



**买入** **30% ↑**

目标价格: 人民币 20.00

600705.CH

价格: 人民币 15.06

目标价格基础: 分部加总估值

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 启动新一轮增发, 大股东现金认购支持金控平台发展。
- 中航租赁、中航证券业务扩张和创新支撑高成长。
- 军工资产化证券进程加快助推创投业务大发展, 未来将贡献可观收益。

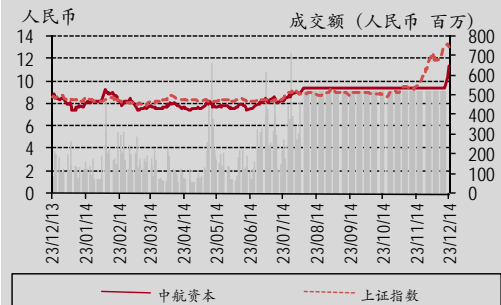
**我们的观点有何不同?**

- 看好租赁行业和中航租赁发展, 估值水平有待提升。

**主要催化剂/事件**

- 增发; 高送转; 租赁公司大发展; 军工资产证券化进程加快。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	79.37	61.07	61.07	71.11
相对上证指数	30.14	38.09	26.42	21.2

发行股数(百万)	3733
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	22429
3个月日均交易额(人民币 百万)	305
净负债比率(%) (2014E)	25
主要股东(%)	
中国航空工业集团公司	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年12月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

**非银行金融**

魏涛, CPA

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004  
(8610)66229364  
tao.wei@bocichina.com

\*郭晓露为本报告重要贡献者

# 中航资本

## 金控平台典范, 军工创投翘楚

公司8月开始停牌至今, 金融股走出了波澜壮阔的行情, 同类公司股价涨幅达到40~80%, 公司22日复牌后, 估值修复动力十足, 股价上涨空间较为可观。此外, 公司中期分红方案10转10, 派2元(税前), 以及中航证券获得首单苏库克债券承销权也将成为公司重要的股价催化因素。从中长期逻辑上来看, 我们坚定看好公司在中航工业集团体系下, 产融结合的金控平台生命力。综上, 我们给出公司目标价20.00元, 给予买入评级。

**支撑评级的要点**

- 公司公布新一轮增发预案, 向中航工业集团及系统内企业增发收购中航国际租赁、中航信托、中航证券少数股权, 同时配套募资全部用于向中航国际租赁增资, 打破租赁资产扩张瓶颈。通过本次增发, 中航工业集团对公司股权控制比例上升, 且现金参与增发并锁3年, 彰显集团对公司发展的支持和信心。同时, 公司新设合伙制企业参与本次增发, 合伙人均为公司高管及业务骨干, 通过本次认购增发, 也对公司高管和业务骨干起到良好的激励作用。
- 中航证券成为内资券商获得苏库克(Sukuk)债券承销权第一人, 也是首家担任地方政府美元债券全球协调人的券商, 标志着中航证券在投行业务创新上迈出重要一步。在“一带一路”国家战略下, 此类业务在西部地区有较强可复制性, 或将带来持续盈利增长点。
- 长期以来, 我国军工企业的资金来源主要有财政拨款和银行贷款, 大力推动军工资产证券化, 不仅可拓宽融资渠道, 还可促进军工资产资源优化配置。公司作为中航工业集团的产融结合平台, 肩负重要使命, 也面临重大机遇, 相关创投业务风生水起, 并有望在未来兑现可观收益。

**评级面临的主要风险**

- 1、新一轮增发未按计划实施; 2、旗下金融板块盈利情况不达预期; 3、军工行业景气出现大幅度下滑。

**估值**

- 采用分部估值的方法, 2015年合理市值为879亿元, 对应增发全面摊薄后股价为19.67元, 对应2015年市盈率(考虑增发情况下)为25.5倍, 综合给予公司目标价20.00元, 首次评级为**买入**。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(人民币, 百万)	4,471	5,340	7,256	9,609	11,570
同比(%)	28.85	19.43	35.89	32.43	20.40
归属母公司净利润(人民币, 百万)	722.25	844.32	1,903.02	2,685.08	3,321.96
同比(%)	13.16	16.90	125.39	41.10	23.72
毛利率(%) (非金融)	51.39	50.84	46.17	46.08	46.13
净资产收益率(%)	13.61	16.91	12.51	15.66	16.84
每股收益(元) (不含最新增发假设)	0.52	0.55	0.51	0.72	0.89
市盈率(倍)	53.02	49.71	29.54	20.94	16.92
市净率(倍)	9.70	10.30	3.70	3.28	2.85
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.81	10.44	13.47	9.55	7.59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

公司简介.....	3
中航工业旗下金控和产融结合平台.....	4
募投资金助力，有望快速增强公司实力.....	5
金融平台：租赁优势明显，信托、证券、财务齐头并进.....	7
租赁：竞争优势明显，15年规模有望大幅增长.....	8
信托：14~15年信托业整体风险可控，较强主动管理和风控能力助推公司转型.....	15
财务公司：资金归集率提升，保障未来三年业绩平稳增长...	17
券商：集团内业务保障，创新业务风生水起.....	20
产业投资：亮点频现，军工资产证券化开启的最大受益者...	22
内生外延并举，业绩快速增长可期.....	24
估值.....	25
投资建议.....	27
评级面临的主要风险.....	28
研究报告中所提及的有关上市公司.....	30

## 公司简介

公司前身为北亚实业（集团）股份有限公司，简称北亚集团，于1996年5月在上交所上市，股票代码600705。因连续三年亏损，于2007年5月25日停牌，并在停牌期间进行了重大资产重组，置入中国航空工业集团公司（下称“中航工业集团”）持有100%控股权的子公司——中航投资控股有限公司。2012年8月30日，公司恢复上市交易，更名为中航投资控股股份有限公司，股票简称为ST航投。因达到摘帽条件，公司股票简称于2013年2月6日变更为中航投资（经上海证券交易所核准，2014年7月30日起，公司证券简称正式变更为“中航资本”）。

重组后，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2014年9月30日，公司总股本18.66亿股，中期分配方案10股转增10股，公司总股本扩至37.33亿股，其中大股东中国航空工业集团持有公司41.68%的股份。公司资产总额832.89亿元，归属于上市公司股东的净资产129.69亿元。

图表 1. 中航资本股权结构

股东	持股比例(%)	其母公司
中国航空工业集团公司	41.68	中国航天工业集团
中国电子科技集团公司	1.85	
哈尔滨铁路局	1.67	中国铁道部
黑龙江虹通运输服务有限责任公司	0.97	哈尔滨铁路局
其他非流通股股东	16.57	
其他流通股股东	37.26	

资料来源：公司公告，中银国际研究

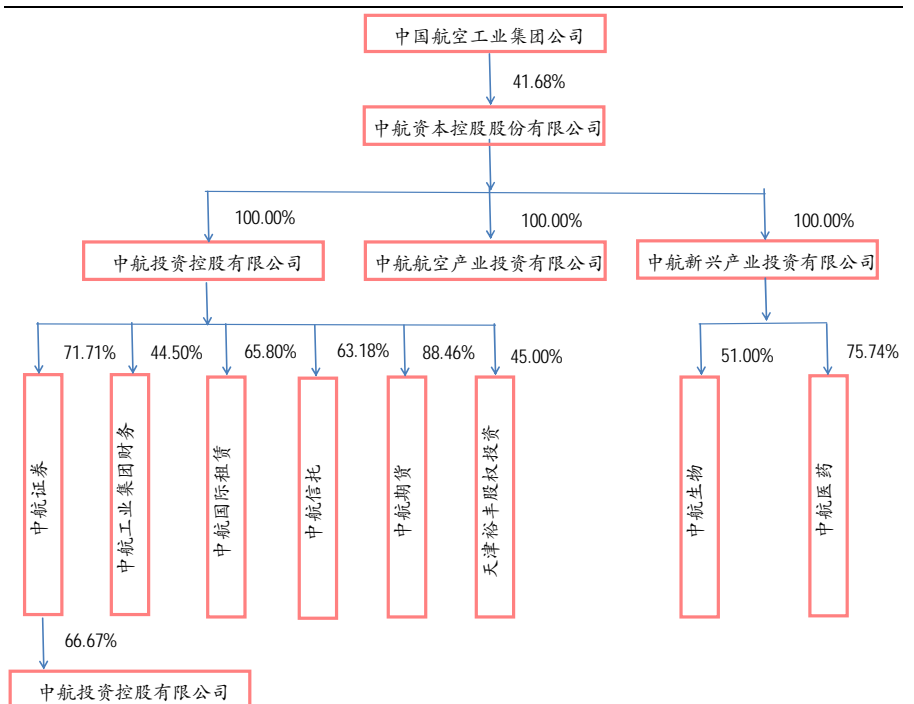
## 中航工业旗下金控和产融结合平台

中航资本控股股份有限公司是中航工业集团的金控和产融结合平台，为控股型公司，下设全资子公司中航投资控股有限公司（下称“中航投资有限”），并通过中航投资有限下属公司主营金融和产业投资两大块业务，其中：

**1、金融业务：**中航投资有限通过下属公司经营财务、信托、租赁、证券、期货等金融业务。其中：由中航工业集团财务有限责任公司（下称“中航财务”，目前公司持股 44.50%）经营集团财务（类银行）业务；由中航国际租赁有限公司（下称“中航租赁”，目前公司持股 65.802%）经营融资租赁业务；由中航信托股份有限公司（下称“中航信托”，目前公司持股 63.18%）经营信托业务；由中航证券有限公司（下称“中航证券”，目前公司持股 71.71%）经营证券业务；由中航期货经纪有限公司（下称“中航期货”，目前公司持股 82.46%）经营期货业务。

**2、产业投资：**公司通过中航投资有限进行财务性实业股权投资，即所谓的创投业务。目前公司以参股或控股的形式进行财务性实业投资的公司共有 14 家，投资标的主要包括中航工业集团内企业、药用油和干细胞领域等。公司于 2013 年设立中航新兴产业投资有限和中航航空产业投资有限公司，计划通过两大投资平台将公司产业投资业务做大。中航新兴投资有限公司主要从事实业投资、投资咨询（服务）业务，截至 2014 年 6 月 30 日，持有中航（宁夏）生物有限责任公司约 51% 的股权，持有中航（铁岭）药业有限公司 75.74% 股权。中航航空产业投资有限公司主要从事实业投资、投资咨询（服务）业务，注册资本 30,000 万元人民币。目前，两家公司还处于投入期，暂时未能为公司贡献业绩。

图表 2. 中航资本金融业务和创投业务投资情况（截至 2014 年中报）



资料来源：公司公告，中银国际研究

## 募投资金助力，有望快速增强公司实力

### 最新增发预案出炉

公司因重组及收购爱尔兰飞机租赁公司 AVOLON 事项，于今年 8 月开始停牌，近日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》以及复牌提示公告，并于 12 月 22 日复牌。

### 定增方案要点

交易方案：向中航国际、陕航电气、西安飞行自控所、成都凯天、金城集团、洛阳电光、沈阳黎明、无线电所、沈飞企管、西航集团、空空导弹研究院、西航计算技术研究所、中航技深圳、共青城服务公司、江西财投、贵航集团、洪都集团发行 A 股股份购买该等股东持有的中航租赁、中航信托、中航证券的少数股权并向中航工业、祥投投资、圣投投资、志投投资等特定投资者募集配套资金（不超过交易总额的 25%，资金全部用于对中航租赁增资）。

交易性质：交易对手方（除共青城服务公司、江西财投外）均为中航工业集团系统内企业，构成关联交易。交易后，中航工业及下属单位持股比例 49.23%，仍为公司实际控制人。

本次交易的标的资产情况：中航租赁 30.95% 股权、中航信托 16.82% 股权、中航证券 28.29% 股权，合计估值 43.68 亿，评估增值 51.37%。

交易总额：收购少数股权金额 43.68 亿+配套募集资金 14.56 亿（上限）=58.24 亿元

发行股数：收购少数股权发行 2.77 亿股+配套募集资金 0.92 亿股（上限）=3.69 亿股

发行价：15.78 元/股（中期 10 转 10，摊薄后发行价 7.79 元/股）

锁定期：除共青城服务公司、江西财投以资产认购方锁定期 1 年以外，其余认购方锁定期均为 3 年。

### 方案点评

#### 1、大股东及高管参与增发并锁 3 年，彰显对公司发展的支持和信心。

根据本次交易预案，交易对手基本都是公司实际控制人中航工业集团（下称“集团”）及旗下单位（共青城服务公司、江西财投除外），交易完成后，集团股权控制比例由增发前的 41.68%，上升到 49.23%，并且为现金认购，且认购股份锁 3 年，这在集团旗下 30 多家上市公司中并不多见，彰显集团对中航资本，特别是金控平台发展的支持和信心。

此外，本次参与增发认购的祥投投资、圣投投资、志投投资均为为本次募资新设的合伙企业，合伙人为中航资本及其主要子公司的主要管理人员、核心业务骨干，通过本次认购增发，也对公司高管和业务骨干起到良好的激励作用。

#### 2、收购金融子公司股权进一步提升控制力和公司业绩。

通过本次收购，中航资本对中航国际租赁持股比例由 65.8% 上升至 96.75%；对中航信托持股比例由 63.18% 上升至 80%；对中航证券持股比例由 71.71% 上升至 100%。意味着公司对下属金控平台的核心子公司控制力进一步上升。此外，根据公司 2014 年中期各子公司营业利润年化粗略估算，将为公司增厚营业利润 4.65 亿元左右，盈利水平进一步提升。

### 3、配套资金全部用于增资中航租赁，明年租赁板块将是业务最大亮点。

本次配套募集资金上限达 14.56 亿，将全部用于中航租赁增资。去年中航租赁资产总额已经达到 260 亿，根据监管标准，杠杆已经用足，未来规模扩张，增资势在必行。本次配套募资用于增资后，租赁规模再添 150 亿左右的扩张空间，盈利快速增长可期。

### 4、收购爱尔兰飞机租赁和参与成飞增发失败并不影响战略布局，不必过度担忧。

停牌期间，公司收购爱尔兰飞机租赁公司 AVOLON 和参与成飞增发失败。我们认为，终止收购 AVOLON 并不改变公司的国际化外延式并购战略，后续相关的资产收购仍有较强预期；成飞重组失败，对中航资本投资收益预期不构成重大影响，且中航资本 5 月 16 日发布参与成飞增发公告后，股价只有短暂波动，总体表现平稳，我们判断该事项终止不会对中航资本复牌后股价造成严重影响，中航资本作为中航工业下属成员单位，通过航空产业投资促进航空产业发展并获取长期投资收益的发展战略不会改变，如果未来成飞进行资本运作，中航资本仍有较大可能参与。

### 前次再融资情况

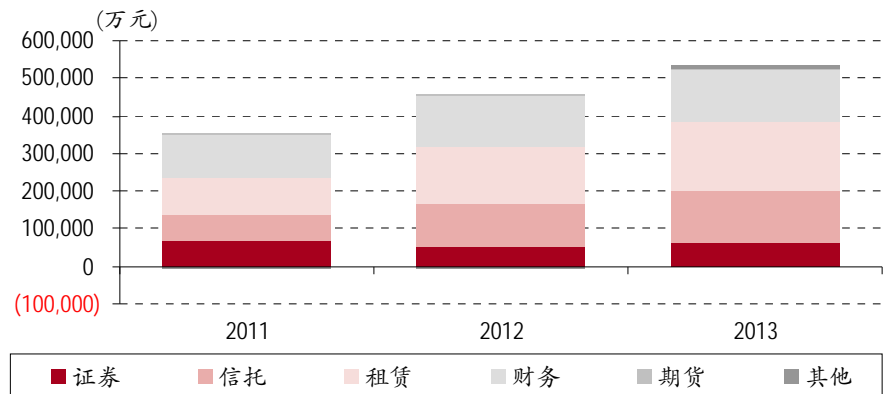
2014 年 3 月 18 日，中航资本以 14.54 元/股的发行价格非公开发行 A 股股票 34,387.90 万股，共募集资金 50 亿元。此次定向增发所募集的资金，6.71 亿元用于收购中国航空工业集团公司持有的中航信托股份有限公司 10.20% 股权，向中航国际租赁有限公司增资 15 亿元开展融资租赁业务，向中航信托股份有限公司增资 5.98 亿元开展信托业务，向中航证券有限公司增资 10 亿元开展证券业务和偿还银行借款。

应该说，公司通过增发募资，不断增强对金控平台的股权控制力，通过对子公司增资，不断打破杠杆瓶颈，实现了业务规模及盈利规模的快速扩张。

## 金融平台：租赁优势明显，信托、证券、财务齐头并进

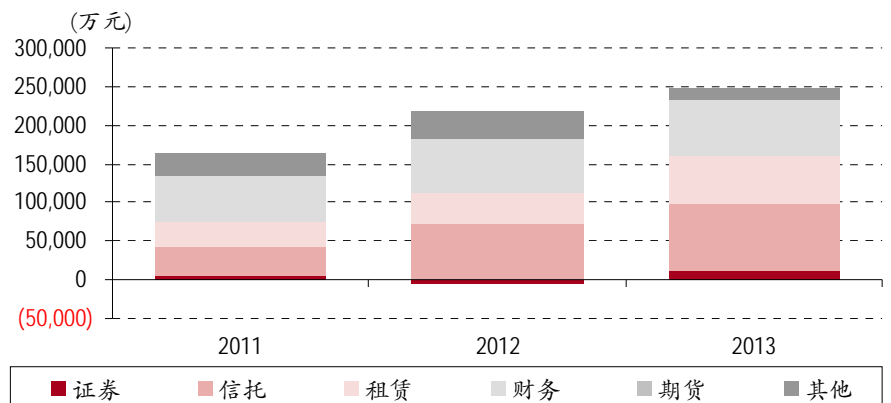
中航投资控股有限公司作为中航资本的金融平台，旗下主要有中航国际租赁有限公司、中航信托股份有限公司、中航工业集团财务有限责任公司、中航证券有限公司、中航期货经纪有限公司，分别经营租赁、信托、财务、证券以及期货等业务，其战略目标为逐步落实打造“全牌照”金融业务平台和一流金融控股公司。2013年度，中航资本营业收入53.40亿元，同比增长19.43%，归属于母公司所有者净利润8.44亿元，同比增长15.62%。从2013年年报数据来看，信托、财务以及租赁利润贡献占比分别为34.62%、29.14%和25.39%，证券业务贡献约5%左右，期货业务亏损。公司发挥核心竞争力优势，优先发展租赁、证券业务，稳步发展信托、期货、财务公司业务。

图表 3. 中航资本营业收入构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 中航资本营业利润构成



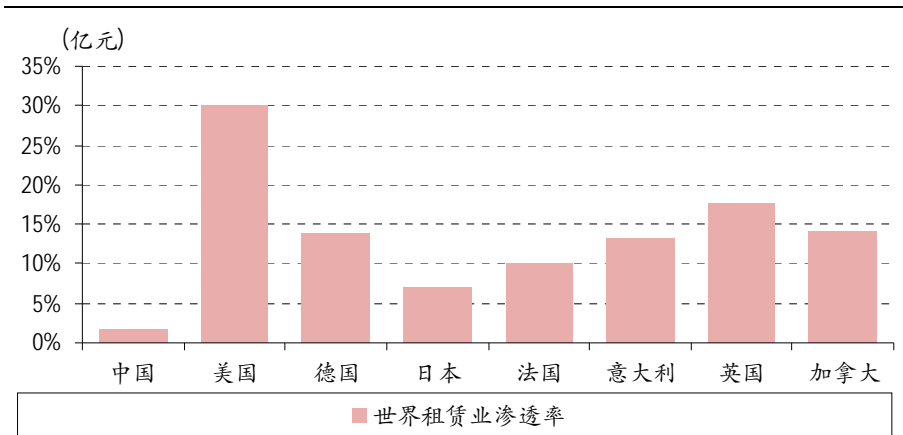
资料来源：公司公告，中银国际研究

## 租赁：竞争优势明显，15年规模有望大幅增长

### 租赁行业进入发展黄金期

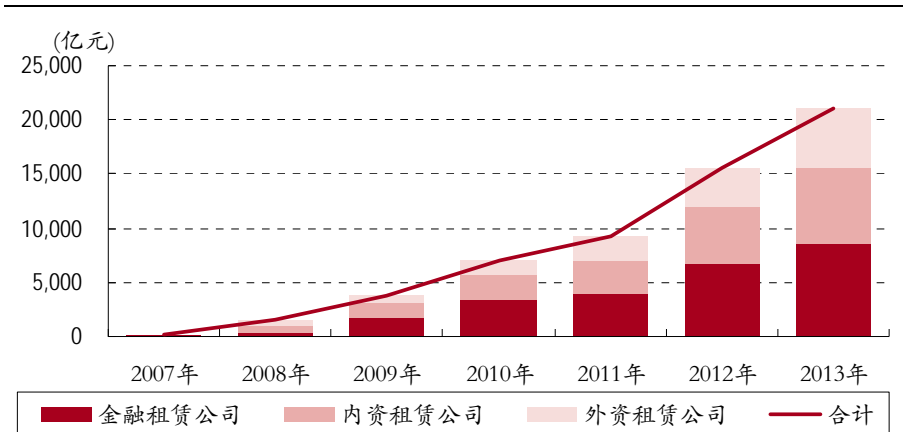
融资租赁已成为与银行信贷、证券并驾齐驱的第三大金融工具，目前全球近三分之一的固定资产投资是通过融资租赁完成的。截至2013年底，我国融资租赁业务余额已达2.1万亿元，融资租赁公司由2007年的93家增长至560家，其中包括80家内资租赁，约460家外资租赁和20家金融租赁公司。但我国融资租赁业的市场渗透率不到5%，和17%左右的国际水平差距巨大，从这一方面而言，我国融资租赁才刚起步，发展空间较大。

图表 5. 租赁渗透率情况比较



资料来源：世界租赁年鉴，中银国际研究

图表 6. 2007 年以来我国融资租赁合同额快速增长



资料来源：中国租赁联盟，中银国际研究

市场经济制度、工业化和技术更新是推动融资租赁业高速发展的经济动力。随着“十二五”规划的展开，我国城镇化、工业化步伐加快，经济增长方式转变、传统产业升级、新兴行业崛起和基础设施建设的持续发展都需大量的设备和固定资产的投资，我国是世界上潜在的最大租赁市场已成为国内外业内人士共识。我国融资租赁业处于朝阳期，未来十年，融资租赁业的快速发展可期。



2013年12月27日李克强总理视察天津，首站去了工银租赁。在视察中，李克强总理明确提出，金融租赁产业是为实体经济服务，国家要培育这个产业发展壮大。与此同时国务院办公厅发布国办发（2013）108号文-《国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见》，明确今后十年到二十年是我国大飞机市场开拓和航空制造业转型升级的关键时期，是我国飞机租赁发展的黄金时期。此外，108号文还明确了我国飞机租赁的“三步走”战略，并提出了改进购租管理、加大融资力度、完善财税政策、开拓国际市场、加强风险防控、完善配套条件、支持先行先试等七项发展飞机租赁的具体政策措施。尽管108号文是对飞机租赁的专门性文件，但飞机租赁业所面临的很多问题，如税收、法律等问题也是整个融资租赁业的共同问题。108文的出台，必将为整个融资租赁业的政策环境改善提供空间。

**图表 7. 近期租赁大事记**

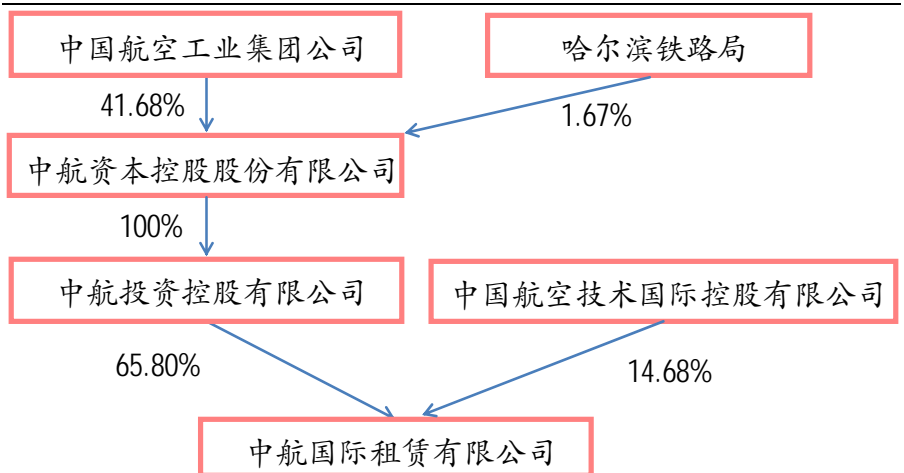
时间	事件	内容	影响
2013/8/1	“37号文”正式实施	融资租赁公司对当期收到的租金须全额开具增值税发票，即全额征税。	导致融资租赁公司在做售后回租业务时税负会大幅攀升，国内融资租赁行业受到严重冲击。
2013/9/18	《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》发布	1.税收方面：将试验区内注册的融资租赁企业或金融租赁公司在试验区内设立的项目子公司纳入融资租赁出口退税试点范围。对试验区内注册的国内租赁公司或租赁公司设立的项目子公司，经国家有关部门批准从境外购买空载重量在25吨以上并租赁给国内航空公司使用的飞机，享受相关进口环节增值税优惠政策。 2.准入门槛：允许和支持各类融资租赁公司在试验区内设立项目子公司并开展境内外租赁服务，融资租赁公司在试验区内设立的单机、单船子公司不设最低注册资本限制。 3.经营范围：允许融资租赁公司兼营与主营业务有关的商业保理业务。	融资租赁被看作是上海自贸区改革的亮点之一，多向政策利好融资租赁行业。
2013/12/13	“106号文”出台	试点纳税人提供融资性售后回租服务，向承租方收取的有形动产价款本金，不得开具增值税专用发票，可以开具普通发票。	进项税可以得到明确，销项税和进项税可以相互抵扣，消除了税务处理的不确定性，售后回租业务恢复常态。
2013/12/27	李克强总理视察工银租赁“108号文”出台	1.明确今后十年到二十年是我国飞机租赁发展的黄金时期。 2.明确我国飞机租赁的“三步走”战略。 3.提出了改进购租管理、加大融资力度、完善财税政策、开拓国际市场、加强风险防控、完善配套条件、支持先行先试等七项发展飞机租赁的具体政策措施。	飞机租赁业所面临的许多问题也是整个融资租赁业的问题，108号文的出台为融资租赁业的政策环境改善提供空间。

资料来源：中航租赁年报，中银国际研究

### 中航租赁竞争优势明显

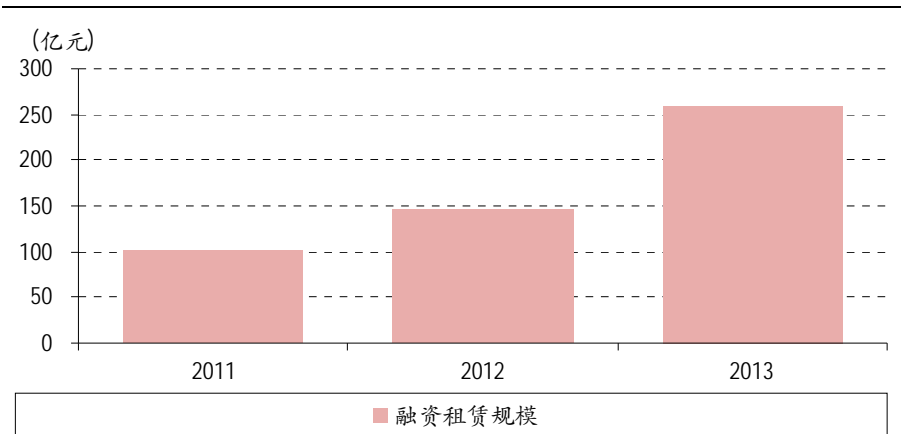
中航国际租赁有限公司成立于1993年11月，主要从事飞机与运输设备类资产的融资租赁及经营性租赁业务，注册资本379,000万元人民币，中航投资有限公司持有其65.80%的股份。租赁及贸易业务2013年实现营业收入151,313万元，较上年同期101,641万元增长48.87%。2014年6月末，中航租赁总资产3,293,355.41万元，净资产437,741.89万元；实现营业总收入125,402.44万元，营业利润26,983.16万元，净利润20,638.02万元。在租赁项目的盈利能力基本保持不变的情况下，租赁资产规模的增长对收入影响显著。以前年度留存租赁资产和当年新增租赁资产是租赁收入的重要来源。

图表 8. 中航租赁股权结构



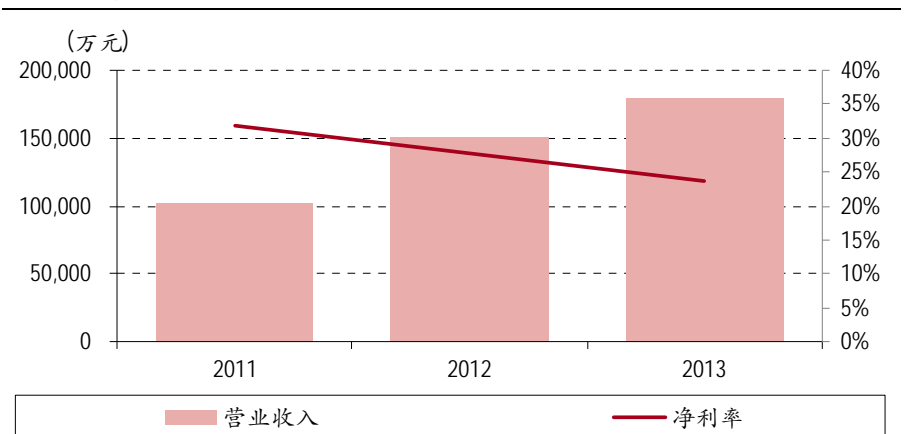
资料来源：中航租赁年报，中银国际研究

图表 9. 中航租赁融资租赁规模

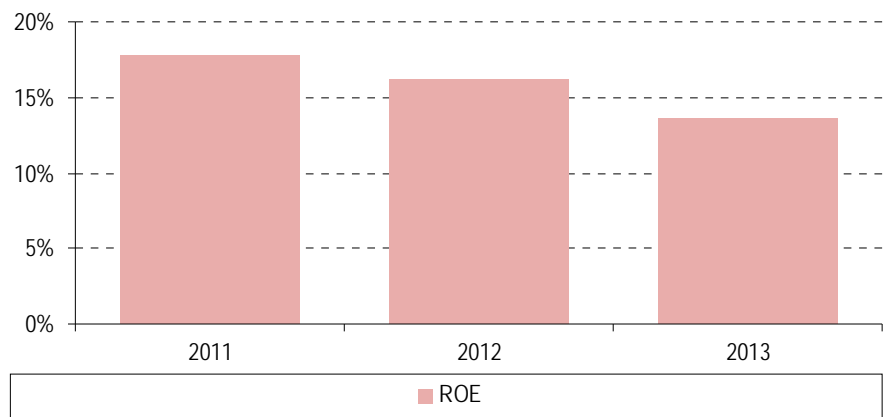


资料来源：公司公告，中银国际研究

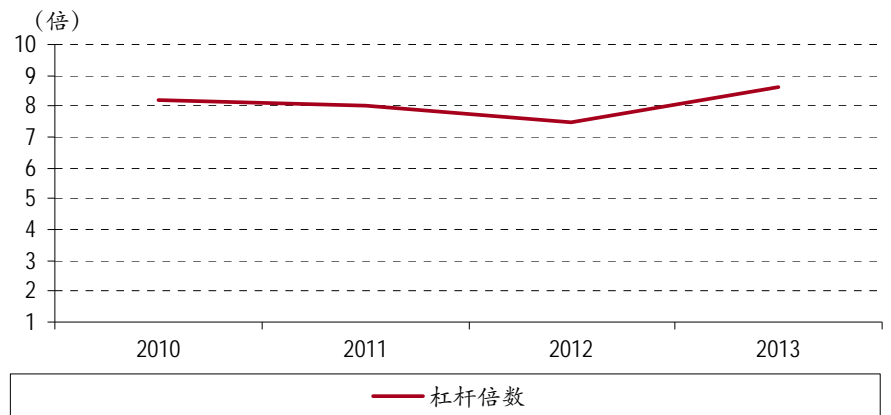
图表 10. 中航租赁营业收入和利润



资料来源：公司公告，中银国际研究

**图表 11. 中航租赁 ROE**


资料来源：公司公告，中银国际研究

**图表 12. 中航租赁杠杆倍数**


资料来源：公司公告，中银国际研究

### 1、资金端：口行参股提供低成本资金

融资能力和融资成本是影响融资租赁公司业务规模、盈利能力和资产质量的重要因素。中航租赁是一家拥有航空工业背景的内资租赁公司，无论是与外资租赁公司还是与内资银行系金融租赁公司相比，其融资成本都相对较高。一直以来，较高的融资成本都是中航租赁不断发展过程中的瓶颈。

2013年4月17日，公司控股股东中航工业与进出口银行签署《关于开展股权收购合作的谅解备忘录》，就开展中航租赁股权收购合作达成谅解。进出口银行最终所占中航租赁的股权拟为50%，但中航工业方面保持对中航租赁的并表管理。进出口银行成为中航租赁的战略股东将有利于中航租赁获取低成本资金、巩固与扩大中航租赁在航空器与船舶租赁方面的优势，增强中航租赁的核心竞争力。2013年6月19日，中国进出口银行以较为优惠的信贷利率向中航租赁提供不超过人民币50亿元或等值外币的贷款额度，其中人民币贷款利率参考中国人民银行同期限贷款基准利率下浮制定，美元贷款利率参考中国进出口银行筹资成本以浮动或固定方式制定。

此外，进出口银行对中航租赁的大规模注资还将会很大程度地提升公司资金实力，有利于中航租赁及其下属项目公司开展海外工程承包、国际物流基础设施、出口高新、进口高精尖设备、自主创新和重大技术装备国产化项目（国产飞机、设备等）、重大技术装备国内采购等租赁项目等业务，扩大业务规模，增强和提高中航租赁和公司的盈利能力和盈利水平。对中航租赁做大规模、更好服务国内企业需求，提升高端“中国制造”商品的全球市场话语权起到积极促进作用。

## 2、项目端：控股股东背景优势

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，凭借其专业的服务与深厚的行业背景，与国内其它融资租赁公司形成差异化的市场竞争。中航租赁将市场战略定位于“以飞机租赁为主体，大力发展船舶租赁、基础设施租赁、技改设备、高端设备租赁以及新能源设施等融资租赁业务。”根据《中国民用航空发展第十二个五年规划》，2015年我国运输机队规模将从2010年的1,597架增加至2,750架、通用机队规模由1,010架增至2,000架以上，航空租赁市场规模将达到600亿美元左右，年均新增航空租赁市场价值将在100亿美元以上。因此，凭借母公司的产业背景优势，可以预期中航租赁的发展前景非常广阔。

目前我国“大飞机”战略的实施、国内航空业的发展都离不开本土飞机租赁的支持。而作为中航租赁实际控制人的中航工业集团是国内飞行器地主要提供商，承担了我国大飞机重大专项的主要研发任务，因此在项目端上可以为中航租赁争取到很大的优势，以较优惠的价格购买国产飞机。此外，中航租赁计划由融资租赁模式进一步向技术壁垒更高的经营租赁模式升级，以发挥其在二手飞机采购、残值回收等专业性较强的业务上具备的独特竞争优势。

中航投资的前身北亚集团重组前一直是铁道部下属的上市公司，且重大资产置换后中航投资的第二大控股股东哈尔滨铁路局是其控股股东，持股比例为2.04%。中国铁路总公司目前受困于原铁道部的遗留问题，面对近3万亿的庞大债务势必会寻求多种融资渠道来解决债务危机。而融资租赁在我国作为一种新兴的融资手段，特别适合于高铁业务和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，与债务融资和股权融资相结合共同为中国铁路总公司提供资金支持和保障。

## 3. 先发优势，经验充足

经过多年的客户积累和业务实践，中航租赁在国产民机、成熟支线客机、通用航空、船舶等行业领域已初步形成租赁服务的比较优势。中航租赁在设备租赁以及国民经济服务领域的业务渗透面较广，目前已在全国三线城市开发并建立了较为牢固的客户基础。中航租赁在境内境外美元业务、SPV单机单船租赁业务已形成专业化、成熟的业务操作模式，且具有较强的可复制性。中航租赁从事独立运作的第三方专业租赁服务，在客户、租赁资产的选择、融资方案设计等方面具有较强的专业性和灵活性，根据不同需求个性化定制服务方案，进而保持客户黏着度和提升服务价值。综合来看，相比其他内资租赁公司，中航租赁具备充足的经验，未来可以利用其先发优势，借政策的扶持而迅速发展。

#### 4、地域优势，自贸区受益股

中航租赁注册地位于上海，未来将会受益于上海自贸区对租赁公司的一系列政策优惠。在税收方面，“允许将试验区内注册的融资租赁企业或金融租赁公司在试验区内设立的项目子公司纳入融资租赁出口退税试点范围。对试验区内注册的国内租赁公司或租赁公司设立的项目子公司，经国家有关部门批准从境外购买空载重量在25吨以上并租赁给国内航空公司使用的飞机，享受相关进口环节增值税优惠政策”。这一政策有效的改善了“营改增”对融资租赁行业，尤其是经营性租赁业务和售后回租业务，带来的巨大影响，对中航租赁有实质性利好。

在准入门槛上，“允许和支持各类融资租赁公司在试验区内设立项目子公司并开展境内外租赁服务，融资租赁公司在试验区内设立的单机、单船子公司不设最低注册资本限制”；在经营范围上，“允许融资租赁公司兼营与主营业务有关的商业保理业务”。这两项政策有利于解决内资租赁公司普遍存在的规模小、经验少、渠道狭窄、外汇融资额度限制等问题。目前内资金融租赁公司的主要竞争对手是诸如 GECAP 这样的全球性外资租赁公司，其注册地爱尔兰为飞机租赁业务提供了许多优惠政策，新出台的上海自贸区的扶持政策将有利于我国整个租赁业的发展，进而有能力与外资租赁公司进行抗衡，逐步扩大市场规模。

#### 5、新型国产民用支线飞机获国际适航证，或为公司带来新业务机会

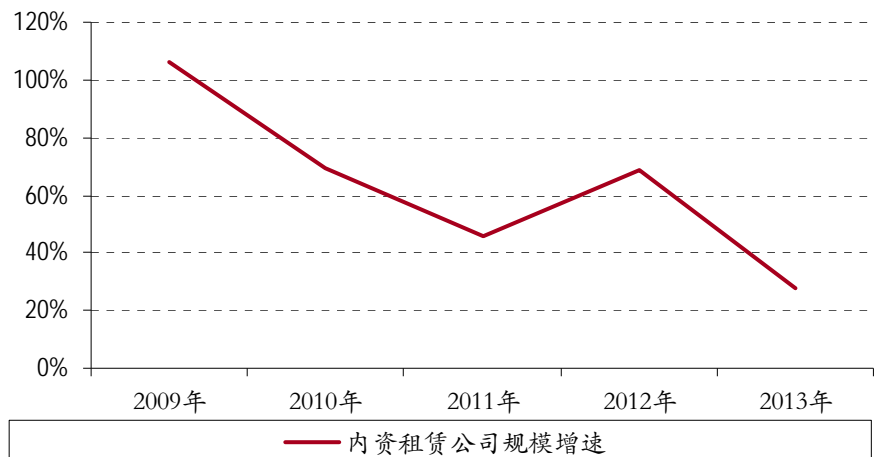
据媒体报道，14年12月26日晚21时21分，ARJ21-700飞机型号合格审定委员会（TCB）最终会议决议：同意颁发ARJ21-700飞机型号合格证，12月30日飞机将从上海飞北京颁证。作为中国第一款完全按照适航标准设计研发的客机机型，ARJ21从试飞到取证，经历了长达6年的时间，获得适航证是ARJ21规模化生产并走向市场的关键性突破，相应的租赁业务需求或将上升。

中航租赁目前40%的业务为飞机租赁，依托中航工业集团在飞机制造、维修等方面的技术实力，公司在国产飞机租赁业务上具有明显优势，有望在ARJ21批量投产和推向市场过程中，优先获得租赁业务机会。

#### 14年规模有望高速增长

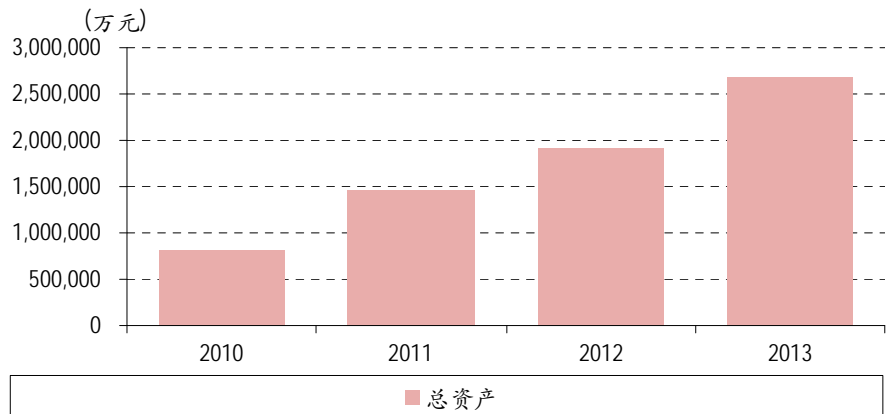
目前我国仍处于市场经济制度建设和工业化过程之中，这一过程仍将持续10年~20年。保守预测，未来5年行业有望保持年均30%以上的复合增速。中航租赁以目前的净资产水平在全行业内并列排名第17位，与排名前5位的融资租赁公司之间差距较大。2014年中期中航租赁净资产共计43.77亿元。按照行业监管“风险资产（含担保余额）不得超过资本总额的10倍”的要求，在不增加注册资本的情况下，中航租赁融资租赁资产规模最大限度可扩大至约430亿元左右，预计2014年底这一红线就会达到，因此中航租赁进一步扩大经营规模、做大做强融资租赁主业需要进一步充实资本金。

图表 13. 内资融资租赁公司规模增长率



资料来源：中国租赁联盟，中银国际研究

图表 14. 中航租赁总资产规模



资料来源：世界租赁年鉴，中银国际研究

租赁业注册资本金仅为 1,890 亿元，整个行业资本充足率为 12.2%，仅略高于 10% 的最低充足率要求。非银行金融机构“小马拉大车”和“满负荷”运营迹象已十分显著。为提升非银行金融机构发展空间，增强其抵御风险能力，整个行业系统性增资已成为必然趋势。近日，公司启动新一轮增发，其中配套募资 14~15 亿元将全部用于中航租赁增资，意味着中航租赁再获 150 亿的规模扩张空间，加之融资成本的逐步降低，未来的盈利能力可见一斑，我们测算可使公司年业绩增速保持在 40-50%。

## 信托：14~15 年信托业整体风险可控，较强主动管理和风控能力助推公司转型

### 14~15 年信托业整体风险可控

短短几年，信托资产规模由 07 年的 3,500 亿元暴增至 10 万亿元，但是在高速增长的背后，信托行业也在面临风险。从吉林信托骗贷案，中诚 30 亿矿产信托危局，个别房地产信托项目出现兑付危机；接着是“三无”信托产品的报道；然后是墓地信托、水库水面用地做抵押的信托产品，这些事件都在相当程度上影响了机构的投资热情，同时信托公司在审视自身风险管理能力的同时开始直面司法实践的检验。信托公司在面临诉讼案件时一方面由于信托行业的法律法规尚不健全，资产收益权信托及阴阳合同的操作模式引发了相应法律效力的广泛讨论，另一方面信托公司处置效率面临诉讼时间成本的考验。

在市场环境方面，混业经营却分业监管的资管行业现状，加之宏观政策的不确定性，对信托业的稳定业务模式及盈利模式带来极大的不稳定性；相关监管法律、法规的不完善，制约了信托业持续创新的能力；另一方面，实体经济在自我调整过程中盈利能力的下降，使得行业内个别产品风险显现，对行业内公司带来一定冲击。同时，各大信托公司自身发展模式的不断优化，使得资源向优势公司聚集，信托业内的竞争的加剧。

我们同样可以看到，2007-2012 年间，信托业受托管理资产占 GDP 的比重由 2007 年的 3% 增长至 2012 年 14.6%。从增长速度看，信托资产增长速度与其它金融资产相比是比较高的，远远高于基金资产、保险资等投资资产的增长速度。信托公司投资领域的广泛性和资金运用的灵活性，使其能够保持较高的投资收益水平，能够吸引更多的大客户参与，从而保证信托资产规模的快速增长。信托资产规模的扩张在一定程度上完善了金融子行业的结构，促进储蓄向投资转化。

2013 年是信托公司创新业务进入实质发展的一年。年内家族信托、土地流转信托、医疗养老产业信托等创新业务种类相继落地，为信托行业的转型带来积极信号。创新业务加深了信托对产业投资的介入深度，同时对信托公司的资产管理能力、资源整合能力和风险控制能力均提出了更高的要求，这些业务的探索有利于信托公司加强在泛资产管理背景下的市场竞争力。

辩证地看，泛资管行业虽然带来行业竞争，但由此也带来了信托产品创新及行业产品结构的优化，以及营销渠道的拓宽，促进了行业的内涵式发展。此外，尽管行业内个别产品出现风险，但整体行业风险可控，无形中也增强了行业的声誉。

### 公司有较强主动管理和风控能力

中航信托股份有限公司成立于 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 168,648.52 万元人民币，中航投资有限持有其 63.18% 的股份。截至 2014 年中期，中航信托总资产 498,117.19 万元，净资产 426,767.02 万元。目前受托资产余额 2,600 亿元左右。

2013年，中航信托受托资产余额2,211.74亿元，其中，主动管理类信托余额为622.78亿元，占比28.16%。投资类、融资类、事务管理类主动管理信托的实际年化报酬率分别为1.63%、3.05%和5.07%，属于业内中上游水平。公司综合报酬率水平为0.9%（受被动管理类信托占比高的影响），业内排名第19名，也属于中上游水平。

公司现行的内部控制制度较为完整、合理及有效，能够适应管理的要求和发展的需要，能够较好地保证会计资料的真实性、合法性及完整性，能够确保财产物资的安全、完整，能够严格按照法律、法规和公司章程规定的信息披露内容和格式要求，真实、准确、完整、及时地报送及披露信息。随着内部控制环境与文化的不断完善，公司形成了相对健全的内部治理机制，形成了分工合理、职责明确、报告关系清晰的组织结构，员工拥有良好的职业操守和较强的诚信意识。信息共享、信息交流和信息反馈机制贯穿于公司管理和业务活动各环节，各部门、各岗位信息传递顺畅及时，真实可靠。

信用风险主要来自公司融资类业务。2013年期末，公司涉及信用风险的资产总额49,000万元，其中正常类资产是49,000万元，不良类资产为0。公司按风险类资产总额足额计提了准备金，2013年公司信托业务信用风险资产均为正常。同时，公司固有业务对证券二级市场予以风险回避，采取较为保守的态度；公司信托业务中涉及证券投资的项目为上市公司定向增发项目及上市公司股票质押信托项目，目前市场风险可控，未发生因市场风险造成的损失。

### 信托转型年带给公司机遇

2013年，中航信托继续加大创新力度，优化升级产品系列，加大特色业务开发力度。中航与绿城房产签署了战略合作协议，与以优秀的房产品质量占据行业领先地位的公司合作，是中航信托与国内知名房产企业开展深入合作的重要成果。同时，中航信托与中航证券，中航期货纷纷合作。与中航证券合作将更好地为各自客户提供更全面的金融服务，努力为客户提供“一揽子金融解决方案”，更好地培育客户，开拓市场。期货作为重要金融平台，“信托+期货”模式有利于业务发展和金融创新，对于投资板块的金融业务协同更具现实意义。

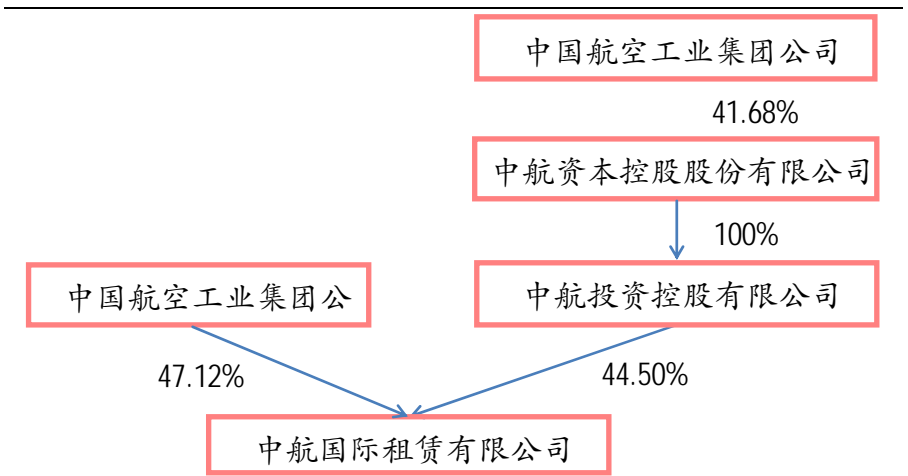
除此之外，顺应市场趋势，公司基本确立了向私人银行和财富管理转型的战略方向，积极与中航信托的二股东华侨银行展开合作，移植其在风险控制方面的制度模式，保证本次转型和业务创新在规范发展的基础上茁壮成长。



## 财务公司：资金归集率提升，保障未来三年业绩平稳增长

中航工业集团财务有限责任公司成立于 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 200,000 万元人民币，中航投资有限持有其 44.5% 的股份。根据中航投资有限与中航财务第一大股东中航工业签订的委托管理协议，中航投资有限代为管理中航工业持有的股权，实际控制中航财务 91.62% 的股权。

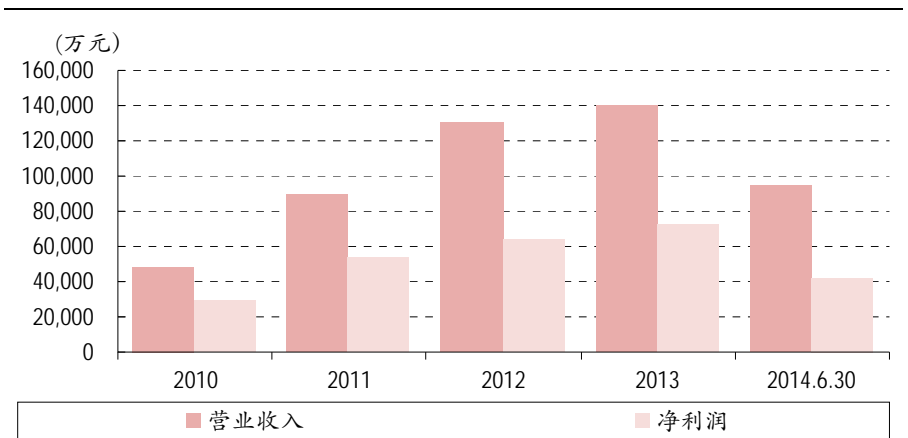
图表 15. 中航财务股权结构



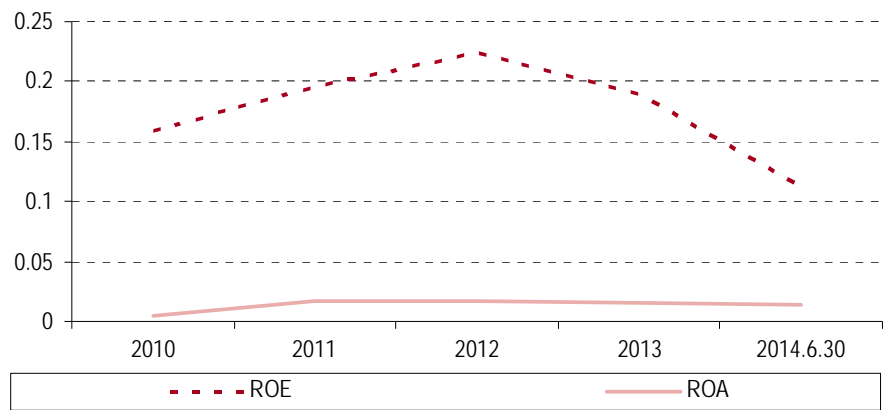
资料来源：中航租赁年报，中银国际研究

中航财务 2013 年实现营业收入 139,697.26 万元，较上年同期 122,739.83 万元增长 13.82%。其中利息收入 138,492.00 万元，较上年同期增长 11,768.18 万元，增幅为 9.29%。截至 2014 年中报，中航财务总资产 3,092,406.45 万元，净资产 371,512.76 万元。

图表 16. 中航财务营业收入与净利润

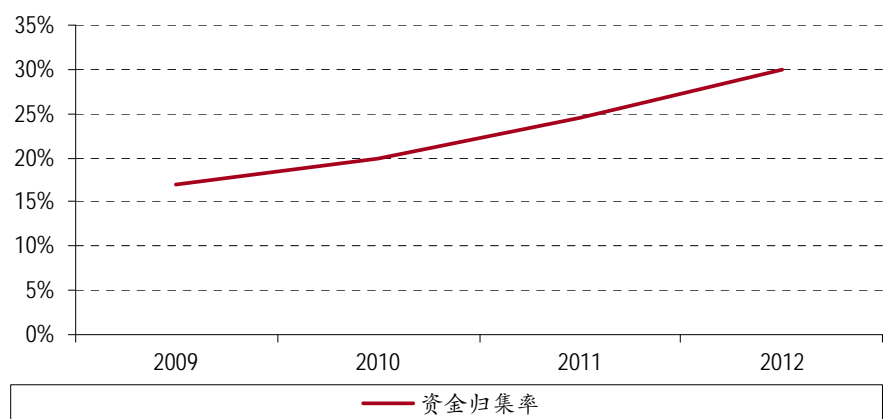


资料来源：公司公告，中银国际研究

**图表 17. 中航财务 ROE 和 ROA**


资料来源：公司公告，中银国际研究

在中航财务自身努力和中航工业推动的双重作用下，中航财务日均存款余额得到逐年提升，对集团的资金归集率从2009年的17%逐步提高到目前的30%。但因中航工业于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，成立时间较短，因此很多集团子公司项目资金尚未整合到中航财务中去，其资金归集率远远低于其他央企财务公司80%左右的资金归集水平。2012年12月，银监会提出将适时修订财务公司管理办法，更加重视资金归集率，因此未来资金归集率将成为中航财务的重要监管指标。中航财务可以凭借中航资本的整体上市以及中航工业各子公司稳步增长的存款总额，提升集团内部资金归集率，实现持续增长，稳固其作为中航投资最大利润贡献者的地位。

**图表 18. 中航财务资金归集率**


资料来源：公司公告，中银国际研究

2013年11月，全国企业集团财务公司行业年会指出，我国财务公司定位正逐步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。因此，除提高资金归集率之外，中航财务还可以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。

**图表 19. 我国财务公司发展方向**

项目	发展方向
业务品种	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
主营业务	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
业务范围扩展	实现由国内业务为主向国内国际兼备转变

资料来源：中国财务公司协会，中银国际研究

2013年12月6日，中航财务收购南动财务100%股权，通过进一步整合和优化资金资源配置，强化中航财务资金集中管理职能。2013年12月27日，中航工业财务公司完成新增注册资本的验资，注册资本金由20亿元人民币增加到25亿元人民币。增资完成后，公司的资本实力得到加强，资本充足率进一步提升，抗风险能力得到增强。我们认为，中航财务将通过进一步扩大业务规模和提升金融服务能力，来保障其未来三年业绩的平稳增长。

## 券商：集团内业务保障，创新业务风生水起

### 牛市来临，中航证券盈利有望持续快速增长

2014年1-9月，上市券商共实现营业收入830.86亿元，同比增长43.19%，第三季度共实现收入345亿元，环比增长37.48%；1-9月共实现归属于上市公司净利润308.36亿元，同比增长55.41%。上市券商的业绩表现在证券行业具有非常强的代表性，预计全行业净利润增长也达到50%以上。1-9月，A股成交额已经达到40.44万亿，同比增长18.19%，特别是第三季度，成交额18.93万亿，而上半年合计仅21.51万亿。4季度以来，A股成交额已达23.97万亿元，继续迅猛上升。融资融券业务虽然在2013年是爆发式增长期，2014年规模上升依然较快，目前融资融券余额已经突破了10,000亿元，较年初的3,471.49亿元增长了近两倍，下半年扩张速度远超上半年。受上述因素影响，上市券商的经纪、两融、自营业务均大幅超越了市场年初和中期的预期。我们预计全年收入增速可保持在35%以上，利润增幅将实现翻倍增长。

对于券商来说，明年证券市场保持较高的活跃度的前提下，券商业绩仍可保持较高的增速，宏观层面上，无风险收益率下降，注册制改革，收益凭证、资产证券化等创新业务的进一步发酵等利好因素将会持续比较长的时间，也将会为中航证券争取到良好的发展环境和找到更好的发展机遇。

### 创新业务风生水起

随着中航证券完成增资扩股，注册资本变更为198,522.10亿元。中航资本对其增资说明了中航证券谋求快速发展的决心。从2012年至今，公司陆续拿到了各项金融服务资格，包括：为期货公司提供中间介绍业务，融资融券业务，中小企业募集债券承销，上交所的约定购回式证券交易业务资格，转融资业务，代销金融产品业务以及上交所和深交所股票质押式回购交易的业务资格。这一系列的动作都预示着中航证券一直努力在创新产品方面有较大突破，跟上行业发展的大趋势，利用良好的政策环境实现高速增长。

图表 20. 中航证券过去三年的总资产和净资产排名

(万元)	2011年	行业排名	2012年	行业排名	2013年	行业排名
总资产	484,109	73	477,890	74	607,518	68
净资产	134,982	78	139,037	80	245,039	68

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 21. 过去三年收入和净利润增速

(万元)	2011年	增长率(%)	2012年	增长率(%)	2013年	增长率(%)
营业收入	56,462	(21.87)	47,504	(15.87)	50,357	6.01
净利润	3,303	(84.97)	2,567	(22.28)	7,843	205.53

资料来源：公司公告、中银国际研究

公司刚刚发布的公告值得特别关注：控股子公司中航证券与宁夏回族自治区财政厅正式签署财务顾问协议，经宁夏回族自治区人民政府授权，中航证券担任独家全球协调人和财务顾问为其在全球范围内开展融资，融资渠道包括但不限于苏库克(Sukuk)债券及美元债券，总融资规模为不超过15亿美元(可分期发行)，期限不超过5年。

习近平主席在 2013 年提出了“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”（简称“一带一路”）构想，之后在三中全会《决定》中上升为国家战略，在刚刚结束的 2015 中央经济工作会议中，“一带一路”被确定为 2015 年区域发展的首要战略，相关金融服务将获得重大发展机遇，证券公司作为资本中介机构，相关业务拓展空间广阔。

宁夏发行苏库克债券，是地方政府首次境外发行美元债券，将对接阿拉伯地区低成本的石油美元资金，支持我国地方政府的基础设施建设。这与“一带一路”的国家战略吻合，有望快速推进和顺利实施。

中航证券是内资券商获得苏库克（Sukuk）债券承销权第一人，也是首家担任地方政府美元债券全球协调人的券商。不仅具有较强的示范效应，也标志着中航证券在投行业务创新上迈出重要一步。

通常来讲，证券公司承销地方债费率为 0.8% 左右，按此标准计算，公司本次 15 亿美元债券发行将可获得 7,500 万元左右的承销收入，我们预计公司苏库克债券的承销费率要高于 0.8% 的水平，实际承销收入有望接近亿元。

通过本次发行承销，公司将在美元债券发行上积累经验，未来在西部地区（“丝绸之路”沿线），同类业务具有较强的可复制性，或将成为公司持续的盈利增长点。

## 产业投资：亮点频现，军工资产证券化开启的最大受益者

中航工业旗下共有 19 个业务板块，原则上各板块互不参股，但唯有中航资本作为集团的股权投资运作平台，可以对集团成员参股。公司通过全资子公司中航新兴产业投资（2012 年 12 月成立，目前持有中航（宁夏）生物有限责任公司 50.999% 的股权）和中航航空产业投资（2013 年 4 月成立）两大平台从事产业投资业务，有利于公司介入集团的股权产业投资业务板块，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。

### 亮点之一：军工资产证券化趋势呈现。

从 1998 年开始，国家以建立新体系、新体制、新机制为目标对军工产业进行重大改革，将中国的军工产业组合为十大军工集团。长期以来，我国军工企业的资金来源主要有财政拨款和银行贷款，大力推动军工资产证券化，不仅可拓宽融资渠道，还可促进军工资产资源优化配置。目前我国军工集团资产证券化率普遍较低，十大军工集团资产证券化水平仅为 30% 左右。低于 15% 的有航天科工集团、航天科技集团、中船工业集团、电子工业集团、中核工业集团及中国核建集团。而且之前的军工背景上市公司都游离在民用业务而非核心的军工业务。2013 年，尤其是中国重工的核心军工资产注入，掀起了军工资产证券化的新的篇章，此后，还有广船国际、航空动力、中航电测、中航机电，以及今年的中航工业持股宝胜，说明军工资产证券化正在进行新的阶段的蓬勃发展，公司在此领域将会大有可为。

### 亮点之二：集团业务丰富，股东优势明显。

中航工业集团的资产证券化一直走在十大军工集团前列，其专业化整合与资本化运作的战略规划也最为明晰。中航工业已实现 20 多家子公司在 A 股、H 股和国外市场上市，资产证券化率达到 60% 左右。公司通过航空产业投资与新兴产业投资两个子公司参与集团新技术以及其他新兴产业的投资，不仅能够给新技术新产业提供资金，还能享受新技术新产业带来的回报。

### 亮点之三：军工专业背景，行业进入障碍小。

公司的管理团队较多具有航空背景，与中航工业集团内部各研究所、院，各研发制造单位，及北京航空航天大学具有天然深厚的联系，因此在项目选择的技术把控上，中航投资具有国内其他投资机构所不具备的优势，进入障碍更小。而且公司还是中航工业、十大军工集团，乃至国资委所属中央企业中唯一的全牌照产融结合上市公司，所以在航空以及军工产业资产证券化过程中拥有其他投资机构不可比拟的先天优势。

#### 亮点之四：金融牌照齐全，比较优势突出。

公司是中航工业、十大军工集团，乃至国资委所属中央企业中唯一的全牌照产融结合上市公司，使得其在军工资产证券化开启之中能够成为最大的受益者。中航投资有限的控股公司不仅包括五大金融行业，还有实业产权投资以及民用飞机，发动机制造等企业，从实业到金融服务的覆盖，使得公司天然具有其他投资公司无可比拟的优势。而且退出通道多元，除了传统的IPO、并购、股权交易所转让等以外，还可以与上市集团成员进行股权置换，收益确定性高，退出时间更加灵活可控。

#### 亮点之五：收益初现，持股中航飞机浮赢丰厚。

2013年9月17日，公司全资子公司中航投资控股有限公司对其参股子公司西飞集团实施减资，减少其持有的西飞集团14.09%的股权，西飞集团以其持有的中航飞机（000768）206,116,086股非限售条件流通股（占比为7.77%）作为支付对价补偿给中航投资控股，减资完成后，中航资本控股不再持有西飞集团股权，直接持有中航飞机7.77%的股权。该事项已于2014年1月过户完毕，产生的6.54亿投资收益在2014年中期利润中已经体现。此外，中航飞机目前股价为18.15元，按206,116,086股算，中航资本持有中航飞机的市值是37.43亿元，减去3.37亿元的账面成本，中航资本获得的浮赢是34亿元，实现了资产的大幅增值。由于是非限售条件流通股，2.06亿股的浮赢随时可以变现，因此我们预计公司未来1~2年潜在投资收益非常可观。

中航飞机的股权投资并非中航资本的唯一一次股权投资，因此，中航飞机的投资收益也不是唯一的投资收益，只是航空产业投资的一部分。近一年来，公司多次参与上市公司定增和重组，未来1~2年，随着增发项目股份解禁，公司有望充分享受投资收益兑现带来的业绩快速增长。

图表 22. 中航资本今年参与的主要定增和重组事项

时间	标的	投资方式	要点
2014年1月15日	中航飞机	股权置换	中航投资有限减少其持有的西飞集团公司14.09%股权，西飞以其持有的7.77%中航飞机非限售条件流通股股权作为支付对价补偿给中航投资有限
2014年5月19日	成飞集成	定向增发	非公开发行股份购买资产并募集配套资金（事项终止）
2014年9月30日	宝胜股份	定向增发	中航新兴拟以20,000万元现金认购24,691,358股宝胜股份非公开发行的股票，认购价格8.1元/股，发行后持股比例约4.46%。
2014年11月25日	中航机电	定向增发	中航航空产业投资拟以现金人民币50,000万元认购不超过2,648.3050万股，认购价格18.88元/股，发行后持股比例约3.1%。
2014年12月10日	中航电测	定向增发	中航航空产业投资以5,285.00万元现金认购中航电测本次非公开发行的股票461.97万股，认购价格11.44元，持股比例2.29%。

资料来源：公司公告、中银国际研究

## 内生外延并举，业绩快速增长可期

2014 年中航资本总体业绩预计同比会有翻倍的增长，主要原因是上半年将西飞股权置换成中航飞机股权，获得巨额投资收益，以及中航证券因市场成交大幅反弹，业绩可能实现超预期增长。

2015 年，我们预计公司业绩仍可保持 40%左右的快速增长，增长点可能来自：

1. 公司持有的中航飞机 7.77%股权，目前账面浮盈达 34 亿元左右，未来年度潜在投资收益非常可观。
2. 明年市场成交保持较高活跃度的前提下，中航证券经纪业务盈利有望实现快速增长，此外，中航证券近期也拿到了几个投行大单（特别是宁夏苏库克债券承销权），加之定增项目收益，公司业绩还有较大上升空间。
3. 中航租赁将通过最新增发募资获得增资 15 亿左右，资产规模扩张空间达 150 亿，将推动业绩实现 40~50%的快速增长。
4. 中航财务资金归集率是上升趋势，可实现 20~30%的稳定增长。
5. 公司通过最新增发收购中航租赁、中航证券、中航信托少数股权，盈利蛋糕进一步放大（按 14 年中期营业利润年化，可增厚营业利润 4.65 亿元左右）。

图表 23. 中航资本盈利预测（不考虑增发）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币,百万)	4,471	5,340	7,256	9,609	11,570
同比变动(%)	28.85	19.43	35.89	32.43	20.40
净利润(人民币,百万)	722.25	844.32	1,903.02	2,685.08	3,321.96
同比变动(%)	13.16	16.90	125.39	41.10	23.72

资料来源：公司公告、中银国际研究

注：每股收益按照最新摊薄股本计算

图表 24. 中航资本盈利预测（考虑增发）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币,百万)	4,471	5,340	7,256	9,609	11,570
同比变动(%)	28.85	19.43	35.89	32.43	20.40
净利润(人民币,百万)	722.25	844.32	1,903.02	3,445.86	4,279.13
同比变动(%)	13.16	16.90	125.39	81.07	24.18

资料来源：公司公告、中银国际研究

注：2015 年及 2016 年每股收益预测按照公司 2015 年完成新一轮增发，当期净利润按照各业务板块股权变动后净利润计算



## 估值

### 分部估值法

我们按照金融业务板块进行分部估值，其中租赁、信托采用合理市盈率估值；证券采用同类上市公司可比市值的方法；财务、期货、创投等业务采用合理市净率估值或二级市场市值的方法。需说明的是，由于公司已经开启新一轮增发，其对公司未来业绩和估值的影响将逐步在股价中体现，因此，我们2015年的估值中考虑了增发的因素。最终，我们得到公司2015年合理市值为879亿元，对应增发全面摊薄后股价为19.67元，对应2015年市盈率（考虑增发增厚业绩情况下）为25.5倍。

图表 25. 中航资本分部估值

(亿元)	2014E	2015E
<b>租赁:</b>		
权益净利润	3.9	8.5
合理市盈率(倍)	18.1	30
估值	70.59	255.00
<b>信托:</b>		
权益净利润	6.15	9.2
合理市盈率(倍)	20.45	18
估值	125.77	165.60
<b>证券:</b>		
可比公司市值 (14.12.26)	412.06	412.06
估值(调整)	158.44	315.63
<b>财务:</b>		
权益净资产	15.21	16.43
合理市净率(倍)	2	2.5
估值	30.42	41.08
<b>期货</b>		
净资产	3.8	3.9
合理市净率(倍)	2	3
估值	7.6	11.7
<b>创投—非上市项目:</b>		
账面成本	6.67	6.67
合理市净率(倍)	5	6
估值	33.35	40.02
<b>创投—已上市及待上市项目:</b>		
当前权益市值 (14.12.26)	50.3	50.3
<b>估值合计:</b>		
股本(摊薄)	476.46	879.33
股价(元)	37.32	44.7
	12.77	19.67

资料来源: 万得、中银国际研究

注: 1、2015年净利润按照最新增发预案的各子公司收购完成股权比例进行权益净利润的计算; 2、中航证券2015年估值是以当前可比上市公司市值为参考, 未考虑2015年可比上市公司市值变化的因素。事实上, 2015年证券公司盈利有望保持快速增长, 且创新业务不断发酵, 都带来估值的进一步提升。

此外, 公司除了是一家金控平台企业外, 还是中航工业集团的产融结合平台, 投资项目具有较强的军工背景, 是受益军工行业大发展和军工主题投资的优质标的, 应根据二级市场军工板块估值水平给予一定的溢价。我们看到, 2015年军工板块对应市盈率水平为50倍左右, 因而, 中航资本的估值水平在我们前述估值基础上, 还有进一步上升的空间。

图表 26. 军工板块市盈率水平一览 (2014.12.26)

板块名称	2014E	2015E
国防军工	73.04	52.67
其中:		
航天装备	88.32	69.84
航空装备	74.00	56.39

资料来源: 万得、中银国际研究

## 投资建议

公司8月开始停牌至今，金融股走出了波澜壮阔的行情，同类公司股价涨幅达到40~80%，公司22日复牌后，估值修复动力十足，股价上涨空间较为可观。此外，公司中期分红方案10转10，派2元（税前），以及中航证券获得首单苏库克债券承销权也将成为公司重要的股价催化因素。从中长期逻辑上来看，我们坚定看好公司在中航工业集团体系下，产融结合的金控平台生命力。随着新一轮增发募资的实施，公司资本金进一步充实，租赁、证券、信托等相关业务的扩张和转型将不断为投资者带来惊喜。综上，我们给予公司目标价20.00元，首次给予**买入**评级。

## 评级面临的主要风险

- 1、新一轮增发未按计划实施；
- 2、旗下金融板块盈利情况不达预期；
- 3、军工行业景气出现大幅度下滑。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	4471	5340	7256	9609	11570
其中: 营业收入	1539	1878	2826	4050	5014
其中: 其他业务收入 (金融类)	2932	3461	4430	5559	6556
营业总成本	2726	3211	4515	5685	6912
其中: 营业成本	748	923	1521	2184	2701
其中: 其他业务成本 (金融类)	435	565	740	916	1082
营业税金及附加	204	238	323	428	515
营业费用	905	1027	1274	1686	2095
管理费用	128	211	224	315	398
财务费用	35	91	153	102	117
资产减值损失	272	156	280	56	4
公允价值变动收益	15	(12)	15	0	0
投资净收益	292	312	1403	1964	2749
营业利润	2053	2428	4159	5888	7408
营业外收入	71	70	18	0	0
营业外支出	4	22	4	0	0
利润总额	2121	2476	4173	5888	7408
所得税	506	602	1002	1413	1778
净利润	1615	1875	3172	4475	5630
少数股东损益	892	1030	1269	1790	2308
归属母公司净利润	722	844	1903	2685	3322
EBIT	2121	2476	4173	5888	7408
EPS (摊薄)	0.52	0.55	0.51	0.72	0.89

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测 注: 未考虑增发

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	44,087	56,756	43,051	45,133	48,314
现金	22,759	27,211	15,237	17,381	19,943
应收账款	23	72	61	67	67
其它应收款	134	146	152	153	151
存货	9	21	20	23	21
其他	21,161	29,306	27,580	27,509	28,132
非流动资产	21,030	28,253	40,393	45,417	49,545
长期投资	1,315	1,475	450	1,081	1,002
固定资产	159	1,798	2,145	1,598	1,847
无形资产	29	136	149	109	131
其他	19,527	24,845	37,649	42,628	46,564
资产总计	65,117	85,010	83,444	90,550	97,858
流动负债	45,761	62,027	48,998	52,371	54,790
短期借款	5,491	10,025	11,000	11,000	11,000
应付账款	130	54	78	100	77
其他	40,141	51,948	37,920	41,270	43,713
非流动负债	9,192	12,350	12,325	12,331	12,335
长期借款	7,182	9,745	9,745	9,745	9,745
其他	2,010	2,605	2,580	2,586	2,590
负债合计	54,953	74,376	61,323	64,701	67,125
少数股东权益	4,859	5,640	6,908	8,698	11,007
归属母公司股东权益	5,305	4,993	15,212	17,150	19,726
负债和股东权益	65,117	85,010	83,444	90,550	97,858

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测 注: 未考虑增发

## 研究报告中所提及的有关上市公司

中航电测(300114.CH/人民币 35.6, 未有评级)

中航机电(002013.CH/人民币 24.97, 未有评级)

中航飞机(000768.CH/人民币 18.21, 未有评级)

成飞集成(002190.CH/人民币 33.45, 未有评级)

宝胜股份(600973.CH/人民币 10.19, 未有评级)

以 2014 年 12 月 26 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371