

## 中航产融 (600705.SH) 稀缺产业投资平台，受益于国企改革与全面注册制

2023年05月12日

——公司深度报告

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	2023/5/11
当前股价(元)	4.24
一年最高最低(元)	5.76/2.99
总市值(亿元)	374.42
流通市值(亿元)	373.31
总股本(亿股)	88.31
流通股本(亿股)	88.04
近3个月换手率(%)	89.27

### ● 稀缺产业投资平台，受益于国企改革与全面注册制

公司是军工产业链稀缺的产业投资平台，拥有雄厚的产业背景，具有军工板块产业投资优势。十四五战略转型下，公司明确产业投资转型，产业投资布局持续加码，利润贡献不断提升。国企改革深化和全面注册制催化下，公司产业投资+投行业绩有望加速释放；经济复苏和地产风险收敛下，公司综合金融业务有望保持稳健经营，公司2023年盈利有望明显好转，叠加中特估值东风，有望实现戴维斯双击。我们下调本部投资收益假设，调整2023-2025年归母净利润预测至36/41/51亿（调前36/45/53亿），同比+112%/+15%/+25%，对应EPS为0.4/0.5/0.6元。当前股价对应2023年PB 0.9倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

### ● 产业金融：产业投资转型效果显现，国企改革深化和全面注册制带来新机遇

**(1) 产业投资转型效果显现，一级股权利润贡献提升。**自2021年十四五规划以来，公司战略转型突出“产业投资+综合金融”方向。公司通过管理国家、集团、产业层面产业基金，布局国家倡导的多个硬科技领域，打通集团内外产业资源。我们测算2019-2022年一级股权投资的投资收益为1.3/0.9/1.1/3.9亿元，利润贡献4.3%/2.8%/2.5%/23.2%。**(2) 迎国企改革东风，中航产融充分受益。**(I) 中航产融作为金融为主业的央企，自身估值有望迎来重塑机会。(II) 军工央企市场化改革下，科研院所改制、混改、资产重组等，均有望推动资产证券化进一步提速。公司深耕军工产业链，投行+直投业务均充分受益。(III) 自身持有军工产业链公司一级、二级股权，分红收益和资产增值提升公司盈利。**(3) 全面注册制催化下，公司作为稀缺产业平台，投行+产业投资业绩加速兑现。**

### ● 综合金融：租赁业务稳健，信托业务企稳，券商聚焦打造差异化优势

**(1) 租赁：**业务聚焦航空、船舶专业领域，资产质量稳健。2022Q3末不良率1.28%。随着疫情影响减弱，信用风险下降，资产质量边际向好，航空业修复利好资产规模增长。**(2) 信托：**公司作为央企信托平台，经营相对稳健。**(3) 证券：**中航证券在军工领域拥有多年的业务经验和资源，投行、跟投直投业务充分享受集团军工资源。

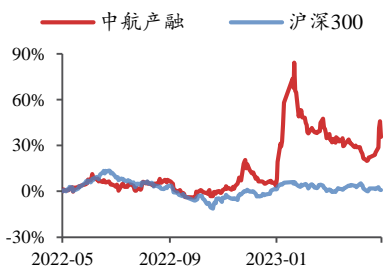
### ● 风险提示：市场波动带来投资收益不确定性；房地产信托资产存量处置风险。

### 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	21,143	24,459	30,605
YOY(%)	4.05	-4.87	16.46	15.69	25.13
归母净利润(百万元)	4,471	1,680	3,560	4,110	5,130
YOY(%)	36.56	-62.42	111.84	15.46	24.81
毛利率(%)	20.24	11.19	20.00	20.00	20.00
净利率(%)	23.43	9.26	16.84	16.80	16.76
ROE(%)	10.98	4.11	8.57	9.25	10.71
EPS(摊薄/元)	0.50	0.19	0.40	0.47	0.58
P/E(倍)	8.5	22.3	10.5	9.1	7.3
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

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

《基本面稳步改善，产业投资属性增强——中航产融2023一季报点评》-2023.4.28

《投资收益拖累业绩，产业投资+投行业务迎来催化——中航产融2022年报点评》-2023.3.15

《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

## 目 录

1、 产业背景雄厚，坚定产融转型 .....	4
2、 产业投资：产业投资转型效果显现，国企改革深化和全面注册制带来新机遇 .....	9
3、 综合金融：租赁业务稳健，信托业务企稳，券商打造差异化优势 .....	16
3.1、 租赁：业务稳健，聚焦航空、船舶等专业领域 .....	16
3.2、 信托：央企信托平台，经营相对稳健 .....	18
3.3、 证券：依靠军工产业资源，打造差异化券商 .....	20
3.4、 财务：集团内业务为主 .....	22
4、 盈利预测与可比公司估值 .....	23
5、 投资结论 .....	24
6、 风险提示 .....	24
附： 财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

图 1： 公司坚持产业金融业务和综合金融业务两个业务方向 .....	4
图 2： 公司战略转型，突出“产业投资+综合金融”的发展方向 .....	5
图 3： 公司作为航空工业集团的产业金融发展平台，践行“金融+产业”模式 .....	5
图 4： 2022 年公司归母净利润 16.8 亿，同比-62% .....	7
图 5： 2022 年公司 ROE 为 4.13% .....	7
图 6： 租赁、信托、证券业务为主要利润贡献 .....	7
图 7： 2022 年本部投资收益亏损，信托、证券利润贡献同比下滑 .....	7
图 8： 中航产融产业投资优势 .....	9
图 9： 中航租赁净利润增速放缓 .....	16
图 10： 2022 年中航租赁 ROE 为 8.0%，同比-0.8pct .....	16
图 11： 2022Q3 末租赁资产规模较年初+3%，规模增速下降 .....	16
图 12： 2021、2022 年中航信托净利润同比下降 .....	18
图 13： ROE 呈下降趋势（2017、2021 年增资 18、20 亿） .....	18
图 14： 主动管理规模占比提升，信托报酬率下降 .....	19
图 15： 2022 年末信托资产房地产占比 10%，同比-4pct .....	19
图 16： 2022 年末房地产信托资产 619 亿，同比-34% .....	19
图 17： 2022 年中航证券净利润同比-69% .....	20
图 18： 2022 年中航证券 ROE 5.69%（2022 年完成增资 20 亿） .....	20
图 19： 经纪和利息净收入合计占比 50%左右，受市场交投活跃度影响较大 .....	20
图 20： 2022 年中航财务净利润 5.6 亿，同比-15% .....	22
图 21： 中航财务 ROE 呈下降趋势（2021 年航空工业集团对财务公司增资 40 亿） .....	22
表 1： 管理层具有丰富从业经验 .....	6
表 2： 母公司层面合理举债，利于提升整体杠杆率 .....	8
表 3： 2021/2022 年末航空工业集团资产证券化率分别为 75%/77% .....	9
表 4： 公司依靠国家、集团等多层面的产业基金打通集团内外产业资源 .....	10
表 5： 公司通过多个主体进行一级和二级市场的股权投资，一级投资主体利润贡献稳健提升 .....	11
表 6： 预计 2023Q1 末公司二级市场持有股票市值 51 亿（计入交易性金融资产） .....	12
表 7： 2022 年公司其他权益工具投资 83 亿，其中 41 亿为中航西飞、15 亿中航机电 .....	13

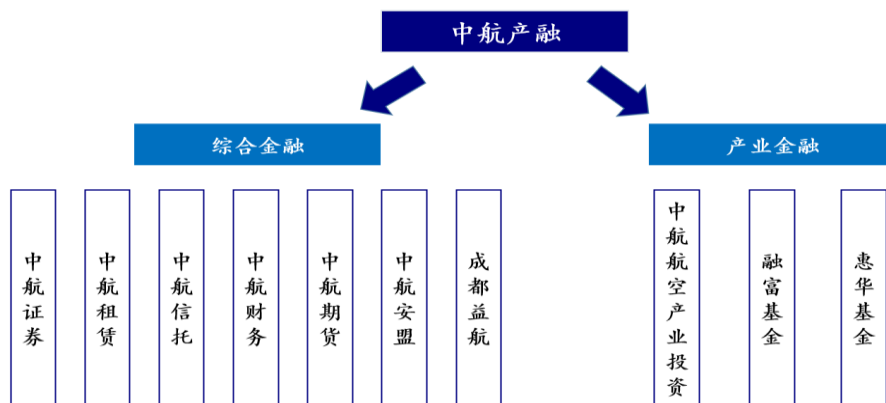
表 8: 国企改革和中特估相关政策表述 .....	14
表 9: 军工央企市场化改革背景下, 科研院所改制、混改、资产重组驱动产业资产证券化加速 .....	15
表 10: 业务板块专业化较高, 航空占比 24%, 船舶占比 13%, 不良集中在设备租赁和公用事业 .....	17
表 11: 2020 年起中航租赁关注率有所提升, 主因疫情影响飞机租赁和设备租赁板块 .....	17
表 12: 2022 年手续费收入同比下降, 投资亏损拖累信托业绩表现 .....	18
表 13: 2022 年投资业务亏损拖累公司业绩 .....	21
表 14: 2022 年完成 4 单股权融资项目, 其中 3 单为航空工业集团资产证券化项目 .....	21
表 15: 中航证券持续拓展服务军工产业链的深度和广度 .....	22
表 16: 盈利预测 .....	23
表 17: 中航产融 ROE/PB 低于可比公司平均 .....	23
表 18: 中航产融股息率略低于可比公司平均, 股利支付率高于可比公司平均 .....	24

## 1、产业背景雄厚，坚定产融转型

中航产融股东为航空工业集团，军工产业资源雄厚。中国航空工业集团有限公司（简称“航空工业”）在我国军、民用飞机制造领域占有主导性、决定性地位，是由中央管理的国有特大型企业，是国家授权的投资机构，于2008年11月6日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。集团公司设有航空武器装备、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，下辖100余家成员单位、25家上市公司（境内A股21家），员工逾40万人。

中航产融集航空工业集团金融牌照于一身，享有集团资源。中航工业产融控股股份有限公司成立于2002年7月，是中国航空工业集团有限公司（简称航空工业）控股的金融控股类上市公司。航空工业集团在成立之初即对内部金融资产进行整合，通过股权划转与托管方式，将证券公司、财务公司、租赁公司、信托公司、期货公司、产业基金、保险公司置入中航产融。同时，中航产融根据战略规划进一步完善主要金融业态。2012年8月A股上市，是唯一一家军工集团背景央企金控公司。

图1：公司坚持产业金融业务和综合金融业务两个业务方向



资料来源：公司公告、开源证券研究所

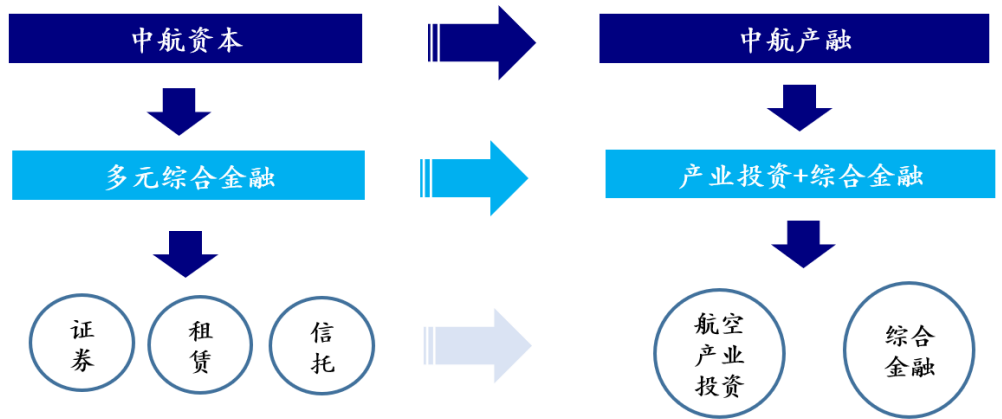
公司十四五规划强调产融结合，致力成为一流的产业-金融集成服务商。

(1) 2021年公司“十四五”规划确定了“1235”发展战略，明确一个战略定位，坚持产业金融、综合金融两大业务方向，构建航空产业投资、综合金融、航空相关产业投资三大业务平台，深入推进数字化、轻资本化、体系化服务三大转型，持续优化经营布局和业务结构，并通过建立战略规划、计划财务、人力资源、数据运营、企业文化五大管控机制，加大总部管控力度，在资源配置和战略保障方面推动战略实施，推动公司走高质量发展道路。

(2) 2021年6月公司名称由“中航资本控股股份有限公司”变更为“中航工业产融控股股份有限公司”，符合公司目前业务现状，既能涵盖公司“十四五”业务布局，又确切突出“产融结合”的重要地位和业务发展方向。

(3) 2023年是中航产融“十四五”规划中期评估与调整年份，产业投资属性或进一步加强。

图2：公司战略转型，突出“产业投资+综合金融”的发展方向



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司作为航空工业集团的产业金融发展平台，践行“金融+产业”模式



资料来源：中航产融 ESG 报告



2023年2月8日张民生出任公司董事长，2022年8月29日丛中出任公司总经理。现任董事长曾历任航发集团党组成员、总会计师，现任总经理曾历任航空工业集团资本运营部证券事务处处长、资本运营部副部长。

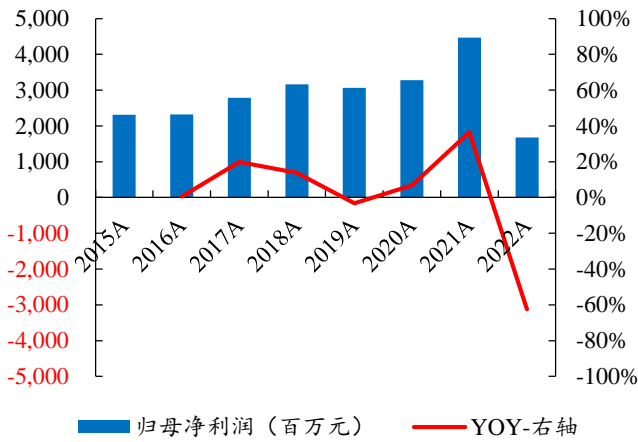
**表1：管理层具有丰富从业经验**

姓名	职务	年龄	简历
张民生	董事长	54岁	现任中国航空工业集团有限公司党组成员、总会计师；中航产融董事长。历任中国航空工业第二集团公司财务审计部副部长、财务部部长，中国航空工业集团公司审计部部长，西安航空发动机（集团）有限公司党委书记、总经理、副董事长，西安航空动力股份有限公司党委书记、监事会主席，西安航空发动机（集团）有限公司董事长、党委副书记，西安航空动力股份有限公司总经理、董事长、副董事长、党委副书记，中航动力股份有限公司副总经理，中航动力股份有限公司西安分公司总经理、党委副书记，中航资本控股股份有限公司董事、总经理、党组副书记， <b>中国航空发动机集团有限公司党组成员、总会计师</b> ，中国航发动力股份有限公司董事长，中国航发资产管理有限公司执行董事（法人代表）。
丛中	董事、总经理	45岁	现任中航产融董事、总经理，党委书记；中航证券董事长，党委书记。历任 <b>中国航空工业集团公司资本运营部证券事务处处长，资本运营部副部长</b> ；中航证券有限公司党委副书记、副总经理，党委书记、董事长、总经理。
杨东升	董事	57岁	现任中航产融董事，中国航空工业集团有限公司计划财务部副部长。历任沈阳飞机设计研究所强度室设计员、副主任，沈阳飞机设计研究所强度机构部设计员、副部长，沈阳飞机设计研究所人事劳资处处长，沈阳飞机设计研究所财务处处长，沈阳飞机设计研究所副总会计师兼财务部部长，沈阳飞机设计研究所副所长；中航工业防务分公司副总会计师；中航航空装备有限责任公司副总经理；中国航空工业集团公司防务工程部综合部副部长。
李斌	董事	58岁	现任中航产融董事。历任沈阳飞机设计研究所结构室设计员，沈阳飞机设计研究所人事劳资处副处长、处长，沈阳飞机设计研究所组织部（人力资源部、老干部办）部长，沈阳飞机设计研究所党委副书记、纪委书记、工会主席。中航航空服务保障（天津）有限公司董事长、党委书记。
陶国飞	董事、总会计师	58岁	现任中航产融董事、总会计师，党委委员。历任洪都集团副总会计师、董事长助理、总会计师、副总经理、董事；中航通用飞机有限责任公司董事、副总经理、总会计师；中国航空科技工业股份有限公司副总经理兼总会计师。
陈亚春	董事	56岁	现任中航产融董事，中国铁路哈尔滨局集团有限公司总会计师。历任沈阳铁路局财务处副处长，沈阳铁路局投资管理中心总会计师，沈阳铁路局辅业集团公司（投资管理中心）总会计师，沈阳铁路局收入稽查处副处长，沈阳铁路局社会保险管理处处长；任沈阳局集团公司社会保险部主任；沈阳局集团公司财务部（收入部）主任兼资金结算所（财务集中核算管理所）主任、税务管理办公室主任。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

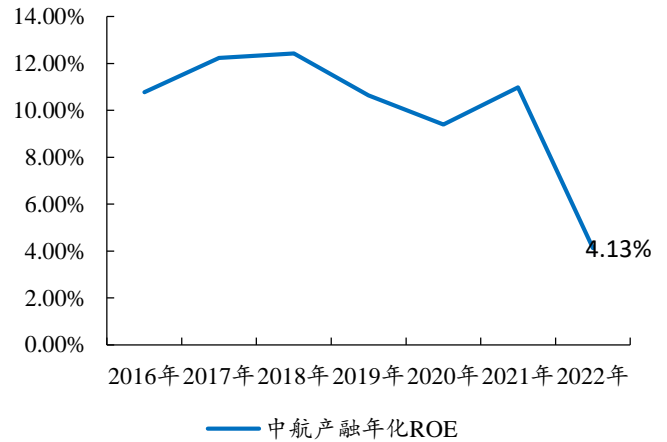
租赁、信托、证券业务贡献主要利润，投资收益拖累 2022 年业绩。公司 2022 年净利润 16.8 亿，同比-62%，ROE4.13%，同比-6.9pct，业绩同比下滑主要受本部投资收益亏损及信托、证券利润贡献同比下降所致。2022 年租赁、信托、证券利润贡献分别为 19.9/6.9/5.5 亿，同比+2%/-51%/-32%，利润贡献比例为 118%/41%/33%，本部承担财务费用且投资收益亏损拖累业绩。

图4：2022 年公司归母净利润 16.8 亿，同比-62%



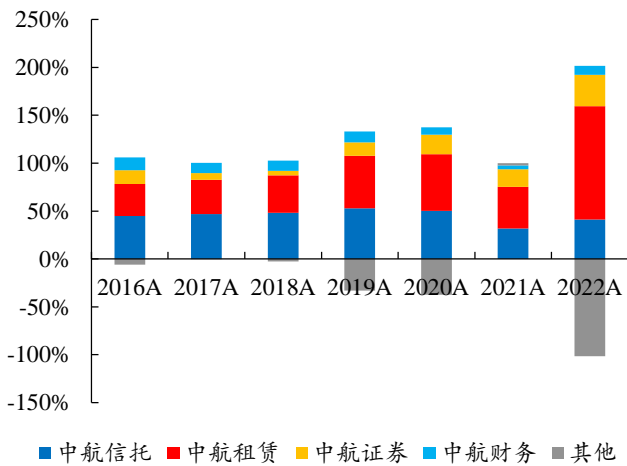
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2022 年公司 ROE 为 4.13%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

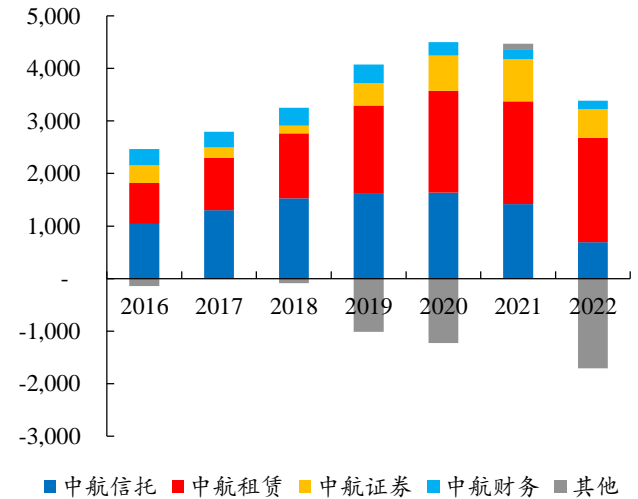
图6：租赁、信托、证券业务为主要利润贡献



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：其他项包含本部承担的财务费用支出和本部投资收益

图7：2022 年本部投资收益亏损，信托、证券利润贡献同比下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

母公司层面合理举债，提升公司整体盈利能力，权益弹性较强。(1) 母公司层面合理举债，放大权益乘数，利于提升整体杠杆率和 ROE 水平。(2) 资产端有一二级市场股权投资，权益弹性相对较强。

**表2：母公司层面合理举债，利于提升整体杠杆率**

单位：亿元	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
<b>合并口径</b>			
总资产	3,796	4,569	4,886
总负债	3,165	3,870	4,205
净资产	631	699	681
<b>权益乘数</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>7.2</b>
<b>母公司口径</b>			
总资产	519	747	784
总负债	276	513	551
净资产	243	235	233
<b>权益乘数</b>	<b>2.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所



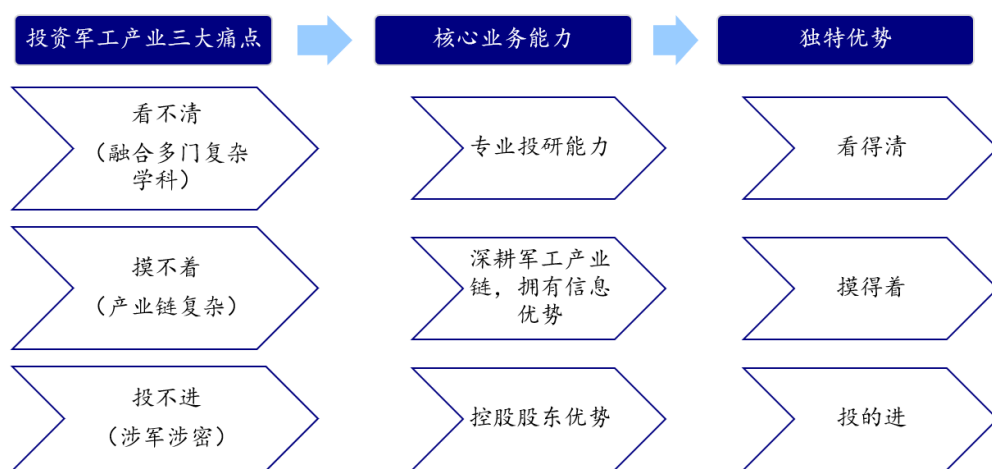
## 2、产业投资：产业投资转型效果显现，国企改革深化和全面

### 注册制带来新机遇

**产业金融核心优势：**中航产融凭借航空工业集团股东，依托自身产业链信息、技术等资源优势，在军工板块产业投资中具有独特优势，即看得清、摸得着、投得进。

**产业资本运作或加速：**航空工业集团资产证券化率仍有空间。2022年5月27日，国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，明确各企业集团需于2022年8月底将工作方案报送国资委，2024年底全面验收评价，各企业集团资本运作或加速。2021/2022年末航空工业集团资产证券化率分别为75%/77%。

图8：中航产融产业投资优势



资料来源：开源证券研究所

表3：2021/2022年末航空工业集团资产证券化率分别为75%/77%

亿元	2021			2022		
	营业总收入	归母净资产	总资产	营业总收入	归母净资产	总资产
航空工业集团	5,190.36	2,212.25	12,383.23	5,550.62	2,320.30	12,796.18
航空工业集团 境内A股上市公司	2,809.72	2,062.46	9,265.58	2,921.72	2,143.24	9,815.07
资产证券化率	54%	93%	75%	53%	92%	77%

数据来源：公司官网、Wind、开源证券研究所

注：2023年3月16日集团上市公司中航机电被中航电子换股合并。中航机电未披露2022年年报，故以2022年三季报总资产、归母净资产、营业总收入计算。

公司管理国家级、集团级、产业级投资基金，打通集团内外产业资源。(1) 公司管理国家、集团、产业层面产业基金，布局国家倡导的多个硬科技领域，打通集团内外产业资源。(2) 2023年4月27日公司公告拟受让启迪控股所持的国家产业投资基金3.82%股权，对应认缴19.5亿元注册资本。本次交易将提高公司在稀缺产业投资基金中的持股比例，有利于强化航空产业链资本运作，增强公司产融结合的深度与广度，有利于提升公司持续发展和盈利能力，并将给公司及股东整体带来长期的收益。

**表4：公司依靠国家、集团等多层面的产业基金打通集团内外产业资源**

类型	GP	GP 持股结构	基金	基金简介
国家级	惠华基金管理 有限公司	中航产融认缴 40% (最高)	国家军民融合产业投 资基金	基金规划总规模为1500亿元，其中首期规模为560亿元，由中航产融与中电科投资、中国核工业建设集团等其它四家公司共同出资设立。由中航产融牵头设立基金公司（国家军民融合产业投资基金有限责任公司）和基金管理公司（惠华基金管理有限公司）。
集团级	中航融富基金 管理有限公司	中航产融 35.71%；航空工 业集团14.29%；中 国航空科技工业 股份有限公司 50%	航空工业产业基金	(1) 基金总规模为500亿元，首期规模不超过100亿元，首期认缴出资总额为40亿元人民币。其中，航空工业及控股子公司拟出资16.5亿元（其中中航资本拟出资6亿元），国寿广德拟出资20亿元，镇江鼎强拟出资3.5亿元，中航融富为基金的普通合伙人和基金管理人。 (2) 基金主要投资于中国航空工业内改革重组类、混合所有制改革类、科研院所改制类、上市公司再融资类项目以及投资决策委员会同意的其他项目。
产业级	中航创新资本 管理有限公司	中航产融控股 100%	中航航空产业链引导 投资（天津）合伙企 业（有限合伙）	(1) 基金总规模为5亿元，中航产融自有资金认缴1亿，中航创新认缴1亿，成飞集团认缴3亿。 (2) 基金主要投向航空产业供应链体系上的优质企业的未上市股权。

资料来源：公司公告、投资界、中基协、开源证券研究所

产业投资转型效果显现，一级股权利润贡献提升。公司通过多个主体围绕军工产业链进行股权投资，受益于全面注册制，产业投资利润有望持续释放。参股的产业投资主体利润贡献稳步提升，预计以一级股权投资为主，我们测算 2019-2022 年一级股权投资的投资收益为 1.3/0.9/1.1/3.9 亿元，利润贡献 4.3%/2.8%/2.5%/23.2%。本部（预计以二级市场投资为主）投资收益受二级市场影响导致波动较大，2022 年亏损 4.6 亿拖累整体利润贡献。我们测算 2019-2022 年公司产业投资整体的投资收益分别为 6.1/5.9/20.1/0.7 亿，利润贡献 20%/18%/45%/4%。

表5：公司通过多个主体进行一级和二级市场的股权投资，一级投资主体利润贡献稳健提升

产业投资主体 (单位：百万元)	简称/性质	持股比例	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
中航产融本部	本部	100%	260.6	175.7	1441.3	-462.0
中航产业投资有限公司	中航产投	100%	37.7	65.5	232.5	100.3
航证科创投资	中航证券的跟投、直投子公司	100%	-16.7	81.5	152.0	366.1
中航创新资本管理		100%				
中航资本国际控股有限公司	中航资本国际	100%	173.0	153.6	54.4	-359.1
中航航空产业投资有限公司	航空投资	100%	24.1	24.6	21.6	36.4
中航融富基金管理有限公司	联营企业					
惠华基金管理有限公司	联营企业					
航融航空产业股权投资管理 (天津)有限公司	联营企业	计入长股投				
北京誉华基金管理有限公司	联营企业	的产业投资				
中航航融基金管理有限公司	联营企业	主体的投资	132.2	93.1	109.7	389.9
北京中航一期航空工业产业投 资基金	联营企业	收益合计				
中航航空产业链引导投资(天 津)合伙企业	联营企业	(一级股权				
其他产业投资主体	联营企业	投资为主)				
<b>上述产业投资收益合计值</b>			<b>610.8</b>	<b>594.0</b>	<b>2,011.6</b>	<b>71.5</b>
<b>股权投资收益占净利润比重</b>			<b>19.9%</b>	<b>18.1%</b>	<b>45.0%</b>	<b>4.3%</b>
<b>一级产业投资的投资收益利润贡献</b>			<b>4.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>23.2%</b>
中航产融归母净利润			3,064	3,274	4,471	1,680

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：(1) 本部投资收益=上市公司归母净利润-各子公司利润贡献-上市公司财务费用\*(1-所得税率)-对联营合营子公司的投资收益

(2) 中航产投、中航资本国际、航空投资取净利润数值

(3) 中航证券跟投和直投子公司投资收益=中航证券合并口径投资收益-母公司口径投资收益

(4) 计入长股投的一级产业投资的投资收益=中航产融对联营企业投资收益(不含合营)-成都益航资产管理有限公司的投资收益

(5) 一级产业投资投资收益贡献=计入长股投的产业投资主体的投资收益合计/中航产融归母净利润

我们测算 2023Q1 末公司二级市场持有股票市值 122 亿（作为前十大股东），其中计入金融资产科目的有 50 亿，受二级市场影响弹性较大。

**表6：预计 2023Q1 末公司二级市场持有股票市值 51 亿（计入交易性金融资产）**

位于上市公司前十大股东：				持股比例			期末持股市值（亿元）			
投资主体	中航产融持股比例	标的代码	标的名称	2021	2022	2023Q1	2021	2022	2023Q1	计入科目
				中航工业产融控股股份有限公司（中航产融）	100%	600765.SH	中航重机	6.10%	6.13%	
中航投资控股有限公司（中航投资）	73.56%	000768.SZ	中航西飞	5.80%	5.78%	5.76%	58.45	40.75	41.2	其他综合收益
中航产业投资有限公司（中航产投）	100%	300353.SZ	东土科技	2.40%	2.31%	2.31%	1.21	1.1	1.59	交易性金融资产
		600973.SH	宝胜股份	3.90%	3.94%	3.94%	3.20	2.58	2.74	交易性金融资产
		688151.SH	华强科技	0.30%	0.25%	0.25%	0.31	0.16	0.18	交易性金融资产
航空工业产业基金		688297.SH	中无人机		2.05%	2.05%		6.21	7.84	
		000738.SZ	航发控制	1.20%	1.20%	1.20%	4.78	4.05	3.84	
航空产业融合发展基金	长股投	002297.SZ	博云新材	1.40%	0.66%	0.54%	0.82	0.27	0.24	
共青城航向（航创、航仕）投资管理合伙企业		688586.SH	江航装备	3.47%	3.47%	3.47%	4.75	3.2	3.5	
中航航空产业投资有限公司（航空投资）	100%	300114.SZ	中航电测	2.00%	2.04%	2.04%	2.14	1.28	6.03	交易性金融资产
		688586.SH	江航装备	14.20%	14.17%	14.17%	19.39	13.05	14.45	长股投
中航证科创投资	100%，中航证券跟投子公司	688586.SH	江航装备	1.00%	1.00%	1.00%		0.92	1.02	长股投
		688237.SH	超卓航科		6.33%	6.33%		3.17	2.79	交易性金融资产
		688297.SH	中无人机		2.46%	2.46%		7.45	9.41	交易性金融资产
中航创新资本管理	中航证券直投子公司	601778.SH	晶科科技	5.90%	5.90%	4.79%	14.58	9.40	8.39	交易性金融资产
上述二级投资市值合计（不考虑持股比例加权）							142.2	121.7	121.8	
计入交易性金融资产的二级持仓（按持股比例加权，不含长股投主体的持仓市值）							54.0	53.2	49.6	

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：（1）上表仅列示子公司位列上市公司前十大股东的二级投资持仓

（2）中航产融 2022 年年报披露江航装备为联营企业，间接持股 28.60%。江航装备 2023Q1 披露前十大股东包括航空投资（14.17%）、中航证科创投资（1.00%）、以及共青城航向、航创、航仕（分别为 1.19%、1.14%、1.14%）。

（3）公司将国家军民融合产业投资基金有限责任公司计入其他权益工具，相关波动不反映至投资收益和公允价值，故相关二级持仓未列示

部分二级持仓计入其他权益工具，一定程度上提升投资收益稳定性。2022年末公司其他权益工具投资规模83亿，其中41亿中航西飞、15亿中航机电。

**表7：2022年公司其他权益工具投资83亿，其中41亿为中航西飞、15亿中航机电**

其他权益工具（亿元）	2022年
中航西安飞机工业集团股份有限公司	41
中航工业机电系统股份有限公司	15
国家军民融合产业投资基金有限责任公司	10
天风证券股份有限公司	6
天津顺盈投资中心（有限合伙）	3
上海沁朴股权投资基金合伙企业	2
中国航空科技工业股份有限公司	2
中航成飞民用飞机有限责任公司	1
央企信用保障基金	1
成都凯天电子股份有限公司	1
中电华登（成都）股权投资中心（有限合伙）	1
中航锂电（洛阳）有限公司	1
合计	83

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：（1）2023年3月16日，中航机电被中航电子换股合并  
（2）不足1亿的未列示

**迎国企改革东风，非银央企三重受益。**

国企改革深化以及中特估体系持续探索的大背景下，我们认为非银央企上市公司享受三重利好：

**(1) 自身估值重塑：**本身作为非银央企，存在定价重塑机会。考核体系优化更加注重 ROE 利于提升估值；央企金融企业资产质量稳健和永续经营应享估值溢价；增加投资者交流有助于公司价值发现。

**(2) 业务受益于央企资本运作加速。**上交所提出，要助力央企专业化整合以及推动央企用好资本市场的融资优势和资产配置功能。在优质资产上市以及资产整合加速的大背景下，非银金融企业有望充分受益。

**(3) 对央企国企的金融投资增值。**非银金融企业持有较多的金融资产，其中持有的国央企背景的蓝筹股受益于分红提升和资产增值。

**表8：国企改革和中特估相关政策表述**

日期	部门/领导	政策/事件	主要内容
2022 年 5 月	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	(一) 推动上市平台布局优化和功能发挥：加强顶层设计，建立资本运作规划制定机制；加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚。 (二) 促进上市公司完善治理和规范运作：调整优化股权结构，引入积极股东完善治理。 (三) 强化上市公司内生增长和创新发展：深化提质增效，提高综合经营管理水平。 (四) 增进上市公司市场认同和价值实现：强化投资者关系管理，建立多层次良性互动机制，探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系。
2022 年 10 月		党的二十大报告	深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。
2022 年 11 月	证监会主席易会满	2022 年金融街论坛年会演讲	要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。 估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。
2022 年 12 月	上交所	《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》	上交所同步制定了新一轮央企综合服务相关安排，涉及央企上市公司的主要举措有三方面。 (一) 服务推动央企估值回归合理水平。推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，提升透明度，组织引导各类投资者走进央企、了解央企、认同央企。 (二) 是服务助推央企进行专业化整合。配合国务院国资委开展央企专业化整合，为央企整合提供更多工具和通道，推动打造一批旗舰型央企上市公司。 (三) 是服务完善中国特色现代企业制度。持续推动央企上市公司在完善公司治理中加强党的领导，积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。
2023 年 1 月	国资委	中央企业负责人会议	考核指标优化，由原先的“两利四率”调整为“一利五率”。 “一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标



日期	部门/领导	政策/事件	主要内容
2023年2月	证监会	2023年证监会系统工作会议	进一步提升。 要推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

资料来源：中国政府网、国资委、证监会、上交所、开源证券研究所

**中航产融充分受益于国企改革。**(1) 中航产融作为金融为主业的央企，将面对新的考核体系，自身估值迎来重塑机会。(2) 军工央企市场化改革下，科研院所改制、混改、资产重组等，均有望推动资产证券化进一步提速。公司深耕军工产业链，投行+直投业务均充分受益。(3) 自身持有军工产业链公司一级、二级股权，分红收益和资产增值提升公司盈利。

**全面注册制催化下，公司投行+直投业绩加速兑现。**公司通过直接融资方式协助提升产业效率，基于企业全生命周期不同需求，提供天使投资、VC/PE、Pre-IPO、并购基金、混改基金、融资租赁等一揽子金融服务。全面注册制提升 IPO 审核效率，军工产业资本运作加速，公司军工产业特色投行优势凸显，同时利于产业投资退出。

**表9：军工央企市场化改革背景下，科研院所改制、混改、资产重组驱动产业资产证券化加速**

公告时间	公司简称	所属央企	相关事件
2023年1月	中航电测	航空工业	拟发行股份购买实控人航空工业集团持有的成飞集团 100%股份
2022年12月	中直股份	航空工业	拟发行股份购买昌飞集团 100%股权、哈飞集团 100%股权并募集配套资金
2022年12月	中航电子、中航机电	航空工业	中航电子换股吸收合并中航机电并募集配套资金
2022年12月	西仪股份	兵器装备	西仪股份通过向兵器装备集团发行股份及支付现金的方式，购买其持有的建设工业 100%股权
2022年6月	中航沈飞	航空工业	收购吉林航空维修有限责任公司 60%股权
2022年5月	卫士通	中国电科	拟以自有资金向上海三零卫士及新龙浩收购其持有的广州三零卫士股权

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3、综合金融：租赁业务稳健，信托业务企稳，券商打造差异化优势

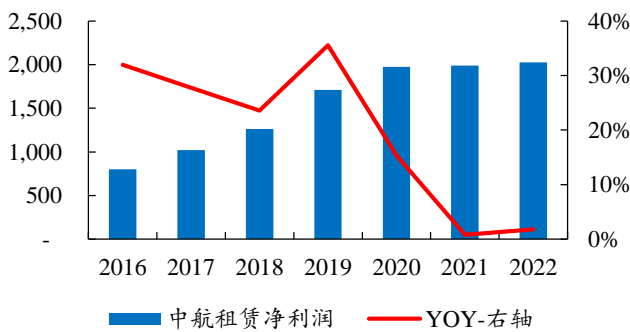
#### 3.1、租赁：业务稳健，聚焦航空、船舶等专业领域

中航租赁是国内最大的拥有航空工业背景的融资租赁企业。目前已逐步建立起包括民航支线、干线飞机、公务机、货机、发动机和飞行模拟机等在内的全方位航空租赁业务体系。2022年末中航产融持股中航租赁98.1%。

中航租赁资产增速放缓导致净利润增速放缓，ROE有所下降。中航租赁净利润相对稳健，增速近年有所放缓，主要由于租赁资产增速放缓。2022年中航租赁净利润20.3亿，同比+2%，总资产1657亿，同比-1%，ROE为8.0%。

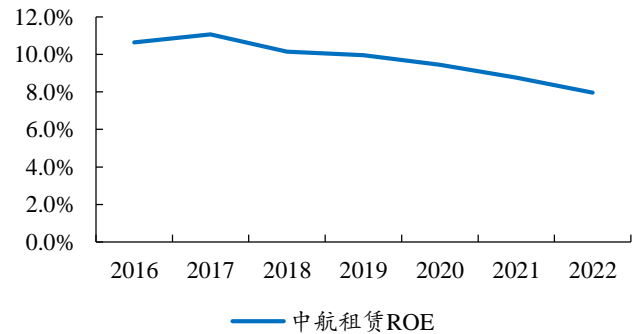
租赁业务聚焦航空、船舶专业领域。2022Q3末，租赁资产1623亿，较年初+3%，其中，航空、公用事业、船舶、设备租赁资产规模占比分别为34%/24%/13%/29%。

图9：中航租赁净利润增速放缓



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

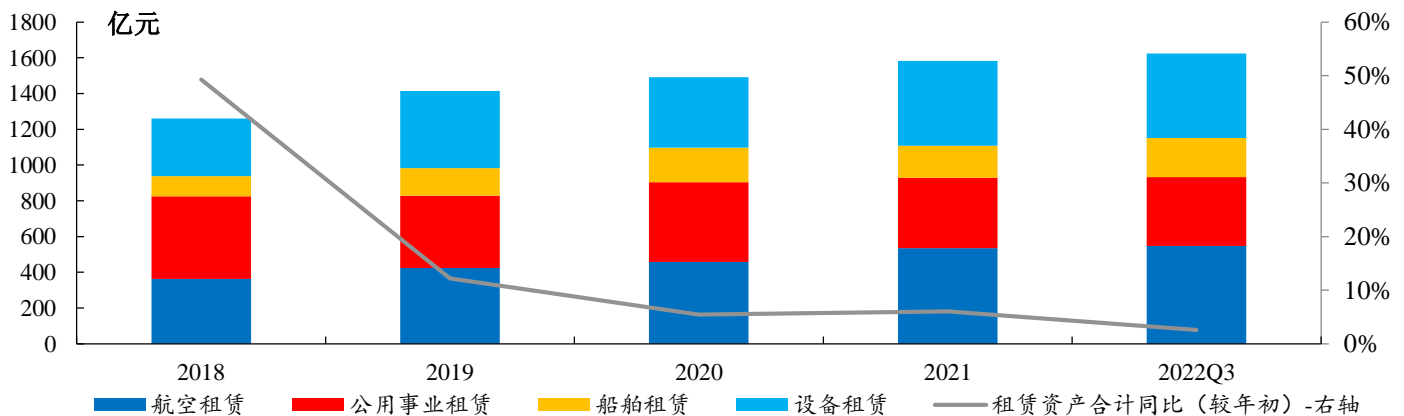
图10：2022年中航租赁ROE为8.0%，同比-0.8pct



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：2019年完成增资，ROE有所稀释

图11：2022Q3末租赁资产规模较年初+3%，规模增速下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

资产质量稳健，关注率受疫情影响有所提升。不良率相对稳健，2022Q3 末公司不良率 1.28%，较年初+0.03pct，受宏观经济下行影响，不良资产集中在设备租赁和公用事业租赁板块。关注率自 2020 年以来快速提升，2022Q3 末关注率达 3.14%，较年初-0.15pct，疫情影响公司的飞机租赁和设备租赁，导致关注类资产增加，预计疫情后关注率边际好转。拨备覆盖率近年来持续提升，2022Q3 末达到 264%。

随着疫情影响减弱，航空业有望修复，驱动公司资产规模增长。疫情以来，航空公司成本端承压，中航租赁飞机签约金额、交付金额均处于较低水平，预计未来随着疫情防控调整和稳增长政策发力，公司资产规模有望加速扩张，2022Q3 末公司杠杆率（风险资产/净资产比重）5.67 倍，距离融资租赁公司杠杆率上限 8 倍有一定空间。

表10：业务板块专业化较高，航空占比 24%，船舶占比 13%，不良集中在设备租赁和公用事业

亿元	板块规模 (2022Q3 末)	占比	模式 (2022Q3 末)	平均租赁期限	利率范围	不良率 (2022Q3 末)
航空租赁	548	34%	经营租赁 30%，直接租赁 67%，售后回租 3%	10~12 年	1.70%~5.80%	0.01%
公用事业租赁	385	24%	售后回租 100%	3 年	4.60%~7.00%	0.20%
船舶租赁	218	13%	经营租赁 23%，直租 24%，回租 53%	6~10 年	3.20%~5.00%	0
设备租赁	472	29%	售后回租 93%，直租 5%，经营租赁 2%	3~5 年	4.00%~6.00%	2.86%
租赁资产合计	1623.3	100%				

数据来源：中航租赁评级报告、开源证券研究所

表11：2020 年起中航租赁关注率有所提升，主因疫情影响飞机租赁和设备租赁板块

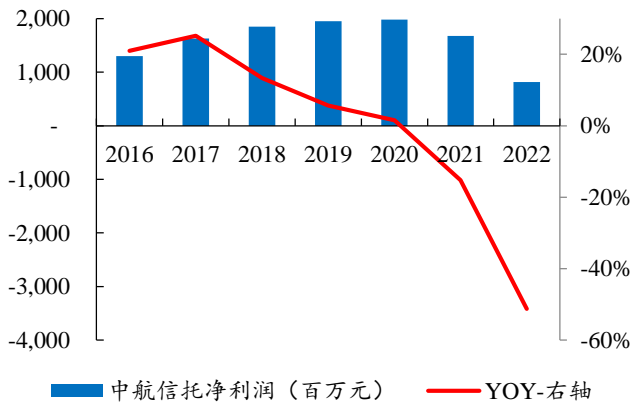
单位：亿元	2019	2020	2021	2022Q3 末
正常类	1225.34	1246.61	1281.8	1322.5
关注类	12.21	21.63	44.21	43.4
次级类	10.48	11.52	13.91	14.78
可疑类	5.51	5.04	2.91	2.91
损失类	0	0	0	0
合计	1253.54	1284.79	1342.83	1383.6
不良资产	15.98	16.55	16.82	17.69
<b>关注率</b>	<b>0.97%</b>	<b>1.68%</b>	<b>3.29%</b>	<b>3.14%</b>
<b>不良率</b>	<b>1.27%</b>	<b>1.29%</b>	<b>1.25%</b>	<b>1.28%</b>
拨备覆盖率	157%	196%	244%	264%

数据来源：中航租赁评级报告、开源证券研究所

### 3.2、信托：央企信托平台，经营相对稳健

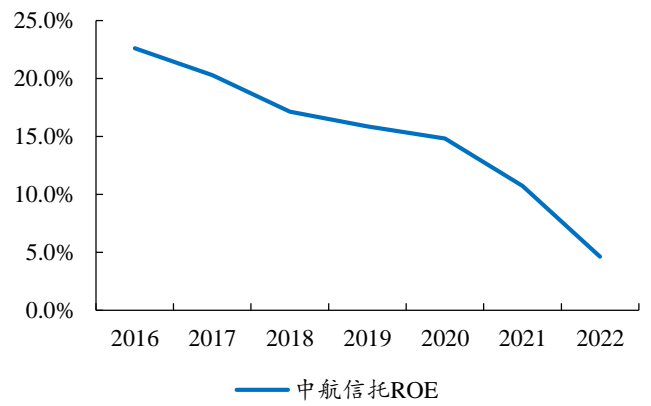
公司作为央企信托平台，经营相对稳健。中航信托 2022 年净利润 8.2 亿，同比-51%，主要受主业手续费收入同比下降和投资收益亏损拖累。投资收益亏损预计受自营资金投资信托资产浮亏影响。公司作为央企信托平台，存量业务风险相对可控。2022 年末，中航产融持股中航信托 84.4%。

图12：2021、2022 年中航信托净利润同比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：ROE 呈下降趋势（2017、2021 年增资 18、20 亿）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

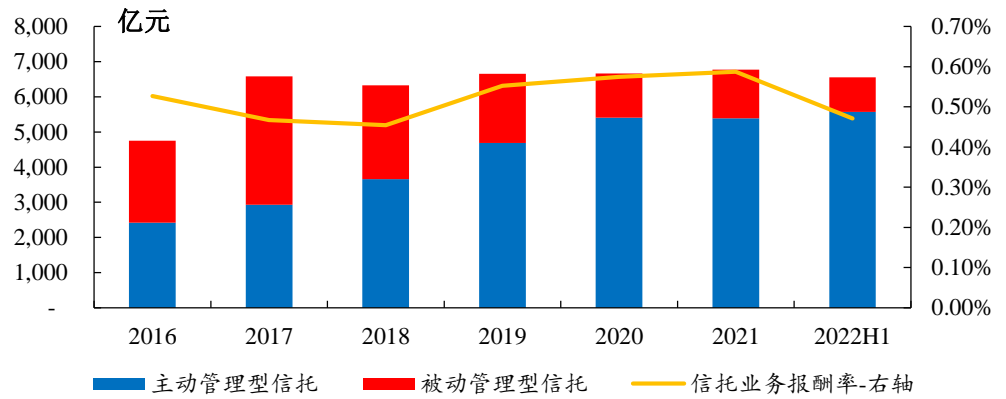
表12：2022 年手续费收入同比下降，投资亏损拖累信托业绩表现

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022
信托手续费及佣金净收入	2,932	3,589	3,829	3,950	2,932
手续费 YOY	11%	22%	7%	3%	<b>-26%</b>
投资收益+公允价值损益	564	84	-40	-509	<b>-718</b>
业务管理费用	903	976	1,048	1,148	1,019
管理费 YOY	12.90%	8.20%	7.30%	9.60%	-11.20%
资产减值损失	22	1	68	50	115
中航信托净利润	1,847	1,951	1,981	1,679	818
净利润 YOY	13%	6%	2%	-15%	-51%

数据来源：Wind、开源证券研究所

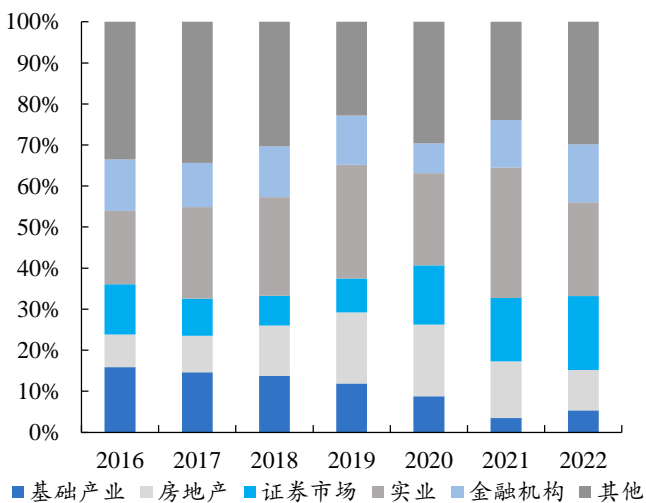
主动管理转型见效，地产类占比下降。中航信托被动管理规模持续压降，2022H1 主动管理规模占比达 85%。信托业务报酬率有所下降，估算信托业务报酬率 0.47%，较 2021 年-0.12pct。投向看，证券和实业投向占比提升，地产和基建投向占比持续下降。2022 年末房地产信托资产 619 亿，同比-34%，占比 10%，同比-4pct。

图14：主动管理规模占比提升，信托报酬率下降



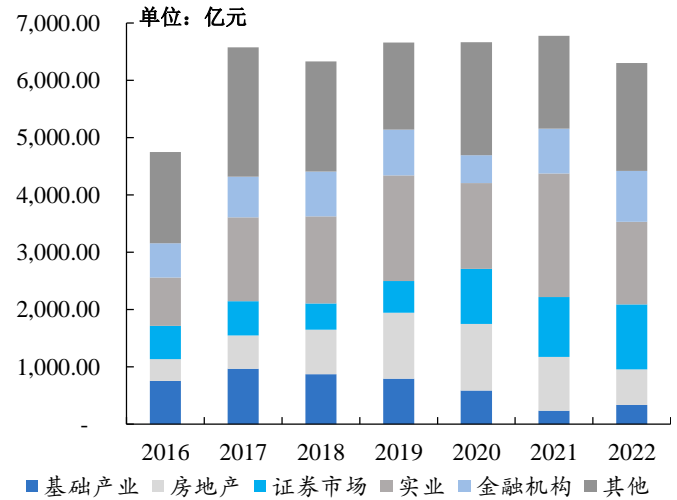
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图15：2022 年末信托资产房地产占比 10%，同比-4pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2022 年末房地产信托资产 619 亿，同比-34%

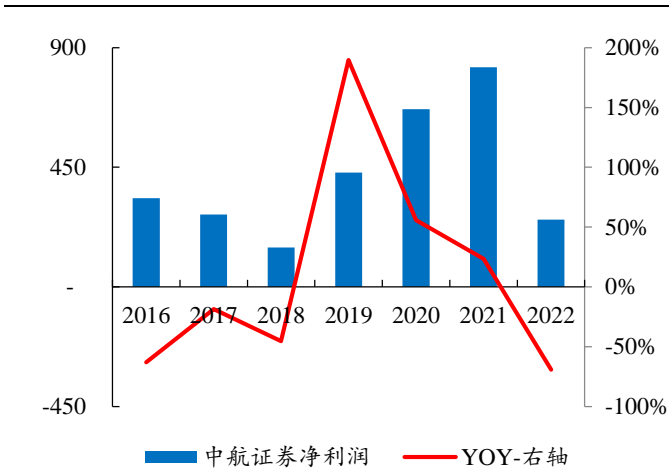


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、证券：依靠军工产业资源，打造差异化券商

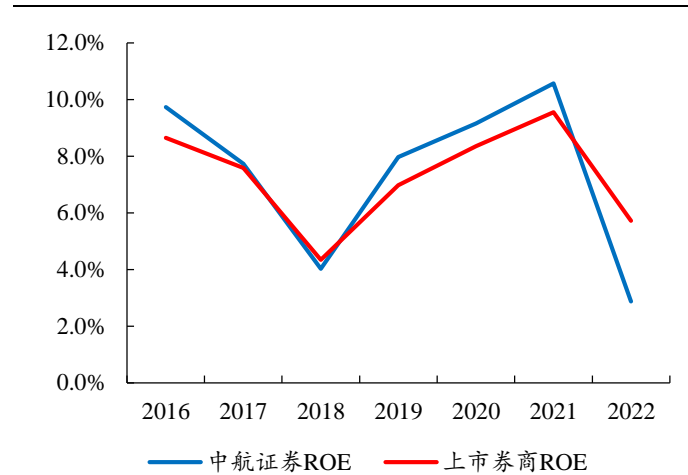
(1) 业务结构：中航证券经纪+利息净收入占比相对较高，占比左右 50%，业务表现主受市场活跃度影响。(2) 2022 年中航证券净利润 2.5 亿，同比-69%，主要由投资业务拖累，2022 年投资业务亏损 1.2 亿。2022 年全年 ROE 5.69%，低于上市券商，主要受业绩下降和 2022 年增资摊薄影响。投行业务收入 2.6 亿，同比持平，相对稳健。2022 年末中航产融持股中航证券 100%。

图17：2022 年中航证券净利润同比-69%



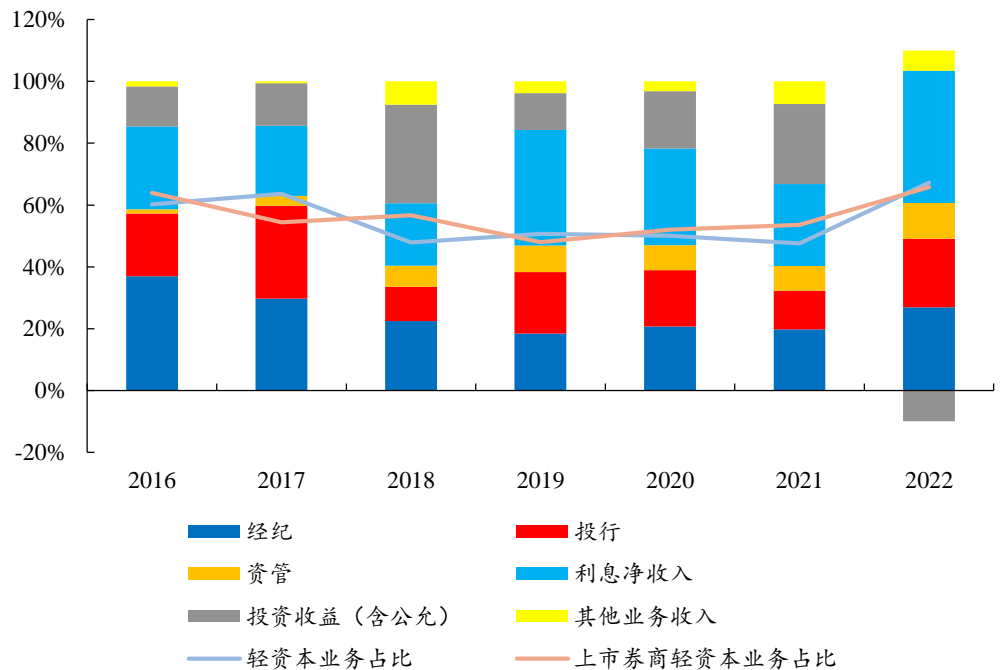
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2022 年中航证券 ROE 5.69%（2022 年完成增资 20 亿）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：经纪和利息净收入合计占比 50%左右，受市场交投活跃度影响较大



数据来源：中航证券财务报表、开源证券研究所



**表13：2022年投资业务亏损拖累公司业绩**

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	891	822	748	1,300	1,769	2,066	1,173
YOY	-54.60%	-7.80%	-8.90%	73.80%	36.10%	16.80%	-43.20%
证券经纪业务净收入	330	244	168	239	366	408	316
YOY	-68.00%	-26.00%	-31.30%	42.50%	53.40%	11.50%	-22.70%
投行业务净收入	180	247	83	258	322	260	261
YOY	-40.50%	36.80%	-66.40%	211.60%	24.50%	-19.20%	0.30%
资产管理业务净收入	12.11	26.7	51.4	113	142.7	163.4	136
YOY	-46.00%	120.10%	92.70%	120.00%	26.30%	14.50%	-16.80%
利息净收入	239	187	151	486	554	548	501
YOY	-33.10%	-21.80%	-19.00%	221.10%	14.10%	-1.10%	-8.50%
投资收益(含公允价值变动)	115	112	238	155	329	536	-117
YOY	-8.80%	-8.80%	-8.80%	-8.80%	112.00%	62.90%	同比亏损
自营规模-股票				239	500	473	
自营规模-债券				6887	7579	9123	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**军工产业链资源利于投行差异化发展。**中航证券在军工领域拥有多年的业务经验和资源，投行、跟投直投充分享受集团军工资源。2022年，公司实现投资银行净收入2.61亿元，参与军工央企集团、民营军工企业股债融资项目合计融资规模340.45亿元；完成中无人机与超卓航科科创板IPO项目，其中中无人机项目是军工央企集团近五年来最大的IPO项目；深度参与航空工业集团成员单位混合所有制改革、资产重组等项目。

**表14：2022年完成4单股权融资项目，其中3单为航空工业集团资产证券化项目**

代码	名称	发行类型	实际募集金额 (亿元)	联席主承销商	实控人
688297.SH	中无人机	首发	21.8	中航证券, 中信建投	航空工业集团
688237.SH	超卓航科	首发	4.6	海通证券, 中航证券	民企
002179.SZ	中航光电	增发	17	中航证券, 中信证券	航空工业集团
002916.SZ	深南电路	增发	12.7	国泰君安, 中航证券	航空工业集团
合计			56.2		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表15: 中航证券持续拓展服务军工产业链的深度和广度

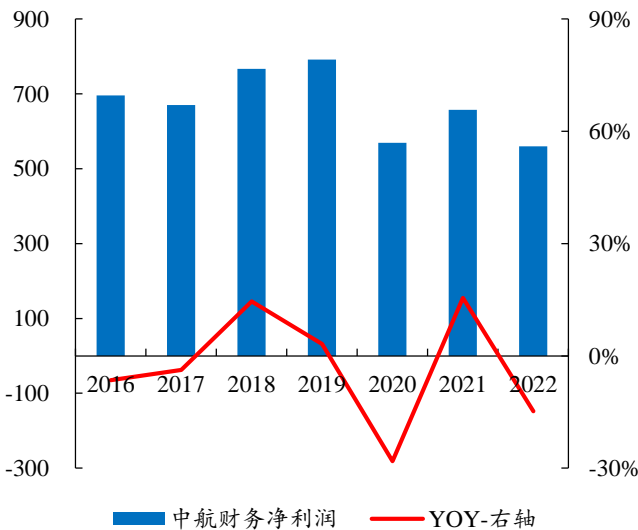
序号	服务军工产业链举措	具体内容
1	向航空及军工产业链上下游延伸标准化融资服务。	在服务航空工业集团方面，2021年完成了中航重机非公开、中航光电非公开、中航租赁公司债、中航国际公司债、中航飞机重大资产重组等25个项目；在航空产业链上，完成恒宇信通IPO、三角防务可转债等股权融资类项目，并形成了丰富的IPO项目储备。
2	创新对传统国防军工企业融资服务手段。	做好航空工业集团内资产支持证券存续期管理工作，积极探索公募REITs与航空基础设施建设的结合点，为传统国防军工系统内企业“压两金、降杠杆”提供新思路。
3	全面参与国防军工企业混改工作，提供综合金融解决方案。	为航空工业集团发展改革、资本运作、产业发展等提供深度咨询服务，先后为多家集团成员单位提供定制化综合金融服务方案并完成非主业资产剥离或混改工作。
4	探索国防军工上市公司价值投资方式方法。	公司持续维护中国航空工业指数、中证中航军工主题指数、央企新动能主题指数等军工指数，推进跟踪指数的ETF的发行工作，进一步丰富和完善国防军工上市公司价值投资体系；成功举办2021年航空工业集团“深化改革跨越发展”上市公司研讨会，成为航空工业上市公司与资本市场沟通的重要桥梁。
5	设立产业基金，围绕“链长”企业核心需求助力航空产业链发展。	2021年，公司全资子公司中航创新成立航空工业集团首支航空产业链引导基金，也是券商系私募子公司唯一备案成功的结构化产业基金，赋能航空产业链中小企业整体提升，深度融入航空制造业产业结构优化升级的高质量发展进程。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.4、财务：集团内业务为主

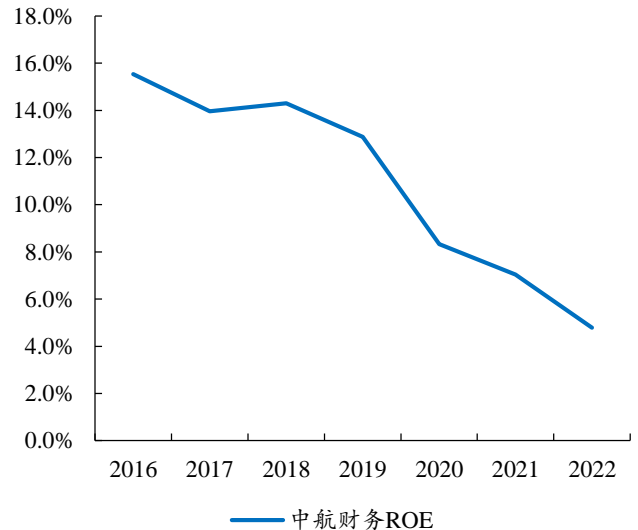
集团内财务公司，ROE呈下降趋势。中航财务主要通过为集团成员单位提供财务管理及多元化金融服，加强航空工业资集中和提高使用效率，2022年末中航产融持股中航财务28.2%。中航财务主要从事吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；办理成员单位之间委托贷款及委托投资业务。2022年中航财务净利润5.6亿，同比-15%，ROE 4.8%，呈下降趋势。2021、2022年财务公司对中航产融利润贡献为4%/9%。

图20: 2022年中航财务净利润5.6亿，同比-15%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21: 中航财务ROE呈下降趋势（2021年航空工业集团对财务公司增资40亿）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与可比公司估值

基于以下假设, 预计 2023-2025 年归母净利润 36/41/51 亿, 同比+112%/+15%/+25%, 对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元, ROE 为 8.6%/9.3%/10.7%。

表16: 盈利预测

单位: 百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、中航信托: 贡献净利润	1,639	1,417	691	832	861	975
YOY	2%	-15%	-51%	21%	3%	13%
ROE	14.80%	10.70%	4.6%	5.4%	5.3%	5.8%
2、中航租赁: 贡献净利润	1,937	1,953	1,989	2,054	2,278	2,613
YOY	15%	1%	2%	3%	11%	15%
ROE	9.40%	8.80%	8.0%	7.4%	7.9%	8.7%
3、中航证券: 贡献净利润	669	826	550	659	846	903
YOY	56%	23%	-32%	20%	28%	7%
ROE	9.20%	10.60%	6.2%	6.7%	8.0%	8.0%
4、中航财务: 贡献净利润	253	185	158	166	182	201
ROE	8.30%	7.00%	4.8%	4.9%	5.3%	5.6%
5、中航航空投资: 贡献净利润	25	22	36	500	200	300
ROE	1.20%	0.70%	1.2%	15.5%	5.6%	7.8%
6、对联营合营子公司投资收益	251	328	551	400	600	800
7、中航投资本部净利润	176	1,441	-471	300	500	700
上市公司归母净利润	3,274	4,471	1,680	3,560	4,110	5,130
YOY	6.90%	36.6%	-62.4%	111.8%	15.5%	24.8%
ROE	9.40%	10.98%	4.13%	8.60%	9.25%	10.71%
EPS (元)	0.37	0.51	0.19	0.40	0.47	0.58

数据来源: Wind、开源证券研究所

**可比公司估值:** 我们选取五矿资本、中粮资本、中油资本和国投资本作为可比公司。2022 年中航产融 ROE 4.13% 低于可比公司平均 4.90%, ROE/PB 为 4.11% 低于可比公司平均 5.10%。

表17: 中航产融 ROE/PB 低于可比公司平均

证券代码	证券简称	年化 ROE				PB(LF) 2023/5/11	ROE/PB
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年		
600390.SH	五矿资本	8.17%	9.36%	7.32%	5.30%	0.64	8.26%
002423.SZ	中粮资本	7.33%	6.27%	7.70%	3.26%	1.04	3.12%
000617.SZ	中油资本	9.66%	9.05%	6.09%	5.22%	1.15	4.54%
600061.SH	国投资本	7.86%	9.80%	10.09%	5.85%	1.01	5.77%
<b>可比公司平均</b>		8.26%	8.62%	7.80%	4.90%	0.96	5.10%
600705.SH	中航产融	10.64%	9.39%	10.98%	4.13%	1.00	4.11%

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

**股息率对比:** 截至 2023.5.11, 中航产融股息率 1.42%, 略低于可比公司平均 1.43%。2022 年中航产融股利支付率 31.5%, 2019-2021 年股利支付率高于可比公司平均。

**表18: 中航产融股息率略低于可比公司平均, 股利支付率高于可比公司平均**

证券代码	证券简称	股息率	股利支付率			
		2023/5/11	2019	2020	2021	2022
600390.SH	五矿资本	2.28%	25%	22%	33%	24%
002423.SZ	中粮资本	0.92%	10%	10%	30%	
000617.SZ	中油资本	1.31%	30%	30%	30%	
600061.SH	国投资本	1.19%	20%	20%	20%	
	可比公司平均	1.43%	21%	20%	28%	
600705.SH	中航产融	1.42%	30%	30%	30%	31.5%

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

## 5、投资结论

**稀缺产业投资平台, 受益于国企改革与全面注册制。**公司是军工产业链稀缺的产业投资平台, 拥有雄厚的产业背景, 具有军工板块产业投资优势。十四五战略转型下, 公司明确产业投资转型, 产业投资布局持续加码, 利润贡献不断提升。国企改革深化和全面注册制催化下, 公司产业投资+投行业绩有望加速释放; 经济复苏和地产风险收敛下, 公司综合金融业务有望保持稳健经营, 公司 2023 年盈利有望明显好转, 叠加中特估值东风, 有望实现戴维斯双击。我们下调本部投资收益假设, 调整 2023-2025 年归母净利润预测至 36/41/51 亿 (调前 36/45/53 亿), 同比 +112%/+15%/+25%, 对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元。当前股价对应 2023 年 PB 0.9 倍, 估值具有安全边际, 维持“买入”评级。

## 6、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。

**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	335,788	359,589	373,358
现金	130,954	141,527	151,326	162,053	175,792
应收票据及应收账款	445	295	316	338	367
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	94	90	96	103	103
存货	1,338	1,868	1,998	2,139	2,139
其他流动资产	153,401	170,262	182,051	194,955	194,955
<b>非流动资产</b>	170,698	174,542	186,627	199,856	233,521
长期投资	6,574	7,631	8,159	8,738	8,738
固定资产	17,291	19,093	20,415	21,862	21,862
无形资产	154	180	193	207	207
其他非流动资产	146,678	147,638	157,861	169,050	202,715
<b>资产总计</b>	456,931	488,585	522,415	559,445	606,878
<b>流动负债</b>	295,227	317,958	340,011	365,650	333,585
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	1,236	1,323	1,436
其他流动负债	244,707	267,406	285,922	306,189	332,149
<b>非流动负债</b>	91,772	102,542	109,605	115,835	188,724
长期借款	38,622	42,435	44,557	46,785	-0
其他非流动负债	53,150	60,107	64,269	68,824	74,660
<b>负债合计</b>	386,999	420,500	449,615	481,485	522,308
少数股东权益	28,354	28,199	29,883	32,001	34,715
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	35,745	41,271	51,510
<b>归属母公司股东权益</b>	41,578	40,137	42,916	45,958	49,855
<b>负债和股东权益</b>	456,931	488,585	522,415	559,445	606,878

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	45212	20066	21785	23290	25610
净利润	6117	2917	6179	7134	8904
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	-10746	-11424	-10831
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	9799	10726	13740

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19,084	18,155	21,143	24,459	30,605
营业成本	15,221	16,123	16,914	19,567	24,484
营业税金及附加	148	143	167	193	241
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	889	1,005	1,170	1,354	1,694
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	1,506	1,313	1,529	1,769	2,213
资产减值损失	2,191	2,191	2,552	2,952	3,694
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	3,171	3,669	4,591
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	7,416	3,600	7,611	8,805	11,018
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	7,723	8,917	11,130
所得税	1,373	795	1,545	1,783	2,226
<b>净利润</b>	6,117	2,917	6,179	7,134	8,904
少数股东损益	1,646	1,236	2,619	3,024	3,774
<b>归属母公司净利润</b>	4,471	1,680	3,560	4,110	5,130
EBITDA	7,365	4,283	7,645	8,700	10,570
EPS(元)	0.50	0.19	0.40	0.47	0.58

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	16.5	15.7	25.1
营业利润(%)	8.8	-51.5	111.5	15.7	25.1
归属于母公司净利润(%)	36.6	-62.4	111.8	15.5	24.8
<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	16.8	16.8	16.8
ROE(%)	11.0	4.1	8.6	9.2	10.7
ROIC(%)	3.9	1.8	3.6	3.9	10.5
<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	887.9	907.2	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	4.2	4.5	5.2
应收账款周转率	5322.3	4901.1	6918.1	7479.0	8680.5
应付账款周转率	2117.6	1432.1	1414.5	1529.2	1774.9
<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	2.6	2.9
每股净资产(最新摊薄)	4.7	4.5	4.9	5.2	5.6
<b>估值比率</b>					
P/E	8.5	22.3	10.5	9.1	7.3
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	39.9	73.9	43.9	41.0	36.3

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