

2019 年 08 月 28 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

引入战投致归母净利润下滑，整体保持稳健 买入（维持）

事件：公司公告 2019 年中报，实现营业总收入 85.44 亿元，同比增长 28.98%；归母净利润 14.72 亿元，同比减少 6.46%，对应 EPS 为 0.16 元/股。

投资要点

- **引入战投致归母净利润同比下滑，整体基本面良好：**1) 2019 H1 公司实现营业总收入同比+29.0%至 85.4 亿元，系中航租赁业务规模持续扩大带来营业收入同比大幅+51.3%至 49.2 亿元。实现净利润同比+17.3%至 24.0 亿元，系中航租赁净利润同比+43.4%至 8.7 亿元及中航证券净利润同比+336.7%至 1.9 亿元。2) 2019 H1 公司实现归母净利润同比-6.5%至 14.7 亿元，系此前公司的全资子公司中航投资引入 6 家战投，公司对中航投资的持股比例变更为 73.6%，导致少数股东损益同比+96.0%至 9.3 亿元。总体来看，2019 上半年市场回暖，公司金融主业稳健发展，基本面良好。
- **信托有望贡献稳定业绩，产融结合深化可期：**1) 中航信托作为公司第一大利润来源（营业利润占比 43.9%），在信托行业监管政策趋严背景下，仍实现净利润同比+7.2%至 10.2 亿元，保持行业内领先地位（2019H1 净利润排名第 7，手续费及佣金净收入排名第 4），有望持续贡献稳定业绩。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（报告期内公司已实现对外股权投资总金额为 68.9 亿元人民币），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。
- **公司完成回购，坚定看好发展前景：**1) 公司此前公告，自 2018 年 12 月 17 日至 2019 年 6 月 14 日，已支付总金额 9.99 亿元回购公司 1.99% 的股份，成交的最高价格为 6.72 元/股，成交的最低价格为 4.38 元/股，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) 此前金控公司监督管理办法征求意见稿出台，公司股东背景雄厚，综合金融涵盖信托、租赁、证券、投资等，完善的牌照体系在金融监管全面趋严的环境下价值尤为显著。
- **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 33.5、37.2 亿元，目前估值对应约 12.6 倍 2019PE、11.4 倍 2020PE。随行业预期改善，公司估值有望修复，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)	4.71
一年最低/最高价	3.93/7.12
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	42278.49

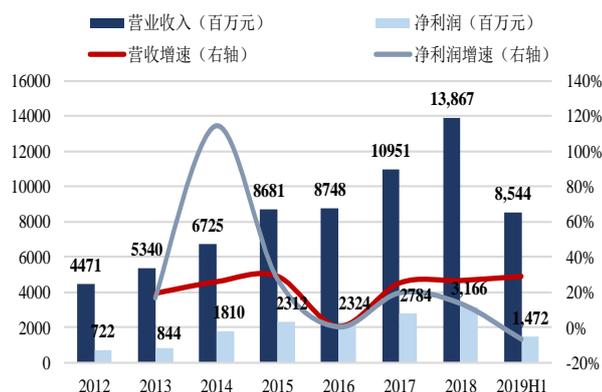
基础数据

每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	85.78
总股本(百万股)	8976.33
流通 A 股(百万股)	8976.33

相关研究

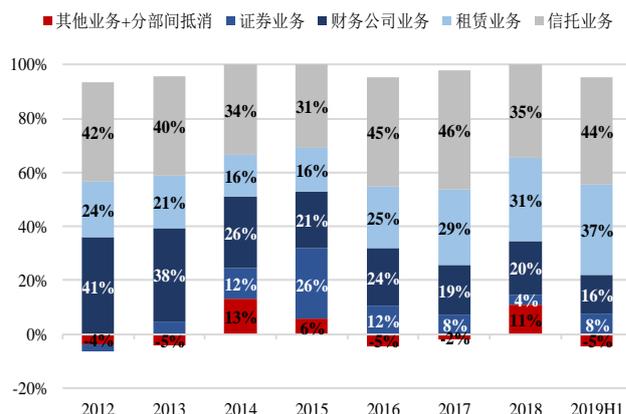
- 1、《中航资本（600705）：2018 年报点评：业绩符合预期，保持稳健》2019-03-15
- 2、《中航资本（600705）：公司业绩稳健增长，回购彰显长期价值》2019-01-15
- 3、《中航资本（600705）：中航投资引入百亿战投，静待估值修复》2018-11-30

图 1：2012~2019H1 中航资本营收及净利润情况



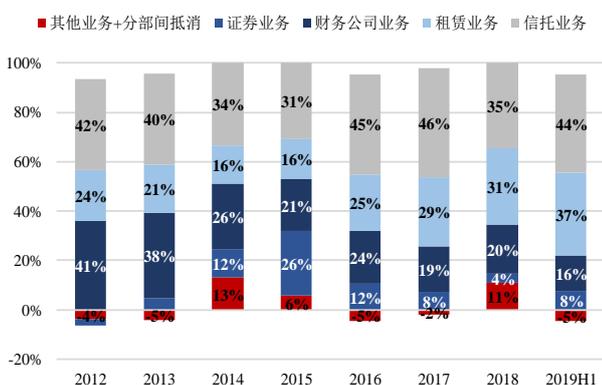
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2012~2019H1 中航资本收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2012~2019H1 中航资本营业利润结构



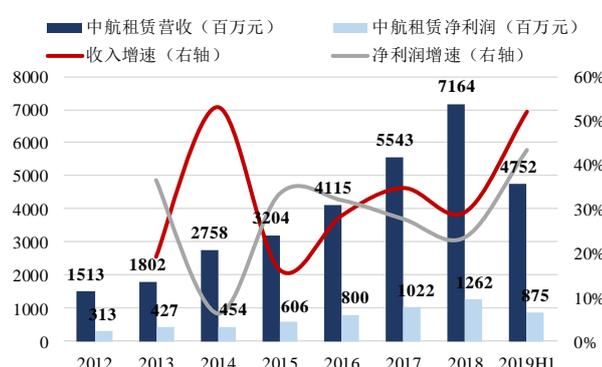
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2012~2019H1 中航信托收入及净利润情况



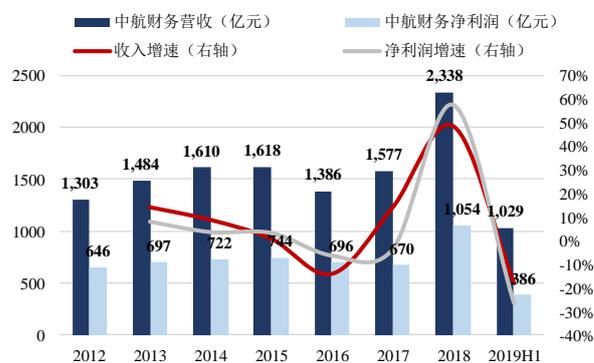
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2012~2019H1 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

图 6：2012~2019H1 中航财务收入及净利润情况



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
货币资金及结算备付金	84,783	69,999	77,005	84,766	营业总收入	13,867	17,331	19,989	22,119
交易性金融资产	-	36,672	44,006	52,808	营业收入	7,449	10,104	11,993	13,506
应收和预付款项	1,257	1,276	1,531	1,838	利息收入	2,939	3,142	3,205	3,865
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	4,085	4,791	4,748
一年内到期的非流动资产	57,043	65,000	71,543	80,469	营业总成本	10,586	12,837	15,176	16,567
其他流动资产	11,103	6,668	4,008	2,413	营业成本	4,090	5,316	6,899	7,412
债权投资	-	1,482	1,630	1,793	利息支出	1,695	1,844	1,721	1,893
发放贷款及垫款	4,023	2,011	2,414	2,896	手续费及佣金支出	96	124	149	172
其他债权投资	-	5,523	6,075	6,683	营业税金及附加	98	104	120	133
长期应收款	83,800	103,835	114,219	131,351	销售费用	1,639	1,802	2,079	2,300
长期股权投资	2,813	3,375	4,050	4,860	管理费用	1,188	1,231	1,419	1,570
投资性房地产	2,320	2,784	3,341	4,009	财务费用	867	1,387	1,599	1,770
固定资产	8,149	11,408	12,549	13,804	资产减值损失	913	1,040	1,199	1,327
在建工程	1,431	1,788	2,146	2,575	加：公允价值变动净收益	-21	600	600	600
商誉	10	10	10	10	投资收益	1,668	1,918	2,397	3,116
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	7,132	7,933	9,393
其他非流动资产	11,959	26,348	29,704	33,539	加：营业外收入	25	80	80	80
资产合计	300,303	342,558	379,477	430,103	减：营业外支出	13	13	13	13
短期借款	34,131	44,709	46,776	51,459	利润总额	5,332	7,199	8,000	9,459
吸收存款及同业存放	99,752	87,498	96,256	105,957	减：所得税	1,393	1,728	1,920	2,270
应付及预收款项	7,572	8,203	8,912	9,708	净利润	3,939	5,472	6,080	7,189
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	2,122	2,358	2,788
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	3,350	3,722	4,401
一年内到期的非流动负债	13,546	24,370	25,337	27,752	基本每股收益(元)	0.35	0.37	0.41	0.49
其他流动负债	12,025	16,835	21,885	28,451					
长期借款	40,123	46,106	47,936	52,504	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%	5.4%	15.8%	-1.0%
长期应付款	10,247	18,442	19,174	21,002	租赁公司业务收入增长率	29.3%	41.0%	18.7%	12.6%
预计负债	99	118	142	170	财务公司业务收入增长率	48.3%	-26.6%	10.0%	23.3%
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%	30.3%	-1.6%	0.0%
其他非流动负债	14,854	17,824	21,389	25,667	营业收入增长率	26.6%	25.0%	15.3%	10.7%
负债合计	258,828	293,899	322,959	364,252	归属于母公司股东净利润增速	13.7%	5.8%	11.1%	18.2%
股本	8,976	8,976	8,976	8,976	每股收益 (EPS)	0.35	0.37	0.41	0.49
其他所有者权益	18,733	20,446	22,225	24,369	每股净资产 (BVPS)	3.09	3.28	3.48	3.71
归属母公司所有者权益	27,709	29,422	31,202	33,345	净资产收益率 (ROE)	11.4%	11.4%	11.9%	13.2%
少数股东权益	13,766	19,237	25,317	32,506	P/E	13.46	12.62	11.36	9.61
负债及所有者权益合计	300,303	342,558	379,477	430,103	P/B	1.53	1.44	1.36	1.27

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>

