

中航科工 (2357.HK)

评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2015.04.09

目标价：HK\$ 8.40

现价：HK\$ 6.98

预计升幅：20.34%

股本数据

股本(亿股) 54.74

市值(亿港元) 382.09

52周高/低 (HK\$) 7.39/3.99

每股净值(元) 1.98

所属行业：航空航天制造

主要股东

中航工业 54.61%

Airbus Group 5.02%

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

中升控股首发报告 20141031

国元证券(香港)研究部

分析师：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6057

电邮：chenxin@gyzq.com.hk

业绩符合预期 公司迎发展机遇

投资要点：

14年业绩符合预期：

2014年，公司录得营业收入257.10亿元人民币，同比增长15.85%；毛利率同比下降0.36个百分点至19.05%；其中，整机业务毛利率同比提升0.12个百分点至8.03%，航空系统与设备毛利率受产品结构影响，同比下降1.52个百分点至27.67%。归属母公司拥有人应占利润为7.81亿元，同比增长9.16%，业绩符合预期。2014年，公司EPS为人民币0.143元，较去年增长9.16%。

两大主营版块增长稳健：

期内，航空整机业务收入112.75亿元，同比增长10.56%；其中，直升机销量平稳增长，录得收入99.16亿元，同比增长5.70%；教练机较同期增长68.32%至9.51亿元，主要得益于2013年教练机交付较少且多为出口，同期基数较低，再加上2014年国内市场也开始有所交付，因此增幅较大；通用飞机录得收入4.08亿元，同比增长61.90%，主要是运12于2012年获得新的订单，2014年在国内实现交付所致。航空系统与设备业务收入144.35亿元，同比增长20.34%；其中航电系统业务收入89.26亿元，同比增长16%，主要得益于中航光电在期内的多个收购事项，以及中航光电和中航电子自身业务的快速增长。

公司迎重要发展机遇：

2015年中国国防支出增加10.1%至8900亿元左右，虽然增幅较前几年略有下降，但由于基数越来越大，增幅也处合理区间；另外，「一带一路」战略的稳步推进，低空空域的进一步放开，以及母公司资产注入的预期，均有望给公司未来成长打开空间。

维持强烈推荐评级，目标价8.40港元：

目前，公司市值较A股附属公司合计市值仍有60%左右的折让，预计中航科工2015-2017年的EPS分别为0.17元、0.20元和0.22元，公司目前PB2.82倍，远低于行业平均水平，给予2015年3.0倍PB，对应目标价8.40港元，较现价有20.34%的涨幅空间，维持强烈推荐评级。

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	22,193	25,710	30,545	36,860	43,680
同比增长(%)	20.82%	15.85%	18.80%	20.68%	18.50%
毛利率	19.41%	19.06%	19.80%	19.90%	20.20%
净利润	713	781	921	1080	1228
同比增长(%)	7.30%	9.64%	17.85%	17.26%	13.69%
每股盈利	0.13	0.14	0.17	0.20	0.22
PE	42.90	39.13	33.20	28.31	24.90
每股股息	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02

估值及目標價

目前,公司市值較A股附屬公司合計市值仍有60%左右的折讓,預計中航科工2015-2017年的EPS分別為0.17元、0.20元和0.22元,公司目前PB2.82倍,遠低於行業平均水平,給予2015年3.0倍PB,對應目標價8.40港元,較現價有20.34%的漲幅空間,維持強烈推薦評級。

表 1、行業相關公司估值及評級

	市值	貨幣	股價	PB	EPS			PE		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
	億									
中航飛機	732	CNY	27.59	6.14	0.13	0.21	0.27	212.23	131.38	102.19
航天電子	208	CNY	19.99	3.98	0.24	0.36	0.51	83.29	55.53	39.20
洪都航空	243	CNY	33.90	4.94	0.14	0.19	0.23	242.14	178.42	147.39
航天機電	167	CNY	13.37	4.46	0.02	0.43	0.60	668.50	31.09	22.28
中直股份	281	CNY	47.54	4.54	0.56	0.74	0.95	84.89	64.24	50.04
航空動力	762	CNY	39.10	5.16	0.40	0.54	0.68	97.75	72.41	57.50
中航光電	161	CNY	34.90	5.66	0.73	1.08	1.30	47.81	32.31	26.85
中航電子	539	CNY	30.66	10.46	0.34	0.45	0.54	90.18	68.13	56.78
A股平均值				5.77				190.85	79.19	62.78

資料來源：國元証券（香港），Bloomberg

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	22193	25710	30545	36860	43680	盈利能力					
毛利	4308	4899	6048	7335	8823	毛利率 (%)	19.4%	19.1%	19.8%	19.9%	20.2%
行政开支	(2386)	(2750)	(3268)	(3937)	(4652)	净利率 (%)	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%
销售开支	(415)	(470)	(556)	(671)	(795)						
其他收入	58	113	83	85	56	营运表现					
其他收益净额	193	203	159	185	110	SG&A/收入 (%)	14.0%	14.0%	13.9%	13.9%	13.9%
经营利润	1758	1995	2466	2998	3542	实际税率 (%)	14.2%	13.3%	14.3%	14.3%	14.5%
财务收入	226	233	234	231	186	存货周转天数	267.1	271.4	266.8	265.2	268.4
财务支出	(300)	(369)	(434)	(523)	(620)	应付账款天数	249.9	251.5	242.0	240.5	243.5
其他	77	144	121	94	82	应收账款天数	130.5	139.5	141.5	140.5	141.7
税前盈利	1761	2003	2387	2799	3190	ROA	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
所得税	(250)	(267)	(341)	(400)	(462)	ROE	7.0%	7.2%	7.5%	7.8%	7.6%
年度溢利	1511	1736	2046	2399	2727						
归属股东净利润	713	781	921	1080	1228	财务状况					
EPS	0.13	0.14	0.17	0.20	0.22	净负债/股本	2.2	2.4	2.5	2.7	2.7
总收入 yoy (%)	20.8%	15.9%	18.8%	20.7%	18.5%	收入/总资产	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EPS yoy (%)	7.3%	9.6%	17.9%	17.3%	13.7%	总资产/股本	5.0	5.1	5.1	5.3	5.3
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	6726	5771	5961	6287	7848	税前利润	1761	2003	2387	2799	3190
应收账款	8958	10974	13037	15733	18644	折旧和摊销	735	833	986	1151	1307
存货	14780	16593	19714	23790	28191	财务费用	(300)	(369)	(434)	(523)	(620)
其他流动资产	7095	6670	7489	8070	8688	营运性现金流	572	(392)	661	746	797
总流动资产	37559	40035	46201	53879	63371	资本开支	(2687)	(917)	(1246)	(1293)	(922)
固定资产	9243	10441	12405	14969	17739	其他投资活动	(722)	(553)	(428)	(236)	(323)
无形资产	112	219	219	219	219	投资性现金流	(3409)	(1470)	(1674)	(1529)	(1244)
总资产	50928	54722	63068	73358	85669	股本变化	0	0	0	0	0
短期借款	3952	5066	6019	7264	8607	股息	109	109	109	109	109
应付帐款	14032	15050	17880	21577	25569	其他融资活动	3867	798	453	999	1898
总流动负债	26428	28721	33982	40827	48216	融资性现金流	3976	907	562	1108	2008
长期借款	1911	1785	1785	1785	1785						
其他负债	783	915	893	873	856	现金变化	1140	(955)	(451)	326	1560
总负债	29121	31420	36660	43484	50857	期初持有现金	5606	6726	6412	5961	6287
少数股东权益	11684	12485	14149	16006	18652	汇兑损益	(20)	0	0	0	0
股东权益	10123	10817	12259	13867	16160	期末持有现金	6726	5771	5961	6287	7848

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>