



2018-05-19

公司深度报告

买入/维持

中航资本(600705)

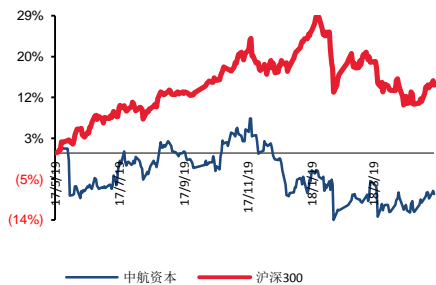
目标价: 8

昨收盘: 5.51

金融 多元金融

中航资本：乘军民融合东风，金控航母启航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 8,976/7,619
 总市值/流通(百万元) 49,460/41,978
 12 个月最高/最低(元) 6.47/5.18

相关研究报告：

中航资本(600705)《中航资本一季报点评：净利润增长 49%，受益于军民融合政策》--2018/04/10

证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030001

证券分析师：刘涛

电话：010-88695234

E-MAIL: liutaosh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517090001

报告摘要

航空工业集团产融结合平台，金控平台“全牌照”布局持续推进。

中航资本的综合金融平台拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等稀缺金融牌照，业务规模较大及资产质量较优，金控平台已成规模。在金控平台审批趋严的背景下，中航资本的优势日益凸显。2018年5月，公司公告(五) 拟出资设立百亿 AMC。公司在银行、寿险、消费金融、应收账款保理、境外飞机租赁等金融业务领域也有望实现突破，加快自身“全牌照”金融业务布局。

军民融合发展上升为国家战略，产业投资和投行业务前景广阔。

军民融合发展将有效推动国防科技工业的转型升级和战略性新兴产业发展。这不仅带来相关领域的产业投资机会，还将在国企混改、科研院所改制、核心军工资产证券化等方面形成顶层设计。作为十二大军工集团中唯一一家上市金控，中航资本通过不同的金融工具支持军工集团在院所改制、混合所有制改革、知识产权资产证券化、“瘦身健体”股权处置等各领域军民融合发展工作。

资本运作激发活力，内外合力共谋未来。

2017年11月，中航资本通过市场化增持完成1.05亿员工持股计划，锁定期12个月，成交均价6.14元/股，与最新收盘价仍倒挂。2018年2月，公司全资子公司中航投资拟启动不超过110亿增资扩股，并将引入战略投资者。此次增资扩股将有利于解决下属子公司发展资金瓶颈问题，公司预期能够与战略投资者产生业务协同，增强公司资本实力，提升公司长期盈利能力。

我们预计中航资本在2018-2020年的净利润约为33.63亿元、39.22亿元、44.44亿元，同比增长20.81%、16.59%、13.32%。中航资本的合理市值在672-773亿元，目标价8.0元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10951	13345	15911	18429
(+/-%)	25%	22%	19%	16%
净利润(百万元)	2784	3363	3922	4444
(+/-%)	20%	21%	17%	13%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.37	0.44	0.50
市盈率(PE)	17.77	14.71	12.61	11.13

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 媒体零售第一股，打造全通路的媒体零售新业态	4
(一) 公司成长史	错误!未定义书签。
(二) 股权结构及股东背景	4
(三) 经营模式：从“三屏互动”到“三屏合一”	错误!未定义书签。
(四) 多渠道整合营销	错误!未定义书签。
二、 公司在行业中处于领先地位	错误!未定义书签。
(一) 电视购物行业从杂乱无序到规范发展	错误!未定义书签。
(二) 行业尚处于成长期，未来发展空间巨大	错误!未定义书签。
(三) 行业运营模式	错误!未定义书签。
(四) 行业竞争格局稳定，进入壁垒高，市场集中度高	错误!未定义书签。
(五) 电视购物及网络购物行业相关法律法规	错误!未定义书签。
三、 经营及财务状况分析：	23
(一) 公司的销售区域逐渐从湖南拓展到全国	错误!未定义书签。
(二) 电商在销售渠道中占比逐年提升	错误!未定义书签。
(三) 按照商品种类划分	错误!未定义书签。
四、 公司的竞争优势分析	错误!未定义书签。
(一) 三屏合一的整合营销优势	错误!未定义书签。
(二) 电视节目制作优势	错误!未定义书签。
(三) 首创“行动营销”的模式，把演播厅搬到商品原产地	错误!未定义书签。
(四) 市场覆盖优势：	错误!未定义书签。
(五) 全渠道供应链优势	错误!未定义书签。
五、 盈利预测及估值	错误!未定义书签。
(一) 盈利预测	错误!未定义书签。
(二) 估值及投资建议	错误!未定义书签。
六、 风险提示	错误!未定义书签。

图表目录

图表 1: 公司上市后股权结构	错误!未定义书签。
图表 2: 三屏合一模式	错误!未定义书签。
图表 3: 电视购物场景	错误!未定义书签。
图表 4: 公司业务流程	错误!未定义书签。
图表 5: 电视购物行业发展的三个时期	错误!未定义书签。
图表 6: 现代家庭购物与传统电视直销相比其优势所在	错误!未定义书签。
图表 7: 公司竞争对手列表	错误!未定义书签。
图表 8: 电视购物及网络购物行业相关法律法规	错误!未定义书签。
图表 9: 最近 3 年收入及净利润情况	错误!未定义书签。
图表 10: 盈利能力分析	错误!未定义书签。
图表 11: 营业收入按照区域划分	错误!未定义书签。
图表 12: 公司根据特定人群匹配相应的销售渠道及产品	错误!未定义书签。
图表 13: 营业收入按照销售渠道划分	错误!未定义书签。
图表 14: 不同销售渠道对应的毛利率水平	错误!未定义书签。
图表 15: 营业收入按照商品种类划分	错误!未定义书签。
图表 16: 不同商品种类对应的毛利率水平	错误!未定义书签。
图表 17: 分业务预测	错误!未定义书签。
图表 18: 快乐购盈利预测表单位: 万元	错误!未定义书签。
图表 19: 估值对比	错误!未定义书签。

一、航空工业集团旗下产融结合平台

中航资本控股股份有限公司是中国航空工业集团（简称“航空工业集团”）的金控平台。中航资本是控股型公司，公司下设全资子公司中航投资控股有限公司，并通过中航投资有限下属公司主营综合金融业务。公司还设立了产业投资公司和中航资本国际，开展产业投资业务与国际业务，旨在构建“综合金融、产业投资、国际业务”三大业务板块。

（一）公司成长史

上市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，置入航空工业集团持有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“实业投资；股权投资；投资咨询”。截至2018年3月31日，公司总股本89.76亿股，其中大股东航空工业集团持有公司39.16%的股份，集团及下属单位合计持有公司49.87%的股份。公司资产总额2,276.48亿元，归属于上市公司股东的净资产241.14亿元。

表 1：中航资本前十大股东（2018 年一季度）

排名	股东名称	持股比例(%)	其母公司或集团
1	中国航空工业集团有限公司	39.16	中国航空工业集团
2	中国证券金融股份有限公司	4.90	
3	中国航空技术深圳有限公司	3.99	中国航空工业集团
4	中国航空技术国际控股有限公司	3.56	中国航空工业集团
5	哈尔滨铁路局	1.38	中国铁道部
6	共青城羽绒服装创业基地公共服务有限公司	1.09	
7	黑龙江虹通运输服务有限责任公司	0.81	哈尔滨铁路局
8	中国银行股份有限公司-华夏新经济灵活配置混合型发起式证券投资基金	0.72	
9	中国电子科技集团有限公司	0.64	中国电子科技集团
10	中央汇金资产管理有限责任公司	0.62	
	合计	56.87	

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）股东背景独特，打造产投融协同平台

公司第一大股东为航空工业集团，集团及下属单位合计持有公司49.87%的股份。航空工业集

团是受国务院国资委直接监督管理的国有特大型企业,下辖成员单位超过100家、上市公司27家、员工约50万人,是中国军工行业首家进入世界500强的企业集团。集团设有航空武器装备、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,拥有由中国航空研究院等33个科研院所组成的高水平科研体系,拥有一大批院士和国家级专家,为政府及军队提供先进航空武器装备,在民用运输机和国产大飞机的研制和供应方面也是主力军。

表 2: 航空工业集团旗下上市公司

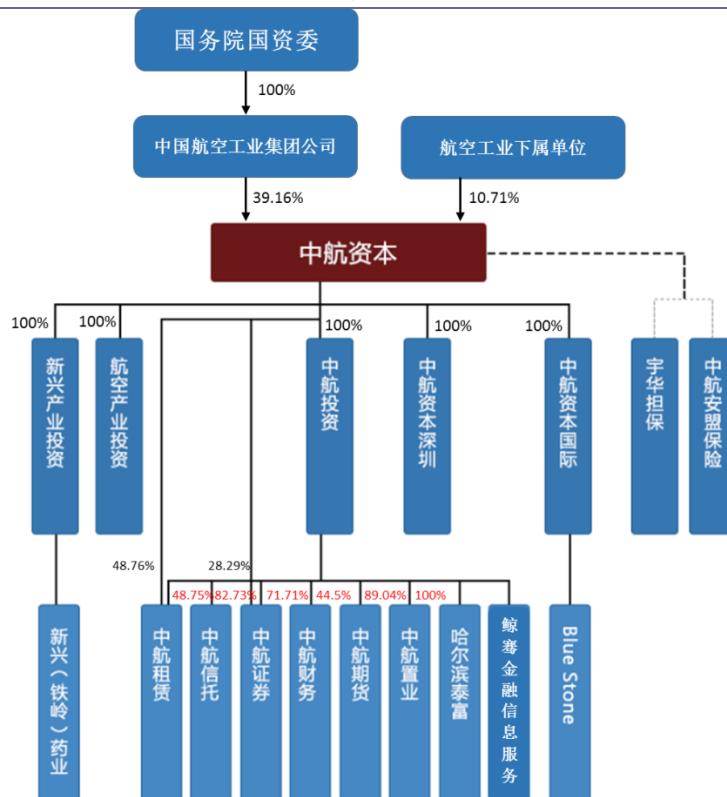
公司中文名称	证券代码	证券简称	总市值 (亿元人民币)	行业类别
深圳上市公司				
飞亚达(集团)股份有限公司	000026.SZ	飞亚达 A	40.65	轻工制造
中航地产股份有限公司	000043.SZ	中航地产	64.43	房地产
天马微电子股份有限公司	000050.SZ	深天马 A	303.12	电子
中航飞机股份有限公司	000768.SZ	中航飞机	511.37	国防军工
中航工业机电系统股份有限公司	002013.SZ	中航机电	283.28	国防军工
中航三鑫股份有限公司	002163.SZ	中航三鑫	49.74	建筑材料
中航光电科技股份有限公司	002179.SZ	中航光电	306.90	电子
四川成飞集成科技股份有限公司	002190.SZ	成飞集成	76.91	国防军工
天虹商场股份有限公司	002419.SZ	天虹股份	158.08	商业贸易
中航电测仪器股份有限公司	300114.SZ	中航电测	64.45	机械设备
上海上市公司				
中航直升机股份有限公司	600038.SH	中直股份	279.65	国防军工
江西洪都航空工业股份有限公司	600316.SH	洪都航空	89.14	国防军工
中航航空电子系统股份有限公司	600372.SH	中航电子	256.49	国防军工
贵州贵航汽车零部件股份有限公司	600523.SH	贵航股份	41.50	汽车
中航资本控股股份有限公司	600705.SH	中航资本	473.95	非银金融
中航沈飞股份有限公司	600760.SH	中航沈飞	539.33	国防军工
中航重机股份有限公司	600765.SH	中航重机	78.19	机械设备
中航航空高科技股份有限公司	600862.SH	中航高科	113.12	国防军工
宝胜科技创新股份有限公司	600973.SH	宝胜股份	53.90	电气设备
香港上市公司				
中航国际控股股份有限公司	0161.HK	中航国际控股	50.40	信息技术
中国航空工业国际控股(香港)有限公司	0232.HK	中国航空工业国际	25.55	工业
幸福控股(香港)有限公司	0260.HK	幸福控股	4.03	消费
耐世特汽车系统集团有限公司	1316.HK	耐世特	248.12	消费
中国航空科技工业股份有限公司	2357.HK	中航科工	240.50	工业
海外上市公司				
FACC AG	FACC.VI	FACC AG	72.19	工业
KHD Humboldt Wedag International AG	KWG.F	KHD HUMBOLDT WED	9.34	工业
AVIC INTL INVESTMENTS LIMITED	021.SG	AVIC	1.40	工业

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

中航资本是航空工业集团不断探索金融平台模式和产融结合道路，用创新思维创建航空金融产业的战略实践。集团对中航资本的功能定位和发展战略提出明确要求：一是通过金融布局做大做强，打造规模与我国航空工业发展相匹配的金融支持体系；二是通过打造金融控股公司发挥规模效应、协同效应和整体优势，实现金融资本与航空产业资本的有效对接，为航空产业的发展提供量身定制的综合性金融服务，保障航空工业发展不受周期性调整影响，始终保持稳定性和可持续性。三是通过产融结合，创新盈利模式。

中航资本的综合金融业务主要通过下属子公司开展，包括中航租赁、中航信托、中航证券、中航财务、中航期货等，经营融资租赁业务、信托业务、证券业务、财务公司业务、期货业务。2012年和2013年，中航资本先后设立中航新兴投资和中航航空投资，构建了新兴产业投资和航空产业投资两大投资平台，投资于战略新兴产业领域和航空产业领域。中航资本下属子公司中航资本国际控股有限公司，前身是中航工业投资（香港）有限公司 AVIC Capital (Hong Kong)，成立于2011年3月，注册地在香港，目前注册资本港币86,642.97万元，2015年更名为中航资本国际控股有限公司，中航资本国际主要从事股权投资、投资咨询业务。

图 1：中航资本组织架构（截至 2017 年底）



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

作为航空工业集团旗下唯一的产融结合平台，公司大力发展综合金融服务、航空产业投资和新兴产业投资，在贯穿航空工业各产业链的研发端、采购端、制造端、销售端等各领域形成深度的产融结合能力，利用多种金融工具提供全方位的综合金融服务和金融支持，创新打造“产、投、融”协同模式。公司已实现金融与产业资源的有效对接、相互驱动和融合发展，实现实体产业和金融业双赢。

二、综合金融：牌照齐全、亮点颇多

中航资本的综合金融平台拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等稀缺金融牌照，业务规模较大及资产质量较优，金控平台已成规模。在金控平台审批趋严的背景下，中航资本的优势日益凸显。公司通过不断深化业务合作、整合资源、客户、技术和服务渠道，积极引导和发挥整体协同效应，创新打造“产-投-融”模式，逐步形成环环相扣的资源协同生态圈。

在金融行业竞争加剧、集中度提升的背景下，中航资本自 2013 年起对旗下金融公司增资。这一方面提升了公司对金融子公司的持股比例，另一方面也增强了金融子公司的资本实力和行业竞争力。截至 2017 年末，中航资本及子公司合计持有中航证券 100%、中航期货 89.04%、中航国际租赁 97.51%、中航信托 82.73%、中航财务 44.50%。2017 年度，中航资本营业收入 109.51 亿元，同比增长 25.19%，归属于母公司所有者净利润 27.84 亿元，同比增长 19.77%。从 2017 年年报数据来看，租赁和信托分别贡献营收 50.61%和 25.03%；信托、租赁以及财务利润贡献占比分别为 46.26%、29.18%和 19.17%，证券业务贡献约 7.62%，期货业务贡献约 0.36%。

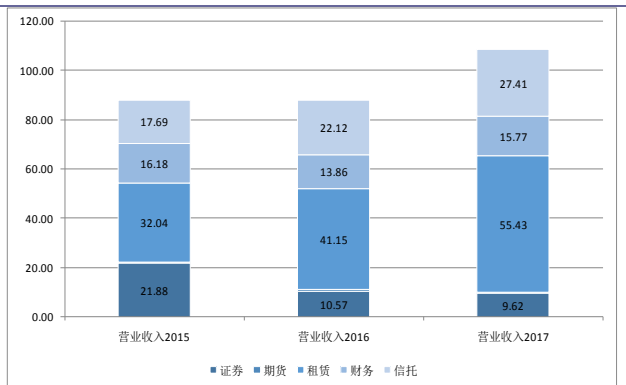
表 3：中航资本营收及利润结构（2017 年）

项目	持股比例	营业收入	营业收入占比	营业利润（亿元）	利润贡献	资产总额（亿元）
证券	100%	9.62	8.79%	3.55	7.62%	110
期货	89.04%	0.56	0.51%	0.17	0.36%	11
租赁	97.51%	55.43	50.61%	13.60	29.18%	882
财务	44.50%	15.77	14.40%	8.93	19.17%	1096
信托	82.73%	27.41	25.03%	21.55	46.26%	118
合计	-	108.78	99.34%	47.80	103%	2217

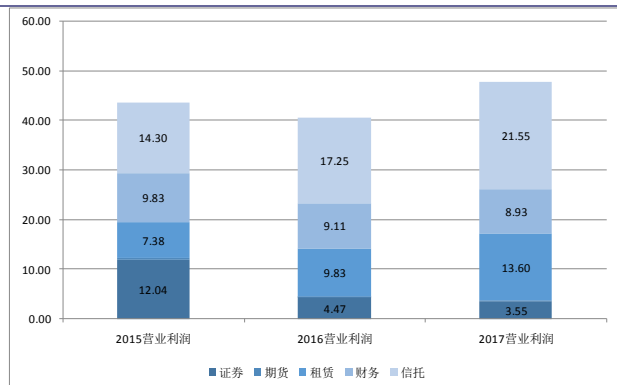
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图 2：各分部营收情况（亿元，2015-2017）

图 3：各金融业态营业利润（亿元，2015-2017）



资料来源: WIND, 太平洋证券整理



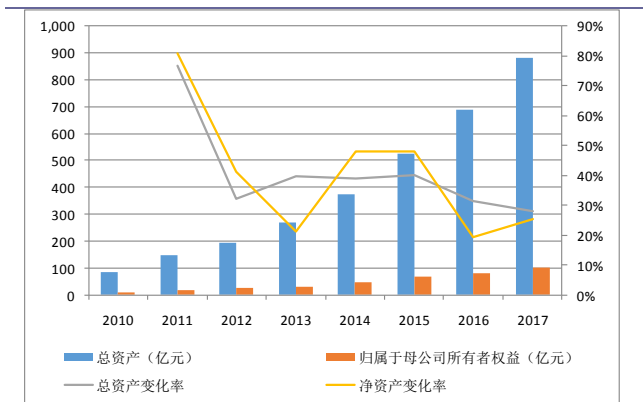
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(一) 中航租赁: 航空专业背景, 增资扩容发展迅猛

中航国际租赁有限公司(简称“中航租赁”)是商务部和国家税务总局批准成立的国内首批融资租赁试点企业之一。航空工业租赁于1993年11月在上海浦东新区注册成立,目前经营地在上海,并在北京、成都、爱尔兰等地设立业务网点和办事处,现有客户遍布全国30多个省市超过400家。公司的主营业务是飞机、船舶、机电及运输设备等大型设备的融资租赁及经营性租赁业务。近年来公司业务规模增长迅速,形成了以飞机租赁为核心的多元化业务特色,并将逐步发展成为国内一流、具有国际影响力的专业租赁公司。

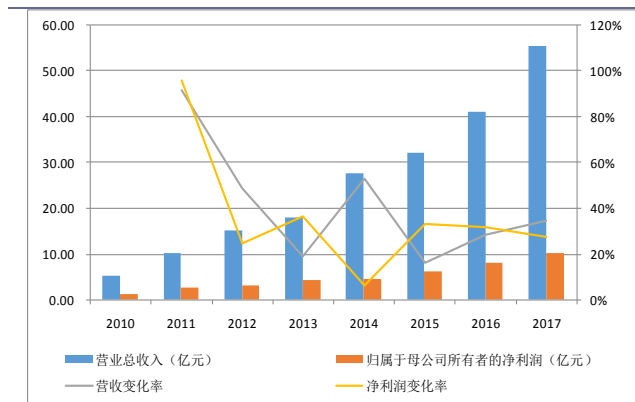
中航租赁注册资本约74.66亿元人民币。中航资本持有中航租赁48.76%股权,中航投资持有中航租赁48.75%股权,西安飞机工业集团持有1.83%,上海航空工业集团(中国商飞公司全资子公司)持有0.66%。截至2017年底,中航租赁总资产882.04亿元,净资产102.63亿元,租赁业务总体规模约850亿元,已进入行业领先水平;2017年实现营业总收入55.43亿元,营业利润13.60亿元,净利润10.22亿元。

图4: 中航租赁资金规模逐步扩大



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

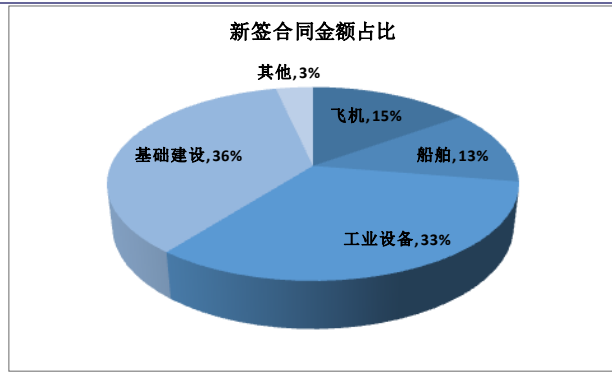
图5: 中航租赁营收利润快速增长



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

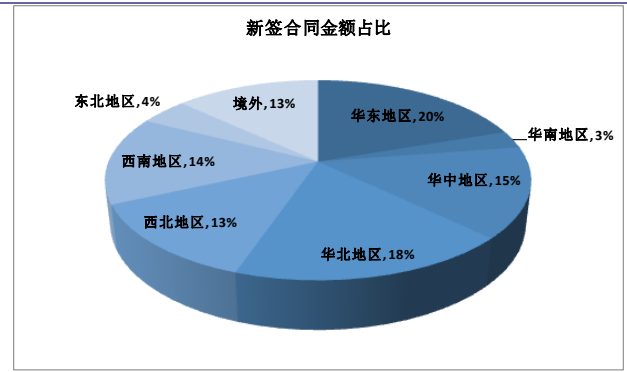
在 2017 年，中航租赁新签合同数量 354 份，合同金额 456.78 亿元。在各主要领域的分布如下图所示。其中，飞机合约金额占比 15%、船舶 13%、工业设备 33%、基础建设 36%、其他 3%。租赁业务开展在各地区之间分布较为均衡。

图 6：中航租赁 2017 年新签合同的行业分布



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图 7：中航租赁 2017 年新签合同的地区分布



资料来源：WIND，太平洋证券整理

看点一：航空工业专业背景，助力国产飞机“飞”出国门

作为国内唯一一家央企投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司，中航工业租赁充分发挥资源、资金、人才优势，在购买飞机时点判断、飞机租赁、维护保养、息差和服务费用等方面具备技术壁垒，在飞机全产业链布局中形成差异化竞争优势。公司持续为新舟 60、运 12 及国产直升机的批量销售拓展市场通道、减少应收账款、加速现金周转，实现了真正意义上的产融结合。在国产大飞机的市场化运营和“走出去”过程中，中航租赁仍将持续提供租赁业务服务，并将稳步实现飞机租赁业务的国际化布局。

在扩大国产飞机租赁业务规模的同时，中航工业租赁致力于服务社会和服务集团产业发展，为企业技术改造、产品促销及资产管理提供了灵活、便捷的融资租赁服务，为产融结合和广大客户提供坚实的金融支持和增值服务。

看点二：集团授信资金，融资成本较低

依靠上市公司、集团信用背书，中航租赁的资信等级高（AAA 级）、产业背景有优势，在市场利率上行的背景下依旧能够获得较低的资金成本。

2017 年，中航租赁在银行间市场发行 10 期超短期融资债券 105 亿元，当期票面利率 4.48%-5.36%；7 期定向工具 58 亿元，当期票面利率 5.47%-6.4%；4 期一般短期融资券 20 亿元，当期票面利率 4.81%-5.3%；1 期一般中期票据 5 亿元，当期票面利率 4.75%。公司在 2017 年 11 月发行 1 期一般公司债 5 亿元，当期票面利率 5.3%。

表 4：中航租赁融资情况（2017 年）

证券名称	发行日期	当前余额(亿)	发行规模(亿)	票面利率(当期)%	证券类别
中航租赁 3% N2020	2017-11-16	3	3	3	香港联交所
17 中航租赁 SCP001	2017-03-15	0	10	4.5	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP002	2017-03-23	0	5	4.68	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP003	2017-04-12	0	10	4.48	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP004	2017-04-24	0	10	4.85	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP005	2017-06-07	0	10	5.1	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP006	2017-07-18	0	9	4.55	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP007	2017-07-25	0	14	4.55	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP008	2017-08-18	12	12	4.58	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP009	2017-09-20	10	10	4.78	超短期融资债券
17 中航租赁 SCP010	2017-11-27	15	15	5.36	超短期融资债券
18 中航租赁 SCP001	2018-01-23	10	10	5.3	超短期融资债券
18 中航租赁 SCP002	2018-03-08	10	10	5.23	超短期融资债券
18 中航租赁 SCP003	2018-05-11	--	--	0	超短期融资债券
18 中航租赁 SCP004	2018-05-15	--	--	0	超短期融资债券
17 中航租赁 PPN001	2017-05-08	5	5	5.49	定向工具
17 中航租赁 PPN002	2017-05-17	10	10	5.6	定向工具
17 中航租赁 PPN003	2017-05-19	3	3	5.47	定向工具
17 中航租赁 PPN004	2017-06-15	10	10	5.8	定向工具
17 中航租赁 PPN005	2017-09-07	10	10	5.5	定向工具
17 中航租赁 PPN006	2017-10-23	10	10	5.5	定向工具
17 中航租赁 PPN007	2017-12-22	10	10	6.4	定向工具
18 中航租赁 PPN001	2018-01-10	10	10	5.8	定向工具
18 中航租赁 PPN002	2018-03-14	10	10	5.7	定向工具
18 中航租赁 PPN003	2018-03-19	7	7	5.99	定向工具
17 中航租赁 CP001	2017-04-26	0	6	4.81	一般短期融资券
17 中航租赁 CP002	2017-05-27	7	7	5.3	一般短期融资券
17 中航租赁 CP003	2017-11-03	6	6	4.93	一般短期融资券
17 中航租赁自贸区 CP001	2017-11-22	1	1	5	一般短期融资券
18 中航租赁 CP001	2018-04-19	9	9	4.67	一般短期融资券
17 航租 01	2017-11-21	5	5	5.3	一般公司债
18 航租 01	2018-01-15	15	15	5.5	一般公司债
17 中航租赁 MTN001	2017-08-02	5	5	4.75	一般中期票据
18 中航租赁 MTN001BC	2018-02-02	13	13	5.8	一般中期票据
18 中航租赁 MTN002	2018-04-24	10	10	6.4	一般中期票据

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

看点三：增资扩规模，资本实力大幅提升

融资租赁业务是以物为载体的租赁业务，业务收入主要来自以前年度留存租赁资产和当年新增租赁资产产生的租金或融资规模对应的利差。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。因此，增资扩容将成为租赁公司提升行业竞争力的主要途径。

中航租赁注册资本约 74.66 亿元人民币，行业排名第 16，对比天津渤海租赁有限公司注册资

金 221.01 亿元还有一定上升空间。

表 5：融资租赁注册资金排序情况（2017 年）

排名	企业	注册时间	注册地	注册资金 (亿元)
1	天津渤海租赁有限公司	2008	天津	221.01
2	浦航租赁有限公司	2009	上海	126.83
3	国银金融租赁股份有限公司	1984	深圳	126.42
4	远东国际租赁有限公司	1991	上海	125.35
5	平安国际融资租赁有限公司	2012	上海	122.11
6	工银金融租赁有限公司	2007	天津	110.00
7	长江租赁有限公司	2004	天津	107.90
8	芯鑫融资租赁有限责任公司	2015	上海	106.50
9	郎丰国际融资租赁（中国）有限公司	2016	珠海	103.50
9	上海易鑫融资租赁有限公司	2014	上海	103.50
10	鑫海（珠海）融资租赁有限公司	2016	珠海	93.58
11	兴业金融租赁有限责任公司	2010	天津	90.00
12	交银金融租赁有限责任公司	2007	上海	85.00
13	建信金融租赁有限公司	2007	北京	80.00
14	昆仑金融租赁有限责任公司	2010	重庆	79.61
15	山东晨鸣融资租赁有限公司	2014	济南	77.00
16	中航国际租赁有限公司	1993	上海	74.66
17	中垠融资租赁有限公司	2014	上海	70.60
17	海通恒信国际租赁股份有限公司	2004	上海	70.00
18	上海金昊阳融资租赁有限公司	2015	上海	69.00
18	国信融资租赁（深圳）有限公司	2016	深圳	69.00
18	中源融资租赁（深圳）有限公司	2016	深圳	69.00
18	中安航天博宇融资租赁有限公司	2016	深圳	69.00

资料来源：《2017 年中国融资租赁业发展报告》，太平洋证券整理

看点四：融资租赁市场空间大，飞机租赁行业前景广阔

我国融资租赁行业起步于 20 世纪 80 年，2000 年被列入国家重点鼓励发展的产业，近年来经历了快速的发展。据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，截至 2017 年底，全国融资租赁企业总数约为 9090 家，同比增长 27.4%；行业注册资金合计约 32,031 亿元，同比增长 25.3%；融资租赁合同余额约为 60,600 亿元人民币，同比增长 13.7%。根据全球租赁报告，欧美发达国家的租赁市场渗透率一般在 15-30%，我国的租赁市场渗透率（2016 年 6%）较发达国家的水平仍有一定差距，未来仍有较大的发展空间。

中国面临从粗放型经济发展模式向集约型经济发展模式的转变，新兴行业和装备制造业正迅速发展，传统产业正待升级，这势必会加大对高端设备的需求。同时，城镇化工程建设、保障房

等民生工程建设和中西部基础设施建设稳步开展，相关的固定资产投资和新增设备投资需求也将持续增长，这些都为我国融资租赁业带来了极大的发展机遇和空间。

飞机租赁具有交付速度快、节约航空公司流动资金、便于引进新机种和新机型等优势，整体灵活性较高。根据 Flightglobal 发布的数据显示，全球超过 40% 在服役中的商用飞机是由飞机租赁公司持有或管理。2017 年，国际航空运输协会（IATA）最新发布的报告指出，受全球经济复苏和贸易形势好转的驱动，全球航空业客运需求同比增长 7.6%，高于过去十年平均 5.5% 的增速。空客预测，未来 20 年，全球需要新增近 35,000 架 100 座级以上飞机，总价值约 5.3 万亿美元，大约有 13,000 架老旧客货机将由燃油效率更高的新飞机替代。以中国为代表的亚太地区将成为推动需求增长的最大驱动力，进而带动全球航空客运市场重心东移。截至 2017 年底，已有 6 家中资背景的公司跻身全球前 20 大飞机租赁商。因此，随着国际航空客运量的增长、飞机保有数量的增加及飞机租赁公司拥有飞机数量占比的提高，飞机租赁行业未来发展前景良好。

看点五、拟出资在天津自贸区设立租赁子公司

2018 年 5 月 9 日，中航资本公告称，中航租赁拟出资 2 亿元在天津市自贸试验区（东疆保税港区）设立租赁子公司。此次对外投资设立租赁专业子公司，有利于依托天津东疆保税港区金融改革创新优势，获得更多的政策扶持和业务发展机会，进一步增强市场竞争力，保证未来持续发展。

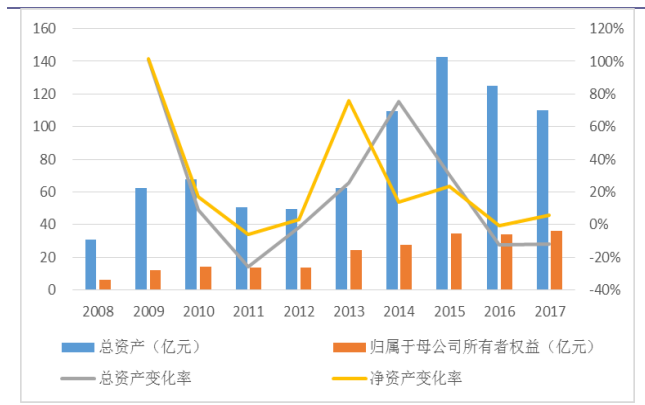
（二）中航证券：军工特色鲜明，军民融合中坚力量

中航证券是经中国证监会批准的证券公司，成立于 2002 年 10 月，前身是江南证券有限责任公司。2010 年 5 月 6 日，正式更名为中航证券有限公司，注册资本 19.85 亿元，现有 10 家分公司，2 家子公司，77 家经营网点，员工逾 1300 人。公司立足航空工业，力图打造专业化、特色化，中国军工产业投融资首选投行。

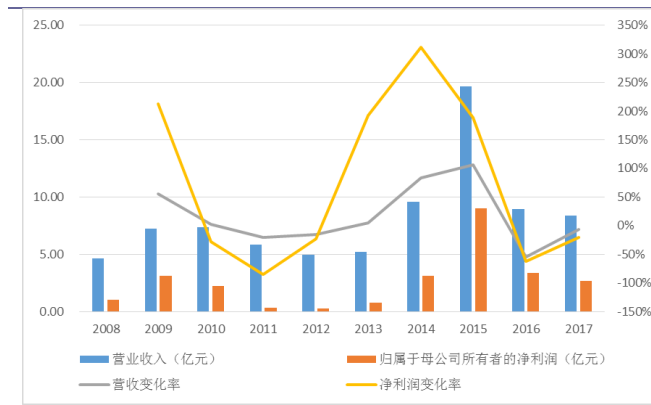
2017 年，中航证券实现营业总收入 9.62 亿元，营业利润 3.55 亿元，净利润 2.66 亿元。截至 2017 年末，中航证券总资产 110.08 亿元，净资产 36.19 亿元。在业务条线上，承销保荐业务和自营业务各自贡献营业利润 39.74% 和 34.72%；经纪业务和资管业务贡献营业利润 6.92% 和 1.98%。在地区分布方面，江西省内营业利润占比 57.25%。

图 8：中航证券资金情况

图 9：中航证券营收利润随市场波动较大



资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

2017年,中航证券股基成交额市占率0.322%,行业排名第63。主承销金额131.77亿元,行业排名第59。其中,IPO承销募集15.96亿元,排名第30;增发募集资金106.80亿元,排名第18。IPO项目包括晨化股份、德生科技、集泰股份、新余国科、深南电路,增发项目包括航发动力、北讯集团和中航沈飞,另有17中航Y1公司债和17贵阳观城项目NPB01企业债。主承销收入合计1.55亿元,排名第29名。承销及保荐收入20,255.64万元。

看点一: 资本实力亟待加强,管理团队调整提振士气

中航证券的资金规模相对较小,净资产行业排名第89,净利润行业排名第67。资金规模一定程度上限制了公司的行业评级、业务资质、项目参与和业务规模。据2018年5月9日中航资本公告,中航资本拟对中航证券近期计划发行不超过15亿元的次级债券以及不超过15亿元的公司债券提供全额不可撤销连带责任担保,担保期限不超过3年(含3年)。中航证券将新增资金30亿元,资本实力将大幅提升,公司业务开展和盈利提升将获得较大支持。

在证券行业资本和利润向大型券商集中的背景下,中航证券面临重大挑战。公司积极增资并引入战略投资者,差异化竞争走出自己特色的道路。2017-2018年,中航证券对管理团队进行调整,且兑现了历史拖欠的激励,团队士气得以提振。公司目前处在“再创业”阶段,新的管理团队有望提升公司经营水平。

看点二: 军工央企集团所属唯一券商,助力军工资产证券化责无旁贷

作为中国十二大军工央企集团唯一证券公司,中航证券凭借航空工业集团背景和区域业务优势,坚持走“特色化、差异化、专业化”发展道路,在军民融合及军工产融结合、“一带一路”央企先行、国有企业存量资产证券化等领域已经成为证券行业领跑者。

近年来,公司与深交所、上交所的战略合作,开创了“中国军工产融年会”新模式;中航证券通过开发中航工业指数及指数基金,为证券投资基金投资航空工业上市企业及市值管理提供了方便快捷的参考和指引。

2017年6月8日,在哈萨克斯坦首都阿斯塔纳举办的中哈商业企业家理事会第四次会议上,中

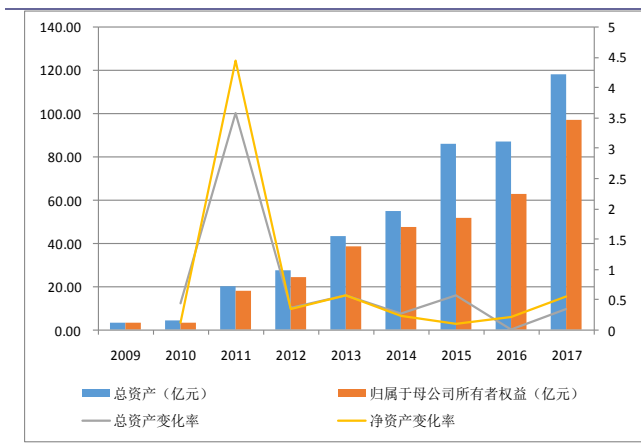
航证券与新疆自治区国资委旗下控股平台——新疆中泰(集团)有限责任公司,就共同发起设立“中哈跨境人民币产能合作基金”,与哈萨克斯坦政府出口与投资署三方签署《战略合作框架协议》。根据协议,中国航空工业集团利用其品牌的国际影响力、发挥中航证券现代投资银行专业性、结合新疆自治区对哈萨克斯坦等中亚国家的地缘优势,在跨境人民币产能合作项目投资方面共同搭建金融桥梁、助力国家“一带一路”战略建设。

公司将抓住国防科技工业军民融合大发展的时代机遇,在投行业务领域树立军工首选品牌,形成资源聚集,牵引零售业务、机构业务快速发展。在资本市场助力国企混改、兼并重组、债转股,支持实体经济。

(三) 中航信托：积极拓展私募投行业务

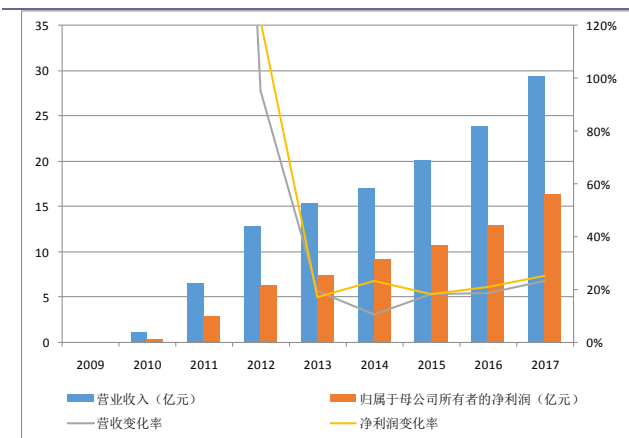
中航信托股份有限公司于2009年12月在原江西江南信托股份有限公司完成司法重整的基础上变更设立。中航信托注册资本46.57亿元,是国内集央企控股、上市背景、中外合资及军工概念于一身的信托公司。中航投资持有公司82.73%的股份,境外战略投资者(新加坡)华侨银行持有17.27%股份。截至2017年底,中航信托总资产118.40亿元,净资产97.46亿元;2017年实现营业总收入27.41亿元,营业利润21.55亿元,净利润16.28亿元。中航信托的营收和净利润在经历了2009-2013年间急速扩张后,近年来增速稳定在20%水平。2017年,中航资本完成对中航信托增资18.1亿元,有力地支持了信托业务的快速增长。

图 10：中航信托资金规模逐渐扩大



资料来源：WIND，太平洋证券整理

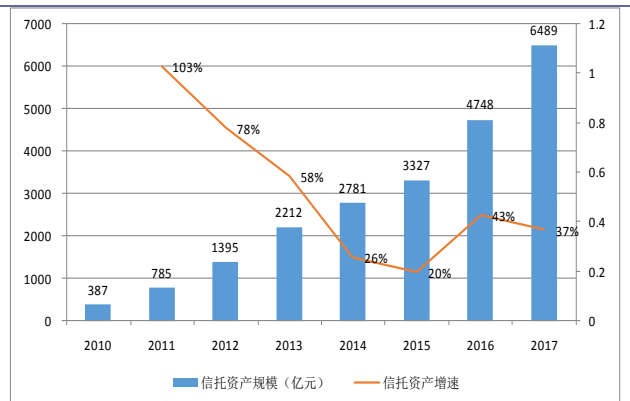
图 11：中航信托营收、利润增速平稳在 20%



资料来源：WIND，太平洋证券整理

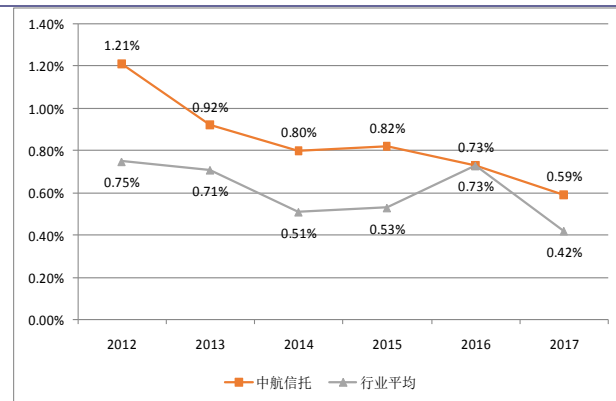
中航信托积极发展各个领域、不同类型的信托业务,创新产品设计,实现受托资产规模快速增长。截至2017年末,公司管理信托资产规模6,489亿元,累计向投资人分配信托收益1184亿元。信托报酬率0.59%,ROE20.29%,人均利润624万元。

图 12: 中航信托受托资产规模及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图 13: 中航信托综合报酬率高于行业平均水平



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

看点一: 服务航空工业集团 50 余万职工, 内部理财市场空间大

公司的信托业务主要包括私募投行、资产管理和财富管理业务。其中, 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。鲸钱包是依托中航信托自身风控体系打造的互联网金融服务平台, 向用户展示中航信托自主研发的标准化资产组合并提供申赎服务, 目前规模约 300 亿元。考虑到集团员工基数大、职工薪酬水平较高, 内部理财市场空间较大。

图 14: 中航信托鲸钱包 APP



资料来源: 公司网站, 太平洋证券整理

图 15: 鲸钱包提供集团员工尊享信托产品



资料来源: 公司网站, 太平洋证券整理

看点二: 私募投行业务进入收获期

中航信托从 2013 年开始战略布局私募投行业务, 公司作为融资中介方, 基于融资方或项目的资金需求, 通过创设金融产品, 向投资者募集资金, 并作为管理人将该资金运用于特定企业或项目, 既为融资者提供融资工具又为投资者提供投资工具。中航信托选取八个领域, 与成熟的产业投资机构进行合作。合作方包括沙钢集团、IDG、软银中国、鼎晖投资、第四范式, 投资的产业包括 VR、AI 等高科技领域。公司独特产业背景、高效响应机制, 在客户中已树立良好口碑。此前的

产业多元化布局逐渐进入收获期，公司的团队也日臻成熟。

看点三：自筹资金增资 18.1 亿元，将在 2018 年贡献业绩

根据此前中航资本披露的增资计划，公司拟公开发行可转换公司债券 48 亿元，其中增资中航信托 18 亿元开展信托业务。为满足中航信托业务发展需要，中航资本决定先以自筹资金 18.1 亿元通过中航投资对中航信托进行增资，并已于 2017 年 11 月完成工商变更登记，将在 2018 年贡献业绩。尽管 2018 年 3 月中航资本撤回 48 亿元可转债申请，但后续仍有中航投资层面的增资、引战计划，中航信托的资金扩充仍可期待。

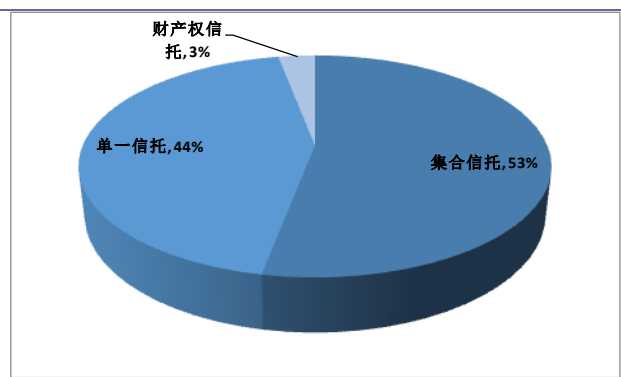
看点四、将受益于天风证券上市

中航信托在 2015 年上半年以增资扩股的方式入股天风证券，中航信托以每股 2.2 元的价格，共计斥资 4.4 亿元认购了 2015 年天风证券增发的 2 亿股股份，并成为后者的新晋股东。据天风证券此前披露的招股书，天风证券本次公开发行新股数量不超过 8.23 亿股。天风证券不存在控股股东及实际控制人，股权颇为分散。作为股东中唯一的信托公司，目前中航信托持有天风证券 2 亿股股份，占比 4.29%，为其第六大股东。天风证券 IPO 在即，中航信托将分享丰厚红利。

看点五：主动管理占比提升，受资管新规冲击小

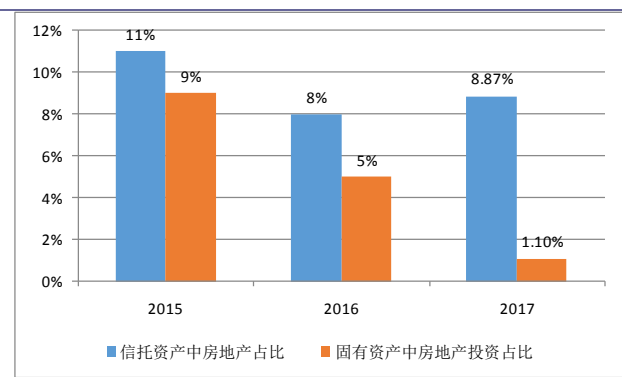
2017 年，中航信托的集合资金类信托规模占比 53%，单一资金类信托占比 44%，财产管理类信托占比 3%，优于行业结构水平。中航信托的主动管理规模逐年上升，目前占比超过 50%。除了降低被动管理规模外，公司信托资产分布较为均衡，房地产信托占比保持低位，符合当下信托业务监管的原则。

图 16：中航信托的信托资产情况（2017 年）



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

图 17：中航信托的房地产投资情况



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

表 6：中航信托固有资产运用及分布（2017 年）

资产运用	金额 (万元)	占比 (%)	资产分布	金额 (万元)	占比 (%)
货币资产	50,981.96	4.31	基础产业	91,909.82	7.76
交易性金融资产	17,019.26	1.44	房地产业	12,979.32	1.1
贷款及应收款项等	83,994.96	7.09	证券市场	61,273.12	5.17
可供出售金融资产	1,018,601.67	86.02	实业	156,675.68	13.23
固定资产	4,924.40	0.42	金融机构	647,961.75	54.73
其他	8,500.31	0.72	其他	213,222.87	18.01
资产合计	1,184,022.56	100	资产合计	1,184,022.56	100

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

表 7：中航信托信托资产运用及分布（2017 年）

资产运用	金额 (万元)	占比 (%)	资产分布	金额 (万元)	占比 (%)
货币资产	508,604.74	0.77	基础产业	9,638,378.89	14.65
贷款	25,488,194.59	38.75	房地产	5,832,730.42	8.87
交易性金融资产	729,474.16	1.11	证券市场	5,962,686.24	9.07
可供出售金融资产	24,620,810.89	37.43	实业	14,670,160.64	22.3
持有至到期投资	935,303.81	1.42	金融机构	7,079,519.72	10.76
长期股权投资	10,791,717.39	16.41	其他	22,593,180.30	34.35
其他	2,702,550.63	4.11			
信托总资产	65,776,656.21	100	信托总资产	65,776,656.21	100

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司围绕产融结合支持实体经济发展主体，持续优化业务结构、提升专业化财富管理能力，进而加强主动管理能力。公司积极创新，打造“绿色产业+金融生态圈”，投向绿色产业的领域涉及天然气、光伏等新能源、垃圾固废处理等污染防治以及锂电池、煤改电等能效提升的众多细分类别，资产规模近 200 亿元。

在资管新规的指导下，“去通道化”趋势明显。我国国民经济增长带来的财富效应和高净值客户对信托功能的需求为信托行业发展提供了广阔的市场空间，老龄化趋势也将推动财富传承信托的需求。中航信托有望在“一带一路”、军民融合、精准扶贫、“中国制造 2025”、国企改革等主题中深耕细作，凭借不断增强的主动管理能力和创新优势，脱颖而出。

（四）中航财务：集团资金集中管理，持续提升资金归集率

中航工业集团财务有限责任公司（简称中航财务）是在原西飞财务公司、贵航财务公司的基础上重组成立。公司是经中国银监会批准的非银行金融机构，主要通过为集团成员单位提供财务管理及多元化金融服务，加强航空工业资金集中管理和提高集团资金使用效率。中航财务的主要业务包括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。

中航财务注册资本 25 亿元。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(分别为 47.12%和 44.50%)。因此,中航资本拥有中航财务报表表决权比例合计 91.62%。

2017 年,公司实现营业总收入 15.77 亿元,营业利润 8.93 亿元,净利润 6.70 亿元。截至 2017 年底,中航财务总资产 1095.52 亿元,净资产 49.82 亿元。中航财务战略性地提升资本归集率,资金集中规模和信贷规模不断扩大。

(五) 拟出资设立百亿 AMC, 金融布局再下一城

2018 年 5 月 9 日,公司公告拟出资 35 亿元设立成都益航资产管理有限公司。拟设立的 AMC 公司成都益航资产管理有限公司(暂定)拟注册资本 100 亿元,其他出资人将包括成都金融控股集团(30%)、杭州众成川商投资合伙企业(15%)、成都鼎立资产经营管理(14.5%)、泸州老窖集团(3%)和中国长城资产管理股份有限公司(2.5%)。其中,成都鼎立资产经营管理有限公司为成都金融控股集团有限公司的全资子公司,两家公司为实际一致行动人,合计持有新设公司 44.50% 的股权。

预计长城资管将为该合资 AMC 在项目来源、业务开展、风险把控、处置渠道等方面提供支持。地方国资背景股东具备区域信息优势,能够更好地处理地方政银企关系,与地方中小银行的紧密联系将保障 AMC 公司的融资渠道,根据地域特征选择更有效的处置形式。作为股东之一,预计中航资本将为该 AMC 公司提供军工产业及上下游民企相应项目的投资机会、相关行业的技术支持、投行资本运作的专业能力。

5 月 11 日,银保监会披露了 2018 年一季度商业银行的成绩单,一季度末商业银行不良贷款余额 1.77 万亿元,较 2017 年末增加 685 亿元;商业银行不良贷款率 1.75%,较上季度末上升 0.003 个百分点,是五个季度以来首次上升。如果再考虑关注类贷款余额 3.5 万亿,不良与关注两类贷款余额合计 5.27 亿元,不良资产处置的市场空间大。中航资本通过参股设立资产管理公司,有利于公司进一步完善金融产业布局,充分发挥公司内外部协同效应,提升公司的抗风险能力,进而有效增强公司综合金融服务能力。

不仅如此,中航资本在年报中披露,公司在银行、寿险、消费金融、应收账款保理、境外飞机租赁等金融业务领域有望实现新的突破,加快自身“全牌照”金融业务布局。

三、 产业投资: 多方向发力, 浮盈丰厚

2012 年和 2013 年,中航资本先后设立中航新兴投资和中航航空投资,构建了新兴产业投资和航空产业投资两大投资平台,投资于战略新兴产业领域和航空产业领域。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。公司未来产业投资平台的战略规划是金融、航空和战略新兴三个方向。

公司依托股东航空工业高新技术、产业资源和品牌优势,紧密围绕航空工业各产业链,积极

开拓航空产业投资。同时，公司聚焦战略新兴产业发展，投资了一系列高新技术产业优质项目。近年来，公司不断加码私募基金业务，参与设立多个产业基金，构建多层次资产管理体系。公司还将抓住军民融合上升为国家战略的契机，加强与军工央企合作，挖掘军民融合产业投资机会。

公司通过产业基金平台参与集团内部优质项目，包括中航机电、中航黑豹、中航飞机等重大重组并购项目；还有部分未上市项目，包括中航生物、中航药业、中航精铸等，产业投资浮盈可观。中航信托参与天风证券、景德镇商业银行等投资，安全边际较高。

表 9：按成本计量的可供出售金融资产（2017 年）

序号	被投资单位	期初账面 余额（万 元）	期末账面 余额（万 元）	在被投资 单位持股 比例(%)	本期现金 红利（万 元）	减值准 备（万 元）
1	黑龙江省北亚房地产综合开发有限公司	2000	2000	5.00		2000
2	新华资产管理股份有限公司	100	100	1.00		
3	中航精密铸造科技有限公司	40000	40000	13.60		
4	中国信托业保障基金有限责任公司	100000	100000	8.70	4800	
5	天风证券股份有限公司	44000	44000	4.29		
6	南昌洪都农村商业银行股份有限公司	15000	15000	4.40	177	
7	新余农村商业银行股份有限公司	12980	12980	4.42	297	
8	景德镇农村商业银行股份有限公司	10000	10000	8.25	500	
9	中国信托登记有限责任公司	10000	10000	3.33		
10	江西银行股份有限公司	4942	4942	0.55	259	
11	吉安农村商业银行	3600	3600	4.50	201	
12	嘉合信基金管理有限公司	3000	3000	27.27		
13	上海航空发动机制造股份有限公司	1000	1000	4.25		
14	成都凯天电子股份有限公司	2600	2600	5.07		
15	中航沈飞民用飞机有限责任公司	7500	7500	15.00	28	
16	中航成飞民用飞机有限责任公司	7500	7500	15.00	144	
17	中航（沈阳）高新科技有限公司	3000	3000	19.61		
18	中航锂电（洛阳）有限公司	4500	4500	2.60	28	
19	中航天地激光科技有限公司	1512	1512	13.64		
20	北京乾景房地产开发有限公司	153	153	15.31		
21	黑龙江北亚期货经纪有限公司	230	230	0.09		230
22	上海沁朴股权投资基金合伙企业	30000	30000	38.08		
23	金网络（北京）电子商务有限公司	1500	1500	18.75		
24	中航（宁夏）生物有限责任公司	2899	2899	16.01		
	合计	308015	308015	/	6433.19	2230

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2018 年 2 月公司公告，中航航空投资拟出资 3,150 万元，中航国际航发、中航直升机和中信海直共同出资设立中俄直升机联合技术有限公司（暂定名，注册资金 1.5 亿元人民币），主要从事国内俄制直升机维修、整机及零部件销售、加改装等业务。中航航空投资（拟持股 21%）、中航

国际航发（15%）和中航直升机（15%）的实际控制人或控股股东均为航空工业集团。

2018年3月公司公告，中航航空投资拟参与投资航空工业所属合肥江航飞机装备有限公司混合所有制改革项目，拟受让中航机电系统持有的合肥江航28.6%股权。本次交易完成后，中航机电系统仍为合肥江航控股股东，持有合肥江航71.4%股权。合肥江航是航空工业唯一一家专业承担航空氧气系统、机载燃油惰化防护分系统、飞机副油箱研制的大型航空高科技企业。合肥江航技术实力雄厚，其军品核心技术如航空供氧、制氧、制氮及军用制冷技术等方面在“技术同源、产业同根、价值同向”的原则下，可持续推进军民融合，因此在军民领域均具有广阔的应用空间。通过参股投资合肥江航混改项目，可为公司产业投资积累宝贵经验，发挥产融结合优势，进而助推航空主业发展。同时，公司预期能得到较好的投资收益。

四、乘军民融合东风，金控航母启航

近年来，有关军民融合发展的制度政策接连出台。党的十八大以来，党中央把军民融合发展上升为国家战略，军民融合发展呈现整体推进、加速发展的良好势头。作为决胜全面建成小康社会“七大战略”之一的军民融合发展战略，关乎国家安全和经济发展全局，是大势所趋，必将有效推动国防科技工业的转型升级和战略性新兴产业发展。

表 10：近期军民融合相关政策

日期	事件
2017年8月	科技部、军委科技委联合印发《“十三五”科技军民融合发展专项规划》，部署“十三五”期间推进科技军民融合发展有关工作。
2017年12月4日	国务院办公厅印发《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，对推动国防科技工业军民融合深度发展作出全面部署。《意见》提出，要积极引入社会资本参与军工企业股份制改造，并从军工企业类别划分、鼓励企业上市、建立军工独董制度等，多种角度为我国军工类国企描绘出了混改路线图。
2018/1/3	交通运输部和国防科技工业局签署了《关于促进军民融合协同创新的框架协议》，这是交通运输科技领域签署的第一份军民融合合作协议。
2018年1月18日	据国家发改委消息，发改委、教育部、科技部等七部门发布《关于支持中央单位深入参与所在区域全面创新改革试验的通知》，中央企业要在承担军民深度融合改革试点任务的改革试验区选取试点单位，积极推进军工企业股份制改造和混合所有制改革。其中，通知要求中央单位大力推动军民融合创新。
2018年1月16日	2018年国防科技工业工作会议召开，将全力推动军民融合深度发展率先突破，确定为今年五项主要工作之一。
2018年2月	中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅印发《关于开展军民融合发展法规文件清理工作的通知》。
2018年3月2日	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央军民融合发展委员会主任习近平3月2日上午主持召开十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议并发表重要讲话。会议审议通过了《军民融合发展战略纲要》、《中央军民融合发展委员会2018年工作要点》、《国家军民融合创新示范区建设实施方案》及第一批创新示范区建设名单。
2018年4月	国家发展改革委、科技部、工信部、司法部、财政部、国资委、国家市场监督管理总局、知识产权局联合发布关于促进首台(套)重大技术装备示范应用的意见，旨在以首台套示范应用为突破口，推动重大技术装备水平整体提升。推动军民两用技术和装备融合发展。加强《军用技术转民用推广目录》《国防科技工业知识产权转化目录》与重大技术装备创新目录的衔接，统筹推进“军转民”相关工作。

资料来源：Wind，太平洋证券整理

作为十二大军工集团中唯一一家上市金控，中航资本通过不同的金融工具支持军民融合深度发展。中航租赁通过租赁形式积极推动国产民机的市场开拓，经销飞机70余架，是国内目前最大的国产飞机租赁服务商。中航证券先后参与完成多项军工资产证券化，不断巩固和筑强公司在航空制造业领域军民融合发展中市场领先金融机构的地位。中航信托设立了中航“爱飞客”产业基金、发起成立了通航产业基金，努力探索推广航空工业供应链的金融服务。

2018年1月12日，由中航资本、国家金融与发展实验室、中证指数有限公司合作开发的中证中航军民融合主题指数在上海发布。中证中航军民融合主题指数是我国资本市场首只响应国家军民融合发展战略的二级市场指数，该指数将成为政府部门制定宏观和政策的依据、资本市场开发指数投资产品的标的，是投资者对军民融合产业投资的价值发现、参考基准和决策依据，有助于打造军民融合产业板块上市公司基本数据平台。

2018年2月公司公告，公司与控股股东计划共同设立北京融富航空工业基金（暂定名），注

册资金 1.4 亿元。私募基金的创始股东为中航资本、航空工业、中航科工，股权比例分别为 35.71%、14.29%和 50%。该基金管理公司成立之后，将积极践行国家军民融合战略，主要投资航空工业军民融合产业发展项目。通过参与设立基金管理公司，积极参与航空工业以及军民融合相关领域的产业投资，将能够增强公司在航空工业各产业链的产融结合的深度与广度，提升公司持续发展和盈利能力。

中航资本将集合旗下信托、租赁、证券、保险及产业基金的力量，选择军民融合领域有代表性、具备产业优势的行业排头兵企业，引导社会资本积极参与，最大限度凝聚军民融合发展合力，助力国防实力整体跃升。

军民融合不仅将带来相关领域的产业投资机会，还将在国企混改、科研院所改制、核心军工资产证券化等方面形成顶层设计。2018 年 1 月，十二大军工集团由全民所有制企业整体改制为国有独资公司全部完成。中航资本将利用产业投资基金和投行等多条业务线，为军民融合提供综合金融服务，以支持集团公司航空主业和非航核心产业军民融合发展，支持军工集团在院所改制、混合所有制改革、知识产权资产证券化、“瘦身健体”股权处置等各领域军民融合发展工作。

五、资本运作激发活力

中航资本利用多层次资本市场工具，综合运用债务与权益类融资工具，有效募集经营所需资金。2017 年，公司及下属子公司利用多种融资渠道，进一步优化公司财务结构，增强公司资金管理的灵活性，提高员工的归属感和工作积极性。公司下属中航投资及其他成员单位已启动引入战略投资者工作，将进一步提升公司资本实力，为公司中长期规划的实施提供支持。

（一）员工持股共创未来，市场化增持彰显信心

2017 年，中航资本领导班子变更基本到位。为了提高中高层的企业归属感，公司推动市场化股票增持计划，并以此实现公司高管和核心骨干员工的持股。2017 年 4 月 28 日，中航资本公告了市场化增持计划，筹资额上限 5.64 亿元，参与认购的人员不超过 322 人。9 月 9 日，公司对该增持计划进行修订。11 月，该增持计划完成，公司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%，成交均价为 6.14 元/股，成交金额合计约 1.05 亿元。136 人出资，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，锁定期自 2017 年 11 月 2 日起 12 个月。市场化股票增持计划体现了公司管理层及核心团队对公司发展前景的信心和积极进取的状态。

目前，公司股价与增持价格倒挂。

表 9：近期军民融合相关政策

持有人姓名、职务	参加计划的金额上限 (万元)	比例 (%)
公司董事：录大恩、赵宏伟、闫灵喜、刘光运； 监事：章建康；高管：许雄斌（6人）	1580	14.92
其他员工（130人）	9008	85.08
合计（136人）	10588	100

资料来源：Wind，太平洋证券整理

（二）110 亿引入战投，突破资金瓶颈，期待强强联手

中航资本于 2018 年 2 月 4 日公告称，子公司中航投资拟增值扩股不超过 110 亿元并引入战略投资者，本次增资扩股将通过北京产权交易所挂牌公开征集战略投资者。确定战略投资者后，中航投资将与战略投资者签订附生效条件的《增资协议》，并提交公司董事会和股东大会审议。本次增资扩股完成后，中航资本持有中航投资的股权比例预计不低于 70%，仍为中航投资的控股股东，中航投资的控制权不会发生变更。

中航投资此次增资扩股，有利于解决下属子公司发展资金瓶颈问题，有利于深入贯彻产融结合战略和军民融合战略，有利于抓住非银行金融业发展机遇以及军民产业投资机会。引入战略投资者将对经营机制优化、业务渠道开拓带来积极影响，我们预期公司能够与战略投资者产生业务协同，为公司中长期健康快速发展奠定良好基础。

此次拟募集的不超过 110 亿资金，除替代 2018 年 2 月申请撤回的 48 亿可转债的投向（原计划增资中航证券 30 亿、增资中航信托 18 亿），大部分将增资产业投资业务。

六、盈利预测及估值

2018 年，我们预计公司业绩将有超过 20% 的增长，增长点可能来自：

1、中航投资的增资和引入战略投资者将大幅提升金融子公司的资金实力，中航租赁和中航信托的业务规模扩张速度快，各自业绩增速将超过 20%。

2、中航财务持续提升资金归集率，日均存款的增长将带来信贷业务的扩容，预计带来 15% 左右的业绩增幅。

3、尽管在外围资本市场的影响下，A 股市场在 2018 年面对更复杂的局面，但中航证券的管理团队更换带来新的活力，业绩有望边际改善。

4、中航信托的私募投行业务、中航投资、产业投资业务经过多年培育，已有丰厚浮盈有望释放。天风证券的上市也将提振中航信托的业绩。

综上，我们预计中航资本在 2018-2020 年的净利润约为 33.63 亿元、39.22 亿元、44.44 亿元，同比增长 20.81%、16.59%、13.32%。

表 10: 中航资本盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入 (亿元)	87.48	109.51	134.30	166.42	194.96
同比变动		25.18%	22.64%	23.92%	17.15%
净利润 (亿元)	23.24	27.84	33.63	39.22	44.44
同比变动		19.79%	20.81%	16.59%	13.32%

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

分部估值: 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, 由于公司子公司中航投资开启增资引入战略投资者进程, 其对公司未来业绩和估值的影响将逐步在股价中体现。最终, 我们得到公司 2018 年合理市值为 723.64 亿元, 对应股价为 8.06 元, 对应 2018 年市盈率为 21.52 倍。

表 11: 中航资本分部估值

(亿元)	2017	2018E
租赁:		
权益净利润	9.97	12.39
合理市盈率(倍)	13	15
估值	129.61	185.80
证券:		
可比公司市值(18.05.17)	132.74	132.74
估值(调整)	132.74	132.74
信托:		
权益净利润	13.48	16.57
合理市盈率(倍)	15	13
估值	202.15	215.41
财务:		
权益净资产	22.17	23.95
合理市净率(倍)	2.2	2.0
估值	48.77	47.90
期货		
净资产	4.33	5.20
合理市净率(倍)	2.2	2.0
估值	9.53	10.39
创投—非上市项目:		
账面成本	30.80	30.80
合理市净率(倍)	3.5	4.0
估值	107.80	123.21
创投—已上市项目:		
当前权益市值(18.05.17)	50.61	50.61
估值合计:	681.22	766.06
股本	89.76	89.76
股价(元)	7.59	8.53

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

表 10: 金控平台及军工板块估值情况

证券代码	证券简称	2017 年 PE	2018 年 PE 预测
600120.SH	浙江东方	19.64	16.19
600643.SH	爱建集团	21.07	15.06
600390.SH	五矿资本	14.23	12.09
000617.SZ	中油资本	17.21	14.79
000987.SZ	越秀金控	31.50	25.30
平均值		20.73	16.68
884204.WI	金控平台指数(万得)	16.49	11.86
801740.SI	国防军工(申万)	73.33	49.35
801742.SI	航空装备 II(申万)	60.44	47.60

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

整体法估值:根据市场可比公司当前 PE 估值情况,A 股上市金控公司平均 18 年 PE 约 17 倍,考虑到中航资本背靠航空工业,在军民融合大背景下,产融协同优势明显,给予一定估值溢价,对应 2018 年预期 PE20x-23x,对应目标价 7.5-8.6 元。

综上,我们估计中航资本的合理市值在 672-773 亿元,目标价 8.0 元,首次覆盖给予“买入”评级。

七、风险提示

中航投资引入战略投资者进程不达预期,金融子板块增资受限;
股、债市场波动幅度增大,市场交易量继续向下;
券商投行业务和产业投资业务获取优质项目资源不达预期;
信托等金融子公司的业务开展受监管影响;
市场行情下跌或使公司投资业绩下行等。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	46517	90410	94931	99677	10466	营业收入	10951	13345	15911	18429	10951
应收和预付款项	607	759	949	1186	1483	营业成本	1872	2644	3438	4297	5156
存货	23	20	20	20	21	营业税金及附加	149	82	239	299	358
其他流动资产	44079	53836	30483	31818	33171	销售费用	1217	1510	1812	2084	2397
流动资产合计	91227	14502	12638	13270	13933	管理费用	745	1060	1378	1722	2067
长期股权投资	487	474	783	862	948	财务费用	279	112	260	213	200
投资性房地产	348	345	553	553	553	资产减值损失	319	679	395	461	512
固定资产	5251	6040	6434	6434	6434	投资收益	968	1060	1026	1018	1035
在建工程	964	1076	3272	3108	2953	公允价值变动	678	706	692	699	696
无形资产开发支出	58	65	65	65	65	营业利润	(13)	21	6	4	10
长期待摊费用	25	23	57	57	57	其他非经营损益					
其他非流动资产	61547	81397	95781	96681	97639	利润总额	3869	4659	5586	6522	7412
资产总计	15990	23444	23332	24046	24798	所得税	975	1163	1408	1642	1861
短期借款	17481	20161	22105	23210	24370	净利润	2988	3497	4225	4927	5583
应付和预收款项	2502	2855	3566	3745	3932	少数股东损益	664	714	862	1005	1139
长期借款	19309	25470	23225	23922	24639	归母股东净利润	2324	2784	3363	3922	4444
其他负债	94312	15791	15358	15565	15771						
负债合计	13360	20640	20247	20652	21065	预测指标					
股本	8976	8976	8976	8976	8976	毛利率	83%	80%	78%	77%	53%
资本公积	4082	3963	3963	3963	3963	销售净利率	27%	26%	27%	27%	51%
留存收益	9179	10324	12651	15210	18025	销售收入增长率	1%	25%	22%	19%	16%
归母公司股东权益	22237	23263	25590	28149	30964	EBIT 增长率					
少数股东权益	4066	4781	5259	5785	6363	净利润增长率	1%	20%	21%	17%	13%
股东权益合计	26303	28044	30849	33934	37327	ROE	11%	12%	14%	15%	15%
负债和股东权益	15990	23444	23332	24046	24798	ROA	2%	1%	2%	2%	2%
						ROIC					
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.26	0.31	0.37	0.44	0.50
经营性现金流	-1275	24934	6087	6391	6711	PE (X)	21.19	17.77	14.71	12.61	11.13
投资性现金流	1518	-6947	-1426	-5841	-1017	PB (X)	2.22	2.13	1.93	1.76	1.60
融资性现金流	3119	22273	12696	4196	8446	PS (X)	4.52	3.71	3.11	2.68	4.52
现金增加额	-8123	40260	4520	4746	4983	EV/EBITDA (X)					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。