

中航产融 (600705.SH) 投资收益环比明显改善，证券业务同比逆势增长

2022年09月01日

——中航产融 2022 年中报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2022/9/1
当前股价(元)	3.30
一年最高最低(元)	4.26/3.12
总市值(亿元)	294.36
流通市值(亿元)	293.27
总股本(亿股)	89.20
流通股本(亿股)	88.87
近3个月换手率(%)	24.96

● 投资收益环比明显改善，证券业务同比逆势增长

2022H1 公司营业总收入/归母净利润为 85.0/13.3 亿元，同比-9.4/-18.6%，2022Q2 公司营业总收入/归母净利润为 44.9/13.2 亿，环比+12%/+11405%，业绩表现好于预期。2 季度集团总部股票投资收益明显改善，驱动盈利环比高增。上半年公司证券业务同比逆势增长，租赁业务稳健发展，信托业务同比下滑。考虑到股市波动和信托业务下滑，我们下调 2022/2023/2024 年归母净利润预测至 29.1/35.4/40.4 亿（调前 40.5/46.0/51.3 亿），同比-35%/+22%/+14%，对应 EPS 为 0.33/0.40/0.45 元。公司拥有雄厚的产业背景，产业金融和综合金融服务能力不断增强，当前股价对应 2022-2024 年 PB 0.7/0.6/0.6 倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

● 租赁业务稳健增长，信托业务同比下滑

(1) 上半年中航国际租赁营收/净利润分别为 46.94/10.14 亿元，同比+0.3%/+1.8%，融资租赁业务保持稳健增长，利润贡献 75%，年化 ROE8.4%，较 2021 年-0.42pct，期末杠杆率 6.30 倍，较年初-1.3%。(2) 上半年中航信托营收/净利润 15.95/7.57 亿元，同比-26%/-30%，利润贡献 47%，手续费及佣金净收入 15.7 亿元，同比-27%。(3) 上半年中航财务营收/净利润分别为 9.1/3.8 亿，同比-28%/+4%，利润贡献 8%。

● 中航证券盈利同比逆势增长，产业投资转型深化

(1) 上半年中航证券收入营收/净利润 10.71/3.31 亿元，同比+3%/+26%，利润贡献 25%，年化 ROE7.2%，较 2021 年-1.6pct。据中航证券未经审计财报数据，公司自营投资和投行业务表现亮眼驱动净利润同比逆势增长，投资收益（含公允价值变动损益）/投行业务净收入分别为 1.9/1.8 亿，同比+82%/+23%。上半年集团对中航证券增资 20 亿，证券公司资本实力有所加强。(2) 公司持续加强产业投资业务的发展，提升产业投资领域的专业化和市场化水平。上半年受国际形势和国内疫情影响，子公司中航产业投资实现净利润 46 万（2021H1 为 4557 万），中航资本国际净利润亏损 0.38 亿（2021H1 盈利 0.55 亿）。

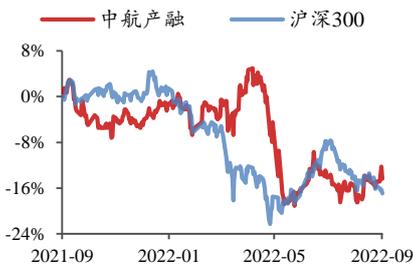
● **风险提示：**市场波动对公司盈利及资产质量带来不确定影响；金融监管政策变化对业务发展带来不确定性。

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	12,352	15,068	17,217
YOY(%)	1.71	4.05	-35.28	21.99	14.26
归母净利润(百万元)	3,274	4,471	2,909	3,539	4,038
YOY(%)	6.87	36.56	-34.93	21.66	14.09
毛利率(%)	19.69	20.24	20.24	20.24	20.24
净利率(%)	17.85	23.43	23.55	23.49	23.45
ROE(%)	9.39	10.98	6.87	7.96	8.54
EPS(摊薄/元)	0.37	0.50	0.33	0.40	0.45
P/E(倍)	9.0	6.6	10.1	8.3	7.3
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《产业金融转型逐步见效，估值具有安全边际——中航产融 2021 年年报点评》-2022.3.23

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	297,022	315,379	335,868
现金	110,932	130,954	135,890	144,289	153,663
应收票据及应收账款	272	445	462	491	523
其他应收款	-0	1	1	1	1
预付账款	64	94	97	103	110
存货	2,587	1,338	1,388	1,474	1,570
其他流动资产	111,279	153,401	159,183	169,022	180,002
非流动资产	154,460	170,698	177,131	188,079	200,297
长期投资	4,322	6,574	6,822	7,244	7,714
固定资产	17,972	17,291	17,942	19,051	20,289
无形资产	90	154	160	170	181
其他非流动资产	132,077	146,678	152,207	161,614	172,113
资产总计	379,595	456,931	474,153	503,458	536,165
流动负债	218,814	295,227	311,905	336,195	363,593
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	1,137	1,208	1,286
其他流动负债	191,169	244,707	253,930	269,624	287,140
非流动负债	97,664	91,772	89,681	90,210	90,513
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	55,154	58,562	62,367
负债合计	316,478	386,999	401,585	426,405	454,106
少数股东权益	23,265	28,354	29,423	31,241	33,271
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	11,367	13,829	15,777
归属母公司股东权益	39,852	41,578	43,145	45,812	48,788
负债和股东权益	379,595	456,931	474,153	503,458	536,165

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10034	45212	41901	43313	44545
净利润	5270	6117	3980	4842	5525
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	-6002	-4051	-4408
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	4936	8399	9374

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,341	19,084	12,352	15,068	17,217
营业成本	14,729	15,221	9,852	12,018	13,732
营业税金及附加	159	148	96	117	134
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	1,754	889	576	702	802
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	1,389	1,506	975	1,189	1,359
资产减值损失	2,191	2,191	1,418	1,730	1,977
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	2,116	2,581	2,950
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	6,818	7,416	4,800	5,855	6,691
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	4,874	5,930	6,765
所得税	1,560	1,373	894	1,087	1,240
净利润	5,270	6,117	3,980	4,842	5,525
少数股东损益	1,995	1,646	1,071	1,303	1,487
归属母公司净利润	3,274	4,471	2,909	3,539	4,038
EBITDA	6,411	7,365	5,329	6,291	7,073
EPS(元)	0.37	0.50	0.33	0.40	0.45

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.7	4.1	-35.3	22.0	14.3
营业利润(%)	7.5	8.8	-35.3	22.0	14.3
归属于母公司净利润(%)	6.9	36.6	-34.9	21.7	14.1
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.2	20.2	20.2	20.2
净利率(%)	17.9	23.4	23.6	23.5	23.5
ROE(%)	9.4	11.0	6.9	8.0	8.5
ROIC(%)	3.9	3.9	2.3	2.6	2.7
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	794.7	825.1	854.6
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	2.7	3.1	3.3
应收账款周转率	6376.8	5322.3	2721.5	3162.0	3397.5
应付账款周转率	4415.2	2117.6	882.2	1025.0	1101.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	5.1	4.7	4.9	5.0
每股净资产(最新摊薄)	4.5	4.7	4.8	5.1	5.5
估值比率					
P/E	9.0	6.6	10.1	8.3	7.3
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	36.7	38.8	55.4	49.5	46.6

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