

投资拖累业绩，产融协同深化

华泰研究

2023年3月15日 | 中国内地

年报点评

其他多元金融

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

4.74

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	王可
SAC No. S0570521080002	wangke015604@htsc.com
SFC No. BRC044	+(86) 21 2847 6725
研究员	汪煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228

投资拖累业绩表现，航空产业链优势持续

公司公布 2022 年业绩，营业总收入 182 亿元，同比-4.87%；归母净利润 16.8 亿元，同比下降 62.42%（处于此前业绩预告 13.4-17.9 亿元的偏上限位置）。主要系市场波动下公司金融资产公允价值变动录得较大亏损，叠加市场景气度下行信托、证券等业务环比下滑所致。公司加权 ROE4.02%，同比降低 6.15pct。考虑到市场环境的不确定性，我们适当下调公司证券投资收益率等假设，预计公司 2023-25 年 EPS 分别为 0.32/0.38/0.43 元（2023-24 年前值为 0.44/0.49 元），可比上市金控 2023 年平均 PE 估值（朝阳永续一致预期）为 12x，考虑到公司构建覆盖航空全产业链和企业全生命周期的产业金融服务，产融结合成效显著，给予 2023 年 PE 预期 15x，对应目标价 4.74 元（前值为 4.03 元），维持增持评级。

租赁业务经营稳健，推动产融结合协同发展

中航租赁 2022 年营业收入 109 亿元，同比+5.7%；净利润 20.3 亿元，同比+1.8%。公司持续推动产融结合，以产业金融和综合金融为两大业务方向，强化产融结合和融融结合，综合运用包括信托、租赁、财务公司、证券、期货、保险等多元金融工具，以客户为中心提供综合金融服务；并深入推动数字化、轻资本化、体系化服务等三大转型，通过业务、公司分类管理，提升融资、投资、金融服务等三大类业务核心竞争力，优化三大类业务结构。

信托规模持续压降，证券打造航空产业优势

2022 年中航信托营业收入 30 亿元，同比-26.0%；净利润 8.2 亿元，同比-51.3%。2022 年末信托资产规模 6300 亿元，同比-7%，持续压降。未来公司将进一步加强信托业务的风险控制与管理，加速信托业务主动管理转型。中航证券营业总收入 21 亿元，同比-8.1%；净利润 5.5 亿元，同比-32.0%。公司结合自身资源禀赋、业务模式和特点，打造以航空产业链为核心的体系化业务链，构建完整的企业全生命周期综合金融服务价值链，未来发展可期。

创新业务模式，构建优质全产业链服务生态

公司不断创新金融产品与服务模式，努力做强特色业务。如中航租赁持续加大对航空产业、新能源、新基建、数字经济等领域的投入；中航信托着力构建另类投资、资产管理、资产服务、财富管理四大业务转型，重点布局服务信托、资产证券化、绿色信托、股权投资等创新领域；中航证券发挥航空集团优势，服务集团企业直接融资额不断提升。公司持续推进产业金融业务发展，积极服务航空产业、战略新兴产业、绿色产业，构建覆盖航空全产业链和企业全生命周期的产业金融服务，产融结合持续深化。

风险提示：信托转型不及预期、产融结合进程不及预期、资产减值风险。

经营预测指标与估值

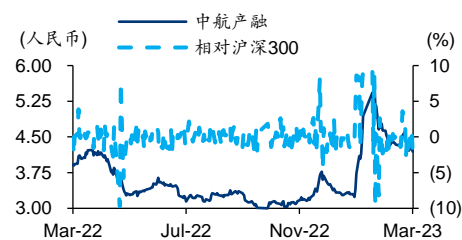
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	19,084	18,155	19,228	20,080	20,704
+/-%	4.05	(4.87)	5.91	4.43	3.11
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,471	1,680	2,792	3,397	3,806
+/-%	36.56	(62.42)	66.17	21.66	12.05
EPS (人民币,最新摊薄)	0.50	0.19	0.32	0.38	0.43
PE (倍)	8.38	22.05	13.25	10.89	9.72
PB (倍)	0.97	1.00	0.94	0.68	0.69
ROE (%)	10.17	4.02	5.57	6.03	6.09
ROA (%)	1.46	0.62	0.75	0.86	0.92

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

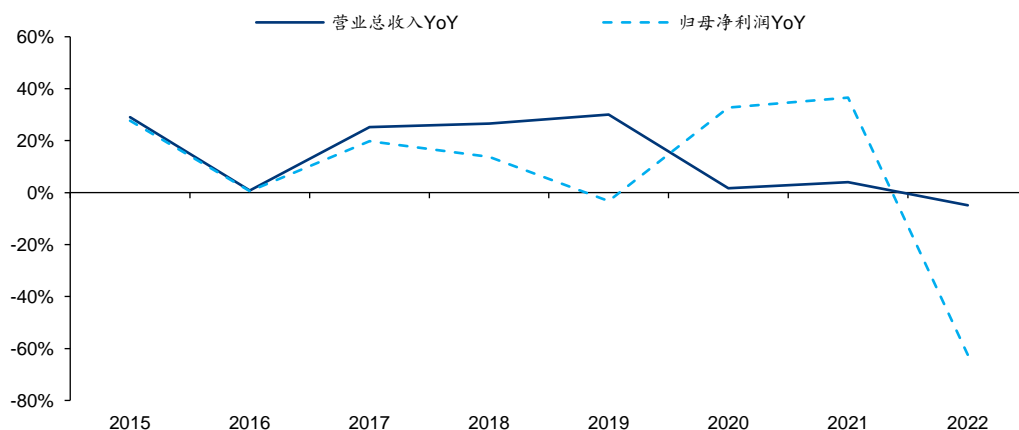
目标价 (人民币)	4.74
收盘价 (人民币 截至 3 月 14 日)	4.19
市值 (人民币百万)	37,001
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	498.11
52 周价格范围 (人民币)	3.00-5.76
BVPS (人民币)	4.52

股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 中航产融营业总收入及归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 中航产融可比公司估值

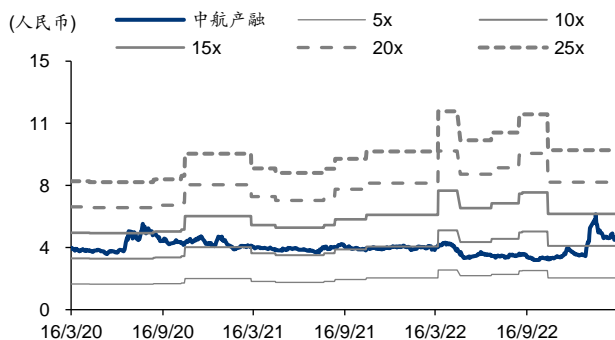
代码	公司名称	一致预期 PE (2023E)
600643 CH	爱建集团	11.21
600390 CH	五矿资本	10.35
000617 CH	中油资本	15.45
000987 CH	越秀资本	12.01
平均值		12.26

注: 数据来源于朝阳永续一致预期, 截至 2023 年 3 月 14 日
资料来源: 朝阳永续, 华泰研究

风险提示

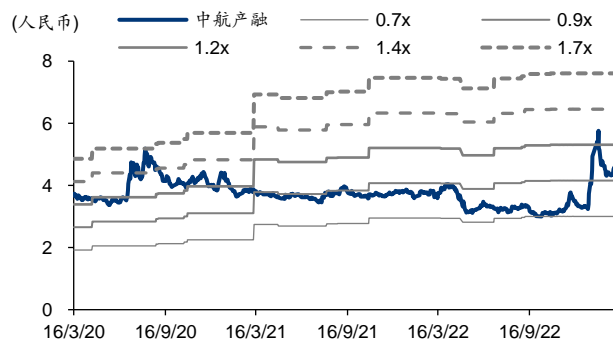
- 1) 信托转型不及预期。公司信托主动管理转型不及预期, 信托资产风险高于预期;
- 2) 产融结合进程不及预期。公司战略落地不及预期, 综合金融效应不及预期;
- 3) 资产减值风险。公司资产质量低于预期, 资产减值对利润造成冲击。

图表3: 中航产融 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 中航产融 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,084	18,155	19,228	20,080	20,704
手续费及佣金收入	5,247	4,019	4,622	5,084	5,491
利息收入	3,278	2,890	3,237	3,399	3,501
其他收入	10,559	11,246	11,369	11,597	11,713
营业支出	(11,668)	(14,555)	(14,485)	(14,289)	(14,206)
管理费用	(889.37)	(1,005)	(1,057)	(1,144)	(1,216)
减值损失	(1,427)	(1,735)	(1,648)	(1,718)	(1,793)
其他支出	(9,351)	(11,815)	(11,780)	(11,426)	(11,198)
营运利润	7,416	3,600	4,743	5,791	6,498
营业外收入	84.16	116.68	123.25	128.47	133.35
营业外支出	(10.06)	(4.72)	(4.98)	(5.20)	(5.20)
利润总额	7,490	3,711	4,861	5,914	6,626
所得税	(1,373)	(794.75)	(1,041)	(1,266)	(1,419)
净利润	6,117	2,917	3,820	4,648	5,208
少数股东损益	1,646	1,236	1,028	1,251	1,401
归母净利润	4,471	1,680	2,792	3,397	3,806

每股数据

会计年度 (人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股净资产	4.33	4.18	4.45	6.12	6.07
每股股息	0.15	0.06	0.09	0.12	0.13
EPS	0.51	0.19	0.32	0.38	0.43
EPS (最新摊薄)	0.50	0.19	0.32	0.38	0.43

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	130,954	141,527	162,756	169,647	176,982
金融资产	35,637	45,732	48,309	50,354	52,531
其他资产	290,340	301,326	318,304	331,782	346,126
总资产	456,931	488,585	529,369	551,784	575,640
短期借款	49,424	49,395	54,335	56,636	59,084
其他负债	337,575	371,104	405,988	410,048	430,550
总负债	386,999	420,500	460,323	466,684	489,635
股本	8,920	8,831	8,831	8,831	8,831
少数股东权益	28,354	28,199	29,788	31,049	32,391
其他权益	32,658	31,056	30,428	45,220	44,783
总权益	69,932	68,085	69,046	85,100	86,005

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (人民币百万)	4,471	1,680	2,792	3,397	3,806
分红率	0.30	0.32	0.30	0.30	0.30
EPS (人民币, 摊薄后)	0.50	0.19	0.32	0.38	0.43
PE (倍)	8.38	22.05	13.25	10.89	9.72
BVPS (人民币, 摊薄后)	4.33	4.18	4.45	6.12	6.07
PB (倍)	0.97	1.00	0.94	0.68	0.69
ROE	10.17	4.02	5.57	6.03	6.09
ROA	1.46	0.62	0.75	0.86	0.92

免责声明

分析师声明

本人,沈娟、王可、汪煜,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、王可、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
增持： 预计股价超越基准5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准15%以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司