

# 中航产融 (600705.SH) 深化产融结合, 突出金控平台价值

2021年07月12日

## ——中航产融首次覆盖报告

**投资评级: 买入 (首次)**
**高超 (分析师)**
**吕晨雨 (联系人)**

gaochao1@kysec.cn

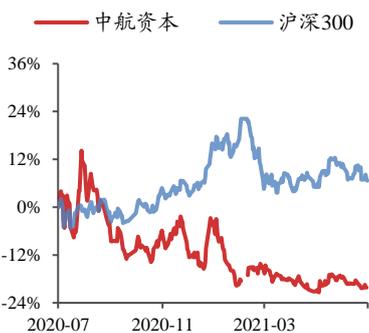
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120100011

日期	2021/7/9
当前股价(元)	3.85
一年最高最低(元)	5.79/3.81
总市值(亿元)	343.42
流通市值(亿元)	342.15
总股本(亿股)	89.20
流通股本(亿股)	88.87
近3个月换手率(%)	16.39

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 综合金融盈利稳定, 产融协同有望贡献增量

公司立足航空产业, 运用科技赋能, 致力于成为一流的产业-金融集成服务商。信托和租赁为公司利润贡献主力, 整体盈利能力保持稳定, 证券公司依托股东背景优势实现盈利快速增长, ROE 优于行业平均; 公司积极向产业融合方向转型, 发力产业投资和产业链供应链金融, 依托航空工业集团雄厚的产业背景, 有望为公司未来带来业绩增量。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 36.75/40.53/46.00 亿元, 分别同比 +12.2%/+10.3%/+13.5%, EPS 分别为 0.41/0.45/0.52 元, ROE 分别为 8.92%/9.21%/9.75%, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 9.3/8.5/7.5 倍, 2021 年 Q1PB 为 0.88, 估值具有安全边际, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 深化产融结合力度, 发力产业投资及产业链供应链金融平台

公司积极发力产业金融, 通过产业投资和产业链供应链金融强化产融结合, 围绕航空产业、实体产业提供高质量的产业金融服务。公司 2020 年主营业务中来自于产融结合相关度较高的业务占比超过 50%。中航产投致力于打造中航产融军工特色产业投资品牌, 努力挖掘优质项目, 其参与投资的合肥江航装备项目通过中航证券保荐并于 2020 年 7 月首次公开发行在科创板成功上市。公司通过航信平台发展产业链供应链金融, 依托航空产业优势, 有望为公司未来带来增量业绩。

### ● 综合金融业务稳健, 租赁和信托为利润贡献主力, 盈利能力保持稳定

综合金融平台方面, 公司多元金融工具提供全方位金融整合服务, 业务协作利于提升整体效能、产融协同优势明显。租赁业务天生契合航空产业, 发挥产业资源优势, 资产规模和质量稳健增长; 信托业务积极转型主动管理, 盈利能力保持较高水平; 证券业务净利润增速较高, 依托股东优势, 在军工投行项目上具有明显优势。

● **风险提示:** 宏观经济波动对公司盈利及资产质量带来不确定影响; 金融监管政策变化对业务发展带来不确定性; 公司业绩增长不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,032	18,341	20,588	22,710	25,783
YOY(%)	30.0	1.7	12.3	10.3	13.5
归母净利润(百万元)	3,064	3,274	3,675	4,053	4,600
YOY(%)	-3.2	6.9	12.2	10.3	13.5
毛利率(%)	20.9	19.7	19.7	19.7	19.7
净利率(%)	17.0	17.9	17.8	17.8	17.8
ROE(%)	10.6	9.4	8.9	9.2	9.7
EPS(摊薄/元)	0.34	0.37	0.41	0.45	0.52
P/E(倍)	11.3	10.5	9.3	8.5	7.5
P/B(倍)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、产融结合优势突出，激励机制领先 .....	4
1.1、雄厚产业背景造就特色金控公司 .....	4
1.2、引入战投提升子公司竞争优势，推出股权激励完善长效机制 .....	4
1.3、信托租赁业务构成主要利润贡献 .....	6
2、深化产融结合力度，发力产业投资及产业链供应链金融 .....	7
2.1、扎实推进战略引领，提升公司竞争力 .....	7
2.2、产业投资平台：打造军工特色产业投资品牌 .....	7
2.3、产业链供应链金融平台：助推供应链优化、产业结构升级 .....	8
2.4、综合金融平台：集团产业资源促进金融业务协同发展 .....	9
3、金融业务稳健增长，产融结合特点构成护城河 .....	10
3.1、租赁：充分发挥产业资源优势，资产端规模质量稳步提升 .....	10
3.2、信托：持续推进业务转型与创新 .....	11
3.3、证券：打造军工企业首选投资银行 .....	12
4、盈利预测 .....	14
4.1、盈利预测 .....	14
4.2、可比公司估值 .....	15
5、投资结论 .....	15
6、风险提示 .....	16
附：财务预测摘要 .....	17

## 图表目录

图 1：背靠军工集团股东产业背景，打造三大业务平台 .....	4
图 2：租赁、信托、证券板块为利润贡献主力 .....	6
图 3：2019 年起净利润稳健增长 .....	7
图 4：2020 年受疫情影响 ROE 下降 .....	7
图 5：产融深度融合，助力中航装备提升竞争力 .....	8
图 6：航信平台助力供应链金融生态良性循环 .....	9
图 7：2016 年起净利润稳定提升 .....	10
图 8：租赁资产规模稳定增长，重点发展航空租赁 .....	10
图 9：中航租赁损失准备计提充足，业务稳健发展 .....	11
图 10：中航租赁资产质量提升，不良率下降 .....	11
图 11：中航信托业务规模增速放缓，主动管理型信托规模持续增长 .....	12
图 12：受自营拖累和通道业务减少，信托净利润增速放缓 .....	12
图 13：受净利增速减缓影响，中航信托 ROE 下降 .....	12
图 14：2019 年起中航证券 ROE 高于行业平均 .....	13
图 15：2019 年起中航证券归母净利润保持高速增长 .....	13
图 16：2019 年起各业务利润贡献比例稳定 .....	13
图 17：资本市场改革深化，产业背景促进中航证券投行业务发展 .....	14
表 1：公司第一期股权激励参与人数及授予股票 .....	5
表 2：公司第一期股权激励计划解锁期对应业绩条件 .....	5
表 3：中航证券为军工企业保荐上市通过率 100% .....	10

---

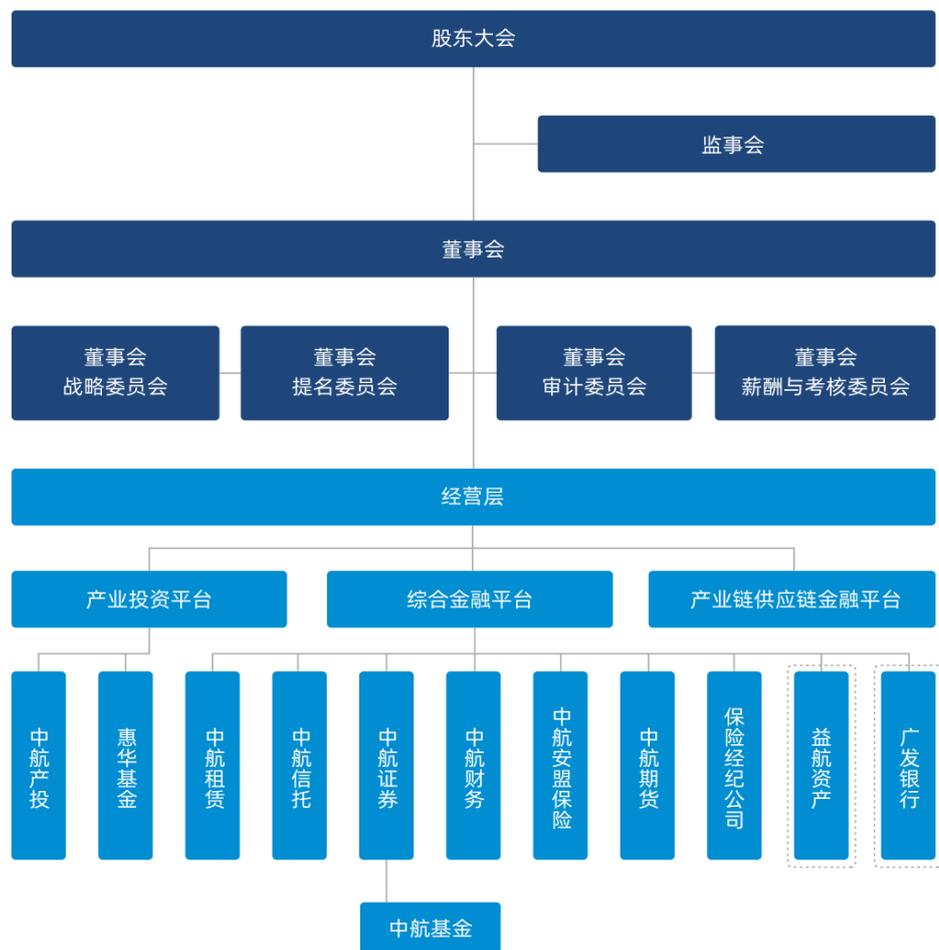
表 4: 业务板块专业化发展, 发挥航空产业资源优势.....	10
表 5: 中航信托管理信托规模投向分布多元.....	12
表 6: 2017 年至 2020 年中航证券投行业务收入中集团业务占比较高.....	14
表 7: 盈利预测核心假设 .....	14
表 8: 中航产融 ROE 和 PB 高于行业平均, PE (TTM) 低于行业平均.....	15

## 1、产融结合优势突出，激励机制领先

### 1.1、雄厚产业背景造就特色金控公司

2012年8月，中航投资通过重组登陆A股，后更名为“中航资本”，成为A股首家金融控股类上市公司，唯一一家军工集团背景央企金控公司。公司依托中国航空工业集团有限公司（简称“航空工业”）的产业背景，以产业金融和综合金融为两大业务方向，打造一体化、集成化的金融服务体系。推动构建产业投资、综合金融、产业链供应链金融三大业务平台。进一步优化业务布局，强化业务协同，实现融合发展，全面提升公司整体竞争力和市值价值。

图1：背靠军工集团股东产业背景，打造三大业务平台



资料来源：公司 ESG 报告、开源证券研究所

### 1.2、引入战投提升子公司竞争优势，推出股权激励完善长效机制

**引入重量级战投，提升金融子公司长期竞争优势。**2018年末，公司全资子公司中航投资引入中国人寿、国同基金、上海国际等6家重量级战投，合计增资100亿元，增资后6家战投合计持股中航投资27.4%。据此前北交所显示，本次资金将用于中航租赁增资、产业投资、设立军民融合产业基金和偿还银行贷款等。本次增资将解决下属子公司发展资金瓶颈，为产业投资奠定资金基础，此外本次战投中国人寿出资

60 亿元，占中航产融股份比例 16.5%，国寿作为寿险行业龙头，在资金端有望给中航产融带来更多支持。

**2017 年实施市场化增持，健全长期激励机制。**公司 2017 年 11 月完成市场化增持计划，通过资管计划在二级市场累计买入公司股票 1713 万股(占总股本 0.19%)，合计金额 1.05 亿元，成交均价为 6.14 元/股。本计划参加对象为公司及下属子公司员工，总人数合计 136 人，其中董监高参与金额占比为 14.92%，锁定期 12 个月。本次增持计划的实施有助于吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，健全公司长期、有效的激励约束机制。经公司第八届董事会第二十五次会议审议通过，决定将市场化增持计划存续期延期 2 年至 2022 年 9 月 25 日。

**2019 年推出股票激励计划，进一步完善长效激励机制。**2019 年 12 月，公司推出股票激励计划，本次激励计划有效期 6 年，包括 2 年禁售期和 4 年解锁期，实际可解锁数量与激励对象上一年度绩效评价结果挂钩。2020 年 3 月 23 日公告授予结果，激励对象包括公司及子公司高管、中层管理人员及核心业务骨干，激励对象购买限制性股票的资金以自筹方式解决。第一期计划实际向 182 名激励对象授予 3293.1475 万股股票，约占总股本 0.367%，股票来源为公司回购股份中用于股权激励的部分。第一期计划授予价格为 2.68 元/股，本次《激励计划草案》摘要首次公告前 1 个交易日公司股票均价的 60% 为 2.71 元，鉴于公司于 2019 年 12 月 18 日进行了现金分红，分红价格为每股 0.03528 元，调整后的授予价格为每股 2.68 元。

**表1: 公司第一期股权激励参与人数及授予股票**

姓名	职务	人数	首次授予股数 (万股)	占首次授予总量比例 (%)	总股本比例 (%)
赵宏伟	董事、总经理	1	69.65	2.115	0.008
刘光运	董事、总会计师	1	35.00	1.063	0.004
艾百辉	纪检组长	1	10.00	0.304	0.001
贾福青	副总经理	1	16.00	0.486	0.002
中层管理人员、子公司高级管理人员及中层管理人员、核心业务骨干		178	3162.4975	96.033	0.352
合计		182	3293.1475	100.00	0.367

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表2: 公司第一期股权激励计划解锁期对应业绩条件**

解锁安排	解锁期间	可解锁数量占限制性股票数量的比例	解锁业绩条件
第一次解锁	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%	(1) 可解锁日前一财务年度归属于母公司股东的加权平均净资产收益率不低于 9.0%，且不低于同行业对标企业 75 分位值； (2) 以 2018 年度为基础，可解锁日前一个财务年度的净利润复合增长率不低于 7.2%，且不低于同行业对标企业 75 分位值； (3) 可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ;
第二次解锁	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%	(1) 可解锁日前一财务年度归属于母公司股东的加权平均净资产收益率不低于 9.4%，且不低于同行业对

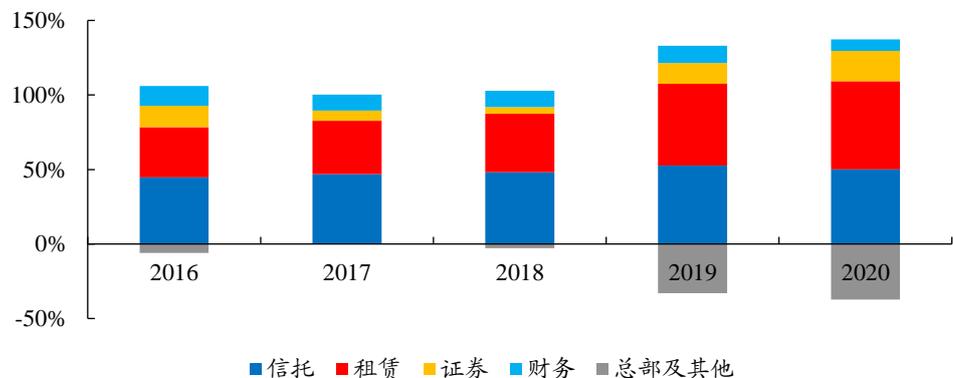
解锁安排	解锁期间	可解锁数量占限制性股票数量的比例	解锁业绩条件
	交易日当日止		标企业 75 分位值; (2) 以 2018 年度为基础, 可解锁日前一个财务年度的净利润复合增长率不低于 7.2%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; (3) 可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ;
第三次解锁	自首次授予日起 48 个月后的首个交易日起至首次授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%	(1) 可解锁日前一财务年度归属于母公司股东的加权平均净资产收益率不低于 9.9%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; (2) 以 2018 年度为基础, 可解锁日前一个财务年度的净利润复合增长率不低于 7.2%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; (3) 可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ;
第四次解锁	自首次授予日起 60 个月后的首个交易日起至首次授予日起 72 个月内的最后一个交易日当日止	25%	(1) 可解锁日前一财务年度归属于母公司股东的加权平均净资产收益率不低于 10.5%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; (2) 以 2018 年度为基础, 可解锁日前一个财务年度的净利润复合增长率不低于 7.2%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; (3) 可解锁日前一会计年度 $\Delta EVA > 0$ ;

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、信托租赁业务构成主要利润贡献

**租赁和信托贡献主要利润。**从业务构成角度看, 租赁、信托、证券为主要业务构成。2020 年租赁、信托和证券占公司营业收入分别为 55.2%, 20.5% 和 9.6%。从利润贡献角度看, 租赁和信托利润贡献较大, 分别为 59.2% 和 50.0%, 中航证券和中航财务贡献较小, 公司总部及其他分部利润贡献为负, 主要由负债经营造成。

图2: 租赁、信托、证券板块为利润贡献主力

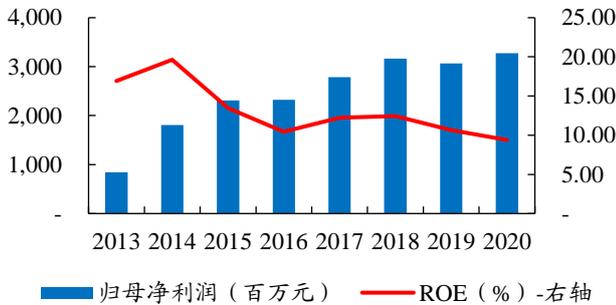


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

信托、租赁和证券公司 ROE 均在 9% 以上, 信托公司盈利能力突出。从各子公司 ROE 数据看, 近 5 年公司旗下几家金融公司 ROE 整体呈现稳定趋势, 2020 年受疫

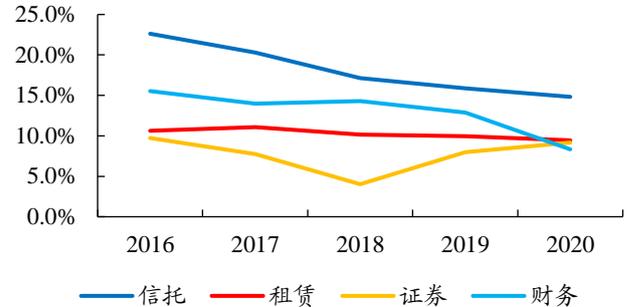
情影响略有下降。信托、财务和租赁公司 ROE 均保持在 9% 以上，信托 ROE 较高，中航信托 2019 年/2020 年年化 ROE 分别为 15.9%/14.8%，租赁公司 2019 年/2020 年年化 ROE 分别为 10.0%/9.4%。

图3: 2019 年起净利润稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 2020 年受疫情影响 ROE 下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、深化产融结合力度，发力产业投资及产业链供应链金融

### 2.1、扎实推进战略引领，提升公司竞争力

根据公司 2020 年新战略布局，公司以“航空报国、航空强国”为初心，以“立足航空产业，运用科技赋能，致力于成为一流的产业-金融集成服务商”为战略定位，通过金融集成与协同创新，践行“金融+”整体发展战略，实施数字化、轻资本化、体系化服务三大转型，推进金融控股公司牌照申请等重点工作，服务航空工业产融结合，推动国防科技工业、央企及实体经济的转型升级，服务社会民生，增进民生福祉，带给广大客户幸福感、获得感，为社会创造更大价值。在此基础上，公司提出一个战略定位，两大业务方向，三大业务平台。

**一个战略定位明确公司核心价值。**中航产融立足航空产业，运用科技赋能，致力于成为一流的产业-金融集成服务商。

**两大业务方向为客户服务。**公司以产业金融和综合金融为两大业务方向，打造一体化、集成化的金融服务体系。一是产业金融：开展产业投资和产业链供应链金融，强化产融结合，围绕航空产业、实体产业提供高质量的产业金融服务。二是综合金融：运用多元金融工具提供金融整合服务，强化融融结合，以客户为中心提供卓越的综合金融服务。

**三大业务平台协同发展。**公司以申请金融控股公司牌照为契机，全面提升公司治理水平及科学管控能力，建立健全产业投资、综合金融、产业链供应链金融三大业务平台，提升三大平台效能，优化业务布局，强化业务协同，全面提升公司整体竞争力和市场价值。

### 2.2、产业投资平台：打造军工特色产业投资品牌

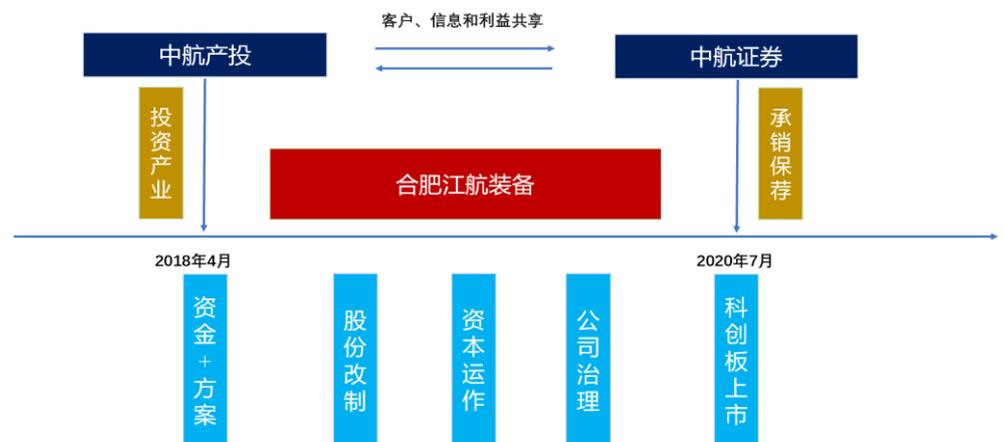
**股东背景雄厚。**公司控股股东为中国航空工业集团，是由中央管理的国有特大型企业

业，设有航空业务(包括军用航空、民用航空及相关业务)、非航空业务及三产服务业三大产业板块，下辖 89 家二级子公司及 48 个事业单位，并拥有 21 家上市公司的控制权。

**加码产业投资，发挥产融协同优势。**公司充分发挥航空产业资源与背景优势，加强与航空产业链供应链的充分融合，积极探索并发展公司的产业直投、私募基金投资等业务。公司组建了独立、专业化运营的中航资本国际、中航产投、誉华基金管理公司、航融基金管理公司、航证科创投资有限公司、参股融富基金管理公司，构建更加丰富、层次多元的产业投资体系。公司持续提升募资端和资产端的专业化水平、资源整合能力，以深度研究驱动产业投资，打造具有航空特色的产业投资卓越品牌。

**产业投资平台和综合金融平台形成合力，提供一体化、集成化的金融服务体系。**公司作为具有产业背景的产业投资与综合金融平台，覆盖企业投入期、成长期、成熟期、退出期等全生命周期，开展体系化产业金融业务，为企业提供产融协同服务。如中航产投致力于打造中航产融军工特色产业投资品牌，努力挖掘优质项目，其参与投资的合肥江航装备项目通过中航证券保荐并首次公开发行在科创板成功上市。根据合肥江航装备 2020 年年报披露，截至 2020 年末合肥江航期末净资产为 19.30 亿元，公司产投平台下属全资子公司中航航空产业投资持有公司 14.17% 股份，为公司第二大股东。

**图5：产融深度融合，助力江航装备提升竞争力**



资料来源：公司公告、江航装备招股书、开源证券研究所

### 2.3、产业链供应链金融平台：助推供应链优化、产业结构升级

**产业背景助力产业链供应链金融平台建设。**公司利用航空产业链核心地位优势，探索运用金融科技手段，整合物流、资金流、信息流等信息，深入把握产业链供应链场景因素，发挥多元金融优势提供适配、精准的多元化投融资金融服务。根据中航信用服务平台官网信息，公司通过金网络搭建“航信”供应链金融平台并提供运营服务，通过航信平台可以盘活采购企业优质信用，帮助供应链上供应商、尤其是中小供应商及时获得低成本融资，协助采购企业降低采购成本、加快供应链上资金周转。

**航信平台实现资金对供应链上下游精准滴灌。**根据中航信用服务平台官网信息，航

信平台目前服务于九大军工集团，在城市建设领域、政府采购、高端制造、建筑、医疗等行业已有大量成功实践。从 2015 年成立至 2021 年 5 月，航信平台已累计服务产业供应链上下游应收账款确权结算 1000 亿元，覆盖服务产业链上各级供应商逾万家。2020 年 3 月 15 日，航信平台携手中航信托联合设立的军工供应链金融集合资金信托计划成功实现首期发行。军工供应链金融集合资金信托计划规模 2 亿元，专项用于航空工业体系内各大主机厂的各级供应商的军品生产制造。针对军工行业发展的特殊性，航信平台创新设计并推出“订单贷+应收账款流转”的综合解决方案。一级供应商通过与核心企业的真实订单、存货等已经形成或即将形成的未来应收账款即可通过航信平台申请融资。

**图6：航信平台助力供应链金融生态良性循环**



资料来源：金网络公司官网、开源证券研究所

## 2.4、综合金融平台：集团产业资源促进金融业务协同发展

根据上证报信息，2020 年公司主营业务中来自于产融结合相关度较高的业务占比超过 50%。随着产业结构升级，产融结合更加紧密，公司成长可期。

**集团业务与融资租赁业务协同性较强。**中航工业集团的民用飞机、工业制造等业务与融资租赁业务具有天然协同性，集团借鉴 GE 集团产融结合经验，重兵发展融资租赁业务。一方面，中航租赁可为集团下属企业提供融资租赁金融服务，另一方面，集团作为航空设备生产商，可与中航租赁形成业务协同，为航空设备购买商提供融资租赁业务服务。

**中航租赁——国内最大国产民机租赁服务商。**中航租赁持续、有效地推动包括新舟 60 客机、AC311 直升机、直 9 直升机和运 12 通航飞机等在内的国产飞机市场化运营；公司最新发债公告显示，截至 2020 年 12 月末，公司机队规模达到 313 架。

**中航证券——中国军工产业投融资首选投资银行。**依托航空工业集团的资源优势，中航证券在军工领域积累了众多项目经验。2010 年-2020 年，中航证券作为保荐机构共为 20 家企业进行上市辅导，其中军工类型企业有 6 家，过会率 100%。

**表3: 中航证券为军工企业保荐上市通过率 100%**

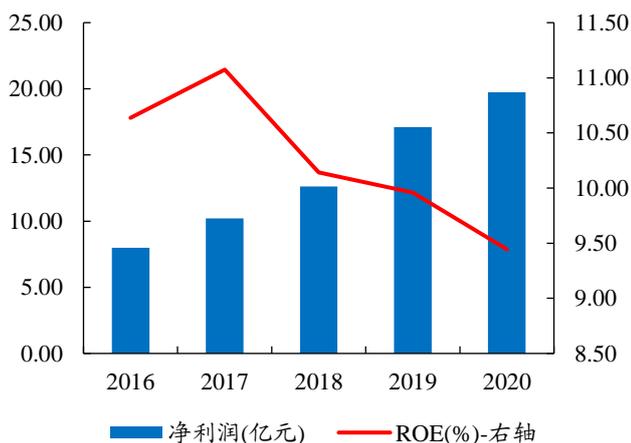
公司名称	类型	审核结果	会议年度
江苏常发制冷股份有限公司	首发	通过	2010
深圳金信诺高新技术股份有限公司	首发	通过	2011
江西新余国科科技股份有限公司	首发	通过	2017
西安三角防务股份有限公司	首发	通过	2019
合肥江航飞机装备股份有限公司	首发	通过	2020
恒宇信通航空装备(北京)股份有限公司	首发	通过	2020

资料来源: Wind、开源证券研究所

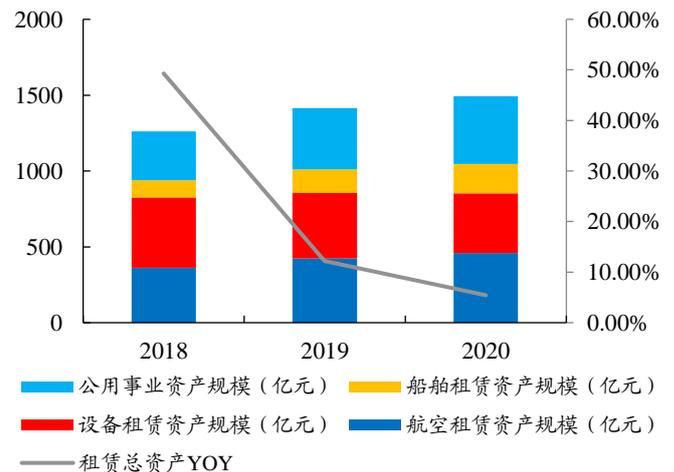
### 3、金融业务稳健增长，产融结合特点构成护城河

#### 3.1、租赁：充分发挥产业资源优势，资产端规模质量稳步提升

发挥产业资源优势，业务规模持续扩张。2016-2020年，融资租赁资产规模持续增长，由653.23亿元增长到1492.02亿元，复合增速22.94%，净利润稳定提升，由8亿元增长到19.74亿元，复合增速25.34%。受增资影响稀释股权，ROE下降，2020年中航租赁ROE为9.45%。中航租赁是国内最大的拥有航空工业背景的融资租赁企业。目前已逐步建立起包括民航支线、干线飞机、公务机、货机、发动机和飞行模拟机等在内的全方位航空租赁业务体系。同时抓住中国经济调结构、产业升级的趋势开展市场化业务，目前中航租赁在全国30多个省市有超过500家客户，行业遍布基础设施建设、高端制造、节能环保、现代农业、医疗、电力等领域。据中航租赁发债公告数据显示，截至2021年3月末，中航租赁航空、船舶、设备、公共事业板块融资租赁资产占比分别为31.21%，25.07%，12.66%，31.06%。

**图7: 2016年起净利润稳定提升**


数据来源: 中航租赁发债公告、开源证券研究所

**图8: 租赁资产规模稳定增长，重点发展航空租赁**


数据来源: 中航租赁发债公告、开源证券研究所

**表4: 业务板块专业化发展，发挥航空产业资源优势**

2021年3月末	航空	船舶	设备	公共事业
项目平均租赁合同期(年)	10—12	6—10	3—5	5
租赁利率(%)	1.60-5.70	4.58-5.81	4.10-6.00	4.75-7.50
租赁资产不良率(%)	0	0	3.74	0.39

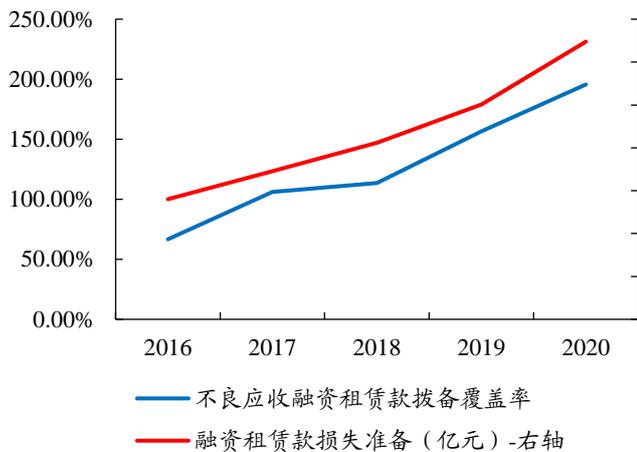
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2021年3月末	航空	船舶	设备	公共事业
规模占比(%)	31.21	25.07	12.66	31.06

数据来源：中航租赁发债公告、开源证券研究所

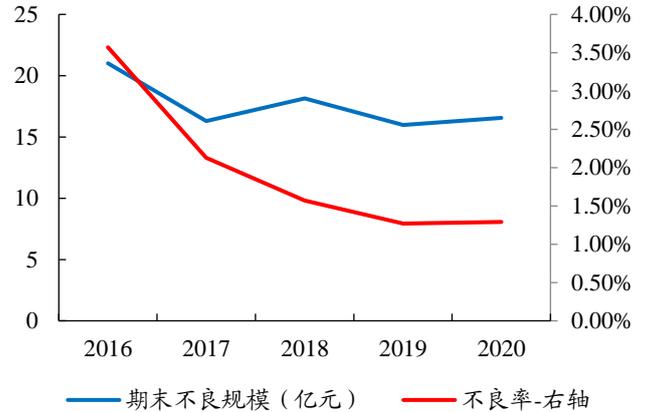
**业务扩张兼顾风险控制，深入产业提升资产质量。**中航租赁凭借产业资源，为客户提供专业化的租赁服务。增资提升抵御风险能力的同时，伴随融资租赁资产规模的扩张，据中航租赁发债公告，2016-2020年拨备覆盖率由66.68%提升至195.62%。通过深入产业不断提升风控能力，改善资产质量，不良资产规模持续下降，2016-2020年不良率持续下降，由3.57%下降至1.29%。

图9：中航租赁损失准备计提充足，业务稳健发展



数据来源：中航租赁发债公告、开源证券研究所

图10：中航租赁资产质量提升，不良率下降



数据来源：中航租赁发债公告、开源证券研究所

### 3.2、信托：持续推进业务转型与创新

**中航信托主动管理能力突出。**2020年末主动管理规模达5409亿元，较年初增加15.4%，主动管理规模占比升至81.2%。公司主动管理业务结构多元，除了地产、基建等传统业务，公司在普惠金融、实体企业、资产管理和家族信托方面均有较好布局。

**盈利能力较强。**中航信托2020年ROE为14.8%，净利润同比+1.5%，增速回落主要受自营投资利润下降和通道类业务量减少影响，公司积极转型发展主动管理型信托业务，整体盈利能力仍较强。信托业务收入同比+7%，中航信托在2020年按信托业务收入排名行业第5。

图11: 中航信托业务规模增速放缓, 主动管理型信托规模持续增长



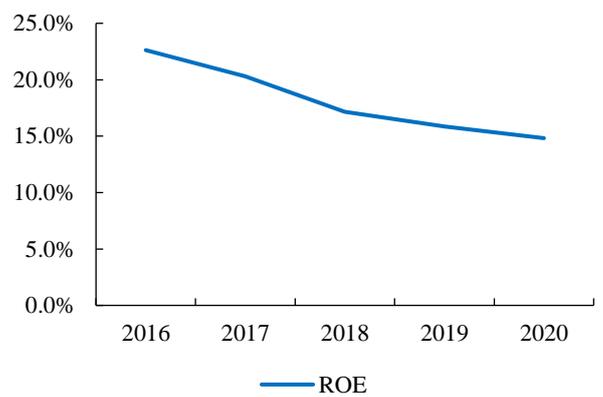
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 受自营拖累和通道业务减少, 信托净利润增速放缓



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 受净利增速减缓影响, 中航信托 ROE 下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 中航信托管理信托规模投向分布多元

信托资产分布	2016	2017	2018	2019	2020
基础产业	16%	15%	14%	12%	9%
房地产	8%	9%	12%	17%	17%
证券市场	12%	9%	7%	8%	14%
实业	18%	22%	24%	28%	22%
金融机构	13%	11%	12%	12%	7%
其他	33%	34%	30%	23%	30%

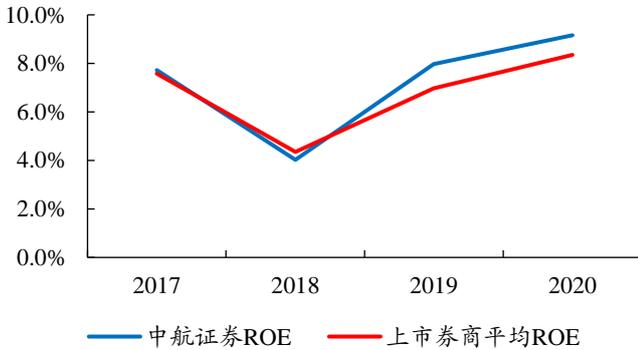
数据来源: 中航信托公告、开源证券研究所

### 3.3、证券: 打造军工企业首选投资银行

**中航证券业绩快速增长。**2019年1月11日, 中航证券收到中航产融和中航投资增资的30亿元。叠加证券市场向好、资本市场走强, 中航证券营收与归母净利润均实现快速增长, 2019年和2020年公司归母净利润分别同比+190%/+56%。从2018年-2020年, 中航证券ROE从4.0%提升至8.4%, 高于行业平均。2020年, 公司确立了投研

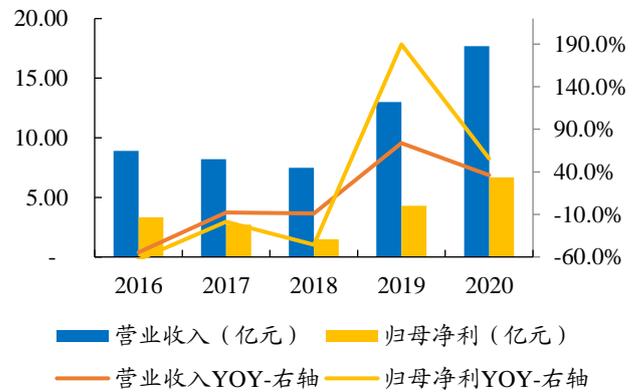
引领带动各业务条线打造军工特色综合金融业务体系的发展思路，各业务条线共同发力，占领行业细分市场。

图14: 2019年起中航证券 ROE 高于行业平均



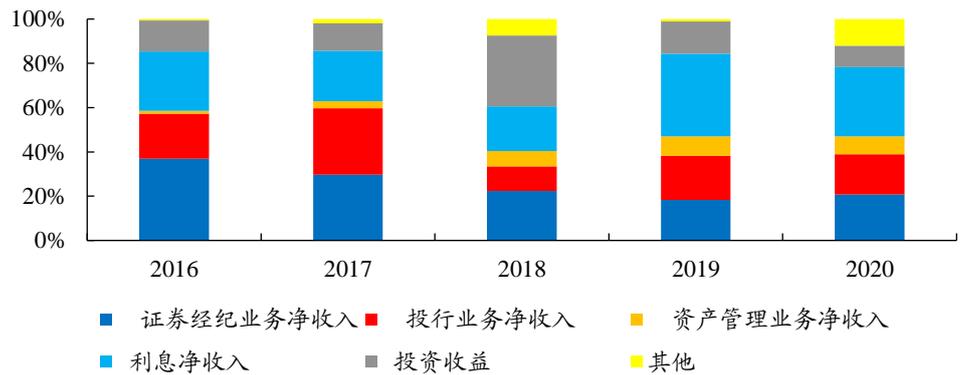
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图15: 2019年起中航证券归母净利润保持高速增长



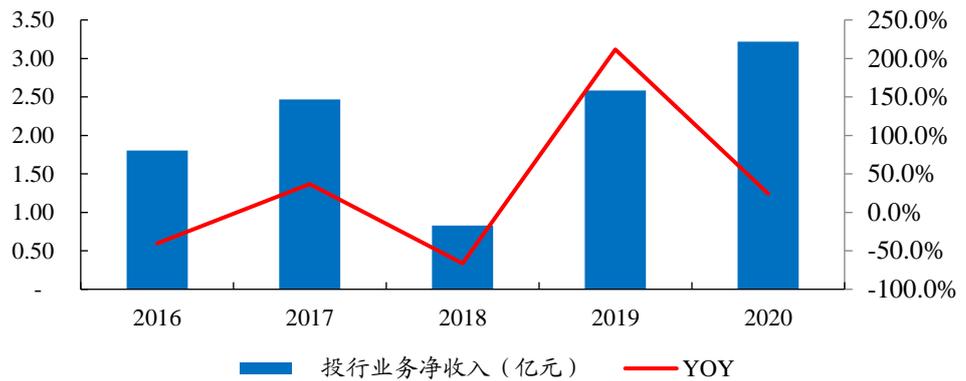
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 2019年起各业务利润贡献比例稳定



数据来源: 公司发债公告、开源证券研究所

**深耕广大军工企业，打造军工公司首选投行。**中航工业集团旗下 30 家上市公司拥有丰富的投行业务资源，对中航证券投行业务形成重要支持，2020 年与关联方投行业务收入占比 29.13%。大量项目经验，打造专业化投行团队。中航证券稳步增强军工特色投研能力，涉及航空主业相关的投行业务进入良性循环。随着军工投行股权债权融资项目有序开展，2018 年-2020 年投行业务净收入由 0.83 亿元增长到 3.22 亿元，复合增长率+97%。

**图17: 资本市场改革深化, 产业背景促进中航证券投行业务发展**


数据来源: 公司发债公告、开源证券研究所

**表6: 2017年至2020年中航证券投行业务收入中集团业务占比较高**

关联方	关联交易内容	2020年	2019年	2018年	2017年
合合肥江航飞机装备股份有限公司	承销手续费	4,498			
天马微电子股份有限公司	承销手续费	1,279			
中航富士达科技股份有限公司	承销手续费	1,200			
中航重机股份有限公司	承销手续费、保荐费		1,345		
南京中航工业科技城发展有限公司	承销手续费		475		
航空工业及其下属单位	财务顾问费收入			2,245	
深南电路股份有限公司	证券承销收入				3,613
中航黑豹股份有限公司	证券承销收入				1,132
其他		2,392	486	335	1,157
合计		9,369	2,307	2,580	5,902
中航证券投行业务收入		32,165	25,844	8,293	24,655
集团投行业务收入占比 %		29.1%	8.9%	31.1%	23.9%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测

### 4.1、盈利预测

**表7: 盈利预测核心假设**

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
上市公司归母净利润	3,166	3,064	3,274	3,675	4,053	4,600
YOY	13.7%	-3.2%	6.9%	12.2%	10.3%	13.5%
归母所有者权益	27,709	29,883	39,852	42,544	45,495	48,879
ROE	12.4%	10.6%	9.4%	8.92%	9.21%	9.75%
子公司净利润预测:(持100%股权下)						
中航信托	1,847	1,951	1,981	2,224	2,374	2,768
YOY	13%	6%	2%	12%	7%	17%
中航租赁	1262	1711	1974	2223	2453	2661
YOY	24%	36%	15%	13%	10%	8%

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
中航证券	148	430	669	726	813	937
YOY	-45%	190%	56%	9%	12%	15%
中航财务	767	792	569	765	906	996
YOY	15%	3%	-28%	34%	18%	10%
中航期货	11.8	17.9	20.6	22.6	24.9	27.4
YOY	-5%	52%	15%	10%	10%	10%
中航产融总部及其他贡献净利润	-98	-959	-1,098	-1,321	-1,407	-1,557

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

基于上述假设,我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 36.75/40.53/46.00 亿元,分别同比+12.2%/+10.3%/+13.5%, EPS 分别为 0.41/0.45/0.52 元, ROE 分别为 8.92%/9.21%/9.75%。

#### 4.2、可比公司估值

我们选取与中航产融相同类型的 3 家央企上市金控公司作为可比公司。从下表数据看,公司 2018-2020 年 ROE 分别为 12.42%/10.64%/9.39%。3 家可比公司 2018-2020 年 ROE 均值分别为 3.11%/8.39%/8.23%。中航产融 ROE 高于可比公司均值。从估值看,中航产融 PB 略高于可比公司均值,PE (TTM) 低于可比公司均值。考虑公司盈利能力稳定且积极向产融协同转型,公司估值具有安全边际。

表8: 中航产融 ROE 和 PB 高于行业平均, PE (TTM) 低于行业平均

股票代码	简称	ROE (%)			归母净利润 (亿元)		PB (基于 2021 年 Q1 末净资产)	PE (TTM)
		2018	2019	2020	2019	2020		
600705.SH	中航产融	12.42	10.64	9.39	30.64	32.74	0.87	10.84
600390.SH	五矿资本	7.05	8.17	9.36	27.35	37.52	0.56	6.40
002423.SZ	中粮资本	-7.45	7.33	6.27	6.52	10.54	1.15	18.75
000617.SZ	中油资本	9.72	9.66	9.05	77.93	78.44	0.80	9.48
可比公司平均		3.11	8.39	8.23	37.27	42.17	0.84	11.37

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上表格估值数据日期为 2021 年 7 月 9 日。

### 5、投资结论

**综合金融盈利稳定,产融协同有望贡献增量。**信托和租赁为公司利润贡献主力,整体盈利能力保持稳定,证券公司依托股东背景优势实现盈利快速增长,ROE 优于行业平均;公司积极向产业融合方向转型,发力产业投资和产业链供应链金融,依托航空工业集团雄厚的产业背景,有望为公司未来带来业绩增量。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 36.75/40.53/46.00 亿元,分别同比+12.2%/+10.3%/+13.5%,EPS 分别为 0.41/0.45/0.52 元,ROE 分别为 8.92%/9.21%/9.75%,当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 9.3/8.5/7.5 倍,2021 年 Q1 末 PB 为 0.87,估值具有安全边际,首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

- 宏观经济波动对公司盈利及资产质量带来不确定影响;
- 金融监管政策变化对业务发展带来不确定性;
- 公司业绩增长不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	201899	225135	264400	282736	303770	<b>营业收入</b>	18032	18341	20588	22710	25783
现金	86629	110932	130280	139315	149679	营业成本	14257	14729	16534	18239	20706
应收票据及应收账款	304	272	319	341	367	营业税金及附加	239	159	179	197	224
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	69	64	76	81	87	管理费用	1476	1754	1969	2172	2466
存货	2929	2587	3038	3249	3490	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	111969	111279	130688	139751	150147	财务费用	1317	1389	1559	1720	1952
<b>非流动资产</b>	139716	154460	181400	193980	208410	资产减值损失	1491	2191	2059	2271	2578
长期投资	3754	4322	5076	5428	5832	其他收益	0	0	0	0	0
固定资产	13776	17972	21106	22570	24249	公允价值变动收益	122	-195	0	0	0
无形资产	60	90	105	113	121	投资净收益	2078	2795	3137	3461	3929
其他非流动资产	122126	132077	155112	165869	178209	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	341615	379595	445800	476716	512180	<b>营业利润</b>	6340	6818	7653	8442	9584
<b>流动负债</b>	195303	218814	261640	279785	300599	营业外收入	90	28	28	28	28
短期借款	32160	27303	32647	34911	37508	营业外支出	19	17	17	17	17
应付票据及应付账款	326	342	408	437	469	<b>利润总额</b>	6411	6829	7664	8454	9596
其他流动负债	162817	191169	228585	244437	262621	所得税	1687	1560	1750	1931	2192
<b>非流动负债</b>	98136	97664	116778	124877	134167	<b>净利润</b>	4724	5270	5914	6523	7404
长期借款	39588	46002	55005	58819	63195	少数股东损益	1660	1995	2239	2470	2804
其他非流动负债	58548	51662	61773	66057	70972	<b>归母净利润</b>	3064	3274	3675	4053	4600
<b>负债合计</b>	293439	316478	378419	404662	434766	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	18294	23265	24837	26559	28535	<b>成长能力</b>					
股本	8976	8920	8920	8920	8920	营业收入(%)	30.0	1.7	12.3	10.3	13.5
资本公积	6251	6050	6050	6050	6050	营业利润(%)	19.2	7.5	12.3	10.3	13.5
留存收益	11812	13977	21887	24798	28208	归母净利润(%)	-3.2	6.9	12.2	10.3	13.5
<b>归属母公司股东权益</b>	29883	39852	42544	45495	48879	<b>获利能力</b>					
负债和股东权益	341615	379595	445800	476716	512180	毛利率(%)	20.9	19.7	19.7	19.7	19.7
<b>现金流量表(百万元)</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	17.0	17.9	17.8	17.8	17.8
经营活动现金流	-4950	10034	9066	10225	11656	ROE(%)	10.6	9.4	8.9	9.2	9.7
净利润	4724	5270	5914	6523	7404	ROIC(%)	3.9	3.9	3.8	3.9	4.2
折旧摊销	973	1141	1241	1341	1441	<b>偿债能力</b>					
财务费用	1317	1389	1439	1489	1539	资产负债率(%)	85.9	83.4	84.9	84.9	84.9
投资损失	-1956	-2428	-2528	-2628	-2728	净负债比率(%)	718.0	581.7	588.4	590.5	592.3
营运资金变动	-11097	2500	3000	3500	4000	流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
其他经营现金流	0	0	0	0	0	速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
投资活动现金流	-9980	14764	14864	14964	15064	<b>营运能力</b>					
资本支出	6998	12045	12045	12045	12045	总资产周转率	5.6	5.1	5.0	4.9	5.2
长期投资	82683	74759	74859	74959	75059	应收账款周转率	4574.4	6376.8	6970.0	6879.2	7285.6
其他投资现金流	2411	2660	2760	2860	2960	应付账款周转率	3084.7	4415.2	4408.5	4315.4	4570.4
筹资活动现金流	14604	-651	-4582	-16154	-16356	<b>每股指标(元)</b>					
短期借款	68334	68991	69091	69191	69291	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.37	0.41	0.45	0.52
长期借款	50000	46290	46390	46490	46590	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.55	1.12	1.02	1.15	1.31
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.33	4.47	4.77	5.10	5.48
资本公积增加	3531	3103	3103	3103	3103	<b>估值比率</b>					
其他筹资现金流	7569	8705	8705	8705	8705	P/E	11.3	10.5	9.3	8.5	7.4
现金净增加额	-298	24304	19347	9035	10364	P/B	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
						EV/EBITDA	42.4	37.4	39.5	38.1	36.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn