

## 中航产融 (600705.SH) 投资收益拖累业绩，产业投资+投行业务迎来催化

2023年03月15日

——中航产融 2022 年报点评

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	2023/3/14
当前股价(元)	4.19
一年最高最低(元)	5.76/2.99
总市值(亿元)	370.01
流通市值(亿元)	368.91
总股本(亿股)	88.31
流通股本(亿股)	88.04
近3个月换手率(%)	118.96

### ● 投资收益拖累业绩，产业投资+投行业务迎来催化，维持“买入”评级

2022年公司营业总收入/归母净利润为181.5/16.8亿元，同比-5%/-62%，ROE为4.1%，较2021年-6.9pct，业绩低于我们预期。业绩同比下降主因信托、证券子公司净利润同比下降，以及本部证券投资出现明显浮亏，租赁子公司净利润保持稳健增长。考虑全面注册制催化公司产业投资业绩加速兑现，同时权益市场逐步改善，我们上调2023/2024年归母净利润预测至36.1/45.0亿(调前35.4/40.4亿)，同比+115%/+25%，新增2025年预测53.4亿，对应2023-2025年EPS为0.41/0.51/0.60元。公司是航空工业集团旗下金控平台，拥有军工产业链资源优势，公司持续加大航空相关产业投资力度。受益于全面注册制和国企改革，公司产业投资+投行业绩有望加速兑现，随着央企估值重塑，股价有望迎来戴维斯双击。当前股价对应2023-2025年PB 0.8/0.8/0.7倍，维持“买入”评级。

### ● 租赁业务稳健增长，信托业务同比下滑

(1)租赁：2022年中航国际融资租赁营收/净利润为109/20亿，同比+6%/+2%，融资租赁业务保持稳健增长，利润贡献118%，ROE为8.0%，期末杠杆率6.0倍，较年初-16%。(2)信托：2022年中航信托营收/净利润为30/8亿，同比-26%/-51%，利润贡献41%，ROE为4.6%。手续费及佣金净收入29.3亿元，同比-26%，投资收益(含公允价值变动损益)亏损7.2亿。(3)财务：2022年中航财务营收/净利润为31.6/5.6亿，同比+50%/-15%，利润贡献9%，ROE为4.8%，较2021年-2.2pct。

### ● 产业投资持续加码，证券受投资收益拖累业绩

(1)证券：2022年中航证券营收/净利润20.7/5.5亿元，同比-8%/-32%，利润贡献33%，ROE为6.1%，较2021年-4.3pct。据中航证券未经审计财报数据，投行收入2.6亿，同比持平，自营投资亏损1.2亿拖累业绩。国企改革东风叠加全面注册制实行，公司军工特色投行+直投业务有望快速发展。(2)产业投资：公司依托股东雄厚的产业背景，在航空产业投资、国企改革发展等领域具有先天优势。2022年子公司中航产业投资+中航航空投资合计实现投资收益4.8亿。

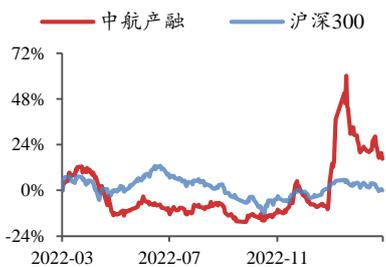
● **风险提示：**市场波动带来投资收益不确定性；房地产信托资产存量处置风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,084	18,155	19,323	24,135	28,683
YOY(%)	4.05	-4.87	6.43	24.90	18.84
归母净利润(百万元)	4,471	1,680	3,614	4,501	5,339
YOY(%)	36.56	-62.42	115.07	24.55	18.63
毛利率(%)	20.24	11.19	20.00	20.00	20.00
净利率(%)	23.43	9.26	18.70	18.65	18.62
ROE(%)	10.98	4.11	8.49	9.63	10.59
EPS(摊薄/元)	0.50	0.19	0.41	0.51	0.60
P/E(倍)	8.4	22.0	10.2	8.2	6.9
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

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《投资收益环比明显改善，证券业务同比逆势增长——中航产融2022年中报点评》-2022.9.1

《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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	286,234	314,043	352,296	379,030	393,126
现金	130,954	141,527	158,766	170,814	184,880
应收票据及应收账款	445	295	331	357	386
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	94	90	101	108	108
存货	1,338	1,868	2,096	2,255	2,255
其他流动资产	153,401	170,262	191,001	205,495	205,495
<b>非流动资产</b>	170,698	174,542	195,803	210,661	245,125
长期投资	6,574	7,631	8,560	9,210	9,210
固定资产	17,291	19,093	21,418	23,044	23,044
无形资产	154	180	202	218	218
其他非流动资产	146,678	147,638	165,622	178,190	212,654
<b>资产总计</b>	456,931	488,585	548,099	589,692	638,251
<b>流动负债</b>	295,227	317,958	354,128	382,276	350,830
短期借款	49,424	49,395	52,853	58,138	-0
应付票据及应付账款	1,096	1,156	1,297	1,395	1,510
其他流动负债	244,707	267,406	299,979	322,743	349,320
<b>非流动负债</b>	91,772	102,542	117,592	125,241	198,480
长期借款	38,622	42,435	44,557	46,785	-0
其他非流动负债	53,150	60,107	67,428	72,545	78,519
<b>负债合计</b>	386,999	420,500	471,720	507,517	549,310
少数股东权益	28,354	28,199	31,352	33,732	36,509
股本	8,920	8,831	8,831	8,831	8,831
资本公积	5,930	5,535	5,535	5,535	5,535
留存收益	17,469	16,874	36,290	45,198	53,618
<b>归属母公司股东权益</b>	41,578	40,137	45,026	48,443	52,432
<b>负债和股东权益</b>	456,931	488,585	548,099	589,692	638,251

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	45212	20066	21879	23968	25974
净利润	6117	2917	6273	7813	9268
折旧摊销	1248	1367	1467	1567	1667
财务费用	1506	1313	1363	1413	1463
投资损失	-3269	-1319	-1419	-1519	-1619
营运资金变动	37885	13695	14195	14695	15195
其他经营现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-31064	-1339	-1239	-1139	-1039
资本支出	10901	10437	10437	10437	10437
长期投资	96155	91336	91436	91536	91636
其他投资现金流	2926	1835	1935	2035	2135
<b>筹资活动现金流</b>	4799	-8818	-3400	-10781	-10869
短期借款	92353	78070	78170	78270	78370
长期借款	29448	36016	36116	36216	36316
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7127	5446	5446	5446	5446
其他筹资现金流	3004	7642	7642	7642	7642
<b>现金净增加额</b>	20022	10572	17239	12048	14066

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19,084	18,155	19,323	24,135	28,683
营业成本	15,221	16,123	15,458	19,308	22,946
营业税金及附加	148	143	152	190	226
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	889	1,005	1,070	1,336	1,588
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	1,506	1,313	1,397	1,745	2,074
资产减值损失	2,191	2,191	2,332	2,913	3,462
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	164	(1,836)	-0	-0	-0
投资净收益	3,106	3,155	2,898	3,620	4,302
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	7,416	3,600	7,729	9,654	11,473
营业外收入	84	117	117	117	117
营业外支出	10	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	7,490	3,711	7,841	9,766	11,585
所得税	1,373	795	1,568	1,953	2,317
<b>净利润</b>	6,117	2,917	6,273	7,813	9,268
少数股东损益	1,646	1,236	2,659	3,312	3,929
<b>归属母公司净利润</b>	4,471	1,680	3,614	4,501	5,339
EBITDA	7,365	4,283	7,740	9,379	10,935
EPS(元)	0.50	0.19	0.41	0.51	0.60

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.1	-4.9	6.4	24.9	18.8
营业利润(%)	8.8	-51.5	114.7	24.9	18.8
归属于母公司净利润(%)	36.6	-62.4	115.1	24.5	18.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.2	11.2	20.0	20.0	20.0
净利率(%)	23.4	9.3	18.7	18.6	18.6
ROE(%)	11.0	4.1	8.5	9.6	10.6
ROIC(%)	3.9	1.8	3.6	4.2	10.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	84.7	86.1	86.1	86.1	86.1
净负债比率(%)	748.5	871.2	846.3	860.6	0.0
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.6	3.8	3.7	4.2	4.7
应收账款周转率	5322.3	4901.1	6166.0	7017.0	7727.1
应付账款周转率	2117.6	1432.1	1260.7	1434.8	1579.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.2	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	5.1	2.3	2.5	2.7	2.9
每股净资产(最新摊薄)	4.7	4.5	5.1	5.5	5.9
<b>估值比率</b>					
P/E	8.4	22.0	10.2	8.2	6.9
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	39.8	73.8	45.2	39.8	36.7

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，属于商业秘密材料，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9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