

2021年12月07日

中航产融 (600705.SH)

## 聚焦战略发力产投，深化产融助力实业

■ **新战略孕育新增长。**2021H1 公司业绩稳中有升，主营业务表现稳健。租赁保持稳健，信托仍为重要业绩增长引擎，主动管理转型逐渐呈现；此外，财务营收保持高增，证券受益于行情回暖。2021H1 实现营业收入 94 亿元 (YoY+8%)，归母净利润 16 亿元 (YoY+8%)。

■ **十四五新规划，产业投资+供应链金融蓄力产融结合。**十四五伊始，公司着力于产业投资、供应链金融、综合金融三大平台促进产融结合，直击中小企业融资难题，助力航空业军工板块态势发展，推动产融结合助力实体经济发展。

■ **深耕产业投资领域，未来业务前景广阔。**公司以中航产投为投资主体，依托集团产业链和金融牌照齐全优势，通过直投与设立产业基金，重点布局航空产业、航空相关投资，在十三五期间对集团公司实施投资项目规模超 60 亿元。十四五期间公司将携手各地方政府、社会资本力量，叠加行业持续向好，我们预计未来管理规模有望进一步增加，为公司价值增长提供新驱动力。

■ **国内外因素推动军工产业，产业链融资需求加大。**自 2020 年起，中国地缘政治风险加剧，国防军工领域备受重视，2021 年我国军费支出预算同比提高 6.8%，军费与公共财政支出差值达 5.09%，其中装备费用逐渐成为军费开支主导。此外，包括国企混改、民参军的军民融合方式以及产业链向国内转移催生民企巨大融资潜力。但是，因军工产业投资拥有“看不清，摸不着，投不进”的三大痛点，传统企业投资阻力较大，数量较少，行业投资缺口明显。

■ **拥有三大优势，中航产投前景可期。**1) 依托集团军工背景、产业技术路径和优秀的团队。集团管理层团队从业经验丰富，依托集团军工背景技术路径提高判断项目可行性的能力，中航证券投资研究团队助力，大大提升产业投资的成功率。2) 背靠集团资源深入各细分领域，具备项目储备数量优势。集团下设产业众多，产业链上、中、下游渗透率高，公司受军工行业披露限制影响有限，可优先察觉产业链上企业融资需求，提前挖掘和获得优质项目。3) 品牌效应叠加全牌照协同效应，进一步扩大优势。公司央企背景叠加公司金融综合平台牌照优势，可覆盖自身及客户全生命周期的金融需求，进一步增加公司融资实力，并提升竞争优势。

■ **资本市场改革加速，产投迎来新机遇。**随着科创板与创业板注册制实施、北交所开市，资本市场改革新浪潮将推动注册制全面实施加速，不仅将有助于解决中小企业融资难、融资贵的问题，也将极大激活产投行业的活力。降低企业 IPO 门槛，拓宽产投退出途径，缩短投资周期，提升投资收益，资本市场改革将盘活一、二级，为公司产投业务带来显著的利润增长。

■ **供应链金融有望贡献新的收入来源。**军工行业供应商存在资金周转问题，融资需求高，但行业涉密性阻碍金融机构的介入。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，能够有效打破准入壁垒。集团旗下“金网络”对供应商信息积淀深厚，以供应链金融生态中的技术服务商的角色，解决传统保理业务的痛点，降低军工产业链成本、提升企业经营效率。

■ **投资建议：买入-A 投资评级。**我们预计公司 2021 年-2023 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元、0.54 元，6 个月目标价为 5.3 元，对应 2021 年 P/E 为 12x。

■ **风险提示：产融结合进程不及预期/运营风险/宏观经济下行风险/政策风险**

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	18,032.2	18,340.8	20,083.2	22,292.4	25,190.4
净利润	3,063.5	3,274.1	3,931.3	4,393.9	4,843.0
每股收益(元)	0.34	0.37	0.44	0.49	0.54
每股净资产(元)	3.35	4.47	3.57	3.90	4.24

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利和估值					
市盈率(倍)	11.44	10.51	8.86	7.96	7.22
市净率(倍)	1.16	0.87	1.09	1.00	0.92
净利润率	17.0%	17.9%	19.6%	19.7%	19.2%
净资产收益率	10.3%	8.2%	12.4%	12.6%	12.8%
股息收益率	0.9%	5.4%	3.0%	4.0%	5.3%
ROIC	-4.5%	-5.1%	-5.4%	-5.5%	-5.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：5.3 元

股价 (2021-12-07) 3.9 元

### 交易数据

总市值(百万元)	34,787.00
流通市值(百万元)	34,659.00
总股本(百万股)	8,919.97
流通股本(百万股)	8,887.04
12 个月价格区间	3.72/4.75 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.54	-6.1	-18.61
绝对收益	0.78	-5.38	-13.88

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

### 相关报告

- 中航产融：业绩表现符合预期，产业投资铸就新动力/张经纬 2021-10-30
- 中航产融：业绩表现稳健，产融结合稳步迈进/张经纬 2021-08-31
- 中航产融：金融版图再落一子，产融结合乘势而上/张经纬 2021-07-26

## 内容目录

<b>1. “十四五”战略孕育新增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 中报业绩表现稳健，产融结合稳步迈进.....	4
1.2. 两大业务方向协同发展，蓄力产融结合.....	5
<b>2. 军工景气度延续，产业链潜力巨大</b> .....	<b>8</b>
2.1. 国际局势愈发紧张，外部压力增长.....	8
2.2. 军工国防战略地位持续提升.....	9
2.3. 军民融合势在必行.....	10
2.3.1. 国企混改良性推进.....	10
2.3.2. 民参军标准对标美国，利好军工民企融资.....	11
2.3.3. 军工产业链逐渐向国内转移.....	11
2.4. 军工产业链中小企业融资需求潜力巨大.....	12
2.5. 军工产业投资三大壁垒.....	12
<b>3. 产业投资：背靠中航集团，发挥牌照优势</b> .....	<b>13</b>
3.1. 产业投资：看得清、摸得着、投得进.....	13
3.2. 以中航产投为主体，布局产业投资.....	15
3.3. 产投项目多元，投资回报丰厚.....	16
3.3.1. 注重投资收益，聚焦优质成熟企业.....	16
3.3.2. 着眼长远发展，投资战略新兴产业.....	16
3.4. 未来产业投资发展方向与目标.....	17
3.4.1. 未来公司具体规划.....	17
<b>4. 北交所与注册制，利好产投退出</b> .....	<b>19</b>
4.1. 创投行业方兴未艾，投资退出压力减小.....	19
4.2. 产业投资崭露头角，市场情绪趋于冷静.....	20
4.3. 改革助力创投退出，产投业务受益深远.....	21
<b>5. 供应链金融：借力军工背景，发挥集团优势</b> .....	<b>23</b>
5.1. 军工供应商融资需求高.....	23
5.2. 中航产融：多业务协同，供应链金融大有可为.....	23
<b>6. 投资建议及风险提示</b> .....	<b>26</b>
6.1. 投资建议.....	26
6.2. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1：公司近五年营收及同比.....	4
图 2：公司近五年归母净利润及同比.....	4
图 3：公司年化 ROE.....	4
图 4：公司主营业务营收占比.....	4
图 5：中航信托主动管理型信托类资产规模及同比增速.....	5
图 6：中航信托位列 2021H1 净利润 TOP10.....	5
图 7：公司“十四五”战略：两大业务方向共筑产融结合.....	6
图 8：推进产业投资的重点举措.....	6
图 9：产投四大主体.....	6
图 10：世界 GDP 与国防支出增幅趋势.....	9
图 11：2011-2020 我国军费占 GDP 比例.....	9

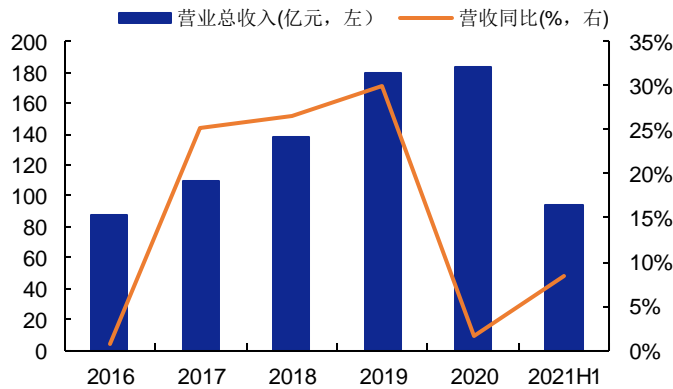
图 12: 2011-2021 我国军费支出预算.....	9
图 13: 2011-2021 我国军费与公共支出增速差值.....	9
图 14: 各项费用占军费支出比例.....	10
图 15: 部分军工集团核心业务营收状况.....	10
图 16: 内外因造成趋势.....	10
图 17: 国企混改的主要方式.....	11
图 18: 国有产权成交量与增速.....	11
图 19: 我国军贸进口十年对比 (亿 TIVs) .....	11
图 20: 主要进口缩减项目与降幅 (%) .....	11
图 21: 军工产业投资三大痛点概述.....	12
图 22: 除销售外的员工专业构成.....	13
图 23: 员工学历构成.....	13
图 24: 航空工业产业链.....	14
图 25: 中航产融形成军工产业链覆盖企业生命周期的金融产业生态圈.....	14
图 26: 中航产融两大投资主体.....	15
图 27: 合肥江航投资案例.....	15
图 28: 中航产投投资布局.....	16
图 29: 优秀投资项目一览.....	17
图 30: 中国创投行业资产管理规模 (AUM, 亿元) .....	19
图 31: 中美创投行业 AUM 占 GDP 比重.....	19
图 32: 投资新增和退出情况.....	20
图 33: 股本退出方式占比.....	20
图 34: 有产业资本参与的私募股权投资交易占比 (%) .....	20
图 35: 2015~2020Q1 股权投融资事件数.....	21
图 36: 2015~2020Q1 股权投融资总额及平均融资额.....	21
图 37: 创业板 IPO 情况.....	21
图 38: 军工行业供应链金融模式.....	24
图 39: 中国供应链金融市场规模 (万亿元) .....	24
图 40: 中航产融供应链金融生态.....	25
表 1: 中航证券为军工企业保荐上市通过率 100%.....	5
表 2: 美国针对中国的一系列政策.....	8
表 3: 国内外同类上市公司估值参考.....	<b>错误!未定义书签。</b>
表 4: 北交所上市要求更宽松.....	22
表 5: 中国社会融资成本构成.....	23

## 1. “十四五”战略孕育新增长

### 1.1. 中报业绩表现稳健，产融结合稳步迈进

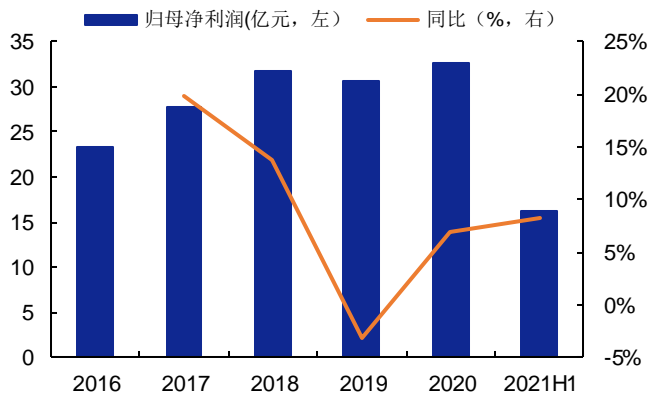
公司业绩不断攀升，2021H1 业绩平稳。公司营业收入从 2016 年的 87 亿增长到 2020 年的 183 亿，年均增速 16.0%，归母净利润从 2016 年的 23 亿增长到 2020 年的 33 亿，年均增速 7.5%，ROE 维持在 10% 左右。公司 2021H1 实现营业收入 94 亿元 (YoY+8%)，归母净利润 16 亿元 (YoY+8%)，年化 ROE 9.12%。

图 1：公司近五年营收及同比



资料来源：wind, 安信证券研究中心

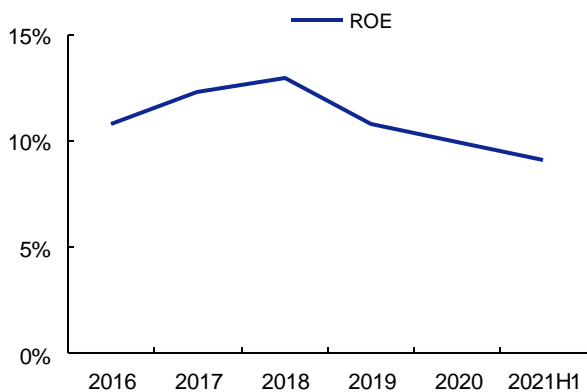
图 2：公司近五年归母净利润及同比



资料来源：wind, 安信证券研究中心

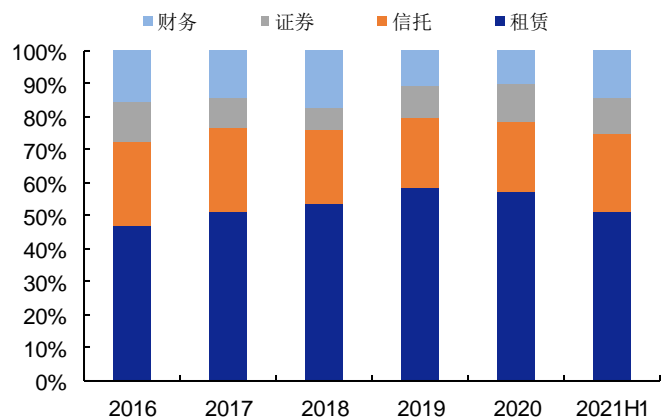
信托、租赁、财务三大业务近年来收入贡献占比超八成。2020 年公司租赁业务收入贡献占比最大，信托、证券、财务业务收入贡献占比分别为：55%/21%/11%/10%。2021H1 公司租赁保持稳健，信托仍为重要业绩增长引擎，财务营收高增，证券受益于行情回暖：租赁子公司实现营业收入 47 亿元 (YoY-4%)，占比 50% (YoY-6.2 pct.)，主因息差空间压缩导致收入规模略有下滑；信托子公司实现营业收入 22 亿元 (YoY+29%)，占比 23% (YoY+3.7 pct.)；持续提升主动管理能力，带动公司业绩稳步增长；财务子公司实现营业收入 13 亿元 (YoY+36%)，占比 14% (YoY+2.8 pct.)；证券子公司实现营业收入 10 亿元 (YoY+14%)，占比 11% (YoY+0.6 pct.)。

图 3：公司年化 ROE



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 4：公司主营业务营收占比

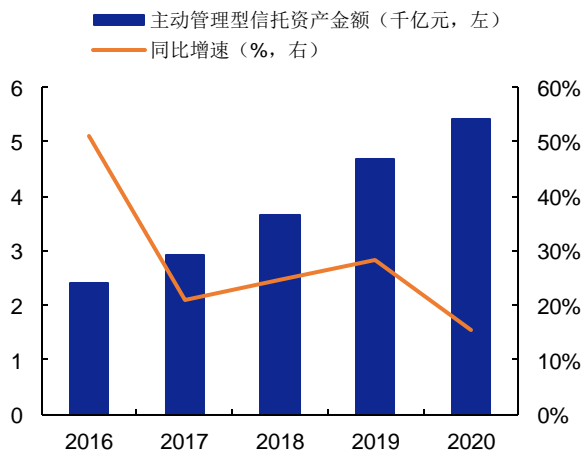


资料来源：wind, 安信证券研究中心

信托：业务稳健，加强主动管理转型，房地产风险可控。2020 年，中航信托以 38.29 亿元的信托业务收入位列全国 68 家信托公司的第 5 位，2021H1，公司信托经营保持稳健，净利

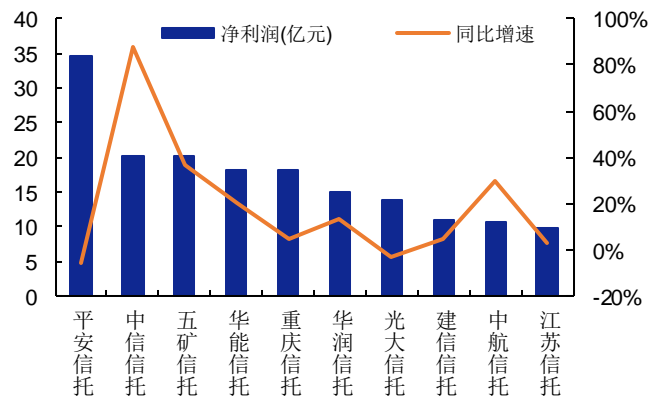
润规模排在行业前十名。信托行业在严监管背景下，面临多重挑战，尽管面临不小压力，公司不断提升主动管理规模，转型成效显著。一方面，中航信托加强对财富的布局，中航信托在全国 26 个大中城市共设立 37 个业务团队与 28 家区域财富中心。另一方面，主动管理型信托资产规模近年来以同比不低于 15% 的速度逐年扩张。另外，房地产信托资产规模占比约为 17%，整体风险相对可控。

图 5：中航信托主动管理型信托类资产规模及同比增速



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 6：中航信托位列 2021H1 净利润 TOP10



资料来源：wind，安信证券研究中心

**租赁：经营平稳，航空租赁优势显著。**据公司年报披露：2020 年净利润达 19.7 亿元，同比增长约 16%；2021H1 实现净利润 10 亿元，业绩表现较为稳健；公司租赁资产中，融资类租赁规模较大；从 2020 年不同行业租赁的签订合同数量及金额来看，各板块合同数量共计 363 份，合同金额共计 606.4 亿元，其中公共事业板块合同金额占比约为 40%，占比最高，航空板块合同金额较 2019 年有较大幅度下跌，主要受制于疫情期间航空企业整体需求减弱有关。

**证券：协同集团业务，共筑综合金融平台。**2020 年净利润达 6.7 亿元，同比增长 55.7%。2021H1 实现净利润 3 亿元。另外，作为服务集群之一，中航证券与信托、租赁、期货、基金、资管等助力综合金融平台的构建，过去中航证券为军工企业保荐上市通过率 100%，未来将持续依托于股东深厚产业背景，为企业自身及产业链其他企业提供金融服务，发挥协同作用。

表 1：中航证券为军工企业保荐上市通过率 100%

年度	公司名称	类型	审核结果
2010	江苏常发制冷股份有限公司	首发	通过
2011	深圳金信诺高新技术股份有限公司	首发	通过
2017	江西新余国科科技股份有限公司	首发	通过
2019	西安三角防务股份有限公司	首发	通过
2020	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

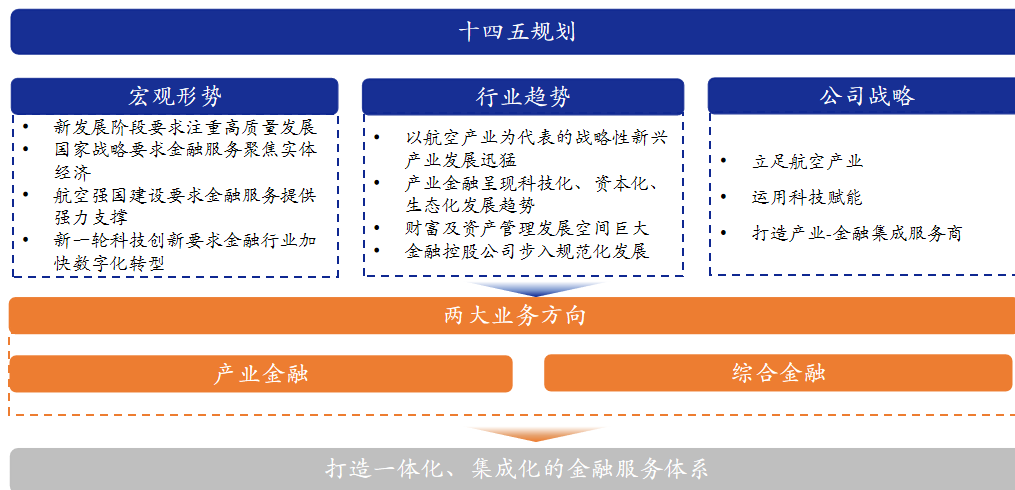
资料来源：wind，安信证券研究中心

## 1.2. 两大业务方向协同发展，蓄力产融结合

**更名中航产融，深度助力产业发展。**公司在“十四五”期间乘时代东风，更名产融，规划产融发展新战略。在资本市场深化改革的一系列利好产业投资业务的举措下，包括全面实行股票发行注册制降低 IPO 门槛、新三板设立精选层并设立转板机制、北交所的设立增加上市路

径等举措，公司将以军工行业为立足点，着力产业投资平台的改造给公司带来发展新动力，同时持续发展供应链金融直击中小企业融资难题，继续发挥综合金融平台的协同优势，成为产业-金融集成服务商，进一步完善业务布局，来强化产融结合和融融结合。

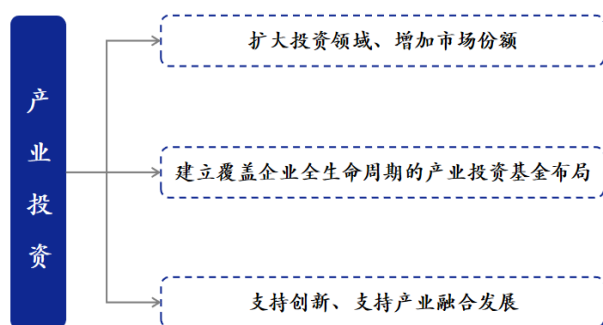
**图 7：公司“十四五”战略：两大业务方向共筑产融结合**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

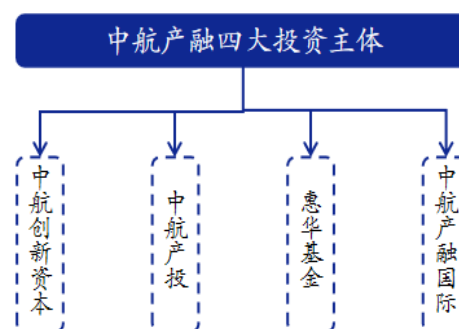
**产业投资：推动以融促产。**“十四五”期间，产投继续依托于四大投资主体。1) 完善体系化金融服务的基础上，推进产业投资业务的发展；2) 提升产业投资业务、收入占比；3) 加快绿色经济和国防科技产业转型升级的投资的脚步。目前，产投已显现新样貌，在规模方面，由于军工产业持续向好，我们认为基金管理规模有望进一步增加。在项目方面，2021年3月，子公司航证科创投资已投资翼龙-2 无人机 4320 万元，投后占股比为 2.5%。

**图 8：推进产业投资的重点举措**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**图 9：产投四大主体**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**供应链金融：解决产业链融资痛点。**“十四五”期间要打造成军工行业领先的产业链金融平台 1) 为航空工业所属单位以及航空产业链供应链的相关企业提供融资；2) 将服务拓展至其他军工领域及实体经济领域。截止 2021Q3，公司报表应付账款数额约为 1300 亿元，集团下的信息公司掌握多家供应商的近期交易数据，利于产业链业务的未来开展。

**综合金融：发挥协同作用最大化。**“十四五”期间拟通过总部发掘战略客户的多元金融服务需求，建立业务协同服务共同体，提供一揽子金融服务方案。据公司近年财务数据披露，综

**合金融集合平台下各子集发展态势良好:**

- 中航信托自成立以来为投资者创造信托收益近 2000 亿元, 2021 年先后设立初始规模为 3000 亿的“碳中和”绿色信托, 发起设立碳中和基金;
- 中航证券是中国军工央企集团唯一证券公司, IPO 过会率 100%, “十三五”期间支持集团各单位完成融资 656 亿元;
- 中航租赁近年来业务规模增长迅速, 形成了以飞机租赁为核心的多元化业务特色;
- 中航期货在行业内率先完成了具有远程异地灾备功能的双容交易结算系统;
- 中航基金成功实现国内首批 REITs 发行, 公募 REITs 至今上市 5 个月, 底层资产运行良好。

## 2. 军工景气度延续，产业链潜力巨大

### 2.1. 国际局势愈发紧张，外部压力增长

**地缘政治摩擦加剧，疫情催化军工加速发展。**自 2018 年起，美国加大了对华的限制方针力度，包括对我国香港、台湾等地实施一系列政策，地缘政治摩擦有所加剧。2020 年新冠疫情使得全球大部分国家经济萎缩，作为受疫情影响最大的国家，美国 2020 年的 GDP 出现了近 5000 亿美元的负增长。受制于国内疫情防控不利，美国政府试图转移国内焦点重点，多次于中国领海附近开展军事演习制造区域紧张态势。此外，我国与印度、不丹两国尚未签订边界协议，并在此前与印度产生小范围武装冲突，地缘政治风险加剧。国际形式矛盾加深倒逼我国军工自主化加速，加大军工产业化发展与投入。

#### 1) 政治方面

近年来，美国针对中国部分地区制定所谓“维护人权与民主”的一系列政策，试图挑起我国领土主权与领土完整争端。并且自 2019 年起，美国不断向中国台湾实行“军售”，拟为中国台湾提供军事支持，“台独”分子借美国靠山不断加强分裂信号，中国在谨慎处理中国台湾问题的同时，也在不断加大军队建设与投入，以应对潜在冲突的可能。

表 2：美国针对中国的一系列政策

针对地区	时间	主要政策
香港：	2019 年 9 月 25 日	美国国会参众两院外委会审议通过“香港人权与民主法案”。
	2019 年 11 月 27 日	美国将“香港人权与民主法案”签署成法，企图以国内法方式将插手干预香港事务制度化、常态化。
	2020 年 7 月 15 日	特朗普将所谓“香港自治法案”签署成法，并发布行政命令“终止对香港特殊经济待遇”。
新疆西藏：	2018 年 12 月 19 日	美国国会“2018 年对等进入西藏法案”经美国总统签署成法，对有关中方官员采取歧视性签证政策。
	2020 年 1 月 28 日	美国众议院审议通过“2019 年西藏政策及支持法案”。
	2020 年 6 月 17 日	美方将所谓“2020 年维吾尔人权政策法案”签署成法，对新疆反恐、去极端化措施和人权状况肆意污蔑。
中国台湾：	2020 年 7 月 9 日	美国国务院和财政部分别宣布对 4 名新疆官员及新疆公安厅实施制裁
	2019 年 7 月 9 日	美国国务院批准价值约 22.2 亿美元的对台军售案，包括 M1A2 坦克、“毒刺”防空导弹等武器装备。
	2019 年 8 月 21 日	美方拟向中国台湾出售总价约 80 亿美元的 66 架 F-16 先进战机及相关设备和支持。
	2020 年 3 月 26 日	美方将所谓“台北法案”签署成法，扬言要支持中国台湾巩固“邦交”，提升“国际参与”。
	2020 年 5 月 20 日	美国国务院宣布批准向中国台湾出售价值达 1.8 亿美元的鱼雷等武器。
	2020 年 7 月 9 日	美国务院已批准向中国台湾提供“爱国者-3”导弹重新认证，总价值 6.2 亿美元。

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

#### 2) 军事方面

**美国：**10 月初，美国圈拢英国、日本、加拿大、荷兰与新西兰 5 国的 17 艘军舰，于南海地区实行大规模联合军演，演习地区十分贴近我国南海国境线，针对中国的战略意图明显，对中国实施的军事压力远超以往。

**印度及周边：**我国陆地领土与众多国家接壤，与不丹、印度尚未签订边境协议。2020 年 6 月，位于加勒万河谷地区的中印边境冲突使中印关系恶化。此后，印度主动加入 2021 年 10 月的美、日、澳联合军演阵营，中印政治摩擦进一步升级。

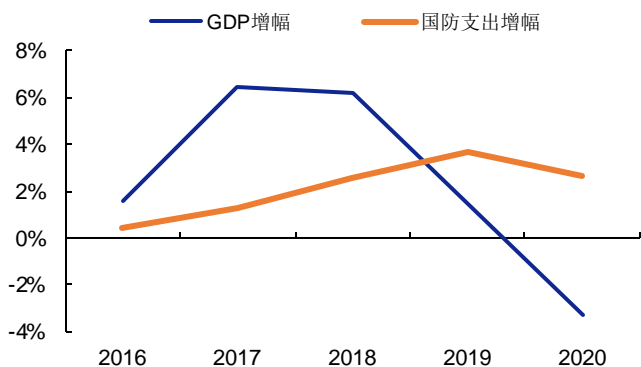


## 2.2. 军工国防战略地位持续提升

**全球军费不减反增。**2020年疫情肆虐全球，世界GDP相较2019年下降3%左右，但各国仍在经济下行的情况下加大军事投入，据SIPRI统计，2020世界军费支出较2019年增长3%。我国为世界第二大军费支出国家，军费支出远超出第三名，但仅为美国军费支出的四分之一。

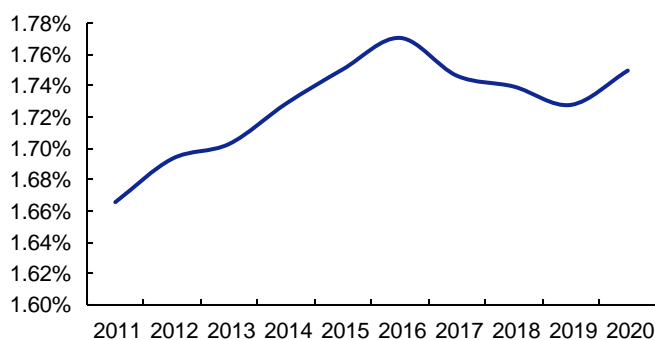
**中国军费支出增长良性且稳定。**中国军费支出占GDP的比例2011年以来缓慢增长，如今稳定在1.7%水平，2020年占比达1.75%，虽为近年来最高但极差小于0.03pct.，表明中国的军费支出增长并非短期急需，侧面反应军工行业稳步增长且短期形式乐观。考虑到国际局势紧张度的增强，预计2021年军费支出占GDP比例上升可能性极高。

图 10：世界 GDP 与国防支出增幅趋势



资料来源：SIPRI，世界银行，安信证券研究中心

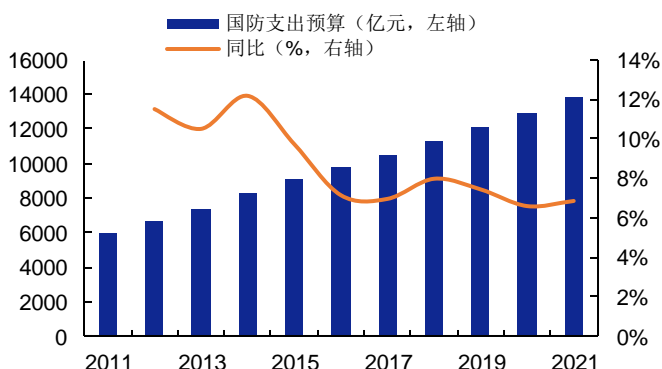
图 11：2011-2020 我国军费占 GDP 比例



资料来源：SIPRI，安信证券研究中心

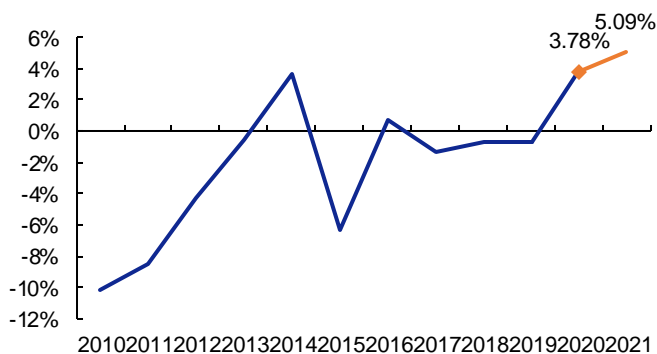
**国防支出重视程度提高。**整体来看：我国2020年GDP相较2019年增长2%，为少数GDP仍在增长的国家，2021年中国军费预算较去年提升6.8%，同比增幅增长0.2pct.，军费预算涨幅高于GDP涨幅，且高于世界军费的3%增长水平。我国军费与公共支出的增速差值为5.09%，为近30年最高，表明国家对国防的重视程度提高，对未来军费的增长预测具有乐观估计。

图 12：2011-2021 我国军费支出预算



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：2011-2021 我国军费与公共支出增速差值

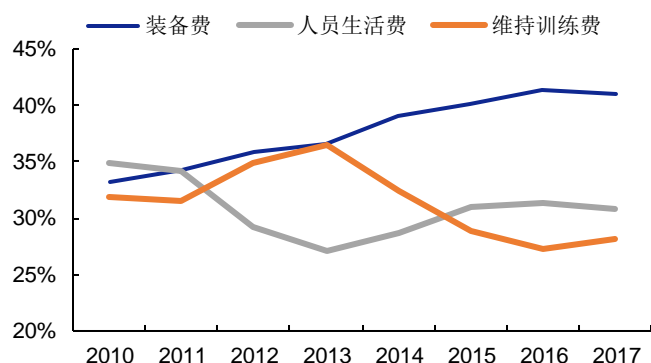


资料来源：wind，财政部，安信证券研究中心

**航空航天防务成为军工发展主线。**我国的军费支出主要体现在装备费的提升，军工产业发展逐步成为我国国防发展主线。人员生活费与训练维持费占比在短暂下降后呈稳定趋势，装备费在国防预算的占比上升趋势不减并逐渐占据主导地位（由2010年的33.26%增长至2017年的41.10%），直接利好现有军工企业的持续发展与新型军工企业创新。另外，国家将航空

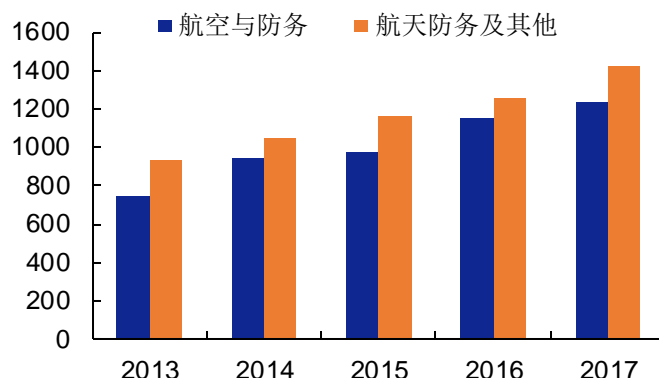
航天防务作为军工发展重点，部分航空航天军工核心企业近年来营业收入年均复合增速超10%。

图 14：各项费用占军费支出比例



资料来源：中国财政部、《新时代国防白皮书》，安信证券研究中心

图 15：部分军工集团核心业务营收状况

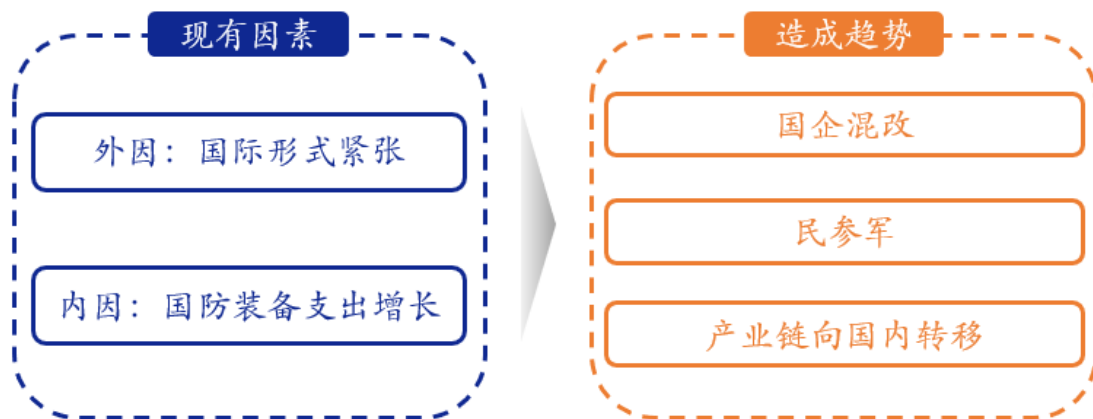


资料来源：军工集团报告，安信证券研究中心

### 2.3. 军民融合势在必行

军品需求高涨，供给侧呈现三个发展趋势。内外因共同驱动军工行业需求，军民融合的呼声日益明显，仅靠国企已无法满足日益增长的需求，因此国企混改与民参军将成为军工行业的主流发展趋势，并且我国主张“自主可控”，对外军品依赖度持续降低，为提高产品安全性，各军工核心产业链逐渐向国内转移显著提速。

图 16：内外因造成趋势

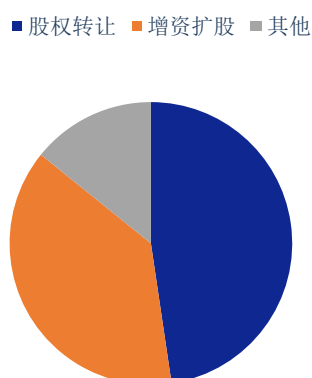


资料来源：安信证券研究中心整理

#### 2.3.1. 国企混改良性推进

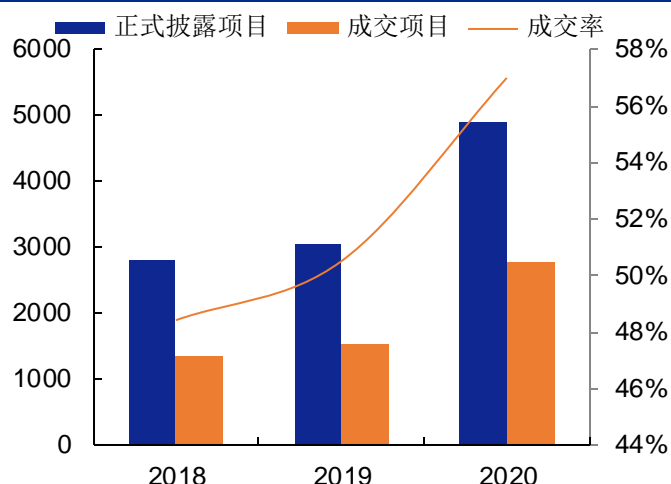
产权成交率增幅扩大，市场资本吸收能力提高。军工国有企业混改、科研院所转制等改革工作逐步实施，为军工企业资产证券化奠定良好基础。2021 年为国企混改“攻坚之年”，目前国企混改的方式有股权转让、增资扩股、股权出售、股权置换等，其中增资扩股与股权转让为目前国企混改的主要方式。2020 年国企产权成交率提升至 57%，同比增加 4.4pct.，随着混改的逐步推进，国企对于市场资金的吸收量显著提高，刺激市场融资需求。

图 17: 国企混改的主要方式



资料来源: 知本咨询国企混改研究院, 安信证券研究中心

图 18: 国有产权成交量与增速



资料来源: 知本咨询国企混改研究院, 安信证券研究中心

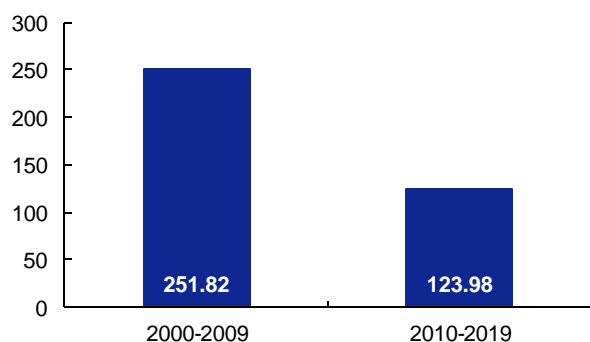
### 2.3.2. 民参军标准对标美国, 利好军工民企融资

我国民参军发展逐步向美国现状靠拢。民营企业通过激烈的市场竞争, 改善良好生产模式, 降低生产成本, 弥补逐年提高的军工产品需求。美国作为世界军事大国, 军品与民品的融合程度超 80%, 民营企业已囊括 90% 以上的国防军工订单。国家目前逐渐完善初期军民融合发展并向深度融合稳步迈进, 与美国的军品商用标准转换大相径庭, 为民参军企业带来生长空间, 符合新标准的民营企业增多, 资金需求量大幅提高。据 Wind 统计, 2019 和 2020 年我国共计 20 家开展军品业务的民营公司以民参军形式挂牌上市, 共募资 164.34 亿元, 公开市场融资规模的扩大侧面表明军工民企上市潜力, 军工产业投资前景巨大。

### 2.3.3. 军工产业链逐渐向国内转移

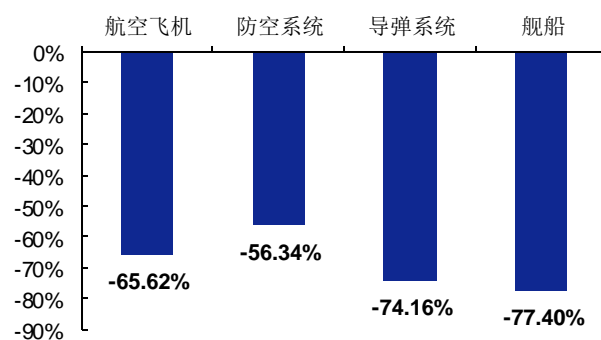
外部遏制叠加自主可控, 中下游民企融资缺口增大。国内军贸进口额度近年来因国际局势原因遭到遏制, 进口量近十年下跌幅度明显。SIPRI 数据显示, 2010-2019 年期间, 我国军贸出口规模为 156.81 亿美元, 同比增长 174.20%, 进口规模为 123.98 亿美元, 同比下降 50.77%。国家主张军工产业自主可控, 早期依赖外国的非重要核心部件为顺应“十四五规划”, 在产业链因军费与技术双重支持出现回归趋势, 据前瞻研究院数据显示, 目前军工上游企业的技术和产品具备军民两用性, 民营获证单位占已发证单位比例超 40%, 后续将有大批民营企业进入军工产业链中下游, 替代主要下降的进口项目生产, 在大量军用订单的要求下, 民企对于扩大产量、更新自身产业链的资金需求只增不减。

图 19: 我国军贸进口十年对比 (亿 TIVs)



资料来源: SIPRI, 安信证券研究中心 (注: TIV 为 SIPRI 制定的衡量军贸的指标, 用于研究趋势。)

图 20: 主要进口缩减项目与降幅 (%)



资料来源: SIPRI, 安信证券研究中心 (注: TIV 为 SIPRI 制定的衡量军贸的指标, 用于研究趋势。)

## 2.4. 军工产业链中小企业融资需求潜力巨大

**大型国企资金需求被多种融资渠道完美分摊。**近年来军工行业发展迅速，大型军工国企迎来发展机遇。产业体系方面，军工国有企业通常体量较大，并直接接受政府下派订单，自身产业链完善，优化空间小。融资方面，国有企业获得政府背书，股权、债权融资难度低，融资规模大，公开市场融资可覆盖其大部分资金需求，因此大型国有企业对于非公开市场融资的依赖度较低，一些优质的军工企业有望在将来几年加速上市。

**中小型民营企业融资潜力大，非公开融资为最优选择。**为顺应军工行业发展趋势，众多小型民营企业通过军民融合加入军工行业，新加入军工行业的民营企业个体规模较小，数量众多，自身产品与体系得到市场验证，扩张相对容易，若有相应资金支持，体量与规模可在短期内快速扩大，企业融资需求激增伴随未来巨大融资潜力，但股权、债权融资手段受自身体量制约，融资难度较大。相比于大型国企，小型民企主要以供应链融资、商业借贷等非公开融资为主要融资手段，相应产业投资的市场前景巨大。

## 2.5. 军工产业投资三大壁垒

面对民企庞大的融资潜力与融资需求，资金供给端同样出现巨大利益空间。但军工行业本身与其他传统行业区别较大，**传统企业在投资军工板块的企业时通常面临三大痛点：**

**(1) 看不见：**军工项目通常涉及多个学科的融合，涵盖物理、化学、工程流体力学等复杂学科，技术可行与先进的判断需要拥有强劲技术背景的专业团队。

**(2) 摸不着：**由于军工项目产业链的高相关性与复杂性，所以无论对市场化机构来说，还是对军工央企投资圈内的投资机构来说，都很难摸清产业链内拥有发展前景的合理项目。

**(3) 投不进：**军工企业大多涉军涉密，传统企业通常无法获取相关企业的投资资格，且投资面临严重的信息不对称现象，投资门槛变向提高。

图 21：军工产业投资三大痛点概述



资料来源：安信证券研究中心整理

### 3. 产业投资：背靠中航集团，发挥牌照优势

受自身资质及产业链影响，无论是市场化机构还是军工产业链内企业，对军工产业链投资都有一定的技术壁垒和投资壁垒。中航产投背靠中航集团，凭借自身在航空工业产业链条的技术和背景优势、产业资源、品牌效应等优势因素，在军工板块的产业投资中具备看得清、摸得着、投得进的能力，产投业务规模未来有望实现飞快发展，为公司带来新的利润增长点。

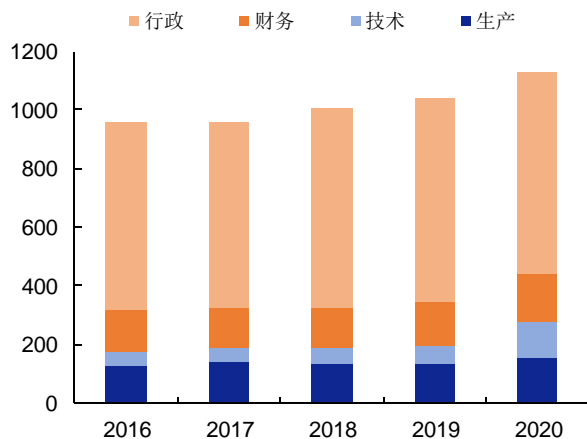
#### 3.1. 产业投资：看得清、摸得着、投得进

##### （一）专业团队秉持硬实力——看得清

公司团队从顶端到投资研究端加持产业投资。集团核心管理层履历丰富且资深，曾任职于多家知名金融机构与实体企业，在供应链金融、保险、财务会计、实体产业等领域拥有多年经验。中航证券投资研究团队经验丰富，军工及其相关产业覆盖面广，下设军工团队、海外军工团队、科技电子团队和先进制造团队。军工团队阵容尤为强大，首席及团队成员多数为航空类专业硕博，并具备航空科研经历，大幅度提升了产业投资的成功率。

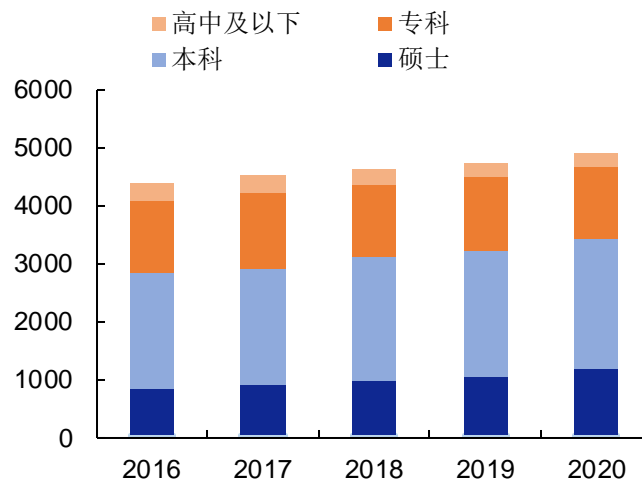
军工产业技术路径论证加持投资成功概率。2020年中航产融公司员工构成中，高学历员工比例逐年攀升，技术人员人数增长翻倍有余。学历方面，硕士及以上学历人数占比增至近24%，专业构成方面，技术人员人数从60人增长至125人。在军工产业中，军工项目投资涉及到综合与基础学科的交集，涵盖物理、化学、工程流体力学等多方面复杂的学科融合，公司凭借专业的团队背景，具备判定相关产品在技术上的可行性、先进性的能力，拥有优于同业的投资优质项目的嗅觉。

图 22：除销售外的员工专业构成



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：员工学历构成



资料来源：wind，安信证券研究中心

##### （二）雄厚产业背景加持产业链优势——摸得着

公司背靠航空工业集团深入各细分领域，拥有产投项目资源。股东航空工业集团是由中央管理的国有企业，集团公司下辖 100 余家成员单位、24 家上市公司，首先，涉及产业细分领域众多，设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、专用装备、汽车零部件、资产管理、金融、工程建设等产业，投资项目渗透范围更广。其次，航工产业链布局大而全，涉及范围上至整机的发动机、电子模块设计，下至基础的半导体、新材料。同时产业链与电科、科工等旗下的科研院所及子公司有所交集，客户遍布全国 30 余个省市以及海外 180 多个国家和地区，一方面对产业方面信息掌握全面，另一方面受制于军工板块的涉军涉密的特殊性，拥有察觉更多中小企业融资

需求的优势，具备发掘中小投资项目的能力，保证了投资项目的存量基础。

图 24：航空工业产业链



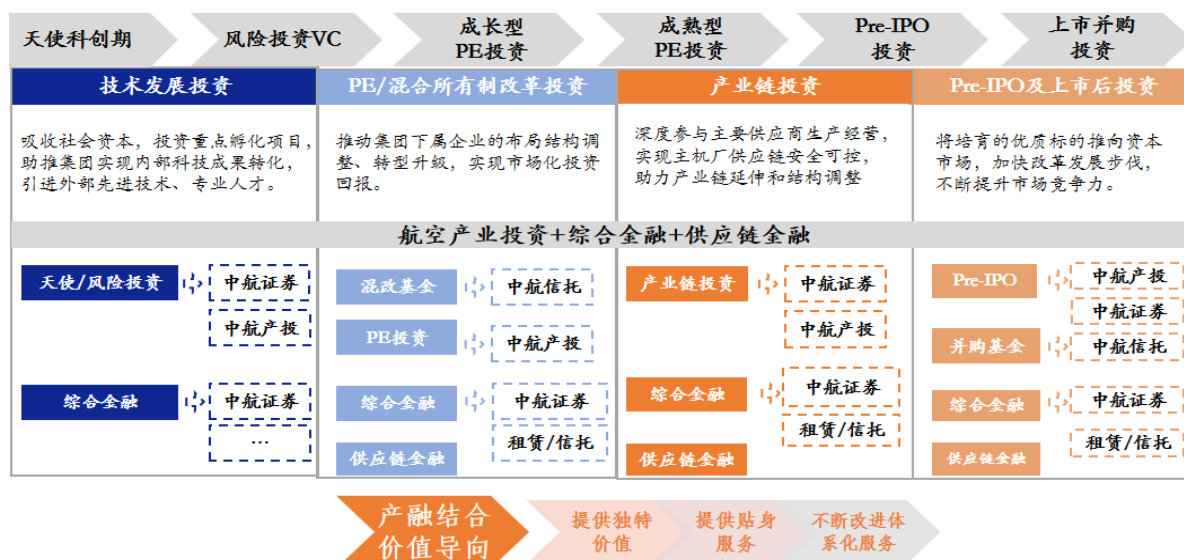
资料来源：wind，安信证券研究中心

(三) 品牌效应叠加全牌照优势——投得进

品牌效应为客户站台，获优质项目增量优势。良好的军工企业的融资需求不强，现金流足以支撑至自身独立 IPO 上市，且未来的收入和市场预期相较消费类、纯市场化的项目更具确定性，而公司凭借着拥有产业链上的优势，同时以军工央企的品牌为优质民营企业站台，可以削弱其在未来业务发展中可能存在的竞争劣势，得以直接投资优质的民参军或军转民的项目，也可进一步丰富自身产业资源，强强联合实现合作共赢。

全牌照带来的协同效应正逐步形成公司的核心竞争力。公司是中国资本市场上第一家金融控股类上市公司，设有有租赁、财务、证券、基金等公司，发展至今已形成金融全牌照优势，覆盖客户企业的投入期、成长期、成熟期、退出期等全生命周期，能够为航空主业提供全方位的金融服务。因此能够提高自身资金利用效率，进一步增加开展产业投资的优势。

图 25：中航产融形成军工产业链覆盖企业生命周期的金融产业生态圈

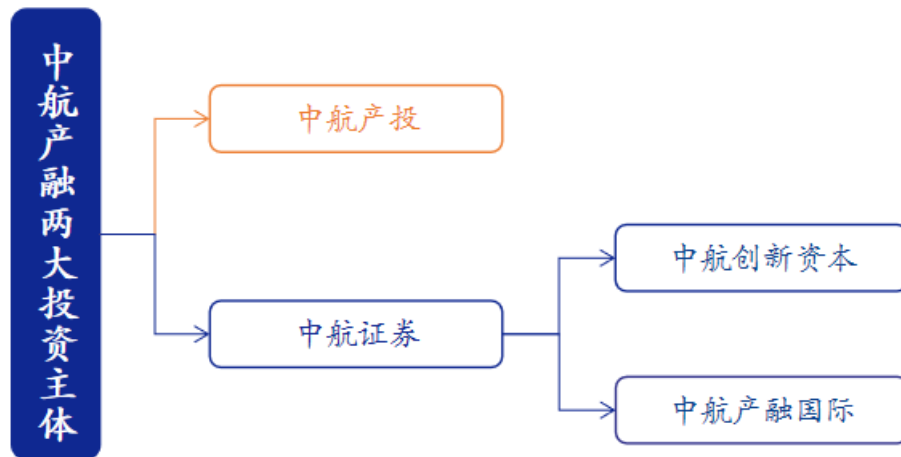


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. 以中航产投为主体，布局产业投资

中航产投与中航证券协力促进产投发展。中航产融背靠航空工业集团大而全的产业链，发挥自身金融全牌照优势，在公司经验丰富的管理团队带领下，积极布局航空产业和高新技术产业投资，目前旗下主要有两大产业投资主体，分别为中航产投和中航证券，其中中航证券旗下投资主体主要有中航创新和航证科创，一同助力中航产融产业投资发展。

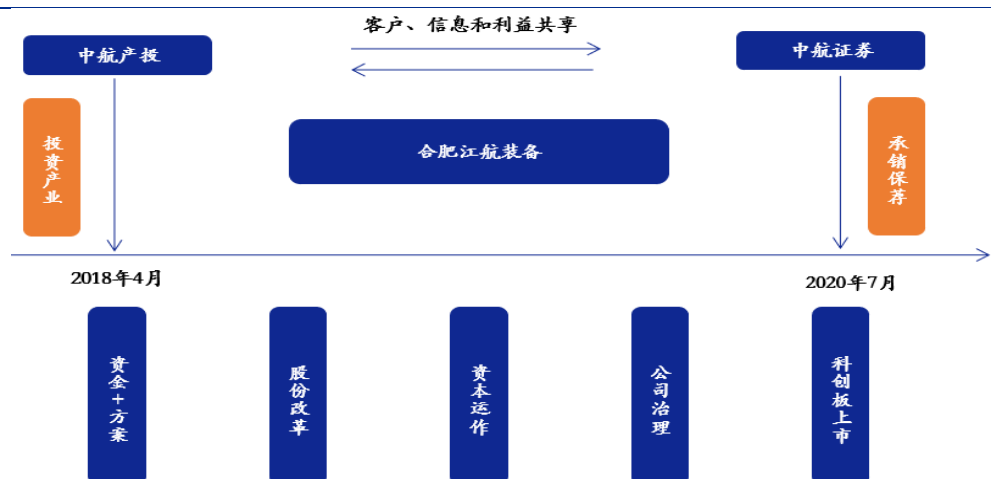
图 26：中航产融两大投资主体



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1) 中航产投：立足航空领域产业投资。中航产投成立于 2012 年，专注于航空领域产业投资，通过公司直投和旗下誉华基金，8 年来积累了丰富的航空产业投资经验。2018 年，参与合肥江航混合所有制改革，合肥江航是航空工业上唯一一家专业承担航空氧气系统、飞机副油箱研制的大型航空高科技企业，其核心技术在军民融合领域有广阔的利用空间。2020 年，合肥江航由中航证券承保在科创板上市，体现了产投平台与金融平台的合力。

图 27：合肥江航投资案例

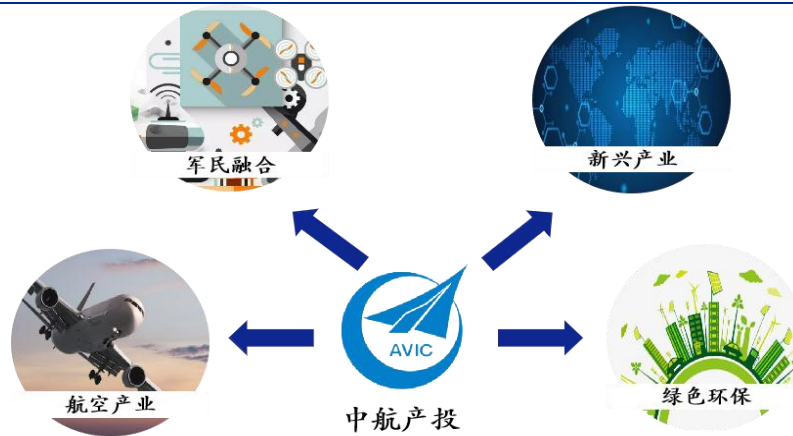


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

布局战略新兴产业。中航产融聚焦战略性新兴产业发展，投资了一系列高新技术产业优质项目。2019 年曾参与新能源汽车相关领域企业常铝股份非公开发行，支持公司高性能换热技术和热系统科技项目建设。未来公司将重点布局航空产业、军民融合、新兴产业、绿色环保

等领域投资，筹组新能源专项产业并购基金，秉持 ESG 发展理念，支持“绿色航空”发展，建立覆盖企业全生命周期的体系化、多层次的产业投资基金业务布局。

**图 28：中航产投投资布局**



资料来源：安信证券研究中心整理

**2) 中航创新资本：专注新兴产业市场化投资。**中航创新资本成立于 2014 年，为中航证券旗下子公司，主要从事股权投资业务和私募基金管理业务。公司围绕军民融合领域，发挥投资银行背景及实业股东资源，投资了一系列具有核心竞争力的优秀企业。2018 年投资晶科科技 9.4 亿元，于 2020 年成功登陆上交所主板上市，为我国 A 股民营光伏龙头企业之一。

**3) 航证科创：新兴的产业投资平台。**航证科创成立时间较晚，于 2019 年设立，主要专注股权投资和项目投资，曾投资于合肥江航飞机装备、超卓航空、中航无人机等公司。航证科创与中航创新一同作为中航证券旗下投资主体，未来将参与更多产业投资。

### 3.3. 产投项目多元，投资回报丰厚

深耕军民融合领域多年，产业投资经验丰富。中航产融为国内首家上市的金融控股公司，依托航空工业集团强大的股东背景，以及集团旗下众多优质上市公司资源，在军民融合领域形成了先发优势并积累了丰富经验。公司坚持短期与长期结合的投资策略，就基金而言，投资成长成熟期及 Pre-IPO 企业，同时适当配置资金投资早期以及集团内的孵化项目，保证未来的基金发展。公司近两年投资收益丰厚，根据年报披露信息，2019 年和 2020 年交易性金融资产持有和处置收益总和分别为 17 亿元和 25 亿元。

#### 3.3.1. 注重投资收益，聚焦优质成熟企业

**立足航空产业投资，战略配售广联航空。**广联航空成立于 2011 年，是专业从事航空工业相关产品研发、制造的国家级高新技术企业。中航产投作为唯一战略投资者于 2020 年 10 月参与广联航空创业板 IPO 战略配售，获配股数 559 万股，金额约为 1 亿元，据公司 2020 年年报数据，持有的广联航空股份价值达 2.3 亿元，投后增值超过 2 倍，该项目获得“中央企业优秀战略投资奖”。

**支持新兴大数据网络安全领域，参与奇安信 Pre-IPO 融资。**奇安信集团是中国最大的网络安全公司之一，是基于大数据和人工智能技术的新一代网络安全引领者。由惠华基金作为 GP 管理的国家军民融合基金于 2019 年 9 月参与奇安信 Pre-IPO 融资，投后估值达 206 亿元。奇安信于 2020 年登陆科创板上市，目前估值约 637 亿元，超过投后估值的三倍。

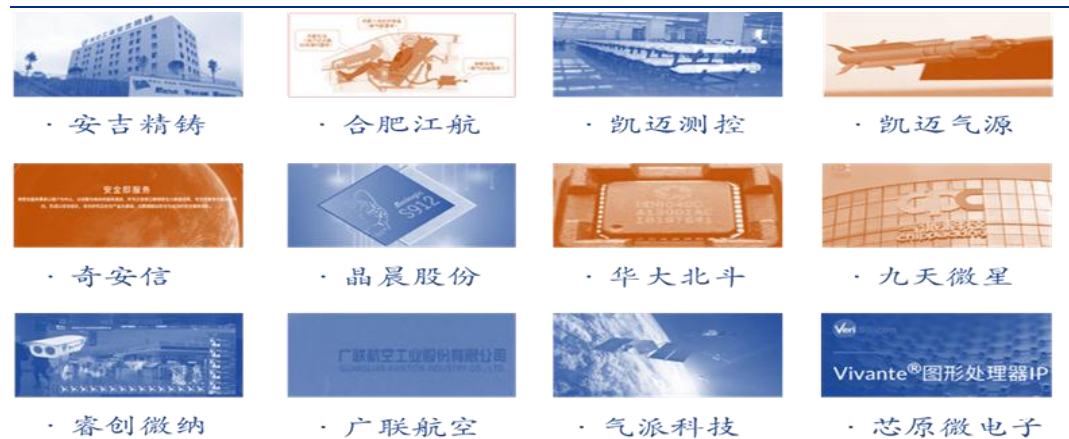
#### 3.3.2. 着眼长远发展，投资战略新兴产业



**扶持国家高新技术产业，投资华大北斗。**华大北斗成立于 2016 年，专注从事卫星导航定位芯片、模组和终端产品的设计、生产与销售，是国家级高新技术企业。中航产投于 2019 年通过设立项目基金 A 轮投资入股华大北斗并于后续 B 轮融资跟投，投资以来，标的公司估值水平稳定增长，未来标的公司上市后，将为公司带来可观收益，该项目入选“中央企业十大优秀投资案例”。

**助力商业卫星发展，参与九天微星 B 轮融资。**九天微星成立于 2015 年，是国内领先的小卫星全产业链服务商。中航产投于 2020 年斥资 2.7 亿参与九天微星 B 轮融资，投后估值超 20 亿，公司两年内预计登陆科创板上市，此项目进入《中国企业家》中国科创企业百强。

图 29：优秀投资项目一览



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.4. 未来产业投资发展方向与目标

**立足产业投资，加速退出周期。**中航产融在产业投资的战略定位是立足航空产业，发挥自身金融牌照齐全和股东背景强大优势，深入挖掘优质企业，投资上市期望强的项目，加速退出周期，将其控制在 3 到 4 年左右，塑造基金品牌，并在短时间内扩张资产管理规模，实现投资回报。

#### 3.4.1. 未来公司具体规划

**建立品牌效应，逐步扩大规模。**目前公司产业投资涉及多数军工产业链和中航特色优质项目。在新兴产业投资领域，公司依托航空工业集团大而全的产业链优势，在项目谈判上具备业务上的潜在嫁接优势，使得公司更具有市场竞争力。同时，公司注重争取稳健、明星效应强、融资规模大的投资项目，例如 H 股拆分回 A 股的项目以及资金需求量大的半导体代工项目，以彰显自身投资能力，建立品牌效应，再逐步扩大投资规模。

**深化与地方政府合作，实现双赢。**公司与众多地方政府合作，在成都、青岛、江西、陕西均与地方建立合作基金。在与江西政府合作的红谷滩项目中，由公司担任一般合伙人（GP），地方政府担任有限合伙人（LP）。地方政府利用出资平台充分的自有资金优势，为合作基金注入大部分资金；公司作为 GP，充分发挥自身管理优势和项目资源优势，带动地方产业链上下游的发展。公司未来有望继续与各地地方政府扩大产业基金数量与规模，推动整体管理规模的持续增长。

**拓展市场化基金，丰富基金品类。**公司在现有青岛基金的基础上，不断加强和拓展与区域政府的合作，将增设成都、西安、长三角、珠三角等区域性基金，逐步扩大成长期基金、成熟

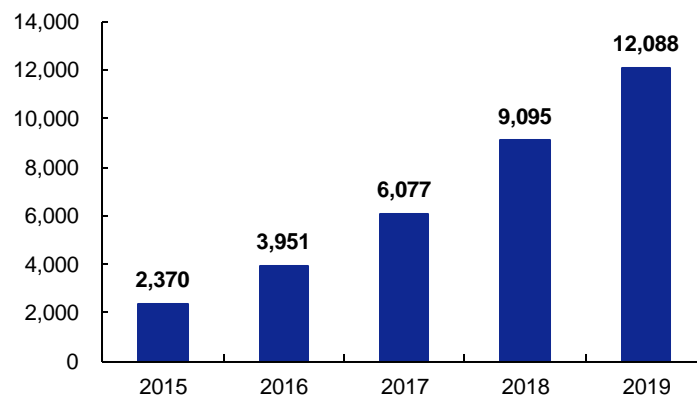
期基金和混合策略基石基金的规模，以满足各类投资者的需求并扩大公司基金管理规模。同时，公司旗下中航证券也积极发展公募 REITs 基金，我们预测年底公募基金管理规模进一步扩大。

## 4. 北交所与注册制，利好产投退出

### 4.1. 创投行业方兴未艾，投资退出压力减小

中国创投行业发展迅速。截至 2019 年末，中国创投资产管理规模 (AUM) 达 1.2 万亿元，同比增长 33%。相较于 2015 年末，创投行业资产管理规模在 4 年内增长约 1 万亿元，2015-2019 年复合增长率约 50%，发展势头十分迅猛。2021 年 4 月，国家发改委发布《创业投资主体划型办法（征求意见稿）》，对创投作出明确定义，将创投行业的发展上升到国家战略的角度。

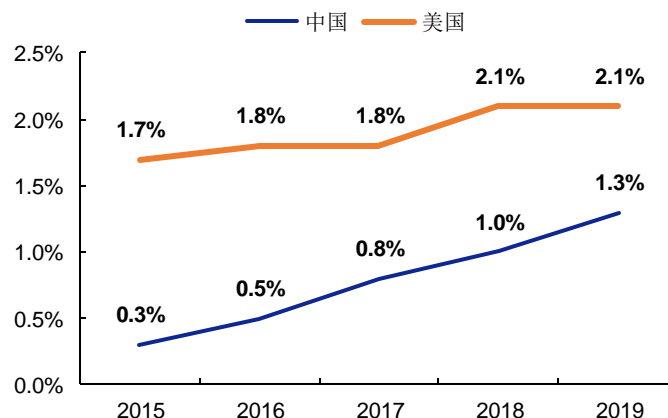
图 30：中国创投资行业资产管理规模 (AUM, 亿元)



资料来源：麦肯锡，安信证券研究中心

与发达国家相比，创投行业发展潜力较大。目前，我国创投行业仍处于起步状态，中国创投行业 AUM 占 GDP 比重逐年上涨，2019 年末达到 1.3%，同比增长 0.3pct.，较 2015 年末增长 1.0pct.。同期美国创投行业 AUM 占 GDP 比重为 2.1%，领先 0.8pct.，侧面印证中国创投市场仍具有广阔的发展空间。

图 31：中美创投行业 AUM 占 GDP 比重



资料来源：麦肯锡，安信证券研究中心

退出渠道多元化。从整体趋势看，创投退出的案例数量、金额实现双增长。2019 年实现退出案例 1827 个 (同比+27%)，实现退出金额 171.8 亿元 (同比+19%)。协议转让、回购、上市转让是三种最主流的股本退出方式，分别占比 32.90%、26.82%、20.31%。采取被清算和整体收购实现股本退出的方式占比较低，分别为 8.97%、2.24%。丰富的股本退出方式保

障了创投公司的利润变现，会进一步推动创投市场的发展。

图 32: 投资新增和退出情况

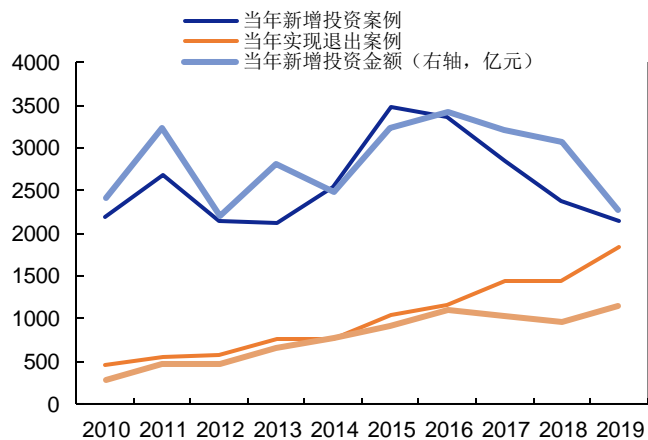
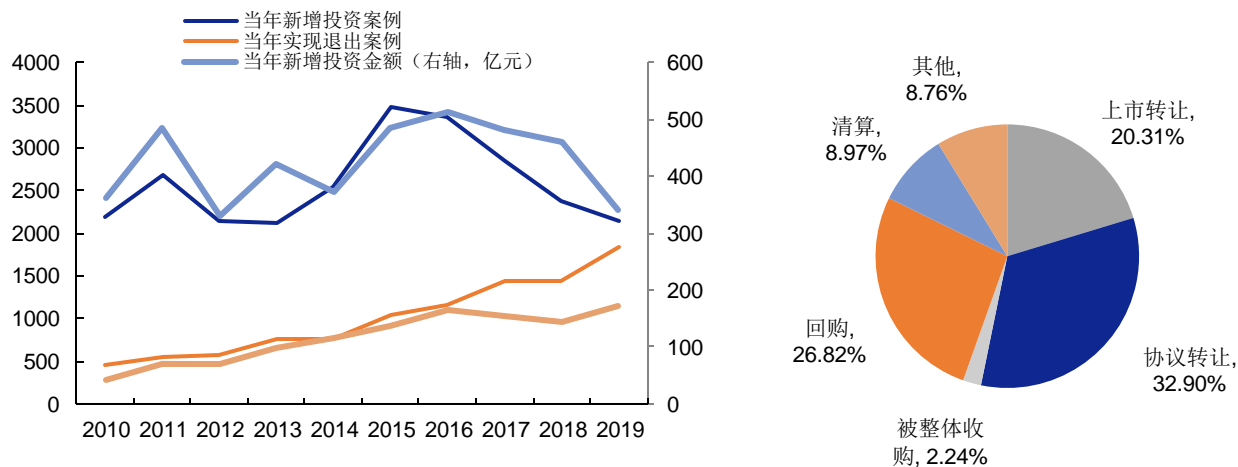


图 33: 股本退出方式占比



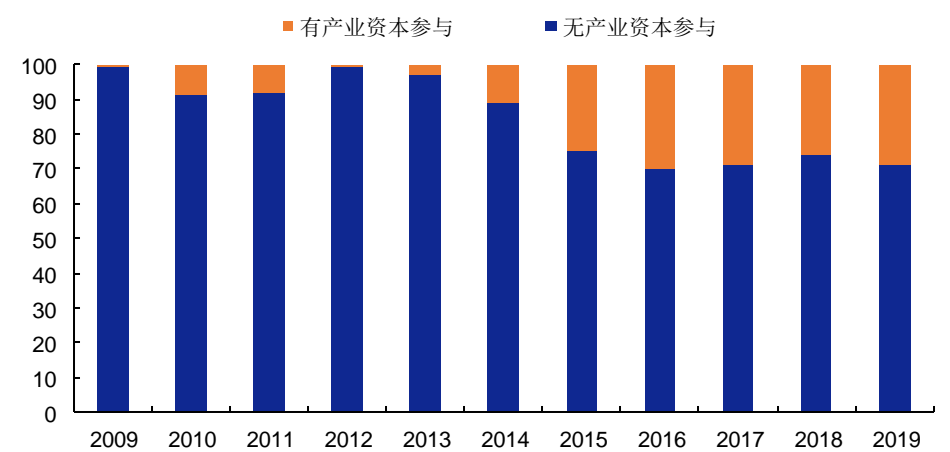
资料来源: 中国创投委, 安信证券研究中心

资料来源: 中国创投委, 安信证券研究中心

#### 4.2. 产业投资崭露头角, 市场情绪趋于冷静

**产业投资成为创投新势力。**产业投资的发起者一般是在某一行业或产业链具有话语权的头部企业。从 2014 年起, 产业资本正式涉足创投市场, 2016-2019 年, 有产业资本参与的私募股权投资交易占创投交易量的比例稳定在三成左右, 具有产业背景的投资方成为了中国创投市场上不可忽视的力量。

图 34: 有产业资本参与的私募股权投资交易占比 (%)



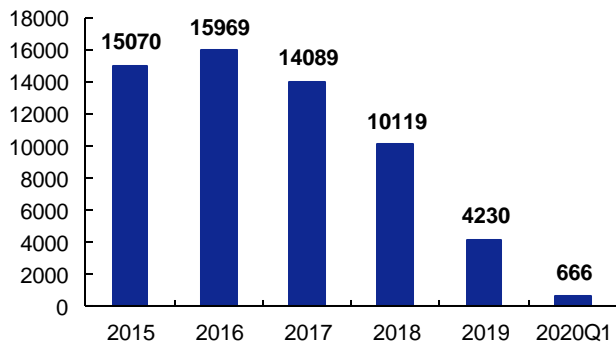
资料来源: 麦肯锡, 安信证券研究中心

**产业投资定位于实业投资。**产业投资的投资对象主要是高成长性产业内的创业公司, 采取直接投资的方式, 并参与被投企业的经营管理, 通过发展企业实现自身的增值。对被投企业而言, 除了财务支持外, 产业投资还能提供产业资源、管理经验等支持, 有助于公司经营; 对投资企业而言, 产业投资可以实现公司业务的横向或纵向扩展, 有利于多元化经营, 巩固产业地位。

**市场对投资机构提出更高专业要求。**2018 年以来, 投资事件和投资总额持续呈现双降趋势, 2019 年股权投融资事件 4230 起, 同比-58.2%, 投融资总额 7590 亿元, 同比-45.9%。与此同时, 单笔融资金额保持上涨, 2019 年平均融资金额 1.8 亿元, 同比+29.4%, 2020 年一季度单笔融资金额达到新高 3.6 亿元。资本活跃度的下降要求投资机构具有更高的项目筛选能力、

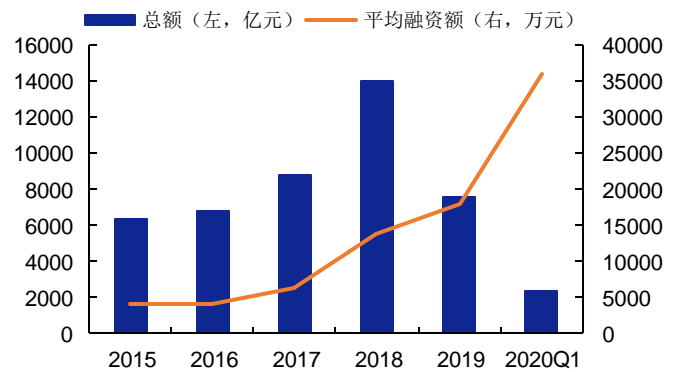
募资能力，以及投后管理能力。

图 35: 2015~2020Q1 股权投融资事件数



资料来源: Jingdata, 安信证券研究中心

图 36: 2015~2020Q1 股权投融资总额及平均融资额

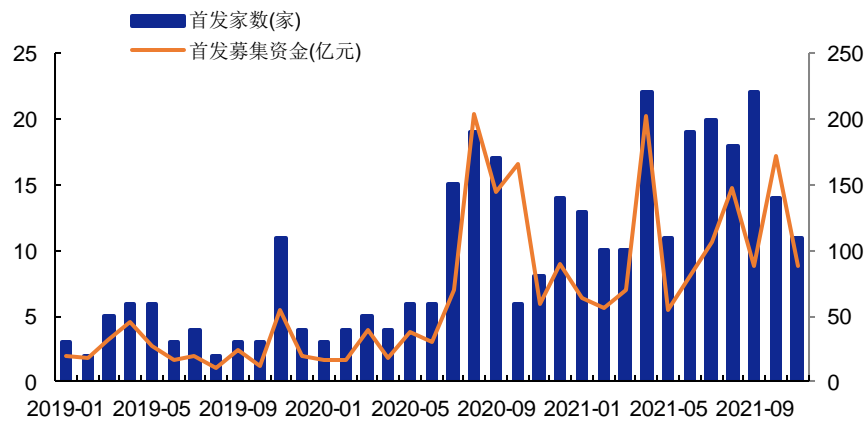


资料来源: Jingdata, 安信证券研究中心

### 4.3. 改革助力创投退出，产投业务受益深远

**注册制降低 IPO 门槛。**相较于核准制，注册制对公司上市要求较低。2020 年 8 月 24 日，创业板注册制正式实行，创业板 IPO 数量和规模上涨趋势明显，新股从受理日到发审委审核通过公告日的平均时长从 2019 年的 477 天缩短至 24 天。IPO 门槛的降低有望活跃创投市场，为中航产投提供稳定变现渠道。

图 37: 创业板 IPO 情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

**北交所设立利好中航产投：1) 对中小企业来说，新增上市路径：**北交所设立并试点注册制后，精选层企业无需转板直接完成上市。另外为挂牌企业中符合相关行业定位的企业提供了“基础层-创新层-北交所”的上市路径，相较于其他交易所板块，北交所上市条件将相对宽松。**2) 对中航产投来说，投资机会增加，退出渠道更加顺畅：**一方面北交所提供了长期性和经常性的投资机会，中航将分享中小企业发展的红利；另一方面，北交所也为股权投资新增了退出渠道，将账面盈利转化为现实。

**表 3: 北交所上市要求更宽松**

上市版块	项目	2020 年扣非后净利润 (万元)	2019 年扣非后净利润 (万元)
沪深主板共 254 家	平均数	45,134.95	42,878.52
	中位数	15,019.28	14,201.98
	小于 8000 万元	30 家	22 家
创业板共 272 家	平均数	18,148.42	12,189.05
	中位数	8,646.47	7,496.20
	小于 5000 万元	29 家	22 家
科创板共 283 家	平均数	12,565.75	7,893.06
	中位数	7,458.78	6,351.94
	小于 5000 万元	86 家	88 家
精选层(北交所)共 71 家	平均数	6,546.32	5,219.33
	中位数	4,729.59	3,810.11
	小于 3000 万元	13 家	25 家

资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 5. 供应链金融：借力军工背景，发挥集团优势

### 5.1. 军工供应商融资需求高

**军工行业回款周期长。**军工产品制造周期长，军工产业链具有多级供应商，从产品交付验收到一级供应商收到现金的周期长达 9~18 个月。并且，供应商在交易前存在垫资行为，交易时存在赊销行为，资金占用周期进一步拉长。较长的回款周期导致军工供应商的生产困难和营运效率低下。

**一级供应商融资价格敏感。**一级供应商四证齐全（保密资格、国军标、承制资格、生产许可），主体信用良好，融资渠道多元，融资成本普遍在 4%~8% 之间，且可以将资金压力往上游传导，因此融资需求较容易得到满足，对融资价格和服务的要求相对较高。

**二至 N 级供应商融资贵。**二至 N 级供应商多是提供零部件、原材料的民营中小企业，主体信用一般，年产值在几十至几百万元之间。由于资产规模的限制，中小企业难以拥有足够的贷款信用，融资渠道较为单一，进而导致了高额的融资成本。根据奥纬咨询报告，2019 年约有 47 万亿元（占比 52%）的小企业贷款未获得满足，预计 2024 年将增至 77 万亿元。根据中国社会融资成本指数，中小企业平均融资成本普遍在 10%~20% 之间，远高于社会平均水平 7.6%。

表 4：中国社会融资成本构成

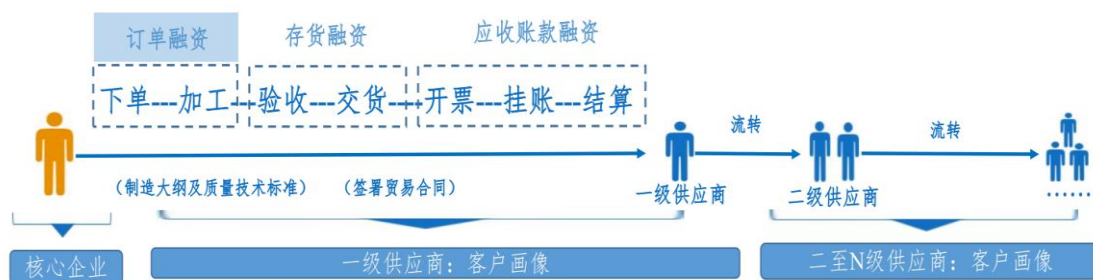
融资主体	融资类型	平均融资成本	占比
央企、政府平台、上市公司	银行贷款	6.60%	54.84%
	承兑汇票	5.19%	11.26%
	企业发债	6.68%	16.50%
	上市公司股权质押	7.24%	3.39%
	融资性信托	9.25%	7.66%
	融资租赁	10.70%	3.95%
中小企业、非上市民营企业	保理	12.10%	0.44%
	小贷公司	21.90%	0.87%
	互联网金融（网贷）	21.00%	1.10%
总体状况		7.60%	100.00%

资料来源：中国社会融资成本指数，安信证券研究中心

### 5.2. 中航产融：多业务协同，供应链金融大有可为

**供应链金融有效解决资金缺口问题。**供应链金融通过应收账款融资、订单融资等方式，弥补了中小企业信用不足的缺陷，借助核心企业信用流转、货物抵押等途径实现资金的融通，降低了融资门槛。供应链金融企业通过区块链、大数据等新兴技术进行风险管控，保障了资金安全。

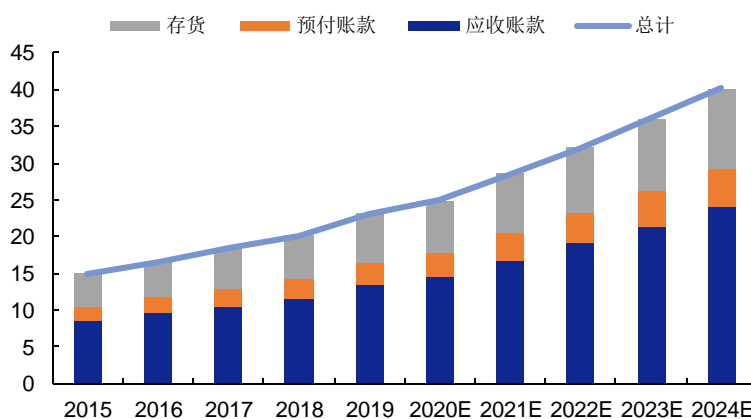
图 38：军工行业供应链金融模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**供应链金融市场规模持续上涨。**根据灼识咨询数据，我国供应链资产余额从 2015 年的 55 万亿元增长到 2019 年的 73 万亿元，预计 2024 年将达百万亿元。按资产余额计算，我国供应链金融市场规模从 2015 年的 15 万亿元增长至 2019 年的 23 万亿元，CAGR 为 11.3%，预计 2024 年市场规模将达到 40 万亿元，2019 年至 2024 年 CAGR 为 11.8%。

图 39：中国供应链金融市场规模（万亿元）



资料来源：灼识咨询，安信证券研究中心

**军工背景打破行业壁垒。**常见的供应链金融要求对库存、物流、生产过程进行管控，以此评估企业信用，保障交易安全。然而，军工行业保密要求高，因此金融机构的介入难度大。中航产融依托集团所属单位在航空军工产业链的核心地位优势，符合军工行业的保密性要求，容易得到供应商信任，具有独特的竞争优势。

**信息积淀助力业务发展。**中航金网是集团旗下的信息公司，掌握了集团产业链上多家不同层级供应商近年来的真实交易数据。信息的积累有助于集团判断供应商的真实运营状况，提高供应链金融业务开展效率。中航金网将为中航产融的供应链金融业务发展提供助力。

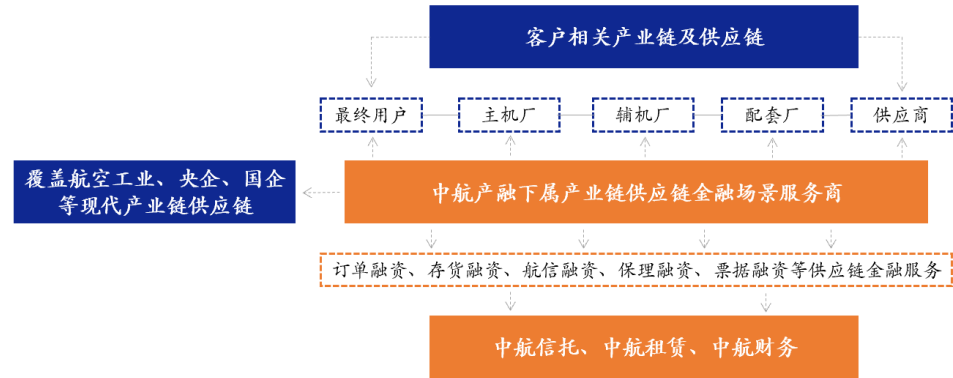
**多业务协同构建供应链金融生态：**

- **中航产融：**设立供应链金融业务板块的相关岗位，制定发展路径，牵头供应链金融业务的发展。未来将引入部分核心企业和知名 PE 机构作为战略投资者。
- **“金网络”（技术服务商）：**在业务资源、IT 系统方面对接中航产融、中航信托等各级单位，共同梳理市场拓展和业务发展策略，实现项目的落地和营销网络的铺开。未来将进



- 一步提高服务效率，在军工行业打响品牌。
- **中航信托等金融机构**：组建专业团队，探索可行的业务模式（如订单融资、存货融资等），并在军工和 2~3 个行业内实现产品落地。未来将持续提高产品质量和品牌影响力。

图 40：中航产融供应链金融生态



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

零部件品类的订单融资模式是主要切入点。1) **必要性**：由于一级供应商融资价格敏感，二至 N 级供应商是公司的主要客户对象。以订单模式切入军工供应链，能够充分发挥中航信托和“金网络”的信息和运营服务优势。2) **安全性**：主机厂对其供应商具有严格的准入标准，因此信用风险相对可控，同时主机厂可配合中航实现订单和交货信息核验及供应链资金闭环管理，进一步降低了交易环节的风险。

## 6. 投资建议及风险提示

### 6.1. 投资建议

**综合金融稳健增长。**中航产融以金控公司为主体，利用多牌照优势，依托租赁、信托、证券等金融子公司，为客户提供综合金融服务。2021 年前三季度，公司以租赁为主的营业收入同比增长 0.44%至 75.46 亿元，受益于航空工业丰富的产业资源，业务规模有望继续扩张。2021 年前三季度公司实现金融类业务收入 62.58 亿元，实现手续费及佣金收入 38 亿元，实现利息收入 24.48 亿元，同比+11%/+15%/+4.7%，整体表现平稳。

**产投布局加速，有望成为新驱动力。**2021 年公司出资 1 亿元与成飞集团共同发起设立中航航空产业链引导投资基金，持续拓展产融结合广度和深度。公司背靠军工集团，立足航空产业，十四五期间将携手各地方政府、社会资本力量，推动产投业务加速发展，据公司披露信息，我们预计规模有望进一步增加，驱动公司价值增长。

**投资收益浮盈有望高增。**今年以来军工板块景气度高，产业链需求旺盛，中航重机股价较年初涨幅超过 95%。6 月，公司以 17.06 元/股增持中航重机 586.2 万股，现价 48.54 元/股，现持有 6447.8 万股，占公司总股本的 6.13%，为公司第三大股东。受此影响，公司投资收益浮盈全年有望实现高增。

**给予买入-A 投资评级。**公司综合金融板块表现稳健，提供稳定收入来源。产业投资方面，考虑到北交所及注册制的实行，投资退出渠道拓宽，公司产投的发展将充分受益。我们预计公司 2021 年~2023 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元、0.54 元，6 个月目标价为 5.3 元，对应 2021 年 P/E 为 12x。

### 6.2. 风险提示

- **产融结合进程不及预期：**产业投资项目若在数量及质量上无法达到要求，可能无法如期实现业务规模增长。另外北交所开市不久，未来运行情况及时好创投的具体情况有待验证。
- **运营风险：**公司下属中航证券、中航信托、中航租赁等经营业绩与市场景气程度及行业的竞争程度紧密相关，存在一定的不确定性。
- **宏观经济下行风险：**公司深入布局军工行业开展供应链金融等金融服务，可能面临因宏观经济周期性波动导致的资本市场波动风险。
- **政策风险：**行业监管政策趋严或使公司业务规模扩张慢于预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	18,032.2	18,340.8	20,083.2	22,292.4	25,190.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,756.2	5,236.5	7,932.9	8,805.5	9,950.2	营业收入增长率	30.0%	1.7%	9.5%	11.0%	13.0%
营业税费	239.1	159.4	241.0	267.5	277.1	营业利润增长率	19.2%	7.5%	20.1%	11.7%	10.4%
销售费用	1,912.8	1,995.1	2,229.7	2,421.5	2,757.8	净利润增长率	-3.2%	6.9%	20.1%	11.8%	10.2%
管理费用	1,476.3	1,754.0	2,008.3	2,117.8	2,440.4	EBITDA 增长率	40.0%	9.3%	-16.3%	10.9%	9.4%
财务费用	1,316.8	1,388.8	1,634.4	1,848.9	2,021.3	EBIT 增长率	43.0%	8.7%	-16.7%	12.0%	10.2%
资产减值损失	0.2	-0.9	-0.4	-0.6	-0.5	NOPLAT 增长率	23.4%	12.3%	19.4%	12.0%	10.2%
加:公允价值变动收益	122.4	-194.8	-31.0	-34.5	-86.8	投资资本增长率	0.5%	12.0%	8.8%	5.3%	8.5%
投资和汇兑收益	2,079.4	2,787.4	2,179.2	2,348.7	2,438.4	净资产增长率	16.2%	31.0%	-8.9%	9.9%	9.3%
<b>营业利润</b>	6,339.6	6,817.7	8,185.4	9,145.9	10,095.7						
加:营业外净收支	71.4	11.6	31.7	38.2	27.2	<b>利润率</b>					
<b>利润总额</b>	6,411.0	6,829.3	8,217.1	9,184.2	10,122.9	毛利率	68.1%	71.4%	60.5%	60.5%	60.5%
减:所得税	1,687.4	1,559.7	1,889.9	2,112.4	2,328.3	营业利润率	35.2%	37.2%	40.8%	41.0%	40.1%
<b>净利润</b>	3,063.5	3,274.1	3,931.3	4,393.9	4,843.0	净利润率	17.0%	17.9%	19.6%	19.7%	19.2%
						EBITDA/营业收入	65.5%	70.4%	53.8%	53.7%	52.0%
						EBIT/营业收入	60.2%	64.3%	48.9%	49.3%	48.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	219	312	314	267	223
货币资金	86,628.5	110,932.2	120,499.2	133,754.1	151,142.2	流动营业资本周转天数	-2,297	-2,546	-2,597	-2,448	-2,268
交易性金融资产	38,501.1	32,930.1	39,516.1	47,419.4	52,161.3	流动资产周转天数	3,647	4,191	4,228	4,195	4,104
应收账款	860.2	780.8	934.7	1,021.8	1,183.7	应收账款周转天数	16	16	15	16	16
应收票据	19.8	33.1	40.5	25.0	54.6	存货周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	69.3	64.5	129.1	81.2	163.7	总资产周转天数	6,408	7,078	7,010	6,755	6,454
存货	9.4	7.1	29.4	3.2	34.8	投资资本周转天数	-2,495	-2,607	-2,626	-2,530	-2,395
其他流动资产	75,811.2	80,386.9	85,393.4	90,749.1	96,481.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	442.7	147.6	196.8	ROE	10.3%	8.2%	12.4%	12.6%	12.8%
长期股权投资	3,753.7	4,322.3	4,322.3	4,322.3	4,322.3	ROA	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%
投资性房地产	2,349.1	2,244.0	2,244.0	2,244.0	2,244.0	ROIC	-4.5%	-5.1%	-5.4%	-5.5%	-5.8%
固定资产	13,776.3	17,971.5	17,018.3	16,065.0	15,111.7	<b>费用率</b>					
在建工程	1,892.3	1,736.6	1,736.6	1,736.6	1,736.6	销售费用率	10.6%	10.9%	11.1%	10.9%	10.9%
无形资产	60.3	89.7	64.5	39.3	14.1	管理费用率	8.2%	9.6%	10.0%	9.5%	9.7%
其他非流动资产	117,468.7	119,983.8	125,953.4	132,234.2	138,845.4	财务费用率	7.3%	7.6%	8.1%	8.3%	8.0%
<b>资产总额</b>	341,615.3	379,595.1	402,507.8	434,080.0	469,203.4	三费/营业收入	26.1%	28.0%	29.2%	28.7%	28.7%
短期债务	32,159.9	27,303.4	35,790.5	39,336.7	41,162.3	<b>偿债能力</b>					
应付账款	4,368.6	4,292.7	7,620.9	5,993.8	9,601.4	资产负债率	85.9%	83.4%	85.7%	85.4%	85.3%
应付票据	-	151.5	38.3	75.0	95.6	负债权益比	609.1%	501.4%	600.1%	587.2%	579.3%
其他流动负债	158,774.0	187,066.7	198,075.6	209,615.7	222,188.3	流动比率	1.03	1.03	1.02	1.07	1.10
长期借款	39,588.4	46,001.5	46,662.9	53,383.3	58,323.4	速动比率	1.03	1.03	1.02	1.07	1.10
其他非流动负债	58,548.0	51,662.1	56,828.3	62,511.2	68,762.3	利息保障倍数	8.24	8.49	6.01	5.95	5.99
<b>负债总额</b>	293,438.9	316,478.0	345,016.5	370,915.7	400,133.3	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	18,293.6	23,265.1	25,661.0	28,338.9	31,290.5	DPS(元)	0.04	0.21	0.12	0.16	0.21
股本	8,976.3	8,920.0	8,920.0	8,920.0	8,920.0	分红比率	10.3%	58.5%	26.6%	31.8%	39.0%
留存收益	18,062.7	20,026.4	22,910.3	25,905.4	28,859.6	股息收益率	0.9%	5.4%	3.0%	4.0%	5.3%
<b>股东权益</b>	48,176.4	63,117.1	57,491.3	63,164.3	69,070.0						
						<b>现金流量表</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	4,723.6	5,269.5	3,931.3	4,393.9	4,843.0	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	973.4	1,141.3	978.5	978.5	978.5	EPS(元)	0.34	0.37	0.44	0.49	0.54
资产减值准备	1,490.6	0.9	-	-	-	BVPS(元)	3.35	4.47	3.57	3.90	4.24
公允价值变动损失	122.4	194.8	-31.0	-34.5	-86.8	PE(X)	11.44	10.51	8.86	7.96	7.22
财务费用	1,129.7	1,533.7	1,634.4	1,848.9	2,021.3	PB(X)	1.16	0.87	1.09	1.00	0.92
投资损失	-2,078.7	-2,622.5	-2,180.3	-2,351.2	-2,442.1	P/FCF	1.1	2.1	1.1	1.2	1.1
少数股东损益	1,660.0	1,995.4	2,395.9	2,677.9	2,951.6	P/S	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
营运资金的变动	-24,968.1	20,017.9	5,457.0	756.7	6,116.7	EV/EBITDA	-9.5	-10.9	-13.8	-13.4	-13.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	-4,950.2	10,034.4	12,185.8	8,270.2	14,382.2	CAGR(%)	14.4%	13.9%	17.1%	14.4%	13.9%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9,980.3	14,763.6	-3,941.4	-8,456.2	-6,874.3	PEG	0.8	0.8	0.5	0.6	0.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	14,604.3	-651.2	1,322.7	13,440.9	9,880.2	ROIC/WACC	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6	-1.7
						REP	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034