

## 业绩符合预期, 保持稳健

买入 (维持)

2019 年 03 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 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件: 公司公告 2018 年报, 实现营业总收入 138.67 亿元, 同比增长 26.63%; 归母净利润 31.66 亿元, 同比增长 13.74%, 对应 EPS 为 0.35 元/股。

### 投资要点

■ **2018 年业绩符合预期, 基本面良好:** 1) 公司实现营业总收入同比+26.6% 至 138.7 亿元, 业绩同比+13.7% 至 31.7 亿元, 符合预期。业绩增速不及收入增速系利息支出增加 82.4% 至 17.0 亿元所致 (中航租赁的借款增加)。2) 2018 年中航信托 (营业利润占比 35%) 和中航租赁 (营业利润占比 31%) 贡献主要业绩, 其中中航租赁完成增资 50 亿元, 资本实力增强后扩大业务规模, 致营业收入同比+29.3% 至 71.6 亿元。3) 公司 2018 年实现投资收益同比+136.2% 至 16.7 亿元, 我们预计公司产融结合深化, 股权投资将持续贡献业绩。总体来看, 作为公司主要业绩贡献来源的租赁稳步扩张, 信托稳健增长, 基本面良好。

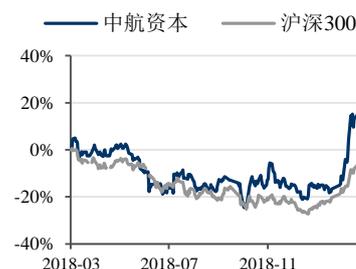
■ **金融主业稳健发展, 产融结合深化值得期待:** 1) 2018 年中航租赁实现净利润+23.6% 至 12.6 亿元, 中航信托实现净利润同比+13.4% 至 18.47 亿元 (其中投资收益同比+86.7% 至 5.65 亿元), 中航财务因资金集中规模增加导致净利润同比+14.6% 至 7.67 亿元, 信托、租赁和财务公司贡献公司 86% 营业利润, 整体保持稳健。2) 控股股东军工背景带来丰富的优质投融资项目资源, 公司通过旗下平台直接投资+加码私募产业基金业务+积极参与集团优质定增项目, 涉足航空及新兴产业投资, 预计将持续发挥军民融合及产融结合优势, 与自身产业投资协同。

■ **公司回购增信心, 坚定看好发展前景:** 1) 公司此前公告将自 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), 截至 2019 年 2 月 28 日, 公司累计已支付总金额 1.97 亿元回购公司 0.43% 的股份, 彰显对未来发展的信心。2) 公司深化布局多元金融, 包括银行 (已出资 53 亿元认购广发银行不超过 3.88% 股权)、AMC (拟出资 35 亿元设立成都益航资产管理公司, 已出资 17.5 亿元)、产投 (设立惠华基金拓展军工产业投资, 持股 51.28%), 后续有望发挥产融结合优势贡献业绩。3) 此前公司公告全资子公司中航投资引入六家战投 (已战略布局保险龙头中国人寿等优质资产), 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。

■ **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 2019、2020 年净利润分别为 36.8、43.4 亿元, 目前估值对应约 13.7 倍 2019PE、11.7 倍 2020PE。随行业预期改善, 引入战投落地, 叠加公司回购的催化因素, 估值有望修复, 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)        | 5.64      |
| 一年最低/最高价      | 3.93/6.56 |
| 市净率(倍)        | 1.83      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 50626.48  |

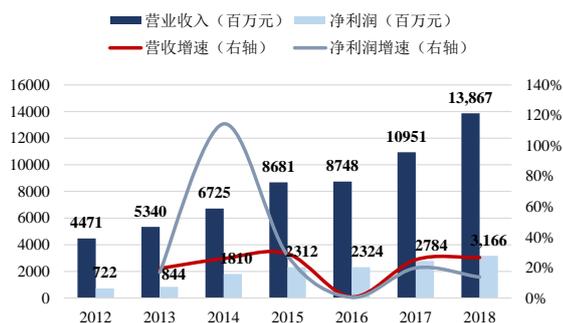
### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 3.09    |
| 资产负债率(%)    | 86.19   |
| 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): 公司业绩稳健增长, 回购彰显长期价值》2019-01-15
- 2、《中航资本 (600705): 中航投资引入百亿战投, 静待估值修复》2018-11-30
- 3、《中航资本 (600705): 业绩符合预期, 军民融合前景广阔》2018-10-30

图 1：2012~2018 年中航资本营收及净利润情况



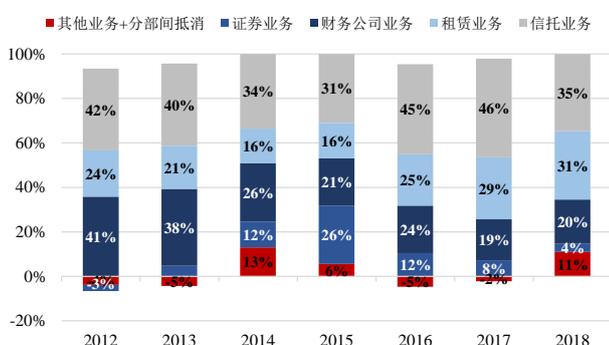
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2012~2018 年中航资本收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2012~2018 年中航资本营业利润结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2012~2018 年中航信托收入及净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2012~2018 年中航信托资产管理规模情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2012~2018 年中航租赁收入及净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中航资本盈利预测表

| 合并资产负债表                |         |         |         |         | 合并利润表         |        |        |        |        |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------------|--------|--------|--------|--------|
|                        | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |               | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 货币资金                   | 83,978  | 94,280  | 104,874 | 120,675 | 营业总收入         | 13,867 | 16,520 | 18,769 | 21,370 |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 6,668   | 8,001   | 9,601   | 11,522  | 营业收入          | 7,449  | 8,999  | 9,719  | 10,850 |
| 应收和预付款项                | 1,257   | 1,508   | 1,810   | 2,172   | 利息收入          | 2,939  | 3,167  | 3,806  | 4,581  |
| 买入返售金融资产               | 2,640   | 3,168   | 3,801   | 4,562   | 手续费及佣金收入      | 3,479  | 4,354  | 5,244  | 5,939  |
| 一年内到期的非流动资产            | 57,043  | 77,673  | 85,503  | 98,359  | 营业总成本         | 10,586 | 12,443 | 13,888 | 15,874 |
| 其他流动资产                 | 11,093  | 12,203  | 14,643  | 16,107  | 营业成本          | 4,090  | 5,434  | 5,993  | 6,886  |
| 发放贷款及垫款                | 4,023   | 4,827   | 5,793   | 6,951   | 利息支出          | 1,695  | 1,211  | 1,338  | 1,514  |
| 可供出售金融资产               | 19,960  | 23,951  | 28,742  | 34,490  | 手续费及佣金支出      | 96     | 115    | 138    | 165    |
| 长期应收款                  | 83,800  | 115,017 | 124,219 | 142,851 | 营业税金及附加       | 98     | 132    | 150    | 171    |
| 长期股权投资                 | 2,813   | 3,375   | 4,050   | 4,860   | 销售费用          | 1,639  | 2,115  | 2,346  | 2,671  |
| 投资性房地产                 | 2,320   | 2,784   | 3,341   | 4,009   | 管理费用          | 1,188  | 1,619  | 1,858  | 2,116  |
| 固定资产                   | 8,149   | 8,964   | 9,860   | 10,846  | 财务费用          | 867    | 991    | 1,126  | 1,282  |
| 在建工程                   | 1,431   | 1,717   | 2,060   | 2,472   | 资产减值损失        | 913    | 826    | 938    | 1,069  |
| 无形资产                   | 52      | 62      | 75      | 89      | 加：公允价值变动净收益   | -21    | 16     | 18     | 20     |
| 商誉                     | 10      | 10      | 10      | 10      | 投资收益          | 1,668  | 1,918  | 2,205  | 2,646  |
| 长期待摊费用                 | 24      | 19      | 15      | 12      | 其他收益          | 86     | 85     | 85     | 85     |
| 递延所得税资产                | 993     | 1,191   | 1,429   | 1,715   | 营业利润          | 5,061  | 6,144  | 7,238  | 8,299  |
| 其他非流动资产                | 11,908  | 14,289  | 17,147  | 20,576  | 加：营业外收入       | 25     | 10     | 10     | 10     |
| 资产合计                   | 300,303 | 373,052 | 416,987 | 482,297 | 减：营业外支出       | 13     | 13     | 13     | 13     |
| 短期借款                   | 34,131  | 44,963  | 47,948  | 54,345  | 利润总额          | 5,332  | 6,141  | 7,235  | 8,296  |
| 吸收存款及同业存放              | 99,752  | 117,850 | 131,092 | 150,843 | 减：所得税         | 1,393  | 1,535  | 1,809  | 2,074  |
| 应付及预收款项                | 7,572   | 8,203   | 8,912   | 9,708   | 净利润           | 3,939  | 4,605  | 5,426  | 6,222  |
| 卖出回购金融资产款              | 3,448   | 4,138   | 4,965   | 5,958   | 减：少数股东损益      | 773    | 921    | 1,085  | 1,244  |
| 代理买卖证券款                | 3,929   | 3,000   | 3,000   | 3,001   | 归属于母公司所有者的净利润 | 3,166  | 3,684  | 4,341  | 4,977  |
| 一年内到期的非流动负债            | 13,546  | 24,515  | 26,005  | 29,395  | 基本每股收益(元)     | 0.35   | 0.41   | 0.48   | 0.55   |
| 其他流动负债                 | 12,025  | 16,835  | 21,885  | 28,451  |               |        |        |        |        |
| 长期借款                   | 40,123  | 46,379  | 49,198  | 55,612  | 重要财务与估值指标     | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 应付债券                   | 18,090  | 21,708  | 26,049  | 31,259  | 信托公司业务收入增长率   | 15.6%  | 11.3%  | 16.1%  | 15.4%  |
| 长期应付款                  | 10,247  | 18,552  | 19,679  | 22,245  | 租赁公司业务收入增长率   | 29.3%  | 25.6%  | 8.0%   | 11.6%  |
| 预计负债                   | 99      | 118     | 142     | 170     | 财务公司业务收入增长率   | 48.3%  | 14.6%  | 19.8%  | 21.9%  |
| 递延所得税负债                | 789     | 947     | 1,137   | 1,364   | 证券公司业务收入增长率   | -12.2% | -8.9%  | 43.0%  | 1.6%   |
| 其他非流动负债                | 14,854  | 17,824  | 21,389  | 25,667  | 营业收入增长率       | 26.6%  | 19.1%  | 13.6%  | 13.9%  |
| 负债合计                   | 258,828 | 325,032 | 361,402 | 418,019 | 归属于母公司股东净利润增速 | 13.7%  | 16.4%  | 17.8%  | 14.7%  |
| 股本                     | 8,976   | 8,976   | 8,976   | 8,976   | 每股收益 (EPS)    | 0.35   | 0.41   | 0.48   | 0.55   |
| 其他所有者权益                | 18,733  | 20,673  | 22,812  | 25,282  | 每股净资产 (BVPS)  | 3.09   | 3.30   | 3.54   | 3.82   |
| 归属母公司所有者权益             | 27,709  | 29,649  | 31,788  | 34,259  | 净资产收益率 (ROE)  | 11.4%  | 12.4%  | 13.7%  | 14.5%  |
| 少数股东权益                 | 13,766  | 18,371  | 23,797  | 30,019  | P/E           | 16.11  | 13.74  | 11.66  | 10.17  |
| 负债及所有者权益合计             | 300,303 | 373,052 | 416,987 | 482,297 | P/B           | 1.83   | 1.71   | 1.59   | 1.48   |

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>

