

2023年01月16日
中航产融(600705.SH)

ESSENCE

公司动态分析

证券研究报告

其他非银金融

受益军工资产证券化，看好产业投资前景广阔

事件：

近期，中航电测发布公告称，正在筹划发行股份购买资产事项，此次交易的标的资产初步确定为成都飞机工业（集团）有限责任公司的100%股权。作为中航工业集团旗下的产业金融上市公司，中航产融子公司中航产业投资持有中航电测2.04%股权，为中航电测的第三大股东。如果此次资产重组顺利推行，公司业绩将有望明显受益。

央企军工资产证券化加速，投资收益有望明显提振。

自2021年以来，作为军工资产证券化的领军者，航空工业集团已推进中无人机上市、中航电子吸收合并中航机电等改革陆续落地，而公司作为航空工业重要的金融服务平台和资本运作平台，深度参与包括中航电子、中航机电合并重组等项目，一方面将有效助力军工国企改革，做强做优国有资本，推动产融结合，助力行业高质量发展；另一方面，公司背靠集团资源优势，充分挖掘产业投资与金融综合平台的双重优势，提升产业投资收益，助力公司业绩实现高质量稳健增长。

背靠集团产业与金融牌照优势，中航产投成就新驱动力。

公司以中航产投为投资主体，依托集团产业链和金融牌照齐全优势，通过直投与设立产业基金，重点布局航空产业、航空相关投资。十四五期间，公司积极挖掘军工优质企业，加速与成都、青岛、陕西等地方建立合作基金，发挥自身金融与产业背景等多方优势。我们预计受益于此轮军工资产化加速推进，公司投资收益与基金管理规模有望进一步增加，为公司价值增长提供新驱动力。

利空逐步出清，柳暗花明又一村。

根据2022年三季报，公司Q1-3实现总营业收入130亿元（YoY-6%），归母净利润19亿元（YoY-36%），主要受投资收益下滑与信托行业承压影响。从子公司未经审计数据来看，中航信托、中航财务、中航证券2022年分别实现净利润8.2亿元、5.6亿元、2.5亿元，分别同比-51%、-15%、-69%，主要受资产市场承压导致投资收益亏损以及手续费及佣金减少所影响。我们认为伴随房企融资新政落地、年初以来市场明显回暖，公司2023年业绩有望在低基数之上同比实现明显改善。

投资建议：维持买入-A投资评级。

我们看好公司以军工行业为立足点，背靠军工央企集团，发挥金融和产业双重优势，带动股权投资、投行等业务发展，驱动公司长期业绩增长。我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润34亿元、42亿元、51亿元，6个月目标价4.5元，对应11.6倍2022年P/E。

风险提示：宏观经济下行风险/运营风险/政策风险。

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

4.5元

股价(2023-01-16)

4.10元

交易数据

总市值(百万元)	32,938.48
流通市值(百万元)	32,840.50
总股本(百万股)	8,830.69
流通股本(百万股)	8,804.42
12个月价格区间	3.0/4.23元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	12.1	7.3
绝对收益	5.7	20.7	-7.2

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

相关报告

租赁稳健投资承压，业绩符合预期	2022-10-28
租赁稳健证券亮眼，产业投资成效渐显	2022-09-02
中航产融：加大军工产业布局，市场增持看好价值	2022-06-13
中航产融：投资拖累净利润表现，产融结合稳健发展	2022-05-05
中航产融年报点评：业绩增长超预期，产业金融成效显著	2022-03-23

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	18,340.8	19,084.4	17,748.5	19,416.8	21,416.8
净利润	3,274.1	4,471.1	3,443.4	4,243.8	5,143.3
每股收益(元)	0.37	0.51	0.39	0.48	0.58
每股净资产(元)	4.51	4.71	3.91	4.20	4.58

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	11.1	8.1	10.5	8.5	7.0
市净率(倍)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
净利润率	17.9%	23.4%	19.4%	21.9%	24.0%
净资产收益率	8.2%	10.8%	10.0%	11.4%	12.7%
股息收益率	5.3%	3.7%	3.1%	4.7%	4.9%
ROIC	-5.1%	-5.2%	-2.9%	-3.9%	-4.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,340.8	19,084.4	17,748.5	19,416.8	21,416.8	成长性					
减: 营业成本	5,236.5	6,072.5	5,460.1	5,898.5	6,636.4	营业收入增长率	1.7%	4.1%	-7.0%	9.4%	10.3%
营业税费	159.4	148.0	175.8	170.5	188.8	营业利润增长率	7.5%	8.8%	-18.7%	21.5%	20.3%
销售费用	1,995.1	2,127.0	1,930.5	2,129.4	2,355.1	净利润增长率	6.9%	36.6%	-23.0%	23.2%	21.2%
管理费用	1,754.0	889.4	1,325.8	1,404.1	1,382.2	EBITDA 增长率	9.3%	10.6%	-14.4%	4.4%	17.7%
研发费用	13.3	80.4	31.8	43.6	58.9	EBIT 增长率	8.6%	10.7%	-16.0%	5.0%	19.6%
财务费用	1,388.8	1,506.4	785.2	-34.6	-41.3	NOPLAT 增长率	12.3%	15.1%	-27.6%	8.8%	21.2%
资产减值损失	-0.9	-2.7	-1.1	-1.6	-1.8	投资资本增长率	12.0%	28.3%	-18.5%	7.9%	3.8%
加: 公允价值变动收益	-194.8	163.6	54.7	-932.4	603.4	净资产增长率	31.0%	10.8%	-8.3%	6.4%	7.7%
投资和汇兑收益	2,787.4	3,105.7	2,072.3	2,655.1	2,349.7						
营业利润	6,817.7	7,416.2	6,026.3	7,324.3	8,814.4	利润率					
加: 营业外净收支	11.6	74.1	52.4	46.0	57.5	毛利率	71.4%	68.2%	69.2%	69.6%	69.0%
利润总额	6,829.3	7,490.3	6,078.7	7,370.4	8,871.9	营业利润率	37.2%	38.9%	34.0%	37.7%	41.2%
减: 所得税	1,559.7	1,373.2	1,367.5	1,564.2	1,835.1	净利润率	17.9%	23.4%	19.4%	21.9%	24.0%
净利润	3,274.1	4,471.1	3,443.4	4,243.8	5,143.3	EBITDA/营业收入	70.3%	74.8%	68.8%	65.7%	70.1%
						EBIT/营业收入	64.2%	68.3%	61.7%	59.2%	64.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	312	333	338	287	239
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动资本周转天数	-2,546	-3,120	-3,444	-2,876	-2,757
货币资金	110,932.2	130,954.4	33,696.1	43,255.0	48,666.7	流动资产周转天数	4,191	4,823	4,543	3,131	3,054
交易性金融资产	32,930.1	35,637.0	35,689.4	34,752.2	35,359.5	应收账款周转天数	16	16	16	16	16
应收帐款	780.8	946.0	641.6	1,102.0	823.6	存货周转天数	0	0	0	0	0
应收票据	33.1	38.6	14.1	48.1	22.8	总资产周转天数	7,078	7,890	7,858	6,051	5,728
预付帐款	64.5	93.5	39.8	109.6	58.0	投资资本周转天数	-2,607	-3,021	-3,314	-2,828	-2,712
存货	7.1	3.1	11.8	3.1	12.3						
其他流动资产	80,386.9	118,560.9	91,586.3	96,844.7	102,330.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.2%	10.8%	10.0%	11.4%	12.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%
长期股权投资	4,322.3	6,574.3	6,574.3	6,574.3	6,574.3	ROIC	-5.1%	-5.2%	-2.9%	-3.9%	-4.4%
投资性房地产	2,244.0	2,326.2	2,326.2	2,326.2	2,326.2	费用率					
固定资产	17,971.5	17,290.6	16,073.1	14,855.6	13,638.1	销售费用率	10.9%	11.1%	10.9%	11.0%	11.0%
在建工程	1,736.6	1,480.7	1,480.7	1,480.7	1,480.7	管理费用率	9.6%	4.7%	7.5%	7.2%	6.5%
无形资产	89.7	154.5	112.3	70.2	28.1	研发费用率	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%
其他非流动资产	119,983.8	128,780.3	122,060.3	123,576.0	124,787.5	财务费用率	7.6%	7.9%	4.4%	-0.2%	-0.2%
资产总额	379,595.1	456,931.1	317,845.7	334,912.0	346,623.4	四费/营业收入	28.1%	24.1%	22.9%	18.2%	17.5%
短期债务	27,303.4	49,423.8	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	4,292.7	4,449.5	3,879.6	5,202.2	4,763.0	资产负债率	83.4%	84.7%	79.8%	79.6%	78.8%
应付票据	151.5	508.8	125.3	235.6	241.8	负债权益比	501.4%	553.4%	395.4%	390.7%	371.5%
其他流动负债	187,066.7	240,844.6	195,227.0	208,137.9	214,544.3	流动比率	1.03	0.97	0.81	0.82	0.85
长期借款	46,001.5	38,622.0	-	-	-	速动比率	1.03	0.97	0.81	0.82	0.85
其他非流动负债	51,662.1	53,150.3	54,453.5	53,088.6	53,564.1	利息保障倍数	8.48	8.66	13.95	-332.63	-333.09
负债总额	316,478.0	386,998.9	253,685.4	266,664.4	273,113.2	分红指标					
少数股东权益	23,265.1	28,353.9	29,621.6	31,184.0	33,077.6	DPS(元)	0.22	0.15	0.13	0.19	0.20
股本	8,920.0	8,920.0	8,830.7	8,830.7	8,830.7	分红比率	58.5%	30.0%	33.0%	40.5%	34.5%
留存收益	20,026.4	23,399.7	25,708.0	28,232.9	31,601.9	股息收益率	5.3%	3.7%	3.1%	4.7%	4.9%
股东权益	63,117.1	69,932.2	64,160.3	68,247.6	73,510.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	5,269.5	6,117.1	3,443.4	4,243.8	5,143.3
						加: 折旧和摊销	1,141.3	1,248.1	1,259.7	1,259.7	1,259.7
						资产减值准备	0.9	2.7	-	-	-
						公允价值变动损失	194.8	-163.6	54.7	-932.4	603.4
						财务费用	1,533.7	1,602.7	785.2	-34.6	-41.3
						投资收益	-2,622.5	-3,105.9	-2,074.6	-2,658.5	-2,351.7
						少数股东损益	1,995.4	1,646.1	1,267.7	1,562.4	1,893.6
						营运资金的变动	20,017.9	70,080.1	-27,887.2	8,873.3	3,510.9
						经营活动产生现金流量	10,034.4	45,212.1	-23,151.1	12,313.6	10,017.7
						投资活动产生现金流量	14,763.6	-31,063.7	34,717.9	-2,133.5	-5,334.7
						融资活动产生现金流量	-651.2	4,798.6	-108,825.1	-621.1	728.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.37	0.51	0.39	0.48	0.58
						BVPS(元)	4.51	4.71	3.91	4.20	4.58
						PE(X)	11.1	8.1	10.5	8.5	7.0
						PB(X)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
						P/FCF	2.2	0.5	-0.3	2.1	2.7
						P/S	2.0	1.9	2.0	1.9	1.7
						EV/EBITDA	-10.9	-13.1	-11.9	-12.5	-11.2
						CAGR(%)	3.3%	4.8%	-0.1%	3.3%	4.8%
						PEG	3.4	1.7	-119.6	2.6	1.5
						ROIC/WACC	-1.1	-1.1	-0.6	-0.8	-0.9
						REP	-0.9	-0.9	-1.6	-1.2	-1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034