

中航资本 (600705.SH)

金控平台旗下股权更趋集中，高管持股契合国企改革方向

● 金融子公司控股权进一步集中，集团大比例参与配套增资

根据中航投资公告，公司将于 12 月 22 日（周一）复牌，并计划通过发行股份购买资产、以及配套募集资金。具体如下：

1、**交易对象**：发行股份购买资产部分包括向中航国际、陕航电气等 17 家对象，配套融资部分包括中航工业（或其指定子公司）、祥投投资等（高管、核心骨干设立合伙公司）；

2、**标的资产**：本次交易的标的资产为中航租赁合计 30.95% 的股权、中航信托合计 16.82% 的股权、中航证券合计 28.29% 的股权；

3、**发行价格**：发行及配套募资价格不超过 15.78 元/股（分红送转前）；

4、**发行数量**：预计发行购买资产股份数量为 2.77 亿股，配套募资股份数量不超过 0.92 亿股；

5、**募资用途**：配套融资拟用于中航租赁的航空、设备、船舶租赁业务。

● 长期而言，机制、利益理顺，有望迎来金控、孵化器平台共同繁荣

中航资本作为特大型央企——中航工业集团旗下唯一金融控股、产融结合平台，在项目来源及资金支持方面，均将充分受益于集团的“产融结合”、军工资产证券化发展战略：

1、**核心管理人员参与配套融资，股权激励关系得以理顺**：配套募资的公司中，祥投投资、圣投投资和志投投资均由中航资本及其主要子公司的主要管理人员、核心业务骨干参与设立，高管持股契合当前国企改革方向。

2、**进一步绑定集团利益，“孵化器平台”将充分受益于集团的军工项目资源**：本次配套募资，集团或旗下公司拟继续参与，公司与集团的利益进一步绑定，有利于未来获取集团的航天军工直投等更多资源上支持。

3、**加大对金融子公司支持力度，“金控平台”整体运作效率有望提升**：预计随着公司利益一体化程度的提升，公司资源将得到更有效配置。

● 短期而言，换股方式增持金融公司股权，有望增厚每股业绩

参考 2014 年前 3 季度财务数据，此次增持三家金融子公司股权，可使公司归母净利润提高 2.77 亿元，相比同期归母净利润增加 19%，业绩增幅高于本次换股收购所导致股本 15% 的增幅，整体有利于增厚每股业绩。

● 投资建议：基本面扎实、估值安全，维持“买入”评级

我们继续看好中航资本依托集团优势的广阔发展前景，预计国际化进程仍将有序推进，公司的主要投资亮点包括：

1、**扎实的基本面**：金控平台旗下业务稳健增长，未来孵化器平台高额回报值得继续期待，其对盈利、估值提升的积极影响显著；

2、**较为安全的估值**：2014-15 年 PE 估值仅为 19、14 倍；

3、**巨大的成长空间**：对标公司 GE capital 2013 年占 GE 集团盈利比例高达 63%，中航资本占中航集团盈利比例仅 2 成左右，提升潜力较大；

4、**诸多的催化剂（停牌期间）**：1）实现高管持股，契合当期国企改革主题；2）拟向集团配套融资，利于利益绑定并获取更多军工直投等项目支持；3）换股方式提升对旗下金融公司持股比例，预计增厚每股业绩；4）中报 10 送 10+2 元现金高送配回报股东；5）拟 2 亿元认购宝胜股份定增股份；6）拟 5 亿元认购中航机电定增股份；7）3 季报盈利实现翻倍以上增长；8）停牌期间，非银金融、军工板块分别上涨 97%、45%。

预计公司 14-15 年 EPS 为 1.02、1.32 元，对应 PE 仅为 19、14 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：旗下子公司如财务公司等存在部分关联性业务

公司评级

买入

当前价格

18.83 元

前次评级

买入

报告日期

2014-12-22

相对市场表现



分析师：李 聪 S0260512080001



021-60750635



licong@gf.com.cn

分析师：张 黎 S0260512080002



0755-88286925



gfzhangli@gf.com.cn

分析师：曹恒乾 S0260511010006



020-87555888-8419



chq@gf.com.cn

相关研究：

中航资本 (600705.SH)：业绩实现翻倍以上增长，复牌后表现值得期待——2014 年三季报点评 2014-10-29

中航资本 (600705.SH)：金控平台稳健增长，孵化器平台星光闪耀——2014 年中报点评 2014-08-28

中航投资 (600705.SH)：大额参与成飞集成增发，孵化器平台核心地位凸显 2014-05-19

目录索引

金融子公司控股权进一步集中，集团大比例参与配套增资.....	4
长期而言，机制、利益理顺，有望迎来金控、孵化器平台共同繁荣.....	4
1、核心管理人员参与配套融资，股权激励关系得以理顺.....	4
2、进一步绑定集团利益，“孵化器平台”将充分受益于集团的军工项目资源.....	5
3、加大对金融子公司支持力度，“金控平台”整体运作效率有望提升.....	6
短期而言，换股方式增持金融公司股权，有望增厚每股业绩.....	7
1、发行股份购买资产方案概况.....	7
2、标的资产概况：运营情况良好，股权结构得以进一步优化.....	7
3、业绩影响：此次换股吸收合并将显著提升公司股东的净利润和净资产.....	8
催化剂：停牌期间多项利好落地值得关注.....	9
1、中报 10 送 10+2 元现金红利，高送配以回报股东.....	9
2、增厚军工直投项目浮盈，预计将进入快速增长期.....	9
3、停牌期间非银、军工板块大涨，预计公司补涨预期强烈.....	9
4、3 季报盈利实现翻倍以上增长.....	10
投资建议：基本面扎实，估计安全，维持“买入”评级.....	10
风险提示：旗下子公司如财务公司等存在部分关联性业务.....	10

图表索引

图 1: 配套募资完成后, 控股股东对公司的控制权得以提升	5
图 2: 公司三季报业绩实现翻倍以上增长 (单位: 百万元)	6
图 3: 三家金融子公司 2014 年 Q1-Q3 净利润占 2013 年净利润均已达八成以上 .	8
表 1: 募集配套资金对象预计认购股份情况 (单位: 万元、万股)	5
表 2: 中航资本 50 亿元定增募资资金使用情况 (单位: 万元)	6
表 3: 吸收合并前后盈利估算 (拟增资的 3 个公司数据按照预案中的未审数据) .	8

金融子公司控股权进一步集中，集团大比例参与配套增资

中航资本公告，将于12月22日（周一）复牌，并计划通过发行股份购买资产并配套募集资金。具体如下：

1、交易对象：1）发行股份购买资产的交易对方为中航国际、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；2）本次交易配套募集资金的交易对象为中航工业（或其指定子公司）、祥投投资、圣投投资、志投投资。

2、标的资产：本次交易的标的资产为增发对象持有的中航租赁合计30.95%的股权、中航信托合计16.82%的股权、中航证券合计28.29%的股权；以2014年8月31日为评估基准日，本次交易标的资产预估值为43.68亿元。

3、发行价格：以2014年12月20日（第六届董事会第三十二次会议决议公告日）为定价基准日，本次发行股份购买资产的发行价格不超过定价基准日前20个交易日股票交易均价的90%，即15.78元/股，若中报10送10+2元现金红利方案实施，则此次发行价格相应调整为7.79元/股。

4、发行数量：1）预计本次发行股份购买资产的股份数量为2.77亿股；2）本次募集配套资金的总额不超过本次交易总金额的25%，对应本次交易募集配套资金发行股数不超过0.92亿股。

5、限售期限：1）除共青城服务公司、江西财投认购的公司股份限售期为12个月，其余参与以资产认购的上市公司股份限售期为36个月；2）募集配套资金发行股份的锁定期为36个月。

6、募资用途：本次重组配套资金拟全部用于对子公司中航租赁增资，具体运用方向包括：航空租赁业务、设备租赁业务、船舶租赁业务。

长期而言，机制、利益理顺，有望迎来金控、孵化器平台共同繁荣

中航资本作为特大型央企——中航工业集团旗下唯一金融控股、产融结合平台，在项目来源及资金支持方面，均将充分受益于集团的“产融结合”、军工资产证券化发展战略。

1、核心管理人员参与配套融资，股权激励关系得以理顺

配套募资的公司中，祥投投资、圣投投资和志投投资均由中航资本及其主要子公司的主要管理人员、核心业务骨干参与设立。高管持股契合当前国企改革方向。

3家投资公司设立时间集中于2014年12月8日-9日，设立目的均为“参与本次募集配套资金，为全体合伙人的利益进行该投资”。由此可见，控股股东及公司核心成员对此次募资均表现出积极态度，彰显了对公司发展前景的充沛信心，同时，公

司高管及核心技术人员通过此次募资顺利持股，股权激励关系得以理顺，公司未来的管理层动力及可持续发展能力一致向好。

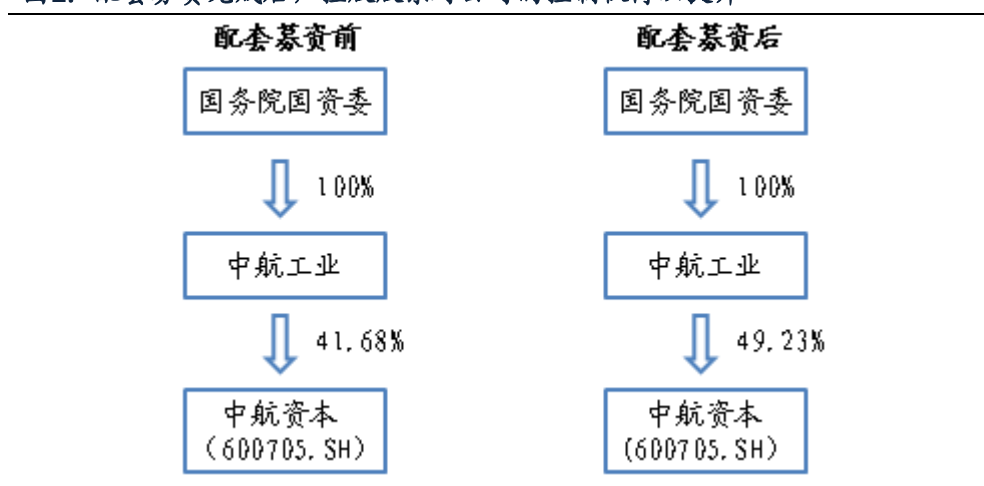
2、进一步绑定集团利益，“孵化器平台”将充分受益于集团的军工项目资源

本次配套募资，集团或旗下公司拟继续参与，公司与集团的利益进一步绑定，有利于未来获取集团的航天军工直投等更多资源上支持。

公司控股股东中航工业集团，集团公司设有航空装备、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、工程规划建设、汽车等产业板块，下辖200余家成员单位、有20多家上市公司。

2014年3月，公司完成非公开发行完成后，中航工业的持股比例由51.09%下降到41.68%；本次配套募资完成后，中航工业及其下属单位合计持有公司股份比例将提高至49.23%，有利于加强控股股东对公司这一核心金融控股和产融结合平台的控股权。同时，从2014年进展情况来看，公司已参与宝胜股份、中航机电等增发募资，预计随着控股股东的控制权提高，对公司资本运作的支持力度也将加大。

图1：配套募资完成后，控股股东对公司的控制权得以提升



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司与集团利益进一步绑定，将充分受益于集团军工资产证券化进程。此次配套募资，中航工业预计认购金额为12.8亿元，占配套募资总额的92%，大股东大比例参与配套募资，将有助于公司与集团利益进一步绑定。目前集团证券化比例约为55%，未来目标将达到80%，中航投资作为集团旗下核心孵化器平台，在项目资源方面将充分受益于集团资产证券化进程。

表1：募集配套资金对象预计认购股份情况（单位：万元、万股）

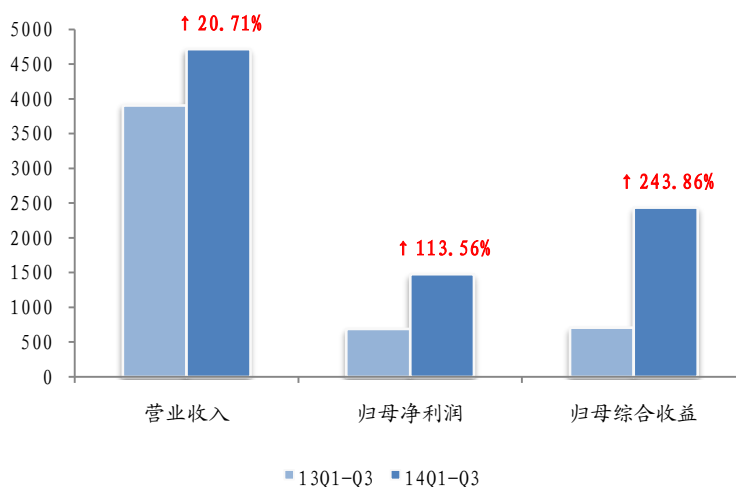
募集配套资金交易对象	预计认购金额	预计认购股数	预计认购金额占比
中航工业（或其指定子公司）	128,000	8,111.53	92.17%
祥投投资	3,450	218.63	2.48%
圣投投资	3,205	203.11	2.31%
志投投资	4,225	267.74	3.04%
合计	138,880	8,801.01	100.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

3、加大对金融子公司支持力度，“金控平台”整体运作效率有望提升

公司对旗下金融子公司的控股比例将进一步提高，有助于提高对各子公司的支持力度及协同运作效率。通过此次换股吸收合并，旗下金融子公司的控股权将进一步集中，公司对“金控平台”的资金支持及管理效率有望进一步提高。从既有情况来看，公司50亿元的定增募集资金已于2014年3月12日全部到位，截至目前，该项募集资金已全部按计划用于支持旗下金融子公司发展。由于公司业绩60%左右来自金控平台贡献，三季度翻倍以上的业绩增长，表明资金支持对“金控平台”的发展有显著促进作用。预计未来随着母子公司利益一体化程度的提升，公司资源将得到更有效配置。

图2：公司三季度业绩实现翻倍以上增长（单位：百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表2：中航资本50亿元定增募资资金使用情况（单位：万元）

募集资金投资项目	承诺投资总额	实际投资总额	项目完成日	投资进度
用于收购中航工业持有的中航信托股权	67,131.52	67,131.52	2013年12月2日	100%
增资中航租赁开展融资租赁业务	150,000.00	150,000.00	2013年12月30日	100%
增资中航信托开展信托业务	59,843.00	59,843.00	2013年12月4日	100%
增资中航证券开展证券业务	100,000.00	100,000.00	2013年7月31日、 2013年8月2日、 2013年9月6日	100%
偿还银行借款	123,025.48	112,345.48	2014年3月24日	100%
节余补充流动资金	-	200.9	2014年5月6日	-
合计	500,000.00	489,520.90	-	-

数据来源：广发证券发展研究中心

短期而言，换股方式增持金融公司股权，有望增厚每股业绩

参考2014年前3季度财务数据，此次增持三家金融子公司股权，可使公司归母净利润提高2.77亿元，相比同期归母净利润增加19%，高于本次换股收购所导致股本15%的增加，整体有利于增厚每股业绩。

1、发行股份购买资产方案概况

此次换股吸收合并方案包括发行股份购买资产和配套融资两部分：

1) 发行股份购买资产部分，公司拟以15.78元/股的价格（分红送转前），向中航国际、陕航电气等17家对象发行2.77亿股股份，以此收购各方合计持有的中航租赁30.95%股权、中航信托16.82%股权和中航证券28.29%股权，上述股权资产整体预估值为43.68亿元。

2) 配套融资部分，中航资本拟以15.78元/股的价格，向中航工业（或其指定子公司）、祥投投资、圣投投资和志投投资非公开发行股份募资，配套融资总额不超过本次交易总额的25%。发行股份配套募资约13.9亿元，相关资金将全部用于增资中航租赁开展航空、设备、船舶租赁业务，以此提升中航租赁的资本实力，扩大中航租赁的业务规模、降低融资成本。

2、标的资产概况：运营情况良好，股权结构得以进一步优化

本次交易完成后，公司实现了对中航证券的全资控股，直接持股比例由71.71%提高至100%，对中航租赁和中航信托的控股比例分别由65.80%、63.18%提高至95.75%、80.00%。此次吸收合并完成后，中航租赁、中航信托、中航证券的股权结构将进一步简化，公司对这三大金融子公司的控制权将进一步集中，为子公司后续引入战略投资者创造条件，也将有利于增强公司对各金融子公司的协同管理，提高资金运作效率。

1) 中航租赁：战略合作方为国家进出口银行，资金成本与项目来源仍将保持显著优势

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，也是国内目前唯一一家中央企业投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司。

中航租赁未来将加大对于飞机、船舶及大型设备的融资租赁业务的扩展，开展上述业务需要持续投入资本金以扩大中航租赁的融资规模、降低融资成本和增强抗风险能力，本次配套募集总额能够部分满足中航租赁未来业务发展的需要，与中航租赁的经营规模、财务状况相匹配，控股权进一步集中后，未来将主要受益于资金（进出口银行支持）、项目来源充裕。

2) 中航信托：产品投资范围覆盖广泛，未来将受益于市场化运营

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。信托产品投资范围涵盖了证券、金融、能源、基础设施、房地产、工商企业等各个领域；信托产品设计包括了股权投资、债权融资、BT、有限合伙投资、应收账款收益权、产业基金等多元化的业务结构；信托业务合作模式涵盖

了银信合作、信政合作、证信合作和私募基金合作等。

2013年底公司完成增持22%的信托股权交割，从中报14%的利润表现来看，业绩贡献已有初步体现，考虑到存量项目以基础产业和实业投资为主，且信托子公司今年在严格风控背景下依然实现了手续费收入的增加，预计2014年全年的业绩贡献能力持续向好。

3) 中航证券：处于稳步成长期，将受益于行业转型发展红利及集团资产证券化进程

中航证券主要经营证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销、融资融券业务。

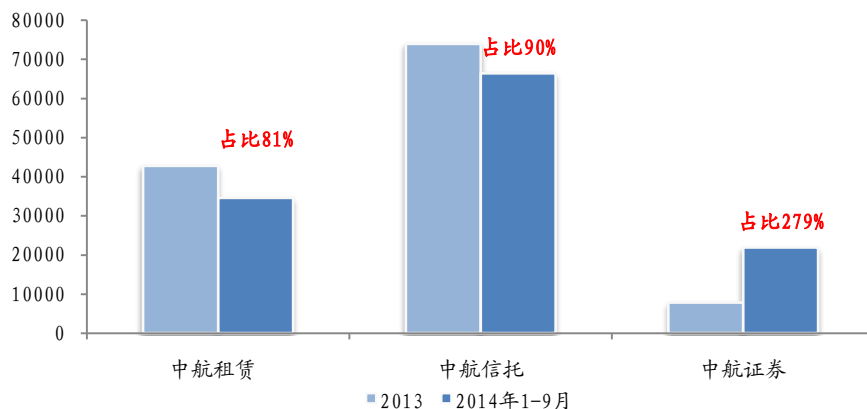
在2015年资本市场由间接融资转型直接融资的大背景下，证券行业有望迎来项目、资金双轮驱动的发展机遇。中航证券背靠财务公司充裕的资金支持，将同时受益于行业转型发展红利及集团资产证券化进程。

3、业绩影响：此次换股吸收合并将显著提升公司股东的净利润和净资产

此次换股吸收合并将显著提升公司股东的净利润和净资产。按照2014年9月30日公司披露的未经审计财务数据计算，换股吸收合并前，上述三家公司贡献的归属母公司净利润占公司归属母公司净利润的54.3%；换股吸收合并后，该比例增至73%

中航租赁、中航信托、中航证券业绩稳健增长，截至2014年9月30日，已分别实现2013年度净利润的81%、90%、279%。根据中航租赁、中航信托、中航证券的历史财务数据和目前的业绩情况，预计本次交易能够显著提升归属于公司股东的净利润和净资产。

图3：三家金融子公司2014年Q1-Q3净利润占2013年净利润均已达八成以上



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3：吸收合并前后盈利估算（拟增资的 3 个公司数据按照预案中的未审数据）

中航租赁	2013	2014 年 1-9 月	占 2013 年比重
营业总收入	180,171.90	191,538.21	106%
营业利润	51,513.81	45,431.22	88%
净利润	42,741.23	34,573.63	81%
净资产	312,499.22		
中航信托	2013	2014 年 1-9 月	占 2013 年比重

营业总收入	141,226.67	103,453.77	73%
营业利润	98,258.37	88,112.19	90%
净利润	73,941.78	66,361.83	90%
净资产	383,871.97		
中航证券	2013	2014 年 1-9 月	占 2013 年比重
营业总收入	61,086.30	64,544.92	106%
营业利润	12,589.96	29,774.58	236%
净利润	7843.28	21,861.34	279%
净资产	245,039.39		
此次换股吸收合并前			
中航资本	2013	2014 年 1-9 月	占 2013 年比重
营业总收入	533,976.02	471,621.12	88%
营业利润	242,838.89	294,620.24	121%
净利润	187,471.55	224,139.73	120%
归母净利润	84,431.51	148,038.93	175%
归母净资产	1,063,311.76	1,921,371.20	181%
换股吸收合并后估算			
归母净利润	115332.8975	178526.6539	155%
增幅	37%	21%	
归母净资产	1,070,940.11	1,921,371.20	179%
增幅	0.72%		

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

催化剂：停牌期间多项利好落地值得关注

中航资本从8月12日停牌，至今期间诸多重要催化剂陆续落地，具体如下：

1、中报 10 送 10+2 元现金红利，高送配以回报股东

中航资本中报拟进行资本公积金转增股本，以14H1末总股本18.7亿股为基数，向全体股东每10股转增10股，派发现金红利2.00元（含税），目前该方案除权（除息）日定为2014年12月26日。

2、增厚军工直投项目浮盈，预计将进入快速增长期

在控股股东中航工业集团的军工资产证券化战略指导下，中航资本作为其唯一的资本运作平台，享有得天独厚的军工股权资源优势。

目前，公司已公告，拟2亿元认购宝胜股份定增股份、拟5亿元认购中航机电定增股份。

3、停牌期间非银、军工板块大涨，预计公司补涨预期强烈

停牌期间，非银金融（申万）板块大涨97%，国防军工（申万）板块上涨45%。中航资本持有7.77%股权的中航飞机上涨55%。

4、3 季报盈利实现翻倍以上增长

中航资本2014年前3季度归母综合收益、净利润分别为24.4、14.8亿元，同比高增244%、114%，每股口径1.31、0.79元，业绩大幅增长主要归于孵化器平台高额回报（含重估中航飞机投资成本所增加税后投资收益约4.9亿元）、金控平台稳健增长的共同影响。

投资建议：基本面扎实，估计安全，维持“买入”评级

我们继续看好中航资本依托集团优势的广阔发展前景，预计国际化进程仍将有序推进，公司的主要投资亮点包括：

1、扎实的基本面：金控平台旗下业务稳健增长，未来孵化器平台高额回报值得继续期待，其对盈利、估值提升的积极影响显著；

2、较为安全的估值：2014-15年PE估值仅为19、14倍；

3、巨大的成长空间：对标公司GE capital 2013年占GE集团盈利比例高达63%，中航资本占中航集团盈利比例仅2成左右，提升潜力较大；

4、诸多的催化剂（停牌期间）：1）实现高管持股，契合当期国企改革主题；2）拟向集团配套融资，利于利益绑定并获取更多军工直投等项目支持；3）换股方式提升对旗下金融公司持股比例，预计增厚每股业绩；4）中报10送10+2元现金高送配回报股东；5）拟2亿元认购宝胜股份定增股份；6）拟5亿元认购中航机电定增股份；7）3季报盈利实现翻倍以上增长；8）停牌期间，非银金融、军工板块分别上涨97%、45%。

预计公司14-15年EPS为1.02、1.32元，对应PE仅为19、14倍，维持“买入”评级。

风险提示：旗下子公司如财务公司等存在部分关联性业务

广发非银行金融行业研究小组

- 李 聪: 首席分析师, 伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任高级精算顾问、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名, 2014 年获“新财富”非银行金融第三名。
- 张 黎: 资深分析师, 浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名(团队), 2014 年获“新财富”非银行金融第三名(团队)。
- 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。2012 年至 2013 年获“新财富”非银行金融第一名(团队) 2014 年获“新财富”非银行金融第三名(团队)。

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	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司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。

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。