

2019 年 10 月 31 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

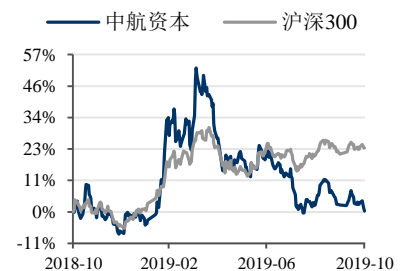
归母净利润下滑收窄，整体符合预期 买入（维持）

事件：公司公告 2019 年三季度报，实现营业总收入 126.91 亿元，同比增长 26.12%；归母净利润 21.02 亿元，同比减少 4.46%，对应 EPS 为 0.24 元/股。

投资要点

- **归母净利润同比降幅收窄，基本面良好：**1) 2019Q1~3 公司实现营业总收入同比+26.1%至 126.9 亿元，实现净利润同比+20.3%至 34.6 亿元，系金融子公司同比增长较快，截至 2019H1 中航租赁营业收入同比+51.3%至 49.2 亿元、中航租赁净利润同比+43.4%至 8.7 亿元、中航证券净利润同比+336.7%至 1.9 亿元。2) 2019 Q1~3 公司实现归母净利润同比-4.5%至 21.0 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+100.6%至 13.6 亿元，随市场回暖，公司金融主业稳健发展，归母净利润同比降幅较 2019H1 已收窄 2 个 pct.。总体来看，公司基本面良好。
- **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，2019H1 实现净利润同比+7.2%至 10.2 亿元，保持行业领先（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，2019Q1~3 实现投资收益和公允价值变动收益同比+114%至 17.8 亿元，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。
- **完成股份回购，坚定看好综合金融发展前景：**1) 公司公告已支付总金额 9.99 亿元，完成公司 1.99% 股份的回购，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) 随着全球经济下行及政治不确定性风险加大，军工行业和带有威慑性的高端金融行业景气度会持续上升。另外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 30.7、36.7 亿元，目前估值对应约 13.4 倍 2019PE、11.2 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) | 4.57 |
| 一年最低/最高价 | 4.16/7.12 |
| 市净率(倍) | 1.43 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 41021.81 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 3.21 |
| 资产负债率(%) | 85.82 |
| 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): 2019 中报点评: 引入投战致归母净利润下滑，整体保持稳健》2019-08-29
- 2、《中航资本 (600705): 2018 年报点评: 业绩符合预期，保持稳健》2019-03-15
- 3、《中航资本 (600705): 公司业绩稳健增长，回购彰显长期价值》2019-01-15

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 | 16,560 | 19,067 | 21,080 |
| 交易性金融资产 | - | 36,672 | 44,006 | 52,808 | 营业收入 | 7,449 | 9,518 | 11,070 | 12,467 |
| 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 | 3,900 | 4,791 | 4,748 |
| 一年内到期的非流动资产 | 57,043 | 62,604 | 68,907 | 77,438 | 营业总成本 | 10,586 | 12,590 | 14,294 | 15,613 |
| 其他流动资产 | 11,103 | 6,668 | 4,008 | 2,413 | 营业成本 | 4,090 | 5,316 | 6,313 | 6,792 |
| 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 | 99 | 114 | 126 |
| 长期应收款 | 83,800 | 95,848 | 105,432 | 121,247 | 销售费用 | 1,639 | 1,722 | 1,983 | 2,192 |
| 长期股权投资 | 2,813 | 3,375 | 4,050 | 4,860 | 管理费用 | 1,188 | 1,176 | 1,354 | 1,497 |
| 投资性房地产 | 2,320 | 2,784 | 3,341 | 4,009 | 财务费用 | 867 | 1,325 | 1,525 | 1,686 |
| 固定资产 | 8,149 | 11,408 | 12,549 | 13,804 | 资产减值损失 | 913 | 994 | 1,144 | 1,265 |
| 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 | 1,868 | 2,335 | 3,035 |
| 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 | 6,559 | 7,830 | 9,226 |
| 其他非流动资产 | 11,959 | 26,348 | 29,704 | 33,539 | 加：营业外收入 | 25 | 60 | 80 | 80 |
| 资产合计 | 300,303 | 332,174 | 368,055 | 416,968 | 减：营业外支出 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 短期借款 | 34,131 | 41,542 | 43,305 | 47,485 | 利润总额 | 5,332 | 6,606 | 7,897 | 9,293 |
| 吸收存款及同业存放 | 99,752 | 87,498 | 96,256 | 105,957 | 减：所得税 | 1,393 | 1,585 | 1,895 | 2,230 |
| 应付及预收款项 | 7,572 | 8,203 | 8,912 | 9,708 | 净利润 | 3,939 | 5,020 | 6,001 | 7,063 |
| 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 | 1,947 | 2,327 | 2,739 |
| 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 | 3,073 | 3,674 | 4,324 |
| 一年内到期的非流动负债 | 13,546 | 22,567 | 23,362 | 25,490 | 基本每股收益(元) | 0.35 | 0.34 | 0.41 | 0.48 |
| 其他流动负债 | 12,025 | 16,835 | 21,885 | 28,451 | | | | | |
| 长期借款 | 40,123 | 42,695 | 44,198 | 48,225 | | | | | |
| 应付债券 | 18,090 | 21,708 | 26,049 | 31,259 | | | | | |
| 长期应付款 | 10,247 | 17,078 | 17,679 | 19,290 | | | | | |
| 预计负债 | 99 | 118 | 142 | 170 | | | | | |
| 递延所得税负债 | 789 | 947 | 1,137 | 1,364 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 14,854 | 17,824 | 21,389 | 25,667 | | | | | |
| 负债合计 | 258,828 | 284,154 | 312,278 | 352,026 | | | | | |
| 股本 | 8,976 | 8,976 | 8,976 | 8,976 | | | | | |
| 其他所有者权益 | 18,733 | 20,258 | 22,013 | 24,115 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 27,709 | 29,234 | 30,990 | 33,092 | | | | | |
| 少数股东权益 | 13,766 | 18,786 | 24,787 | 31,850 | | | | | |
| 负债及所有者权益合计 | 300,303 | 332,174 | 368,055 | 416,968 | | | | | |

| 重要财务与估值指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 信托公司业务收入增长率 | 15.6% | 0.0% | 22.1% | -1.0% |
| 租赁公司业务收入增长率 | 29.3% | 32.9% | 16.3% | 12.6% |
| 财务公司业务收入增长率 | 48.3% | -26.6% | 10.0% | 23.3% |
| 证券公司业务收入增长率 | -12.2% | 30.3% | -1.6% | 0.0% |
| 营业收入增长率 | 26.6% | 19.4% | 15.1% | 10.6% |
| 归属于母公司股东净利润增速 | 13.7% | -2.9% | 19.5% | 17.7% |
| 每股收益 (EPS) | 0.35 | 0.34 | 0.41 | 0.48 |
| 每股净资产 (BVPS) | 3.09 | 3.26 | 3.45 | 3.69 |
| 净资产收益率 (ROE) | 11.4% | 10.5% | 11.9% | 13.1% |
| P/E | 13.06 | 13.35 | 11.17 | 9.49 |
| P/B | 1.48 | 1.40 | 1.32 | 1.24 |

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>

