

2022年05月05日

中航产融 (600705.SH)

投资拖累净利润表现，产融结合稳健发展

■事件：公司披露 2022 年报一季报，营业总收入 40.14 亿元，同比减少 7.3%，归属于母公司所有者的净利润 1145.44 万元，同比减少 98.28%。

■公司 Q1 净利润大幅下滑主要受资本市场调整明显影响，公司所持有如中航重机等权益资产的公允价值下滑明显以及证券等业务收入下滑。从一季报来看，投资收益+公允价值变动损益较去年同期减少 2.7 亿，同比下滑 61%，资产减值较去年同期增提 1.9 亿。从一季报来看，公司手续费及佣金收入减少 2.98 亿，同比下滑 25%，预计主要受旗下中航证券经纪、资管等业务下滑影响。

■深耕航空产业链，产投前景可期。公司紧密围绕航空产业链，推动产业金融服务水平提升，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，重点布局航空产业相关投资，在十三五期间已实施投资项目规模超 60 亿元。随着下一步全面注册制稳步实施，拓宽产投退出途径，缩短投资周期，提升投资收益，资本市场改革将有效盘活一、二级，预计产投业务将为公司带来显著的利润增长。

■加强集团协同优势，掘金供应链金融。公司充分利用旗下信托、租赁、财务公司、证券等多项金融牌照优势，为广大客户提供体系化的综合金融服务。此外，公司去年以 1.55 亿元自有资金增资金网络，战略布局军工供应链金融平台，有望依托集团产业背景、庞大的核心企业和供应商体系，汇集头部金融机构资源，通过供应链金融创新的方式为中小企业所面临的融资难题。

■短期波动不扰公司中长期向好趋势。从短期来看，一季度资本市场的调整，导致证券等金融板块业务收入以及权益投资承压明显，但是从中长期角度来看，公司积极以军工行业为立足点，发挥集团自身金融和产业双重优势，产投、供应链金融等业务有望成为公司价值稳健增长的新驱动力。

■投资建议：维持买入-A 投资评级。我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司分别实现归母净利润 45、52、56 亿元，分别同比+0.5%、+16.5%、+6.9%，给予 6 个月目标价为 4.2 元，对应 2022 年 P/E 为 8.5x。

■风险提示：宏观经济下行/信托转型不及预期/战略推进不及预期

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	18,340.8	19,084.4	20,802.0	22,757.4	25,101.4
净利润	3,274.1	4,471.1	4,493.4	5,235.6	5,596.4
每股收益(元)	0.37	0.50	0.50	0.59	0.63
每股净资产(元)	4.47	4.66	5.00	5.35	5.76

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	9.5	6.9	6.9	5.9	5.5
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
净利润率	17.9%	23.4%	21.6%	23.0%	22.3%
净资产收益率	8.2%	10.8%	10.1%	11.0%	10.9%
股息收益率	5.3%	3.7%	4.8%	6.9%	6.2%
ROIC	-5.1%	-5.2%	-4.1%	-3.0%	-3.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 买入-A

维持评级

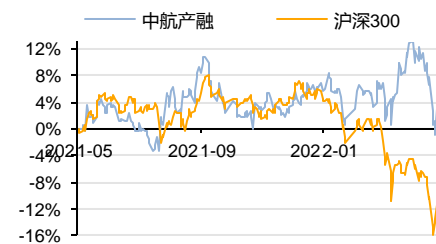
6 个月目标价：4.2 元

股价 (2022-05-05) 3.47 元

交易数据

总市值(百万元)	30,953.30
流通市值(百万元)	30,838.03
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	3.47/4.26 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.55	3.45	13.65
绝对收益	-17.77	-8.68	-8.06

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：中航产融年报 点评：业绩增长超预期， 产业金融成效显著/张经纬	2022-03-23
中航产融：中航产融动态 分析报告：增资发力供应 链金融，战略协同效应可 期/张经纬	2022-03-13
中航产融：【安信非银】中 航产融深度报告：聚焦战 略发力产投，深化产融助 力实业/张经纬	2021-12-07
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

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,340.8	19,084.4	20,802.0	22,757.4	25,101.4	成长性					
减:营业成本	5,236.5	6,072.5	7,072.7	7,158.7	8,139.2	营业收入增长率	1.7%	4.1%	9.0%	9.4%	10.3%
营业税费	159.4	148.0	249.6	273.1	276.1	营业利润增长率	7.5%	8.8%	6.3%	14.8%	6.1%
销售费用	1,995.1	2,127.0	2,262.6	2,495.8	2,760.2	净利润增长率	6.9%	36.6%	0.5%	16.5%	6.9%
管理费用	1,754.0	889.4	1,243.2	1,532.3	1,453.3	EBITDA 增长率	9.3%	11.1%	-4.3%	11.6%	7.0%
财务费用	1,388.8	1,506.4	1,642.0	1,796.3	1,981.3	EBIT 增长率	8.7%	11.3%	-5.0%	12.8%	7.6%
资产减值损失	-0.9	-2.7	-1.8	-2.2	-2.0	NOPLAT 增长率	12.3%	15.1%	1.3%	15.7%	7.5%
加:公允价值变动收益	-194.8	163.6	130.9	33.2	109.2	投资资本增长率	12.0%	28.3%	57.5%	5.2%	6.5%
投资和汇兑收益	2,787.4	3,105.7	2,358.1	2,729.8	2,544.8	净资产增长率	31.0%	10.8%	6.7%	6.8%	7.2%
营业利润	6,817.7	7,416.2	7,879.9	9,046.9	9,596.1	利润率					
加:营业外净收支	11.6	74.1	52.4	46.0	57.5	毛利率	71.4%	68.2%	66.0%	68.5%	67.6%
利润总额	6,829.3	7,490.3	7,932.3	9,092.9	9,653.6	营业利润率	37.2%	38.9%	37.9%	39.8%	38.2%
减:所得税	1,559.7	1,373.2	1,784.6	1,929.8	1,996.8	净利润率	17.9%	23.4%	21.6%	23.0%	22.3%
净利润	3,274.1	4,471.1	4,493.4	5,235.6	5,596.4	EBITDA/营业收入	70.4%	75.2%	66.0%	67.3%	65.3%
						EBIT/营业收入	64.3%	68.7%	59.9%	61.8%	60.3%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	312	333	289	245	204
货币资金	110,932.2	130,954.4	124,811.9	136,544.3	150,608.3	流动营业资本周转天数	-2,546	-3,120	-4,140	-4,648	-4,412
交易性金融资产	32,930.1	35,637.0	42,764.4	51,317.2	56,449.0	流动资产周转天数	4,191	4,823	5,269	5,338	5,256
应收帐款	780.8	946.0	914.8	1,128.9	1,128.0	应收帐款周转天数	16	16	16	16	16
应收票据	33.1	38.6	23.2	49.7	33.4	存货周转天数	0	0	0	0	0
预付帐款	64.5	93.5	79.2	102.1	103.5	总资产周转天数	7,078	7,890	8,601	8,809	8,539
存货	7.1	3.1	16.2	1.8	17.0	投资资本周转天数	-2,607	-3,021	-4,012	-4,603	-4,419
其他流动资产	80,386.9	118,560.9	154,129.1	163,031.6	172,498.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.2%	10.8%	10.1%	11.0%	10.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%
长期股权投资	4,322.3	6,574.3	6,574.3	6,574.3	6,574.3	ROIC	-5.1%	-5.2%	-4.1%	-3.0%	-3.1%
投资性房地产	2,244.0	2,326.2	2,326.2	2,326.2	2,326.2	费用率					
固定资产	17,971.5	17,290.6	16,073.1	14,855.6	13,638.1	销售费用率	10.9%	11.1%	10.9%	11.0%	11.0%
在建工程	1,736.6	1,480.7	1,480.7	1,480.7	1,480.7	管理费用率	9.6%	4.7%	6.0%	6.7%	5.8%
无形资产	89.7	154.5	112.3	70.2	28.1	财务费用率	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
其他非流动资产	119,983.8	128,780.3	180,255.2	189,249.0	198,710.9	三费/营业收入	28.0%	23.7%	24.7%	25.6%	24.7%
资产总额	379,595.1	456,931.1	537,100.3	576,646.0	614,111.2	偿债能力					
短期债务	27,303.4	49,423.8	22,938.4	23,745.5	19,736.6	资产负债率	83.4%	84.7%	86.1%	86.2%	86.1%
应付帐款	4,292.7	4,449.5	6,339.5	4,682.8	7,539.0	负债权益比	501.4%	553.4%	619.6%	623.7%	619.0%
应付票据	151.5	508.8	162.3	275.7	309.8	流动比率	1.03	0.97	0.84	0.87	0.89
其他流动负债	187,066.7	240,844.6	356,913.5	377,623.2	398,998.7	速动比率	1.03	0.97	0.84	0.87	0.89
长期借款	46,001.5	38,622.0	3,217.4	10,457.9	13,922.2	利息保障倍数	8.49	8.71	7.59	7.83	7.64
其他非流动负债	51,662.1	53,150.3	72,889.3	80,178.2	88,196.0	分红指标					
负债总额	316,478.0	386,998.9	462,460.2	496,963.4	528,702.3	DPS(元)	0.21	0.15	0.17	0.24	0.22
少数股东权益	23,265.1	28,353.9	30,008.2	31,935.8	33,996.1	分红比率	58.5%	30.0%	33.0%	40.5%	34.5%
股本	8,920.0	8,920.0	8,920.0	8,920.0	8,920.0	股息收益率	5.3%	3.7%	4.8%	6.9%	6.2%
留存收益	20,026.4	23,399.7	35,711.9	38,826.9	42,492.8						
股东权益	63,117.1	69,932.2	74,640.1	79,682.6	85,408.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,269.5	6,117.1	4,493.4	5,235.6	5,596.4	EPS(元)	0.37	0.50	0.50	0.59	0.63
加:折旧和摊销	1,141.3	1,248.1	1,259.7	1,259.7	1,259.7	BVPS(元)	4.47	4.66	5.00	5.35	5.76
资产减值准备	0.9	2.7	-	-	-	PE(X)	11.1	8.2	6.9	5.9	5.5
公允价值变动损失	194.8	-163.6	130.9	33.2	109.2	PB(X)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
财务费用	1,533.7	1,602.7	1,642.0	1,796.3	1,981.3	P/FCF	2.2	0.5	0.4	0.8	0.9
投资损失	-2,622.5	-3,105.9	-2,360.4	-2,733.2	-2,546.8	P/S	2.0	1.9	1.5	1.4	1.2
少数股东损益	1,995.4	1,646.1	1,654.3	1,927.5	2,060.4	EV/EBITDA	-10.9	-13.0	-21.7	-20.6	-20.6
营运资金的变动	20,017.9	70,080.1	50,834.5	4,465.2	8,810.0	CAGR(%)	12.0%	9.6%	9.2%	10.8%	7.8%
经营活动产生现金流量	10,034.4	45,212.1	57,654.3	11,984.4	17,270.3	PEG	0.9	0.8	0.8	0.5	0.7
投资活动产生现金流量	14,763.6	-31,063.7	-28,392.2	-14,733.2	-10,134.7	ROIC/WACC	-1.3	-1.4	-1.2	-0.9	-0.9
融资活动产生现金流量	-651.2	4,798.6	-35,404.6	14,481.2	6,928.5	REP	-0.7	-0.7	-0.9	-1.2	-1.2

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