

中航产融 (600705.SH) 租赁稳健，信托、证券以及本部投资业务拖累业绩

2024年04月22日

——中航产融 2023 年报点评

投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2024/4/22
当前股价(元)	2.96
一年最高最低(元)	4.68/2.66
总市值(亿元)	261.22
流通市值(亿元)	260.61
总股本(亿股)	88.25
流通股本(亿股)	88.04
近3个月换手率(%)	78.99

● 租赁稳健，信托、证券以及本部投资业务拖累业绩

2023 年公司营业总收入/归母净利润为 169.4/2.9 亿元，同比-6.7%/-82.8%，与此前业绩预告区间一致。2023 年租赁子公司相对稳健，信托、证券子公司净利润同比下降较多，本部证券投资承压。考虑信托业务和证券业务表现低于预期，本部投资收益承压，我们下调 2024-2025 年归母净利润预测至 12/16(调前 37/46) 亿元，新增 2026 年预测 18 亿元，对应 EPS 为 0.1/0.2/0.2 元。公司是航空工业集团旗下金控平台，具有军工板块产业投资优势，是军工产业链稀缺私募股权投资标的。当前股价对应 2024-2026 年 PB 0.6/0.6/0.6 倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

● 租赁稳健，信托手续费与投资收益拖累业绩，财务公司净利润同比增长

(1)租赁：2023 年中航国际融资租赁营收/净利润分别为 108.4/19.5 亿元，同比-0.4%/-3.8%，年化 ROE 为 7.2%，较 2022 年-1pct，期末杠杆率 5.9 倍，较年初-6.9%。(2)信托：2023 年中航信托营收/净利润为 18.0/0.8 亿元，同比-40%/-90%，ROE 为 0.5%，较 2022 年-4.2pct。据中航信托未审计财务报表，手续费及佣金净收入 18 亿元，同比-39%，投资收益(含公允价值变动损益)为-6 亿元(2022 年为-7.2 亿元)，信托业务转型带来业务结构变化导致手续费收入同比下降，投资收益亏损。(3)财务：2023 年中航财务营收/净利润为 20.1/9.4 亿元，同比-36%/+68%，ROE 为 7.7%，较 2021 年+2.9pct。

● 证券子公司投行、资管业务收入同比下降，航空产业投资贡献增量利润

(1)证券：2023 年中航证券营收/净利润 16.6/0.8 亿元，同比-20%/-86%，ROE 为 1.51%，较 2022 年-4.6pct。据中航证券未经审计财报数据，投行/资管净收入为 1.4/0.4 亿元，同比-48%/-71%拖累业绩。(2)产业投资：公司依托股东雄厚的产业背景，聚焦航空产业投资。2023 年子公司中航产业投资+中航航空投资合计净利润 2.7 亿元，同比+96%。

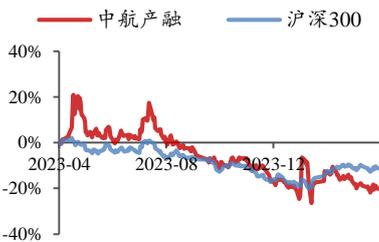
● **风险提示：**市场波动带来投资收益不确定性；房地产信托资产存量处置风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,155	16,939	18,057	20,900	21,912
YOY(%)	-4.87	-6.70	6.60	15.74	4.84
归母净利润(百万元)	1,682	290	1,222	1,581	1,836
YOY(%)	-62.38	-82.75	321.14	29.37	16.13
毛利率(%)	11.19	3.06	3.06	3.06	3.06
净利率(%)	9.26	1.71	6.77	7.56	8.38
ROE(%)	4.12	0.73	3.03	3.82	4.30
EPS(摊薄/元)	0.19	0.03	0.14	0.18	0.21
P/E(倍)	15.5	90.0	21.4	16.5	14.2
P/B(倍)	0.7	0.7	0.6	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

《租赁稳健，证券、信托和本部证券投资承压——中航产融 2023 中报点评》
-2023.9.3

《稀缺产业投资平台，受益于国企改革与全面注册制——公司深度报告》
-2023.5.12

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	314,043	320,513	334,767	338,788	343,297
现金	141,527	131,850	134,805	138,819	143,321
应收票据及应收账款	295	211	224	230	238
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	90	67	71	71	71
买入返售金融资产	1,868	3,241	3,435	3,435	3,435
其他流动资产	170,262	185,142	196,231	196,231	196,231
非流动资产	174,542	185,988	183,082	194,483	207,267
长期投资	7,631	7,188	7,619	7,619	7,619
固定资产	19,093	23,838	25,266	25,266	25,266
无形资产	180	196	208	208	208
其他非流动资产	147,638	154,766	149,990	161,390	174,174
资产总计	488,585	506,501	517,849	533,271	550,564
流动负债	317,958	328,237	352,729	366,126	372,409
短期借款	49,395	37,456	41,201	45,322	41,201
应付票据及应付账款	1,156	460	492	507	523
其他流动负债	267,406	290,321	311,035	320,298	330,685
非流动负债	102,542	112,392	97,773	97,791	106,552
长期借款	42,435	51,449	54,021	56,722	54,021
其他非流动负债	60,107	60,943	65,291	67,236	69,416
负债合计	420,500	440,629	450,502	463,918	478,962
少数股东权益	28,199	27,959	26,567	27,359	28,246
股本	8,831	8,825	8,825	8,825	8,825
资本公积	5,535	5,537	5,537	5,537	5,537
留存收益	16,874	16,559	69,736	90,219	104,774
归属母公司股东权益	40,137	39,887	40,780	41,995	43,356
负债和股东权益	488,585	506,501	517,849	533,271	550,564

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20066	7257	6289	7437	8412
净利润	2917	1484	2037	2635	3060
折旧摊销	1367	1561	1661	1761	1861
财务费用	1313	1499	1549	1599	1649
投资损失	-1319	-1327	-1427	-1527	-1627
营运资金变动	13695	1970	2470	2970	3470
其他经营现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-1339	-12184	-12084	-11984	-11884
资本支出	10437	8402	8402	8402	8402
长期投资	91336	102138	102238	102338	102438
其他投资现金流	1835	1875	1975	2075	2175
筹资活动现金流	-8818	-6738	8750	8562	7974
短期借款	78070	84244	84344	84444	84544
长期借款	36016	24774	24874	24974	25074
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5446	3293	3293	3293	3293
其他筹资现金流	7642	9382	9382	9382	9382
现金净增加额	10572	-9676	2954	4014	4502

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,155	16,939	18,057	20,900	21,912
营业成本	16,123	16,421	17,505	20,262	21,242
营业税金及附加	143	194	207	239	251
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	1,005	1,079	1,151	1,332	1,396
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	1,313	1,499	1,598	1,849	1,939
资产减值损失	1,647	1,735	1,850	2,141	2,245
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	(1,836)	(1,845)	-0	-0	-0
投资净收益	3,155	3,173	1,415	1,638	1,717
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	3,600	2,082	2,889	3,762	4,382
营业外收入	117	91	91	91	91
营业外支出	5	8	8	8	8
利润总额	3,711	2,165	2,972	3,845	4,465
所得税	795	681	935	1,210	1,405
净利润	2,917	1,484	2,037	2,635	3,060
少数股东损益	1,236	1,194	815	1,054	1,224
归属母公司净利润	1,682	290	1,222	1,581	1,836
EBITDA	4,283	3,044	3,697	4,396	4,921
EPS(元)	0.19	0.03	0.14	0.18	0.21

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-4.9	-6.7	6.6	15.7	4.8
营业利润(%)	-51.5	-42.2	38.8	30.2	16.5
归属于母公司净利润(%)	-62.4	-82.7	321.1	29.4	16.1
获利能力					
毛利率(%)	11.2	3.1	3.1	3.1	3.1
净利率(%)	9.3	1.7	6.8	7.6	8.4
ROE(%)	4.1	0.7	3.0	3.8	4.3
ROIC(%)	1.8	1.0	1.3	1.5	1.8
偿债能力					
资产负债率(%)	86.1	87.0	87.0	87.0	87.0
净负债比率(%)	871.2	917.7	981.0	0.0	0.0
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
速动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	3.8	3.4	3.5	4.0	4.0
应收账款周转率	4901.1	6689.1	8306.4	9205.5	9359.7
应付账款周转率	1432.1	2033.2	3678.1	4055.1	4123.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	0.8	0.7	0.8	1.0
每股净资产(最新摊薄)	4.5	4.5	4.6	4.8	4.9
估值比率					
P/E	15.5	90.0	21.4	16.5	14.2
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	71.2	110.0	92.4	79.9	73.5

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