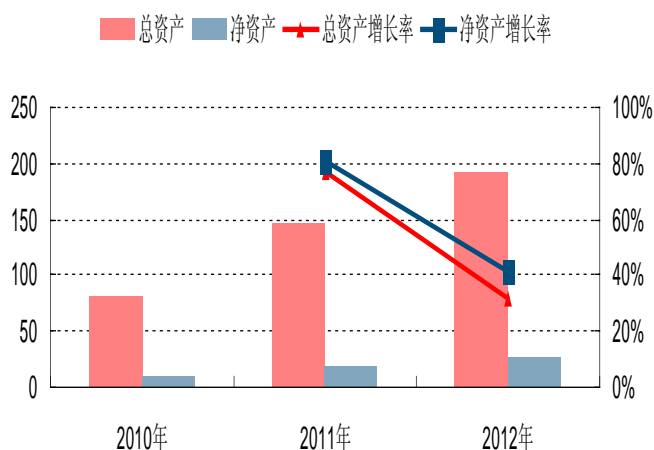
### 中航租赁：受益行业高速增长和中航资源优势

中航租赁是经商务部、国家税务总局批准的国内首批内资融资租赁企业。中航投资控股有限公司持有中航租赁 54.792% 的股权，中航租赁其他股权属于中航集团其他子公司所有。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专业租赁公司，其租赁范围主要包括飞机租赁，并涉及船舶、基础设施、技改设备、高端设备以及新能源设施等融资租赁业务。中航租赁主要从事民机服务，在国内公务机租赁领域排名第二。凭借其专业的服务与深厚的行业背景，中航租赁与国内其它融资租赁公司形成差异化的市场竞争。中航租赁近年来业务经营迈上新台阶，呈现跨越发展的强劲势头：公司资产总额较五年前增长 35 倍，综合排名在商务部监管的融资租赁企业中名列前茅。中航租赁 2012 年度平均租赁资产规模为 165.78 亿元，是国内最大的国产飞机融资服务商。

截至 2012 年年底，中航租赁总资产 192.68 亿元，净资产 25.77 亿元。目前，中航租赁的主要收入来源为飞机与船舶租赁业务，两项业务对收入贡献约 50%。未来中航租赁计划逐步提升飞机、船舶业务占比至 70% 左右（尤其是飞机租赁业务）。2012 年，中航租赁实现营业收入 15.13 亿元，净利润 3.13 亿元；简单测算中航租赁 ROE 为 12.13%，5.8 倍杠杆。

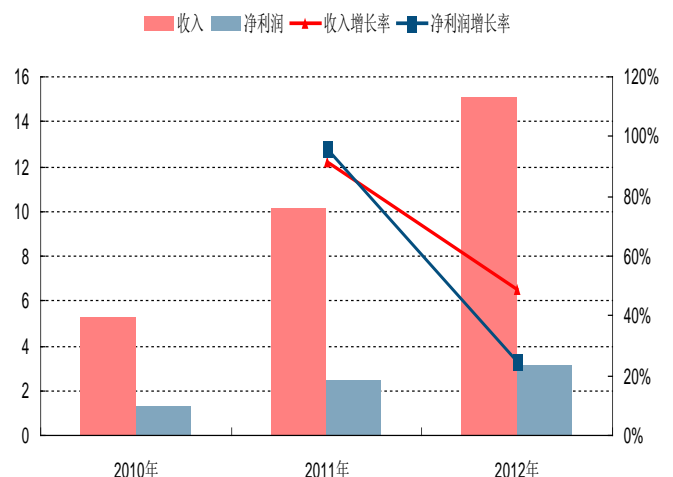
与发达国家 30% 以上的融资租赁市场渗透率比较，我国目前不到 5% 左右的融资租赁市场渗透率水平处于较低水平，国内融资租赁行业仍处于高速发展期，行业发展空间较大。近年来外资租赁公司增加较多，和外资租赁公司比较，内资租赁公司享有资金成本和项目开拓优势，业务增幅高于外资租赁公司。除享受行业高速增长带来的红利，作为目前国内唯一拥有航空产业背景的专业融资租赁公司，中航租赁依靠中航背景联系着包括飞机制造商、供应商、中间商和客户在内的民航产业链上下游企业和市场要素，在开展航空租赁业务方面具有与生俱来的资源优势。2013 年 4 月，公司公告拟已定增方式募集资金增资 16 亿元中航租赁，以内资租赁公司 10 倍的杠杆上限推算，此次增资理论上将给中航租赁带来 160 亿元的租赁规模增长空间。而且，进出口银行的战略性引入，将进一步降低中航租赁的融资成本，极大增强中航租赁竞争力。

图 5：中航租赁资产情况（亿元）



资料来源：公司公告，民族证券

图 6：中航租赁利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，民族证券

### 中航信托：受益净资产监管和主动资管能力提升

中航信托的前身是江西江南信托股份有限公司。2009 年经中国银监会批准，在原江西江

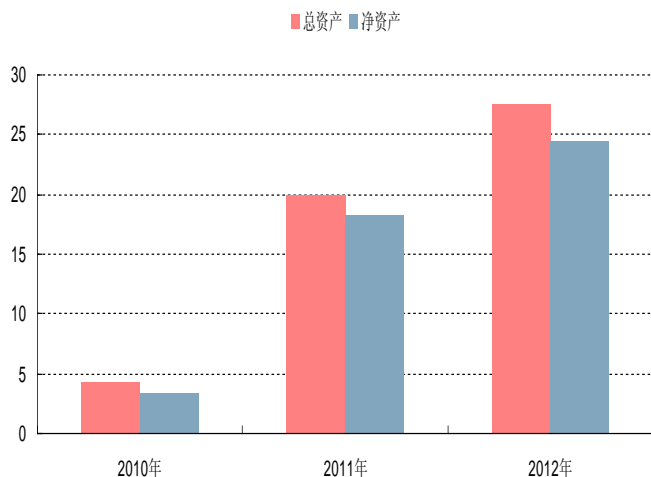
南信托股权重组的基础上重组，并于 2010 年 12 月底更名为中航信托。自 2009 年重新挂牌以来，中航信托发展迅速，各项业务指标增长迅速。2011 年，中航信托前后二次完成增资，目前中航注册资本增加至 15 亿元，注册资本的增加使得中航信托进入了发展的快车道。在两次增资完成后，中航投资控股有限公司持有中航信托 40.8% 的股权，此外，中航工业集团其他成员还持有中航信托 31.67% 的股权。

2013 年 4 月，公司公告定向增发筹集资金，并以约 6.75 亿元收购中航工业集团持有的中航信托 10.20% 股权，并对中航信托增资 8 亿元。这不仅提高公司持有中航信托的股份，且在净资本监管趋严的市场环境下，增资将提升中航信托的规模。

受居民财富和中小企业融资需求双向增长的推动，近几年我国信托业快速发展，目前信托资产规模已超过 8 万亿元，成为仅次于银行的第二大金融行业。在信托业高速发展的过程中，中航信托租赁规模也增长迅猛，2012 年底的信托资产余额 1,385.22 亿元，较 2011 年增加 603.82 亿元；信托项目 373 个，同比增长 44.02%。2012 年，中航信托实现收入 11.74 亿元，同比 76.86%；实现净利润 6.32 亿元，占比 36.19%。

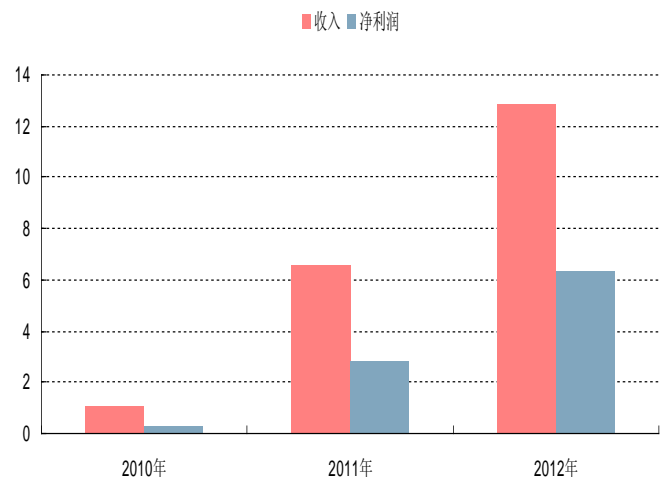
在我国信托业受托管理资产规模突破 8 万亿后，信托业的制度优势和内生增长优势正得到充分发挥。一方面，信托业可以运用其手段灵活，工具多样的优势和特点，先在利率市场化改革中大胆进行尝试和探索。另一方面，2012 年，券商创新、基金松绑、保险开放、期货突破、私募修法，我国理财市场主体多元化的结构进一步得到了监管部门的确定和相关法规的保护，今后在我国理财市场中，包括信托在内的各家金融机构之间将在业务竞争和往来中体现出相互交叉相互融合的格局。在券商、基金、保险等机构全面参与、相互交叉的泛资产管理时代，尽管对信托公司业务特别是通道业务有一定冲击，但主动管理型业务能力和创新能力强的信托公司将在未来行业整合中获得发展先机。中航信托目前集合资金信托占比高于行业平均水平，走在行业发展前沿。中航信托依托上市公司金融控股平台公司的优势，将迎来又一个发展的新契机，走出类似中信信托、平安信托的发展模式。另外，公司背靠中航工业集团，与综合性金融集团不同的是其在实业领域的投资资源更为丰富，投资渠道更为畅通。与中航工业的良好关系在信托投资过程中可减少很多交易成本。中航信托的集团业务将提供其未来稳定的增长空间，而目前产品结构、信托报酬率的良好形势则有望在信托转型的浪潮中带来新惊喜。

图 7：中航信托资产情况（亿元）



资料来源：公司公告，民族证券

图 8：中航信托利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，民族证券

## 中航证券：受益金融创新和投行业务优势

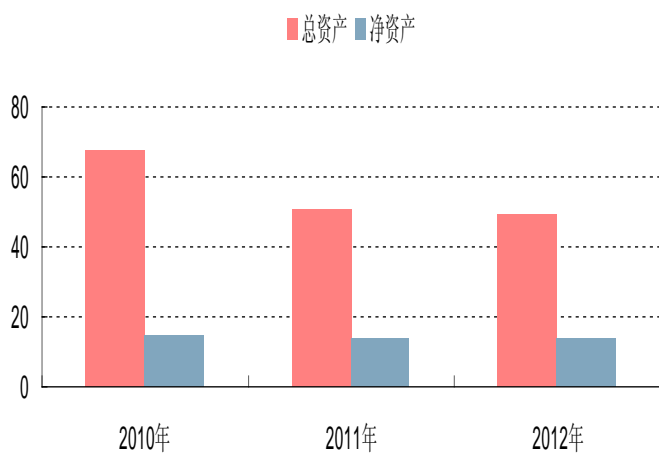
中航证券江南证券有限责任公司重组而成，于 2010 年 5 月 6 日更名为中航证券。中航投资控股有限公司持有中航证券 57.75% 的股权，中航证券其他股权属于中航工业集团其他子公司所有。中航证券是综合类券商，总部在江西省，截至 2012 年底，中航证券共有 32 家营业部，其中江西省 13 家，其他 19 家分布在北京、上海、深圳等 16 个经济发达的中心城市，并在深圳、北京分别设立了证券承销与保荐分公司及资产管理分公司。此外，中航证券还持有江南期货 66.67% 的股权。

随着股权分置改革的完成，中国资本市场进入了一个新的历史发展阶段。经济转型为证券业的发展提供了广阔的舞台。证券市场的快速发展为证券业提出了更高的要求，在股权分置改革完成以后，股指期货、创业板、融资融券等基础性的制度相继出台，未来证券市场的发行体制改革要按照更加市场化的原则推进，将挑战证券公司的产品定价能力和证券配售能力；转融通、做市商、RQFII、跨境 ETF 和在融资融券、股指期货等风险管理产品不断丰富的环境下产品创新、各种类型机构投资者的发展都在不断挑战证券行业的专业能力边界；在产业结构不断调整、企业不断进行收购兼并、债券市场统一发展、融资结构不断丰富的情况下，证券公司提供综合金融服务的能力受到更大的挑战。

证券行业是典型的资本密集型行业，资本规模很大程度上决定了证券公司的市场地位、盈利能力与发展潜力。中航证券扩大传统业务优势、开展创新业务、开发创新产品，均对中航证券的资本金规模提出了较高要求。在以净资本为核心的监管体系下，净资本已成为制约中航证券经营发展的主要问题。受区域性、资本金和起步较晚等多方面限制，目前中航证券规模较小，创新能力不足，创新业务受限，经纪业务佣金收入和投机银行业务收入是中航证券目前主要收入来源。这种业务结构受监管层对 IPO 的放行和受二级市场波动较大，导致 2012 年中航证券收入和利润的同比下滑。

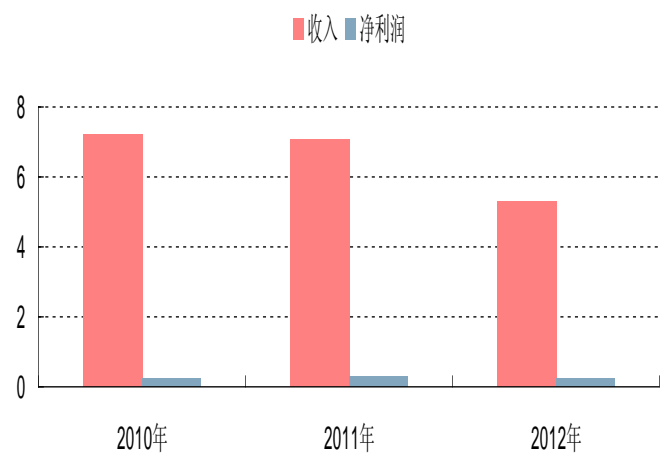
为提高中航证券的竞争力，2013 年 4 月，公司公告定增募集资金，拟投入 10 亿元对中航证券进行增资和开展业务。这能快速提高中航证券经纪业务竞争力、拓展中航证券资管业务、扩大固定收益业务规、深化融资业务、开展股票约定式购回、融券、转融通等创新业务，将帮助中航证券提高盈利能力，摆脱纯粹靠天吃饭的业务短板。

图 9：中航证券资产情况（亿元）



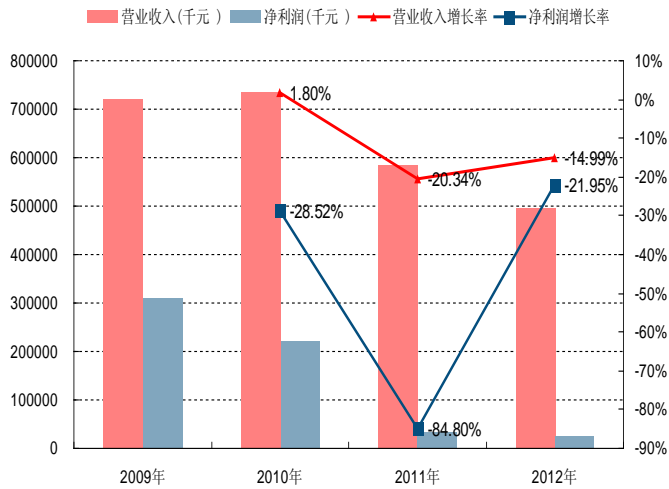
资料来源：公司公告，民族证券

图 10：中航证券利润情况（亿元）



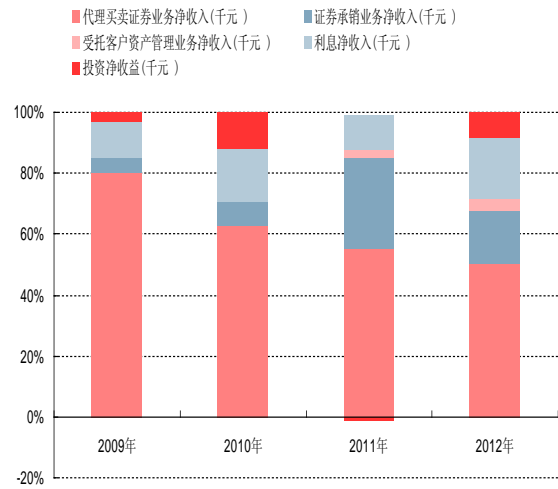
资料来源：公司公告，民族证券

图 11：中航证券收入情况（亿元）



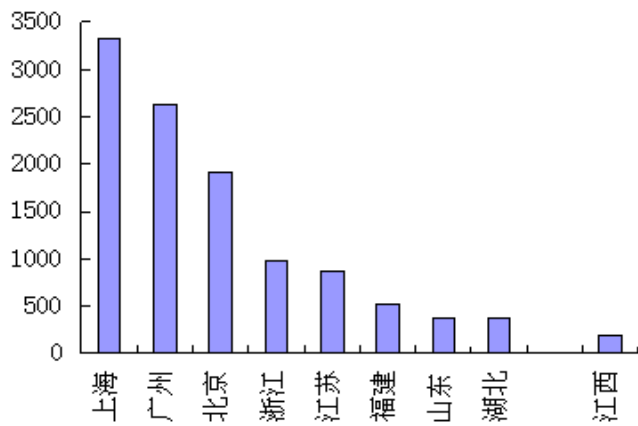
资料来源：公司公告，民族证券

图 12：中航证券收入结构情况（亿元）



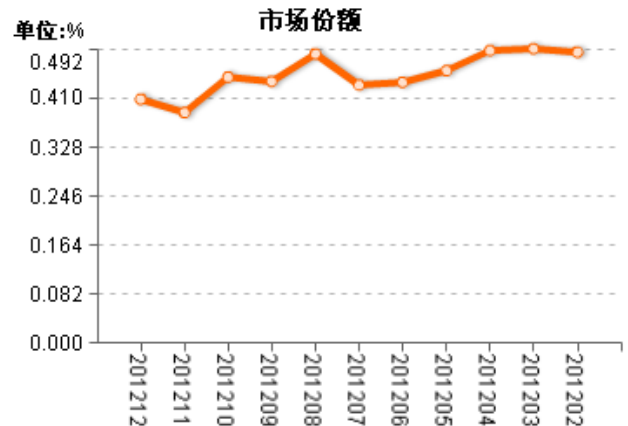
资料来源：公司公告，民族证券

图 13：江西省证券经纪业务欠发达



资料来源：公告，民族证券

图 14：中航证券市场份额变化



资料来源：同花顺

### 期货业务：受益期货品种丰富和期货市场创新

公司旗下有两大业务平台：中航期货和江南期货，中航投资控股有限公司持有中航期货 53.85% 的股权，通过中航证券间接控股江南期货（中航证券持有江南期货 66.67% 的股权）。

截至 2012 年 12 月 31 日，中航期货总资产 2.76 亿元，净资产 0.69 亿元。未来我国期货行业的发展将越来越明显体现出“服务实体经济”的特征，尽管公司期货业务对公司收入和利润贡献有限，但目前国内期货市场品种正不断丰富，未来，除商品期货品种外，期货市场的创新将围绕商品金融期货、期权产品创新和金融衍生品市场展开，其中国债期货和各类指数期货值得重点关注。随着新品种和新业务的推出，我国期货市场将逐步实现从量的扩张向质的提升的转变，给中航期货的发展带来新的行业机会。

### 倚靠中航，产融结合成为公司新发力点

公司拟通过中航航空产业投资有限公司（拟设立）和中航（战略）新兴产业投资有限公司



两家全资子公司投入航空产业和战略新兴产业投资。两家公司的设立有利于公司介入中航工业相关航空产业和新兴战略产业，形成真正的集团创投业务板块，分享中国航空产业和新兴战略产业快速发展的成果，拓展产融结合的广度与深度。获取项目的通道是创投企业的核心竞争力，依托中航工业及相关子公司的产业资源，公司的两家创投公司将具有项目资源获取的先天优势，有望成为公司业绩增长的爆发性点之一。

### 航空产业投资

航空产业投资是实现公司产融结合战略的重要载体。未来我国航空产业将面临重大发展机遇，公司抓住战略机遇，充分利用中航工业集团大股东的技术、人才、项目资源优势，尽快开展业务。未来航空产业投资重点将围绕航空发动机、高端专用装备研发制造、航空尖端技术研发、高端航空材料研发生产、高端航空精密仪器仪表制造、市场需求空间较大的民用整机研制生产等领域，加快项目储备和投资进程，为公司业绩作出实质性贡献。

### 新兴战略产业投资

《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》明确了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等战略新兴产业的发展前景。“十二五”期间上述行业将出现众多优质项目资源。公司成立战略新兴产业投资公司，专注于上述领域的投资，将使公司有机会分享战略新兴产业快速发展带来的收益。中航战略新兴产业投资公司应加快项目储备与筛选，以技术前瞻性、收益水平、可持续发展能力等核心界定项目质量，做好风险防控，使战略新兴产业投资公司成为公司业绩新的增长点。

## 引入进出口银行的金融支持，助推中航租赁快速扩张

2013年4月17日，中航工业集团与进出口银行签署《谅解备忘录》，拟引入进出口银行作为中航租赁的战略投资者，最终持有中航租赁的股权比例为50%，但中航投资保留对中航租赁的控制权。引入进出口银行成为中航租赁战略投资者的目的是通过引进进出口银行的金融支持，结合中航租赁的产业优势，支持中航租赁重点发展航空、船舶及其他交通运输租赁业务。

### 有利于中航租赁获得低成本资金

中航租赁为商务部批准的内资融资租赁公司，与银行系金融租赁公司相比，虽然在经营上更为灵活，但融资成本不占优势。一般而言，金融租赁公司的融资成本在5%左右，且能利用银行系背景以短期资金来承接长周期的租赁项目，融资成本更低。以2012年财务数据测算，中航租赁的2012年平均融资成本约5.68%。

表 3：中航租赁融资成本分析

项目	2012年度（单位：万元）
主营业务成本	81,198.98
银行借款	1,430,767.63
其中：短期借款	412,283.33

一年内到期的非流动负债	273,791.86
长期借款	744,692.44
年均融资成本（主营业务成本/银行借款）	5.68%

资料来源：公司公告 民族证券

可见，中航租赁的融资成本基本接近于六个月以内（含6个月）贷款利率，进出口银行成为中航租赁的战略投资者后，预计可以以较为优惠的利率提供优惠贷款，进出口银行的资金筹措以在境内银行间市场发行人民币金融债券为主，辅之以境外发行人民币金融债券，资金成本介于一年期定期存款利率和二年期定期存款利率之间（3%-4%左右），能够有效降低中航阻力的融资成本。按照中航租赁2012年长期银行借款（一年内到期的非流动负债+长期借款）约100亿元计算，融资成本每降低1%，将为中航租赁节约1亿元的财务费用，该测算还是在保守考虑2012年租赁资产规模不增长的情况下测算的，如未来中航租赁的租赁资产规模进一步加大，节约的财务费用将进一步增加。

融资成本的降低不但可以节约财务费用，更重要的是使中航租赁可以服务于更多的对融资成本较为敏感的客户，在扩大融资租赁资产规模的同时降低坏账风险。

### 有利于中航租赁开拓高端客户

进出口银行是国务院直属的政策性金融机构，是专注于扩大我国机电产品及成套设备和高新技术产品进出口、推动有比较优势的企业开展对外承包工程和境外投资、促进对外关系发展和国际经济合作的政策性银行。进出口银行和中航租赁的目标客户高度重合。截至2011年12月31日，进出口银行“发放贷款和垫款”共计9,143.02亿元，进出口银行成为中航租赁的战略投资者后，中航租赁能够从进出口银行庞大的客户网络中挖掘适合于以租赁方式融资的优质客户，辅之以低成本资金来源，大幅扩大客户与融资租赁资产规模。同时，进出口银行的放款对象多为比较优势明显、符合政策导向的大型企业，能够提高中航租赁融资租赁资产的质量。

### 有利于中航租赁进军铁路交通业务

哈尔滨铁路局为公司的第二大股东，且公司的前身北亚集团重组前一直是铁道部下属的上市公司。新近成立的中国铁路总公司目前受困于2.66万亿庞大的债务规模，未来势必探索多种渠道融资。融资租赁作为一种融资方式，特别适合于动车组、大型铁路设备的采购与使用，未来有可能成为铁路系统重要的融资方式。进出口银行成为中航租赁的战略投资者后，能够有效降低资金成本，进而增加此种融资方式对于铁路系统的吸引力，同时进出口银行作为铁路系统的重要放款银行，历史上与铁路系统保持了良好的合作关系，能够在中航租赁拓展铁路交通业务方面发挥较大的积极作用。

### 置换西飞集团股权，实现产融结合又一成功案例

公司全资子公司中航投资控股有限公司与西飞集团公司控股股东中航飞机有限责任公司于2013年4月签署《减资框架协议书》，拟通过减资与补偿的方式，将中航投资有限持有的14.09%的西安飞机工业（集团）有限责任公司（以下简称“西飞集团”）股权置换为上市公



司中航飞机（000768.SZ）的股权。该事实对公司的影响如下：

### 有利于公司获得可观的投资收益

虽然《减资框架协议书》尚未明确中航投资控股有限公司最终换得的中航飞机股份数量，但目前西飞集团持有中航飞机 55.12% 的股权，若不考虑西飞集团除中航飞机 55.12% 股权以外的其他资产与负债，则 14.09% 西飞集团股权应当对应 7.77% 左右的中航飞机股权（ $55.12\% \times 14.09\%$ ），约 2 亿股中航飞机的股权。

目前中航飞机的股价约 10 元左右，保守按照 9 元/股计算，2 亿股中航飞机的股票市值约 18 亿元，中航投资控股有限公司持有的西飞集团 14.09% 股权的持股成本约 3.37 亿元，若该项股权置换完成，中航投资控股有限公司将产生约 14.5 亿元左右的浮盈。

我们同时注意到，股权置换完成后西飞集团将成为中航飞机有限责任公司的全资子公司，而中航飞机有限责任公司是中航工业集团的全资子公司，上述股权架构非常便于实现中航飞机有限责任公司、西飞集团借助上市公司中航飞机实现整体上市。根据媒体报道，2013 年 1 月 26 日，由西飞集团研制的运-20 重型运输机在阎良基地首飞成功，运-20 的成功首飞，标志着中国航空工业的一次重大突破，中国拥有了属于自己的大型运输机。如中航飞机有限责任公司、西飞集团借助上市公司中航飞机实现整体上市，则中航投资有限换得的中航飞机股权价值还将大幅增加。

### 有利于中航投资增强资产流动性

中航投资控股有限公司持有的西飞集团 14.09% 的股权为非上市股权，流动性较差，股权置换完成后，中航投资控股有限公司换得的中航飞机股权为流通 A 股，在限售期满后可以随时变现，资产流动性因而大大增加。

### 是中航投资与航空工业“产融结合”的又一成功案例

航空工业是国家战略性产业，中航工业集团代表我国航空工业的最高水平，是关系我国国防安全和科技发展的重要中央企业，承担着多个国家重点型号的研发、试飞、定型、生产任务。航空工业是技术密集、资金密集型产业，历史上我国的航空工业投资和发展一直以政府为主导，计划色彩浓厚，在我国航空工业的起步和奠基阶段，该种模式发挥了较大的积极作用，但随着我国航空工业的进一步发展，政府主导的计划模式显示出效率低下、投入不足的缺点。因此，未来国家将进一步推动航空工业投资体制和发展体制变革，改变效率低下的政府主导投资方式，引入市场化资金进入航空工业，促进航空工业全面发展。

中航投资是中航工业旗下 20 余家上市公司中唯一一家由中航工业直接持股的上市公司，在中航工业内部的地位非常特殊。中航投资与航空工业的“产融结合”，一方面表现为中航投资通过其下属的中航财务、中航租赁、中航信托、中航证券为我国航空工业提供贷款、融资租赁、信托融资、证券服务等多项金融服务，另一方面更表现为中航投资作为市场化运作的上市公司可以以股权投资的方式直接参与我国航空工业的重点项目，以提高我国航空工业发展的市场化成分，同时中航工业集团产业链长、下属上市公司较多，为公司提供了良好的退出通道（通过上市公司资产注入的方式），能够为公司带来可观的投资收益。

公司历史上参与了中航工业的多个重要项目，目前已经通过“上市公司资产注入”方式实

现收益的项目有中航重机项目、中航黑豹项目，西飞集团股权置换完成后，将成为另一成功的产融结合范例，也将为后续类似项目的实施与进展创造有利条件。

## 非公开发行，助力信托、租赁和证券的发展

公司于 2013 年 4 月 25 日公告非公开发行股票预案，拟募集资金不超过 50 亿元，用于购买中航工业集团持有的中航信托 10.20% 股权（6.75 亿元）、对中航租赁增资（15 亿元）、对中航信托增资（4 亿元）、对中航证券增资（10 亿元）、偿还银行借款（14.25 亿元）。非公开发行对公司的影响如下：

### 有利于提高对于中航信托、中航证券的持股比例

目前中航投资控股有限公司持有中航信托 40.80% 的股权、持有中航证券 57.75% 的股权、持有的中航租赁 54.79% 的股权。本次非公开发行完成后，中航投资控股有限公司预计将持有中航信托 51% 的股权、持有中航证券约 70% 的股权、持有中航租赁 65% 的股权（引入进出口银行为战略投资者后，中航投资有限持有中航租赁的股权比例降为 50%，与目前 54.79% 的股权比例差异不大，但中航租赁的资本实力大大增强）。总体来看，非公开发行完成后中航投资有限对于增资企业的持股比例将有所上升，有利于提高归属于中航投资有限的利润占比。

### 有利于提高增加信托、租赁、证券公司的资本实力，提高其竞争力

本次非公开实施完毕后，考虑到被增资企业少数股东的共同出资，中航信托将新增 8 亿元资本金、中航租赁将新增 16 亿元资本金（引入进出口银行为战略投资者后，中航租赁将进一步新增 18 亿元资本金，共计新增资本金 34 亿元）、中航证券将新增资本金 10 亿元，上述被增资企业的资本实力将大大增强，市场竞争力也将大幅提高。考虑到非银行金融业未来几年内良好的发展前景，增资资金预计将带来良好的收益，有利于公司业绩实现快速增长。

### 有利于提高中航工业集团或其他优质投资项目的参与度

本次非公开发行募集资金中的 14.25 亿元用于偿还银行借款，其原因是中航投资控股有限公司是金融控股公司，根据《金融控股公司财务管理若干规定》（财金[2009]89 号）的要求，金融控股公司双重杠杆比率，即长期股权投资账面净值与所有者权益之比，原则上应当保持在 125% 以下。中航投资控股有限公司近年来发展较快，且以银行借款为主要融资方式，双重杠杆比率已经接近 125%，继续对外投资的空间已经较小。通过本次非公开发行偿还银行借款，可以有效降低中航投资控股有限公司的双重杠杆比率，使得其参与中航工业集团或其他优质项目的灵活性大大增加，有利于公司发挥其在航空工业和战略新兴产业投资方面的特殊优势，创造良好的投资收益。

### 后续资产注入运作空间犹存

本次非公开发行完成后，中航证券、中航信托、中航财务仍存在较多的中航工业集团内少

数股权，未来仍存在较大的资产注入空间，且中航工业集团持有的中航安盟保险 50%股权未来也有资产注入的可能。

## 盈利预测和投资建议

### 2013 年 1 季报业绩同比大幅上升，全年业绩增长可期

按照反向购买企业合并会计处理同口径计算，公司 2013 年 1 季度实现营业总收入 11.81 亿元，较去年同期增长 29.88%；实现净利润 4.08 亿元，较去年同期增长 30.90%；实现归属母公司净利润 1.71 亿元，较去年同期增长 41.65%。

从历史数据看，公司每年 1 季度是业绩低点、全年业绩可期：公司的业绩有一定的季节性，受春节以及新增合同多为 1 季度签订、后续季度履行的影响，从全年来看 1 季度的业绩占全年业绩的比例较低。从下表上看，公司 1 季度实现的归属母公司净利润较占全年实现的归属母公司净利润的比例不超过 20%。如前所述，公司 2013 年 1 季度实现的营业总收入、净利润、归属母公司净利润均较 2012 年 1 季度有较大幅度的增长，若按照 2012 年 1 季度实现的归属母公司净利润较占全年实现的归属母公司净利润的比例（16.72%）计算，公司 2013 年度预计实现归属母公司净利润 10.23 亿元，每股收益（按照 15.22 亿总股本计算）0.67 元/股，较 2012 年增长 41.65%；即便按照较为保守的 1 季度实现的归属母公司净利润较占全年实现的归属母公司净利润的比例（20%）计算，公司 2013 年度预计实现归属母公司净利润 8.55 亿元，每股收益（按照 15.22 亿总股本计算）0.56 元/股，较 2012 年增长 18.42%。

表 4：公司近两年季度业绩情况（亿元）

项目	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 4 季度	2011 年全年
一、营业总收入	7.46	5.85	10.97	10.42	34.70
二、营业总成本	1.28	7.58	5.83	6.07	20.77
三、营业利润	3.04	2.40	4.84	5.91	16.19
四、利润总额	3.06	2.47	4.86	6.02	16.42
五、净利润	2.30	2.05	3.58	4.63	12.55
归属于母公司 股东的净利润	1.25	0.84	0.95	3.34	6.38
占全年归母净 利润比例	19.65%	13.15%	14.85%	52.35%	100.00%

资料来源：公司公告 民族证券

表 5：公司近两年季度业绩情况（亿元）

项目	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度	2012 年 4 季度	2012 年全年
一、营业总收入	9.10	12.05	10.52	13.05	44.71
二、营业总成本	5.24	7.35	6.04	8.63	27.26
三、营业利润	4.29	6.09	5.29	4.86	20.53
四、利润总额	4.33	6.09	5.39	5.40	21.21
五、净利润	3.12	4.86	4.10	4.06	16.15
归属于母公司 股东的净利润	1.21	2.18	1.88	1.96	7.22

占全年归母净 利润比例	16.72%	30.13%	26.07%	27.08%	100.00%
----------------	--------	--------	--------	--------	---------

资料来源：公司公告 民族证券

### 不考虑资本运作，公司未来两年将保持 20%的净利润自然增幅

公司 2012 年实现归属母公司净利润 7.22 亿元，在不考虑中航租赁引入进出口银行、西飞集团股权置换等因素的前提下，我们保守预计 2013 年度的净利润增幅在 20%以上，预计 2014 年仍能保持 20%左右的净利润自然增幅。

### 非公开发行不会摊薄每股收益

按照正常的非公开发程序，公司完成本次非公开发行、募集资金到位的时间是 2013 年底或 2013 年初，我们保守预计非公开发行募集资金运用的收益率为 7%（金融企业募集资金到位后马上即可使用并产生收益）。按照 50 亿募集资金足额募集、发行价 14.69 元/股计算，本次发行 3.4 亿股，发行完成后总股本扩充为 18.62 亿股。公司 2014 年度实现的净利润=7.22\*(1+20%)\*(1+20%)+50\*7%=13.90 亿元，则公司 2014 年每股收益能达到 0.75 元(13.90 亿元/18.62 亿股)，与 2012 年度每股收益 0.47 元相比仍有较大增幅。若考虑到公司引入进出口银行、西飞集团股权置换等因素对于每股收益的影响，实际实现的每股收益可能更高。

### 投资建议

在金融创新背景下，融资租赁、期货、证券、信托、创投等行业有着较大发展空间，而公司作为航空央企下属的金控平台，依托中航工业集团强大背景，优势更大，其证券、信托、租赁和创投业务享有金控平台的协同效应，应有一定溢价。不考虑公司公告的一系列资本运作，预计公司 2013-2015 年净利润为 9.07 亿元、11.19 亿元和 13.63 亿元，按现有股本计算，每股收益分别为 0.6 元、0.74 元和 0.9 元，目前 A 股市场并无和公司业务结构类似的可比公司，其估值具有示范和领先效应，首次给予公司买入评级。

表 6：公司利润表（千元）

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
营业总收入	3,470,054.83	4,471,113.28	5,617,439.46	7,132,900.60	9,014,153.54
增速		28.85%	25.64%	26.98%	26.37%
营业收入	1,032,218.59	1,538,673.64	2,200,303.31	3,080,424.63	4,250,985.99
利息收入	1,192,063.13	1,381,822.32	1,602,913.89	1,875,409.25	2,194,228.83
已赚保费	0.00	0.00			
手续费及佣金 收入	1,245,773.12	1,550,617.32	1,814,222.26	2,177,066.72	2,568,938.73
营业总成本	2,076,986.11	2,725,909.18	3,348,712.18	4,298,171.22	5,513,553.72
利润率		39.03%	40.39%	39.74%	38.83%
营业成本	479,684.64	748,023.13	1,122,154.69	1,571,016.56	2,168,002.85
利息支出	341,671.77	396,611.45	464,845.03	543,868.68	636,326.36

手续费及佣金支出	62,914.14	38,134.53	34,321.08	30,888.97	27,800.07
营业税金及附加	155,213.44	203,540.62	255,725.37	324,714.43	410,355.61
销售费用	784,631.14	905,048.35	1,137,089.13	1,443,850.67	1,824,656.25
管理费用	58,515.51	127,619.18	160,338.82	203,594.69	257,291.37
财务费用	62,842.17	34,620.18	38,082.20	30,465.76	24,372.61
资产减值损失	131,513.31	272,311.73	136,155.87	149,771.45	164,748.60
其他经营收益	225,821.52	308,021.76	367,706.49	434,506.61	494,963.78
公允价值变动	-12,288.98	15,320.85	16,852.94	13,482.35	10,785.88
净收益					
投资净收益	238,928.92	292,377.96	350,853.55	421,024.26	484,177.90
<b>营业利润</b>	<b>1,618,890.25</b>	<b>2,053,225.86</b>	<b>2,636,433.77</b>	<b>3,269,235.99</b>	<b>3,995,563.60</b>
加: 营业外收入	25,951.21	71,425.15	71,425.15	71,425.15	71,425.15
减: 营业外支出	2,660.98	3,936.79	3,936.79	3,936.79	3,936.79
<b>利润总额</b>	<b>1,642,180.49</b>	<b>2,120,714.23</b>	<b>2,703,922.13</b>	<b>3,336,724.35</b>	<b>4,063,051.96</b>
减: 所得税	387,102.56	506,159.05	675,980.53	834,181.09	1,015,762.99
<b>净利润</b>	<b>1,255,077.93</b>	<b>1,614,555.18</b>	<b>2,027,941.60</b>	<b>2,502,543.26</b>	<b>3,047,288.97</b>
减: 少数股东损益	616,819.26	892,308.83	1,120,773.21	1,383,069.14	1,684,131.26
归属于母公司所有者的净利润	638,258.67	722,246.35	907,168.39	1,119,474.12	1,363,157.71
增速		13.16%	25.60%	23.40%	21.77%
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.88</b>	<b>0.52</b>	<b>0.60</b>	<b>0.74</b>	<b>0.90</b>
<b>股份</b>	<b>1,522,570.30</b>	<b>1,522,570.30</b>	<b>1,522,570.30</b>	<b>1,522,570.30</b>	<b>1,522,570.30</b>

资料来源: 公司公告 民族证券

## 风险提示

公司实施非公开发行、西飞集团股权置换、引入进出口银行等事项尚需履行多项审批程序, 能否最终实施存在一定的不确定性。但考虑到公司的央企背景, 且上述事项均为与中央企业、政策性银行之间的交易或合作, 容易得到有关审批部门的认可。



## 分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。