

公司业绩稳健增长，回购彰显长期价值 买入（维持）

2019年01月14日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

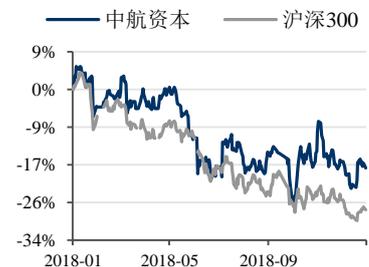
zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：公司披露中航信托、中航财务、中航证券未经审计财务报表，分别实现净利润 18.48/7.88/1.51 亿元，同比增速分别为+13.5%/+17.6%/-44.5%。

投资要点

- **金融主业绩稳健，奠定公司良好发展基础：**1) 中航信托实现 2018 年净利润同比+13.5%至 18.48 亿元，营收同比+15.6%至 34.00 亿元，其中手续费及佣金净收入同比+10.9%至 29.32 亿元，投资收益同比+86.7%至 5.65 亿元，公司背靠中航集团优质军工资源，预计将持续发挥军民融合及产融结合优势，与自身产业投资协同。2) 中航财务实现 2018 年营业总收入同比+25.7%至 13.95 亿元，净利润同比+17.6%至 7.88 亿元，其中金融企业往来净收入同比+141.19%至 12.06 亿元，主要受资金集中规模增加所致。3) 中航证券受到市场环境因素影响导致经纪、资本中介业务下滑，导致 2018 年净利润同比-44.5%至 1.51 亿元，投资收益同比+132.7%至 2.37 亿元，成为证券业务板块的亮点所在。总体来看，作为公司主要业绩贡献来源的信托保持稳健增长，租赁及财务随业务规模扩大，基本面良好。
- **深化布局多元金融（银行+AMC+产投），引进百亿战投静待发展空间释放：**1) 布局银行（拟出资不超过 53 亿元认购广发银行不超过 3.88% 股权；中航信托收购贵航集团所持贵州 0.67% 银行股权）和 AMC（拟出资 35 亿元设立成都益航资产管理公司），有望培育新盈利增长点。2) 此前公司公告出资 6,000 万元与电科投资、核建设资本等股东共同发起设立惠华基金（中航资本占 51.28% 股权）以拓展军工产业投资，公司作为中航工业集团下唯一金控平台，有望打通集团内部优质军工资源，与自身产业投资协同（公司前三季度投资收益同比+87%至 8.28 亿元），发挥军民融合+产融结合优势，贡献稳定业绩。3) 此前公司公告全资子公司中航投资引入百亿战投，六家战投已在多个金融领域完成战略布局，包括保险业龙头中国人寿、国资运营平台国同基金（定位打造新兴产业孵化器）等，掌握优质资产端，拥有持续获取优质资产的能力和业务发展能力，规模效益和协同效应优势明显，将大大提高中航投资市场竞争力。
- **员工持股+股东回购增信心，坚定看好公司发展前景：**1) 董事长领衔核心高管于 2017 年 11 月完成市场化员工持股（共 136 人出资 1.05 亿元，对应平均持股成本 6.14 元/股，锁定期 12 个月），目前公司股价倒挂，估值具备安全边际，有望催化股价弹性向上。2) 公司控股股东中国航空工业集团于 2018 年 6 月 20 日至 12 月 20 日间累计增持公司股份 1425 万股（占公司总股本的 0.16%，累计增持金额 6467 万元），表明大股东坚信公司长期发展驱稳向好的立场。3) 公司公告考虑到公司行业地位稳定，业务发展良好，为了提升对公司价值的认可，将以集中竞价交易方式自 2018 年 12 月 17 日起 6 个月内以自有资金总额 5 亿元—10 亿元回购股份，价格不超过 6.73 元/股（远高于现股价），我们认为公司基本面优异，大股东回购彰显对公司未来发展的信心，有望推动估值修复。
- **盈利预测与投资评级：**作为中航集团旗下唯一金控平台，多元金融布局深化，看好公司凭借军工背景及产融结合优势实现业绩持续稳健增长。预计公司 2018、2019 年净利润分别为 29.48、42.99 亿元，目前估值对应约 13.5 倍 2018PE、9.3 倍 2019PE。随行业预期改善，引入战投落地，叠加员工持股及公司回购的催化因素，估值有望修复，当前股价低位坚定看好，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 信托主动管理规模增长不及预期；2) 租赁资产质量下滑；3) 股权投资收益不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.44
一年最低/最高价	3.93/5.79
市净率(倍)	1.61
流通 A 股市值(百万元)	39854.89

基础数据

每股净资产(元)	2.76
资产负债率(%)	87.24
总股本(百万股)	8976.33
流通 A 股(百万股)	8976.33

相关研究

- 1、《中航资本 (600705)：中航投资引入百亿战投，静待估值修复》2018-11-30
- 2、《中航资本 (600705)：业绩符合预期，军民融合前景广阔》2018-10-30
- 3、《中航资本 (600705)：金融主业绩高增，军民融合值得期待》2018-08-31

中航资本盈利预测表

合并资产负债表					合并利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	90,410	85,556	94,280	96,296	营业总收入	10,951	13,253	16,978	20,411
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	899	1,079	1,295	1,554	营业收入	5,707	7,039	8,739	9,816
应收和预付款项	759	970	1,206	1,447	利息收入	1,808	2,146	3,529	3,988
买入返售金融资产	623	748	898	1,077	手续费及佣金收入	3,435	4,069	4,710	6,608
一年内到期的非流动资产	40,225	66,928	74,886	78,616	营业总成本	7,148	9,501	11,268	13,396
其他流动资产	11,182	11,741	12,915	15,498	营业成本	2,644	4,053	5,081	6,109
发放贷款及垫款	4,677	5,612	6,735	8,082	利息支出	930	1,157	1,009	1,063
可供出售金融资产	10,961	13,154	15,784	18,941	手续费及佣金支出	130	170	203	244
长期应收款	54,113	90,321	103,869	114,256	营业税金及附加	82	106	136	163
长期股权投资	474	569	683	820	销售费用	1,510	1,789	2,292	2,755
投资性房地产	345	414	497	597	管理费用	1,060	1,193	1,528	1,837
固定资产	6,040	6,644	7,308	8,039	财务费用	112	636	509	612
在建工程	1,076	1,291	1,550	1,860	资产减值损失	679	398	509	612
无形资产	52	62	75	90	加：公允价值变动净收益	21	2	2	2
商誉	13	13	13	13	投资收益	706	953	1,239	1,611
长期待摊费用	23	19	15	12	其他收益	129	1	1	1
递延所得税资产	718	862	1,034	1,241	营业利润	4,659	4,907	7,161	8,848
其他非流动资产	10,927	11,474	13,769	16,522	加：营业外收入	13	10	10	10
资产合计	234,446	297,482	336,840	364,994	减：营业外支出	12	5	5	5
短期借款	20,161	35,034	37,204	37,507	利润总额	4,661	4,913	7,166	8,853
吸收存款及同业存放	102,996	106,945	117,850	120,370	减：所得税	1,163	1,228	1,791	2,213
应付及预收款项	4,081	4,789	5,448	6,218	净利润	3,497	3,684	5,374	6,640
卖出回购金融资产款	1,973	2,367	2,840	3,409	减：少数股东损益	714	737	1,075	1,328
代理买卖证券款	4,128	3,000	3,000	3,000	归属于母公司所有者的净利润	2,784	2,948	4,299	5,312
一年内到期的非流动负债	11,079	19,942	21,178	21,350	基本每股收益(元)	0.31	0.33	0.48	0.59
其他流动负债	15,855	23,783	33,296	43,285					
长期借款	25,470	37,729	40,066	40,392					
应付债券	2,490	2,988	3,586	4,303					
长期应付款	6,846	15,092	16,026	16,157					
预计负债	46	55	66	79					
递延所得税负债	829	994	1,193	1,432					
其他非流动负债	10,445	12,534	15,040	18,048					
负债合计	206,402	265,258	296,799	315,556					
股本	8,976	8,976	8,976	8,976					
其他所有者权益	14,287	15,860	18,303	21,061					
归属母公司所有者权益	23,263	24,836	27,280	30,037					
少数股东权益	4,781	7,387	12,761	19,401					
负债及所有者权益合计	234,446	297,482	336,840	364,994					

重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
信托公司业务收入增长率	23.25%	15.61%	21.36%	39.14%
租赁公司业务收入增长率	34.71%	26.99%	24.15%	12.33%
财务公司业务收入增长率	13.80%	25.58%	68.11%	12.27%
证券公司业务收入增长率	-8.93%	-13.31%	-6.10%	42.43%
营业收入增长率	25.19%	21.03%	28.10%	20.22%
归属于母公司股东净利润增速	19.77%	5.89%	45.86%	23.55%
每股收益 (EPS)	0.31	0.33	0.48	0.59
每股净资产 (BVPS)	2.59	2.77	3.04	3.35
净资产收益率 (ROE)	11.97%	11.87%	15.76%	17.68%
P/E	14.32	13.52	9.27	7.50
P/B	1.71	1.60	1.46	1.33

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

