

2021年07月13日

加强产业投资，深化军工、新能源供应链布局

中航产融(600705)

事件概述

近日，上市公司公告变更公司名称、修订《公司章程》，上市公司简称由“中航资本”变更为“中航产融”。

分析判断：

公司发展战略的重心更加侧重产业投资和军工、新能源方向的供应链金融服务。作为中国航空工业集团重要的金融服务平台和产业投资平台，中航产融通过各类金融工具向航空工业等实体经济提供综合金融服务，并有望从国防军工产业的景气周期中获得长足发展。

► 股东背景独特，打造产投融协同平台

公司第一大股东为航空工业集团，集团及下属单位合计持有公司 47.05% 的股份。中航产融的综合金融业务主要通过下属子公司开展，包括中航租赁、中航信托、中航证券、中航财务、中航期货等。公司还通过中航产投、中航证券下属直投子公司和另类投资子公司，以及国家级军民融合惠华基金，积极开展军工方向、军民融合方向的产业投资。

► 战略重心向产业投资和供应链金融倾斜

公司更名及修订章程，体现其“十四五”规划和 2035 年中长期发展规划的战略侧重发生变化，公司将以中航产投为主体，做大做强产业投资业务。公司产业投资还将在满足集团“碳中和”能源综合管理需求的基础上布局风电、光伏等新能源领域，实现新能源业务场景与中航产融的各类金融业务的有效对接。

我国军工和新能源产业均处在景气度上升周期，我们预计中航产投将实现较大规模的基金运作，对中航产融的盈利增厚或将比较显著。

► 金融牌照齐全，为航空军工提供综合金融服务

中航产融的综合金融平台拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等稀缺金融牌照，业务规模较大及资产质量较优，金控平台已成规模。在金控平台审批趋严的背景下，中航产融的优势日益凸显。

中航产融依托集团所属单位在航空军工产业链核心地位优势，面向 1) 国防军工供应链体系，2) 其他产业链较长的核心央企，3) 市场化业务，运用金融科技手段为产业链供应链企业提供订单融资、存货融资、航信融资、保理融资、票据融资等供应链金融业务，具有一定的竞争优势和成长性。

投资建议

随着 2021 年国内经济持续恢复，以及公司在供应链金融

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	3.84
股票代码：	600705
52 周最高价/最低价：	5.79/3.81
总市值(亿)	342.53
自由流通市值(亿)	341.26
自由流通股数(百万)	8,887.04



分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

和军民融合产业投资方向的战略布局，证券、信托、股权投资的业务规模有望获得进一步增长。我们预计，2021E、2022E、2023E 的营业总收入分别为 202.75 亿元、212.89 亿元、223.53 亿元，归母净利润分别为 36.44 亿元、39.69 亿元、41.66 亿元，同比+11%、+9%、+5%，对应 EPS 分别为 0.41 元/股、0.44 元/股、0.47 元/股。

目前，中航产融 2020PE10.46 倍，PB0.87 倍。A 股上市的几家可比金控公司的平均 PB (2021Q1) 1.33 倍，2020PE25.46 倍；剔除两个偏离值较大的，平均 PB 为 0.94 倍，PE10.14 倍。中航产融有一定的估值修复空间，考虑到中航产融背靠航空工业，在军民融合大背景下，产融协同优势明显，给予一定估值溢价，对应 2021 年预期 PE10-11x，对应目标价 4.1-4.5 元。

综上，我们估计中航产融的合理市值在 364-401 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

中航产业投资方向的业务开展或项目利润率不达预期；公司的金融子板块受流动性影响；股、债市场波动幅度增大；信托等金融子公司的业务开展受监管影响；市场行情下跌或使公司投资业绩下行等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	180.32	183.41	202.75	212.89	223.53
YoY (%)	30%	2%	11%	5%	5%
归母净利润(亿元)	30.64	32.74	36.44	39.69	41.66
YoY (%)	-3%	7%	11%	9%	5%
毛利率 (%)	29%	32%	30%	30%	30%
每股收益 (元)	0.34	0.37	0.41	0.44	0.47
ROE	10.3%	8.2%	9.0%	9.3%	9.3%
市盈率	11.18	10.46	9.40	8.63	8.22

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 航空工业集团旗下产融结合平台.....	4
1.1. 公司发展沿革.....	4
1.2. 股东背景独特，打造产投融协同平台.....	4
2. 战略重心向产业投资和供应链金融倾斜.....	5
2.1. 产业投资.....	5
2.2. 供应链金融.....	5
3. 综合金融：牌照齐全、亮点颇多.....	6
3.1. 中航租赁：航空专业背景，增资扩容发展迅猛.....	6
3.2. 中航证券：军工特色鲜明，军民融合中坚力量.....	8
3.3. 中航信托：受托资产规模持续增长.....	8
3.4. 中航财务：集团资金集中管理，持续提升资金归集率.....	10
4. 盈利预测及投资建议.....	10
4.1. 盈利预测.....	10
4.2. 估值及投资建议.....	10
5. 风险提示.....	11

图表目录

图 1 各分部营收情况（亿元，2015-2020）.....	6
图 2 各金融业态营业利润（亿元，2015-2020）.....	6
图 3 中航租赁资金规模逐渐扩大（2015-2020）.....	7
图 4 中航租赁营收利润快速增长（2015-2020）.....	7
图 5 中航租赁 2020 年新签合同的行业分布.....	7
图 6 中航租赁 2020 年新签合同的地区分布.....	7
图 7 融资租赁企业数量（2007-2020）.....	8
图 8 融资租赁行业业务总量（亿元，2006-2020）.....	8
图 9 中航证券资金情况.....	8
图 10 中航证券营收利润随市场波动较大.....	8
图 11 中航信托资金规模（亿元，%）.....	9
图 12 中航信托营收及利润增速趋缓（亿元，%）.....	9
图 13 中航信托受托资产规模（2015-2020）.....	9
表 1 中航产融前 10 大股东.....	4
表 2 海外资管类上市公司的 PE 估值情况.....	5
表 3 中航信托的信托资产运用与分布表（2020 年）.....	10
表 4 可比金控公司估值.....	11

1. 航空工业集团旗下产融结合平台

中航工业产融控股股份有限公司是中国航空工业集团有限公司（简称“航空工业集团”）的金控平台。中航产融是控股型公司，公司下设全资子公司中航投资控股有限公司，并通过中航投资有限下属公司主营综合金融业务。公司还设立了产业投资公司和中航资本国际，开展产业投资业务与国际业务，旨在构建“综合金融、产业投资、国际业务”三大业务板块。

1.1. 公司发展沿革

上市公司前身为北亚实业（集团）股份有限公司，简称北亚集团，于 1996 年 5 月在上交所上市，股票代码 600705。因连续三年亏损，于 2007 年 5 月 25 日停牌，并在停牌期间进行了重大资产重组，置入航空工业集团持有 100%控股权的子公司——中航投资控股有限公司。重组后，公司经营范围由原来的铁路客运运输，铁路运输设施的修理与改造和物资采购与供销变更为“实业投资；股权投资；投资咨询”。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司总股本 89.20 亿股，其中大股东航空工业集团持有公司 39.45%的股份，集团及下属单位合计持有公司 47.05%的股份。公司资产总额 3795.95 亿元，归属于上市公司股东的净资产 398.52 亿元。

表 1 中航产融前 10 大股东

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	中国航空工业集团有限公司	39.45
2	中国航空技术深圳有限公司	4.02
3	中国航空技术国际控股有限公司	3.58
4	中国证券金融股份有限公司	2.98
5	中国铁路哈尔滨局集团有限公司	2.21
6	香港中央结算有限公司	1.40
7	共青城羽绒服装创业基地公共服务有限公司	1.10
8	中航资本控股股份有限公司回购专用证券账户	1.00
9	中国电子科技集团有限公司	0.65
10	中央汇金资产管理有限责任公司	0.63
	合计	56.64

资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

1.2. 股东背景独特，打造产投融协同平台

公司第一大股东为航空工业集团，集团及下属单位合计持有公司 47.05% 的股份。作为航空工业集团旗下唯一的产融结合平台，公司大力发展综合金融服务、航空产业投资和新兴产业投资，创新打造“产、投、融”协同模式。

中航产融的综合金融业务主要通过下属子公司开展，包括中航租赁、中航信托、中航证券、中航财务、中航期货等，经营融资租赁业务、信托业务、证券业务、财务公司业务、期货业务。不仅如此，中航产融还通过中航产投、中航证券下属直投子公司和另类投资子公司，以及国家级军民融合惠华基金，积极开展军工方向、军民融合方向的产业投资。

2. 战略重心向产业投资和供应链金融倾斜

近日，上市公司公告变更公司名称、修订《公司章程》，上市公司简称由“中航资本”变更为“中航产融”。公司发展战略的重心更加侧重产业投资和军工、新能源方向的供应链金融服务。作为中国航空工业集团重要的金融服务平台和产业投资平台，中航产融通过各类金融工具向航空工业等实体经济提供综合金融服务，并有望从国防军工产业的景气周期中获得长足发展。

产融结合是落实国家对金融服务实体经济要求的重要途径；党的十九届五中全会明确提出构建金融有效支持实体经济的体制机制；国资委也对央企金融提出了“以融促产、以融强产”的明确要求。中航产融积极布局产业投资业务与供应链金融，充分发展产融结合新模式。

2.1. 产业投资

公司依托股东航空工业高新技术、产业资源和品牌优势，紧密围绕航空工业各产业链，积极开拓航空产业投资。同时，公司聚焦战略新兴产业发展，投资了一系列高新技术产业优质项目。近年来，公司不断加码私募基金业务，参与设立多个产业基金，构建多层次资产管理体系。公司还将抓住军民融合上升为国家战略的契机，加强与军工央企合作，挖掘军民融合产业投资机会。

同时，公司积极布局新能源产业投资业务。根据国家 2030 年碳达峰、2060 年碳中和的目标，新能源（风能、光伏）替代传统能源将是未来的发展趋势，潜在的新能源市场需求巨大。

航空工业集团自身也有“碳中和”能源综合管理的需求。中航产融将在新能源方向设立产业基金，布局风电、光伏等新能源领域及产业上下游相关公司，围绕新能源业务场景与中航产融的各类金融业务实现有效对接。

我国军工和新能源产业均处在景气度上升周期，我们预计中航产投将实现较大规模的基金运作，对中航产融的盈利增厚或将比较显著。

表 2 海外资管类上市公司的 PE 估值情况

股票名称	2018 年末	2019 年末	2020 年末
黑石	12.51	20.21	33.83
凯雷	10.10	9.52	28.91
KKR	9.45	8.16	11.67
华兴资本控股	-9.5	-15.32	16.17

资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

2.2. 供应链金融

近年来，在交易及贸易活动增长、融资渗透率提高以及有利的监管环境的推动下，中国供应链金融市场发展迅速。各种供应链交易和业务的快速增长促使供应链资产余额持续增长，而供应链上下游公司越来越多地利用供应链资产来优化营运资金效率并取得融资。按融资余额计量，中国供应链金融市场规模从2015年的15.0万亿元迅速增长至2019年的23.0万亿元，复合年增长率为11.3%。

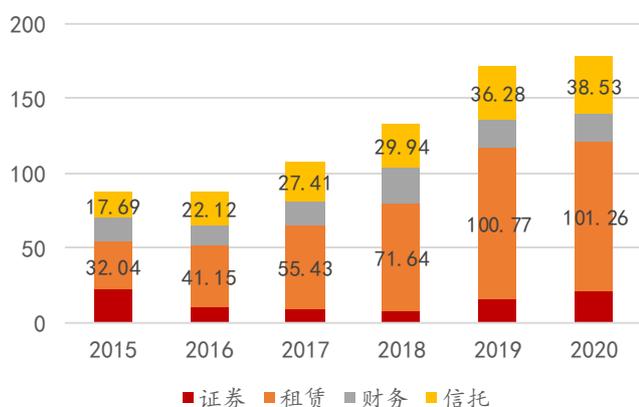
中航产融依托集团所属单位在航空军工产业链核心地位优势，面向1)国防军工供应链体系，2)其他产业链较长的核心央企，3)市场化业务，运用金融科技手段为产业链供应链企业提供订单融资、存货融资、航信融资、保理融资、票据融资等供应链金融业务，具有一定的竞争优势和成长性。

3.综合金融：牌照齐全、亮点颇多

中航产融的综合金融平台拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等稀缺金融牌照，业务规模较大及资产质量较优，金控平台已成规模。在金控平台审批趋严的背景下，中航产融的优势日益凸显。

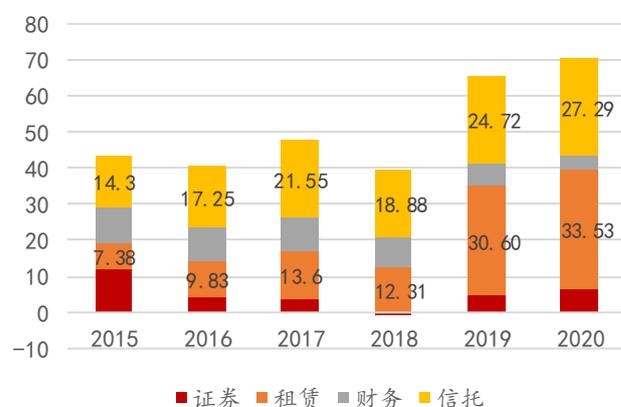
公司自2013年起对旗下金融公司增资，这一方面提升了公司对金融子公司的持股比例，另一方面也增强了金融子公司的资本实力和行业竞争力。截至2020年末，中航产融及子公司合计持有中航证券100%、中航期货89.04%、中航国际租赁98.13%、中航信托82.73%、中航财务44.50%的股份。2020年度，中航产融营业收入103.28亿元，同比下降1.08%；归属于母公司所有者净利润32.74亿元，同比增长6.87%。2020年，租赁和信托分别贡献营收56.85%和21.63%，利润贡献占比分别为47.51%、38.67%；证券业务贡献约8.95%，财务业务贡献约4.86%。

图1 各分部营收情况(亿元, 2015-2020)



资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

图2 各金融业态营业利润(亿元, 2015-2020)



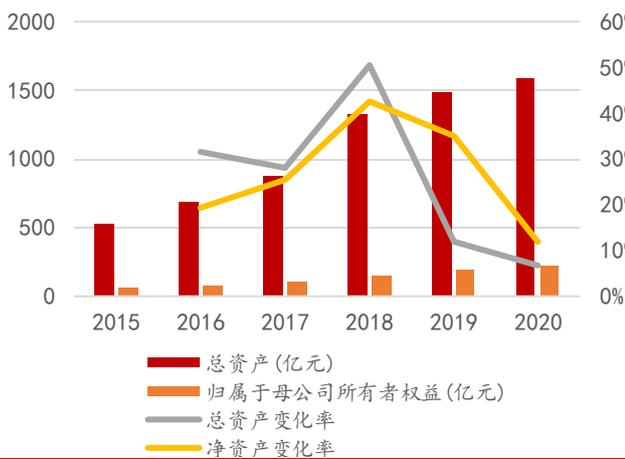
资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

3.1.中航租赁：航空专业背景，增资扩容发展迅猛

中航国际租赁有限公司(简称“中航租赁”)是商务部和国家税务总局批准成立的国内首批融资租赁试点企业之一，也是国内目前唯一一家中央企业投资、拥有航空工业背景的专业融资租赁公司。近年来公司业务规模增长迅速，形成了以飞机租赁为核心的多元化业务特色，并将逐步发展成为国内一流、具有国际影响力的专业租赁公司。

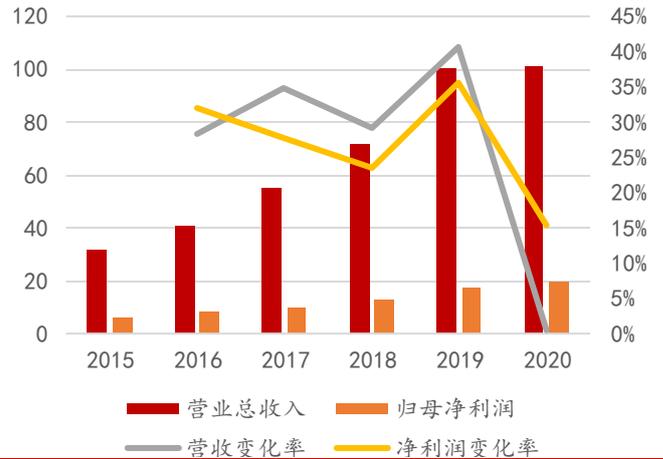
中航租赁注册资本约74.66亿元人民币。中航投资持有中航租赁49.07%股权，中航产融持有中航租赁49.07%股权，西安飞机工业集团持有1.37%，商飞资本有限公司持有0.49%。截至2020年底，中航租赁总资产1587.49亿元，净资产250.12亿元；2020年实现营业总收入101.26亿元，净利润19.74亿元。

图 3 中航租赁资金规模逐渐扩大 (2015-2020)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

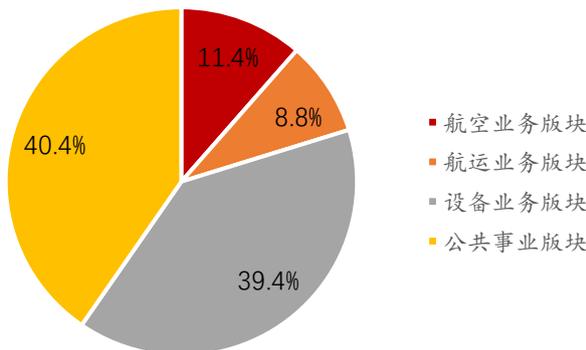
图 4 中航租赁营收利润快速增长 (2015-2020)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

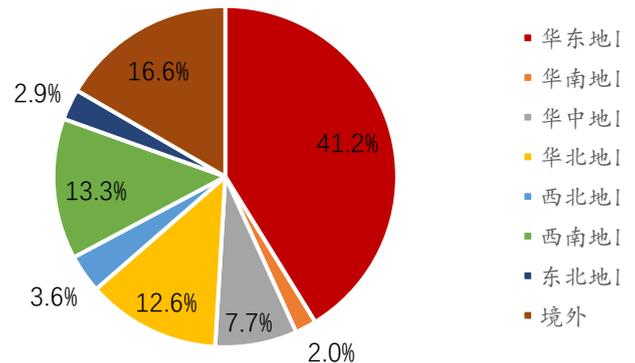
在 2020 年，中航租赁新签合同数量 363 份，合同金额 606.40 亿元。行业分布方面，航空业务合约金额占比 11.4%、航运业务 8.8%、设备业务 39.4%、公共事业 40.4%；地区分布方面，租赁业务开展主要集中在华东地区，合约金额占比达 41.2%。

图 5 中航租赁 2020 年新签合同的行业分布



资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

图 6 中航租赁 2020 年新签合同的地区分布



资料来源：公司年报，华西证券研究所整理

航空工业专业背景，稳步实现国际化布局。作为国内唯一一家央企投资、拥有航空工业背景的专业租赁公司，中航工业租赁充分发挥资源、资金、人才优势，在购买飞机时点判断、飞机租赁、维护保养、息差和服务费用等方面具备技术壁垒，在飞机全产业链布局中形成差异化竞争优势。在国产大飞机的市场化运营和“走出去”过程中，中航租赁仍将持续提供租赁业务服务，并稳步实现飞机租赁业务的国际化布局。

融资租赁市场增速趋缓，强监管有望引导行业健康发展。我国融资租赁行业起步于 20 世纪 80 年代，2000 年被列入国家重点鼓励发展的产业，近年来经历了快速增长-稳健发展的历程。

中国面临从粗放型经济发展模式向集约型经济发展模式的转变，新兴行业和装备制造业正迅速发展，传统产业正待升级，将会加大对高端设备的需求；同时，城镇化工程建设、保障房等民生工程、中西部基础设施建设稳步开展，相关的固定资产投资和新增设备投资需求也将持续增长。这些都将持续为我国融资租赁业带来发展机遇与空间。

而另一方面，近年来融资租赁业监管趋严，在融资租赁企业“减量增质”、规范业务开展等监管要求下，我国融资租赁业有望向着健康稳健的方向发展，中航租赁的专业性及经验优势将在健康的业态下更为突出。

图 7 融资租赁企业数量 (2007-2020)

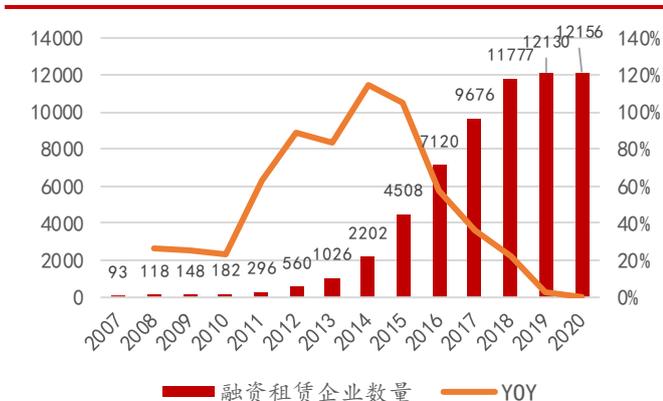
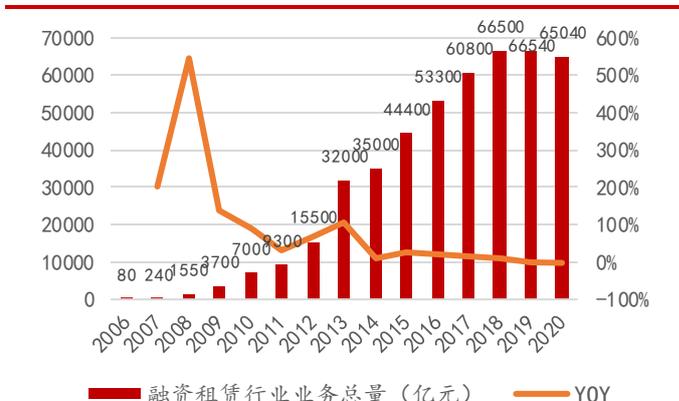


图 8 融资租赁行业业务总量 (亿元, 2006-2020)



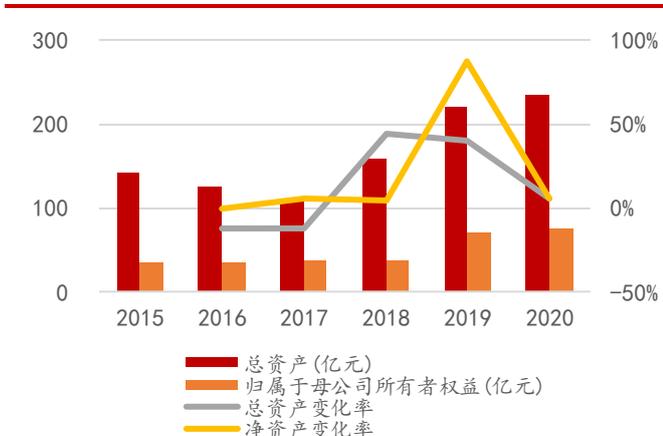
资料来源:《2020 年中国租赁业发展报告》, 华西证券研究所

资料来源:《2020 年中国租赁业发展报告》, 华西证券研究所

3.2. 中航证券: 军工特色鲜明, 军民融合中坚力量

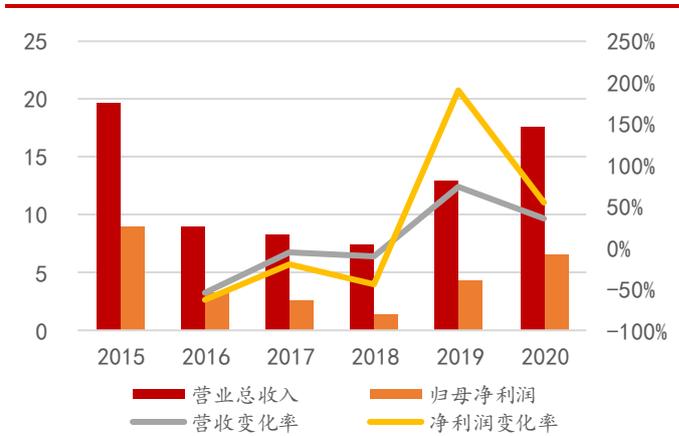
中航证券是经中国证监会批准的证券公司, 成立于 2002 年 10 月, 前身是江南证券有限责任公司。公司立足航空工业, 力图打造专业化、特色化, 中国军工产业投融资首选投行。

图 9 中航证券资金情况



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 10 中航证券营收利润随市场波动较大



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

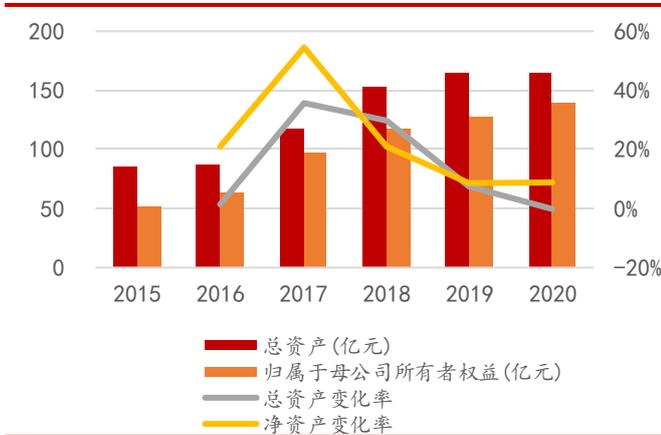
2020 年, 中航证券实现营业总收入 20.58 亿元, 营业利润 8.57 亿元, 净利润 6.51 亿元。截至 2020 年末, 中航证券总资产 233.60 亿元, 净资产 75.62 亿元。在业务条线上, 自营业务和经纪业务各自贡献营业利润 38.16% 和 20.93%; 承销保荐业务和资管业务贡献营业利润 13.10% 和 5.94%。

作为中国十二大军工央企集团唯一证券公司, 中航证券凭借航空工业集团背景和区域业务优势, 坚持走“特色化、差异化、专业化”发展道路, 在军民融合及军工产融结合、“一带一路”央企先行、国有企业存量资产证券化等领域已经成为证券行业领跑者。近年来, 公司与深交所、上交所的战略合作, 开创了“中国军工产融年会”新模式; 中航证券通过开发中航工业指数及指数基金, 为证券投资基金投资航空工业上市企业及市值管理提供了方便快捷的参考和指引。

3.3. 中航信托: 受托资产规模持续增长

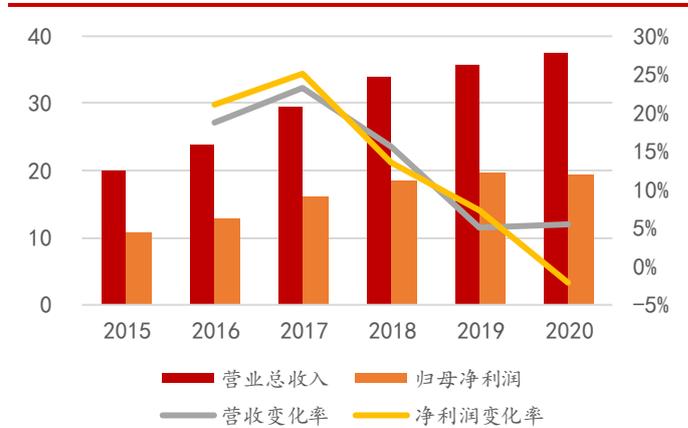
中航信托股份有限公司于 2009 年 12 月在原江西江南信托股份有限公司完成司法重整的基础上变更设立，是国内集央企控股、上市背景、中外合资及军工概念于一身的信托公司。截至 2020 年底，中航信托总资产 165.97 亿元，净资产 139.22 亿元；2020 年实现营业总收入 38.53 亿元，净利润 19.81 亿元。

图 11 中航信托资金规模 (亿元, %)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 12 中航信托营收及利润增速趋缓 (亿元, %)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

中航信托积极发展各个领域、不同类型的信托业务，创新产品设计，自 2018 年起，公司信托资产规模趋于稳定。截至 2020 年末，公司管理信托资产规模 6,665 亿元。

图 13 中航信托受托资产规模 (2015-2020)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司的信托业务主要包括私募投行、资产管理和财富管理业务。其中，信託资管部门旗下互联网金融板块针对集团内部员工开发鲸钱包 APP，解决 50 余万职工及家属的理财问题。考虑到集团员工基数大、职工薪酬水平较高，内部理财市场空间较大。

2020 年，中航信托的集合资金类信托规模占比 70.68%，单一资金类信托占比 22.92%，财产管理类信托占比 6.40%，优于行业结构水平。顺应资管新规，中航信托的主动管理规模逐年提升，目前占比超过 70%。此外，公司信托资产分布也较为均衡。

表 3 中航信托的信托资产运用与分布表 (2020 年)

资产运用	金额(亿元)	占比(%)	资产分布	金额(亿元)	占比(%)
货币资产	128.26	1.92	基础产业	584.20	8.76
贷款	2,065.00	30.98	房地产	1,163.63	17.46
交易性金融资产	224.72	3.37	证券市场	962.21	14.44
可供出售金融资产	1,917.15	28.76	实业	1,498.09	22.48
持有至到期投资	208.16	3.12	金融机构	482.20	7.23
长期股权投资	1,082.52	16.24	其他	1,974.97	29.63
其他	1,039.49	15.6	-	-	-
信托总资产	6,665.30	100	信托总资产	6,665.30	100

资料来源：公司年报，华西证券研究所

在资管新规的指导下，公司“去通道化”趋势明显。中航信托有望在“一带一路”、军民融合、精准扶贫、“中国制造 2025”、国企改革等主题中深耕细作，凭借不断增强的主动管理能力和创新优势，脱颖而出。

3.4.中航财务：集团资金集中管理，持续提升资金归集率

中航工业集团财务有限责任公司（简称中航财务）是在原西飞财务公司、贵航财务公司的基础上重组成立。公司是经中国银监会批准的非银行金融机构，主要通过为集团成员单位提供财务管理及多元化金融服务，加强航空工业资金集中管理和提高集团资金使用效率。中航财务的主要业务包括吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；办理成员单位之间的委托贷款及委托投资业务。

2020 年，公司实现营业总收入 17.76 亿元，营业利润 3.43 亿元；总资产 1343.42 亿元，净资产 71.13 亿元；中航财务战略性地提升资本归集率，资金集中规模和信贷规模不断扩大。

4.盈利预测及投资建议

4.1.盈利预测

经历了 2019 年营收的快速扩张之后，2020 年，中航产融的营收稳步增长且实现相应的利润增长。随着 2021 年国内经济持续恢复，以及公司在供应链金融和军民融合产业投资方向的战略布局，证券、信托、股权投资的业务规模有望获得进一步增长。我们预计，2021E、2022E、2023E 的营业总收入分别为 202.75 亿元、212.89 亿元、223.53 亿元，归母净利润分别为 36.44 亿元、39.69 亿元、41.66 亿元，同比+11%、+9%、+5%，对应 EPS 分别为 0.41 元/股、0.44 元/股、0.47 元/股。

4.2.估值及投资建议

A 股上市的几家可比金控公司的平均 PB（2021 年一季度末）1.33 倍，剔除两个较高估值，平均 PB 为 0.94 倍。因此，中航产融有一定的估值修复空间。

可比公司平均 2020 年 PE 约 25.46 倍，即使剔除偏离度较高的两家，金控平台的平均 PE 仍有 10.14 倍；考虑到中航产融背靠航空工业，在军民融合大背景下，产融协同优势明显，给予一定估值溢价，对应 2021 年预期 PE10-11x，对应目标价 4.1-4.5 元。

综上，我们估计中航产融的合理市值在 364-401 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4 可比金控公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元, 2020A)	净资产 (亿元, 2021Q1)	PE (2020A)	PB (2021Q1)
600643.SH	爱建集团	110.13	13.52	119.79	8.15	0.92
600390.SH	五矿资本	262.24	37.52	469.85	6.99	0.56
000617.SZ	中油资本	730.71	78.44	907.63	9.32	0.81
002423.SZ	中粮资本	197.92	10.54	172.84	18.79	1.15
000416.SZ	民生控股	20.64	0.35	9.01	58.92	2.29
600053.SH	九鼎投资	72.83	0.87	26.80	83.95	2.72
002608.SZ	江苏国信	236.13	22.74	298.70	10.39	0.79
000987.SZ	越秀金控	332.55	46.15	238.68	7.21	1.39
	平均值				25.46	1.33
600705.SH	中航产融	342.53	32.74	391.54	10.46	0.87
884204.WI	金控平台指数-万得				73.40	1.09
801740.SI	国防军工 (申万)				81.45	3.23
801742.SI	航空装备 II (申万)				127.11	4.71

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5. 风险提示

中航产业投资方向的业务开展或项目利润率不达预期；公司的金融子板块受流动性影响；股、债市场波动幅度增大；信托等金融子公司的业务开展受监管影响；市场行情下跌或使公司投资业绩下行等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表		单位：亿元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	866	1,109	1,198	1,258	1,296	
交易性金融资产	385	329	356	373	385	
应收票据及应收账款	3	3	3	3	3	
其他应收款(合计)	6	5	6	6	6	
买入返售金融资产	29	26	28	29	30	
存货	0	0	0	0	0	
一年内到期的非流动资产	611	606	655	688	708	
其他流动资产	109	162	175	183	189	
其他金融类流动资产	9	10	11	11	11	
流动资产合计	2,019	2,251	2,431	2,553	2,630	
发放贷款及垫款	4	81	42	44	45	
其他债权投资	77	79	85	90	92	
其他权益工具投资	76	121	131	138	142	
其他非流动金融资产	50	79	85	89	92	
长期应收款	902	886	875	919	947	
长期股权投资	38	43	47	49	50	
投资性房地产	23	22	23	24	25	
固定资产(合计)	138	180	194	204	210	
在建工程(合计)	19	17	19	20	20	
无形资产	1	1	1	1	1	
商誉	0	0	0	0	0	
长期待摊费用	0	0	0	0	1	
递延所得税资产	14	16	17	18	19	
其他非流动资产	55	19	20	21	22	
非流动资产合计	1,397	1,545	1,540	1,617	1,665	
资产总计	3,416	3,796	3,971	4,170	4,295	
短期借款	322	273	295	310	319	
应付票据及应付账款	3	3	4	4	4	
预收款项	10	7	8	8	8	
应付职工薪酬	2	2	2	2	2	
应交税费	22	16	18	19	19	
其他应付款(合计)	42	43	46	49	50	
一年内到期的非流动负债	285	305	329	345	356	
其他流动负债	118	172	185	195	201	
其他金融类流动负债	1,150	1,366	1,390	1,458	1,487	
流动负债合计	1,953	2,188	2,276	2,389	2,446	
长期借款	396	460	497	522	537	
应付债券	328	276	298	313	323	
长期应付款(合计)	118	110	118	124	128	
递延所得税负债	12	21	23	24	25	
其他非流动负债	126	109	118	124	127	
非流动负债合计	981	977	1,055	1,108	1,141	
负债合计	2,934	3,165	3,331	3,496	3,586	
实收资本(或股本)	90	89	89	89	89	
其它权益工具		55	55	55	55	
资本公积金	63	61	61	61	61	
减：库存股	10	7	7	7	7	
其它综合收益	22	43	29	29	29	
盈余公积金	4	6	6	6	6	
一般风险准备	16	18	18	18	18	
未分配利润	114	134	153	174	196	
归属于母公司所有者权益	299	399	404	425	448	
少数股东权益	183	233	236	248	261	
所有者权益合计	482	631	640	674	709	
负债和所有者权益总计	3,416	3,796	3,971	4,170	4,295	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

利润表		单位：亿元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	180.3	183.4	202.75	212.89	223.53	
营业收入	104.4	103.3	108.4	113.9	119.6	
其他类金融业务收入	75.9	80.1	94.3	99.0	104.0	
利息收入	30.4	30.5	37.3	39.1	41.1	
手续费及佣金收入	45.5	49.6	57.0	59.9	62.9	
营业总成本	127.7	125.4	142.0	149.1	156.5	
营业成本	57.6	52.4	56.8	59.6	62.6	
税金及附加	2.4	1.6	2.0	2.1	2.2	
销售费用	19.1	20.0	20.9	22.0	23.1	
管理费用	14.8	17.5	24.6	25.9	27.2	
研发费用	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	
财务费用	13.2	13.9	14.6	15.3	16.1	
其他业务成本(金融类)	20.6	19.9	22.8	24.0	25.2	
加：其他收益	1.5	4.4	4.6	4.8	5.1	
投资净收益	20.8	28.0	29.3	30.8	32.4	
公允价值变动净收益	1.2	-2.0	-2.0	0.8	0.9	
资产减值损失	-	-0.0	-0.0	-	-0.0	
信用减值损失	-14.9	-21.9	-18.6	-19.6	-20.5	
资产处置收益	2.2	1.8	1.9	2.0	2.0	
汇兑净收益	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
营业利润	63.4	68.2	75.8	82.6	86.7	
加：营业外收入	0.9	0.3	0.7	0.7	0.7	
减：营业外支出	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	
利润总额	64.1	68.3	76.0	82.8	86.9	
减：所得税	16.9	15.6	17.4	18.9	19.8	
净利润	47.2	52.7	58.6	63.9	67.0	
减：少数股东损益	16.6	20.0	22.2	24.2	25.4	
归属于母公司所有者的净利润	30.6	32.7	36.44	39.69	41.66	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业总收入(%)	30%	2%	10.5%	5.0%	5.0%
归母净利润(%)	-3%	7%	11.3%	8.9%	5.0%
杠杆倍数					
ROE(%)	10.25%	8.22%	9.01%	9.33%	9.31%
ROA(%)	0.90%	0.86%	0.92%	0.95%	0.97%
每股指标(单位：元)					
每股净利润	0.34	0.37	0.41	0.44	0.47
每股净资产	3.33	4.47	4.53	4.77	5.02
估值					
PE	11.18	10.46	9.40	8.63	8.22
PB	1.15	0.86	0.85	0.81	0.77
利润率					
毛利率(%)	29.2%	31.6%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率(%)	17.0%	17.9%	18.0%	18.6%	18.6%

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。