

中航产融 (600705.SH) 产业金融转型逐步见效, 估值具有安全边际

2022年03月23日

——中航产融 2021 年年报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

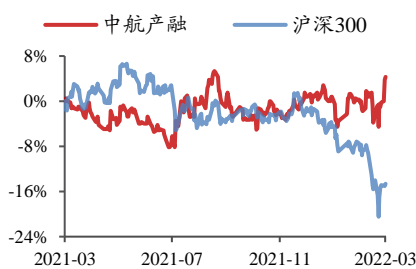
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120100011

日期	2022/3/23
当前股价(元)	4.11
一年最高最低(元)	4.24/3.69
总市值(亿元)	366.61
流通市值(亿元)	365.26
总股本(亿股)	89.20
流通股本(亿股)	88.87
近3个月换手率(%)	25.55

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《中航产融首次覆盖报告-深化产融结合, 突出金控平台价值》-2021.7.12

● 投资收益带来业绩超预期, 产业金融转型逐步见效, 维持“买入”评级

2021 年公司营业总收入/归母净利润为 190.8/44.7 亿元, 同比+4%/+37%, 超我们预期, 主要系产融本部投资收益大幅增长。综合金融依然是公司利润贡献主体, 2021 年整体盈利保持平稳; 产业投资利润大幅增长, 贡献持续提升; 2021 年母公司利润表公允价值变动损益达 14.9 亿元, 同比增长 7.5 亿元。维持公司 2022-2023 年归母净利润预测 40.5/46.0 亿元, 新增 2024 年归母净利润预测 51.3 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.45/0.52/0.57 元。当前股价对应 2022 年 PE 9.0 倍, PB 0.83 倍, 估值具有安全边际, 公司业务紧密围绕航空产业链, 具有雄厚的产业背景和领先的产业研究能力, 维持“买入”评级。

● 租赁和信托利润贡献分别达 44%/32%, 证券公司 ROE 优于行业平均

综合金融为公司利润贡献主力, 2021 年租赁、信托、证券业务条线利润贡献合计占比 94%。2021 年中航租赁净利润 19.5 亿元, 同比+1%, 利润贡献 44%。2021 年租赁业务线新增合同金额中航空与航运业务板块占比 29%。2021 年中航信托净利润 16.8 亿元, 同比-15%, 利润贡献 32%, 净利润同比下降系投资收益影响。2021 年末信托管理规模 6775 亿元, 同比+2%, 2021 年手续费及佣金净收入 39.5 亿元, 同比+3%。2021 年 3 月公司对中航信托增资 20 亿元, 提升资本金实力。2021 年中航证券净利润 8.1 亿元, 同比+21%, 利润贡献 18%。经纪和资管业务营业利润为 2.3/1.4 亿元, 同比+26%/+171%, 2021 年 ROE10.4%, 高于行业平均。

● 强化产融结合, 产业投资利润贡献明显提升

公司产业金融展业分为三个渠道: 一是通过直接投资、产业投资基金等方式支持航空产业; 二是参与中航金网络的增资项目, 搭建产业链供应链金融平台; 三是综合运用子公司金融牌照, 提供覆盖企业发展全生命周期的金融服务。公司通过中航产投和中航航空投资进行产业投资, 2021 年合计净利润 2.5 亿, 同比+182%, 利润贡献 5.7%, 较 2021 年提升 2.9pct。公司于 2021 年 6 月由“中航资本”更名为“中航产融”。2022 年 3 月公司终止定增, 原计划通过定增募资 20 亿元以偿还银行借款, 定增对象为控股股东航空工业集团, 定增价格为 3.17 元/股。

● **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。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,341	19,084	17,286	19,659	21,904
YOY(%)	1.71	4.05	-9.43	13.73	11.42
归母净利润(百万元)	3,274	4,471	4,054	4,604	5,125
YOY(%)	6.87	36.56	-9.33	13.58	11.31
毛利率(%)	19.69	20.24	20.24	20.24	20.24
净利率(%)	17.85	23.43	23.45	23.42	23.40
ROE(%)	9.39	10.98	9.44	10.01	10.34
EPS(摊薄/元)	0.37	0.50	0.45	0.52	0.57
P/E(倍)	11.2	8.2	9.0	8.0	7.2
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	225,135	286,234	304,901	328,226	354,000
现金	110,932	130,954	139,495	150,167	161,958
应收票据及应收账款	272	445	475	511	551
其他应收款	-0	1	1	1	1
预付账款	64	94	100	107	116
存货	2,587	1,338	1,425	1,534	1,654
其他流动资产	111,279	153,401	163,406	175,907	189,719
非流动资产	154,460	170,698	181,830	195,740	211,110
长期投资	4,322	6,574	7,003	7,539	8,131
固定资产	17,972	17,291	18,418	19,827	21,384
无形资产	90	154	165	177	191
其他非流动资产	132,077	146,678	156,244	168,197	181,404
资产总计	379,595	456,931	486,731	523,967	565,110
流动负债	218,814	295,227	318,671	347,227	379,164
短期借款	27,303	49,424	56,837	65,363	75,167
应付票据及应付账款	342	1,096	1,168	1,257	1,356
其他流动负债	191,169	244,707	260,666	280,607	302,641
非流动负债	97,664	91,772	93,567	96,548	99,457
长期借款	46,002	38,622	40,553	42,581	44,710
其他非流动负债	51,662	53,150	56,617	60,948	65,734
负债合计	316,478	386,999	412,238	443,775	478,621
少数股东权益	23,265	28,354	30,203	32,514	35,067
股本	8,920	8,920	8,920	8,920	8,920
资本公积	6,050	5,930	5,930	5,930	5,930
留存收益	13,977	17,469	15,839	17,991	20,025
归属母公司股东权益	39,852	41,578	44,290	47,678	51,422
负债和股东权益	379,595	456,931	486,731	523,967	565,110

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10034	45212	43467	44770	46033
净利润	5270	6117	5546	6300	7012
折旧摊销	1141	1248	1348	1448	1548
财务费用	1389	1506	1556	1606	1656
投资损失	-2428	-3269	-3369	-3469	-3569
营运资金变动	2500	37885	38385	38885	39385
其他经营现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	14764	-31064	-30964	-30864	-30764
资本支出	12045	10901	10901	10901	10901
长期投资	74759	96155	96255	96355	96455
其他投资现金流	2660	2926	3026	3126	3226
筹资活动现金流	-651	4799	-3963	-3235	-3478
短期借款	68991	92353	92453	92553	92653
长期借款	46290	29448	29548	29648	29748
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3103	7127	7127	7127	7127
其他筹资现金流	8705	3004	3004	3004	3004
现金净增加额	24304	20022	8540	10672	11792

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,341	19,084	17,286	19,659	21,904
营业成本	14,729	15,221	13,787	15,680	17,471
营业税金及附加	159	148	134	152	170
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	1,754	889	806	916	1,021
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	1,389	1,506	1,364	1,552	1,729
资产减值损失	2,191	2,191	1,984	2,257	2,515
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	(195)	164	-0	-0	-0
投资净收益	2,795	3,106	2,813	3,200	3,565
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	6,818	7,416	6,717	7,640	8,512
营业外收入	28	84	84	84	84
营业外支出	17	10	10	10	10
利润总额	6,829	7,490	6,791	7,714	8,586
所得税	1,560	1,373	1,245	1,414	1,574
净利润	5,270	6,117	5,546	6,300	7,012
少数股东损益	1,995	1,646	1,492	1,695	1,887
归母净利润	3,274	4,471	4,054	4,604	5,125
EBITDA	6,411	7,365	6,894	7,748	8,560
EPS(元)	0.37	0.50	0.45	0.52	0.57

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.7	4.1	-9.4	13.7	11.4
营业利润(%)	7.5	8.8	-9.4	13.7	11.4
归属于母公司净利润(%)	6.9	36.6	-9.3	13.6	11.3
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.2	20.2	20.2	20.2
净利率(%)	17.9	23.4	23.5	23.4	23.4
ROE(%)	9.4	11.0	9.4	10.0	10.3
ROIC(%)	3.9	3.9	3.2	3.3	3.4
偿债能力					
资产负债率(%)	83.4	84.7	84.7	84.7	84.7
净负债比率(%)	581.7	748.5	774.2	792.8	810.8
流动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	5.1	4.6	3.7	3.9	4.0
应收账款周转率	6376.8	5322.3	3757.8	3990.4	4126.1
应付账款周转率	4415.2	2117.6	1218.2	1293.6	1337.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	5.1	4.9	5.0	5.2
每股净资产(最新摊薄)	4.5	4.7	5.0	5.3	5.8
估值比率					
P/E	11.1	8.2	9.0	8.0	7.2
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	37.8	39.7	44.9	42.6	41.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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