



# 中航科工

## 各项业务发展态势良好，受益国企改革

### 公司动态

#### 公司近况

我们4月7日在香港参加了中航科工2014年业绩发布会，会议纪要如下。

#### 评论

**航电业务：**中航光电正在从单纯的连接器制造商转型成为连接器解决方案供应商。军品和民品收入基本各半，主要服务于民营及军工高科技企业。公司毛利将维持在30%以上。

**整机业务：**直升机增速保持稳定，业务处于前期布局阶段，未来将受益于通航政策的开放。教练机出口受国际局势影响有波动，政府及军方订单还没到大规模释放阶段，L15教练机已经在国内交付过，但是产品放量需要时间。

**国企改革：**中航工业集团改革走在市场前列，研究所改制将是未来2年的重点。管理层认为混合所有制改革最好的方式就是资产证券化，集团未来会加大资产证券化力度。民品领域目前已经放开探索。

#### 估值建议

与中航科工控股的4家A股子公司相比，中航科工被低估。中航科工持有的4家A股子公司股权价值为614亿港元，而中航科工的市值仅为395亿港元，以此计算中航科工被低估，且折价36%。

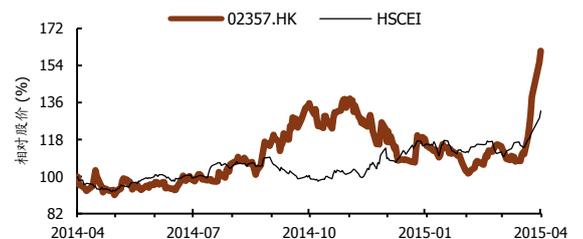
中航科工当前股价对应2015e 33.7x P/E。考虑估值较低，我们维持“推荐”评级，上调目标价23.3%至8.70港元，对应2015e P/E为39.5x。

#### 风险

国企改革低于预期，军品订单有不确定性。

### 维持推荐

股票代码	02357.HK
最新收盘价	港币 7.22
目标价	港币 8.70
52周最高价/最低价	港币 7.77~3.99
总市值(亿)	港币 395
30日日均成交额(百万)	港币 167.13
发行股数(百万)	2,356
其中：自由流通股(%)	88
30日日均成交量(百万股)	27.65
主营行业	航空航天军工



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	22,193	25,710	31,169	36,942
增速	32.1%	15.9%	21.2%	18.5%
归属母公司净利润	713	781	943	1,099
增速	18.7%	9.6%	20.7%	16.6%
每股净利润	0.13	0.14	0.17	0.20
每股净资产	1.85	1.98	2.13	2.30
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流	0.27	-0.18	0.85	-0.05
市盈率	43.3	40.5	33.6	28.4
市净率	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	19.9	18.5	16.1	14.6
股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
平均总资产收益率	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
平均净资产收益率	7.4%	7.5%	8.4%	9.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

王宇飞

分析师

yufei3.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514090001

SFC CE Ref: BEE831

吴慧敏

分析师

huimin.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030004

SFC CE Ref: AUZ699

贾乃鑫

联系人

naixin.jia@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114120008



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E					
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>									
营业收入	22,193	25,710	31,169	36,942	营业收入	32.1%	15.9%	21.2%	18.5%					
营业成本	-17,885	-20,812	-25,168	-29,800	营业利润率	38.5%	13.5%	20.7%	16.8%					
营业费用	2,386	2,750	3,334	3,951	EBITDA	44.6%	14.4%	18.0%	13.9%					
管理费用	415	470	561	665	净利润	18.7%	9.6%	20.7%	16.6%					
其他	58	113	107	102	<b>盈利能力</b>									
营业利润	1,758	1,995	2,408	2,811	毛利率	19.4%	19.1%	19.3%	19.3%					
财务费用	-152	-98	-110	-124	营业利润率	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%					
其他利润	58	113	107	102	EBITDA 利润率	10.6%	10.5%	10.2%	9.8%					
利润总额	1,761	2,003	2,412	2,812	净利润率	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%					
所得税	250	267	320	373	<b>偿债能力</b>									
少数股东损益	798	954	1,149	1,340	流动比率	1.42	1.39	1.45	1.45					
归属母公司净利润	713	781	943	1,099	速动比率	0.86	0.82	0.88	0.84					
EBITDA	2,351	2,689	3,172	3,613	现金比率	0.00	0.00	0.00	0.00					
扣非后净利润	713	781	943	1,099	资产负债率	57.2%	57.4%	58.4%	58.3%					
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	41.6%	52.1%	49.2%	51.1%					
货币资金	0	0	0	0	<b>回报率分析</b>									
应收账款及票据	11,361	13,795	13,853	16,419	总资产收益率	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%					
存货	14,780	16,593	18,643	22,074	净资产收益率	7.4%	7.5%	8.4%	9.1%					
其他流动资产	11,417	9,647	15,139	13,767	<b>每股指标</b>									
流动资产合计	37,559	40,035	47,635	52,261	每股净利润 (元)	0.13	0.14	0.17	0.20					
固定资产及在建工程	9,243	10,441	9,709	9,990	每股净资产 (元)	1.85	1.98	2.13	2.30					
无形资产及其他长期资产	4,126	4,246	3,374	3,853	每股股利 (元)	0.02	0.02	0.03	0.03					
非流动资产合计	13,369	14,687	13,083	13,843	每股经营现金流 (元)	0.27	-0.18	0.85	-0.05					
资产合计	50,928	54,722	60,718	66,104	<b>估值分析</b>									
短期借款	4,207	5,633	5,733	6,433	市盈率	43.3	40.5	33.6	28.4					
应付账款	14,032	15,050	18,335	21,731	市净率	3.0	2.9	2.7	2.5					
其他流动负债	8,189	8,038	8,832	7,979	EV/EBITDA	19.9	18.5	16.1	14.6					
流动负债合计	26,428	28,721	32,900	36,143	股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%					
长期借款	0	0	0	0										
非流动负债合计	2,693	2,699	2,533	2,402										
负债合计	29,121	31,420	35,434	38,545										
股本	5,474	5,474	5,474	5,474										
未分配利润	4,648	5,341	6,175	7,109										
股东权益合计	10,123	10,815	11,649	12,583										
负债及股东权益合计	50,928	54,722	60,718	66,104										
<b>现金流量表</b>														
税前利润	713	781	943	1,099										
折旧和摊销	743	784	870	925										
营运资本变动	-3,435	-3,289	1,187	-2,592										
其他	3,454	758	1,679	274										
经营活动现金流	1,475	-967	4,680	-293										
资本开支	-6,054	-2,131	922	-1,415										
其他	-673	1,177	46	730										
投资活动现金流	-6,727	-954	968	-685										
股权融资	0	0	0	0										
银行借款	2,770	1,300	100	700										
其他	-183	-245	-256	-323										
筹资活动现金流	2,586	1,055	-156	377										
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0										
现金净增加额	1,506	-928	5,492	-601										

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中航科工定位于“中航工业全价值链民用航空产品制造业务的旗舰公司”和“中航工业国际化融资并购平台”，公司目前旗下资产包括中航电子、中航光电、哈飞股份、洪都航空等4家A股上市公司股权（中航科工全部处于控股股东地位）以及昌河航空、景德镇直升机、哈航集团、天津航空、空客复合材料等公司的股权。目前，中航科工的主营业务包括各类直升机、教练机（L-15、K-8、CJ-6）、通用飞机及其航空零部件（Y-12、N-5）、航空电子产品及附件（主要由中航电子和中航光电2家子公司承担，目前已基本实现了部件级航空电子产品的全覆盖）。



## 业绩会纪要

### 航电业务

#### ▶ 中航光电

- **公司定位：**公司定位成为整个航空航天防务领域的连接方案首选供应商。
- **公司战略：**以航空军品为本，向非航天军品业务以及民品领域拓展。公司正在从单纯的连接器制造商转型成为连接器解决方案供应商。
- **收入来源趋势：**军品和民品收入基本各半，主要服务于民营及军工高科技企业。
- **毛利率：**维持较高毛利率，预计在30%以上。
- **民品业务发展趋势：**新能源汽车业务将高速增长，电力设备、轨道交通设备以及通信设备将保持较快增长。

#### ▶ 中航电子

- **发展趋势：**航空防务、非航空防务和非航空民品将保持平稳增长。

### 整机业务

- ▶ **直升机：**增速保持稳定，业务处于前期布局阶段，未来将受益于通航政策的开放。
- ▶ **教练机：**教练机出口受国际局势影响有波动，政府及军方订单还没到大规模释放阶段，L15教练机已经在国内交付过，但是产品放量需要时间。洪都定位清晰，主要就是做教练机的制造商。

### 国企改革

- ▶ **中航工业集团改革：**中航工业集团改革走在市场前列。研究所改制将是未来2年的重点。
- ▶ **混合所有制改革：**管理层认为混合所有制改革最好的方式就是资产证券化，集团未来会加大资产证券化力度。民品领域目前已经放开探索。



## 中航科工被低估

与中航科工控股的4家A股子公司相比，中航科工被低估。中航科工持有的4家A股子公司股票市值为614亿港元，而中航科工的市值仅为395亿港元，以此计算中航科工被低估，且折价36%。

图表1：与A股4家子公司对比

子公司	市值 (百万人民币)	占股比例	股权价值 (百万人民币)	股权价值 (百万港币)
中直股份	26,686	35%	9,367	11,836
洪都航空	23,543	44%	10,272	12,979
中航电子	51,702	43%	22,346	28,235
中航光电	15,967	42%	6,637	8,387
总计	117,897		48,621	61,437
中航科工	31,299		31,299	39,549
折价率				-36%

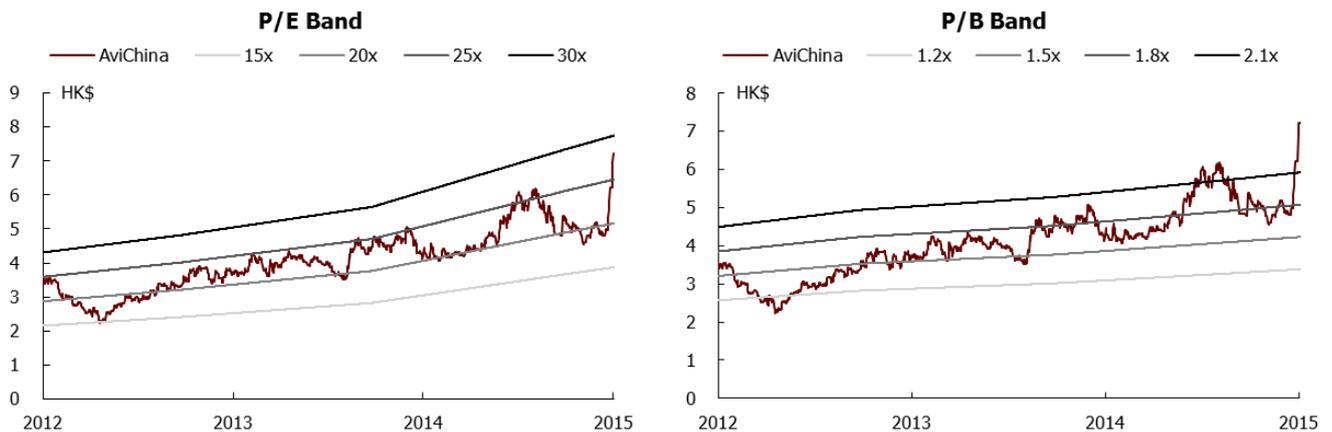
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表2：可比公司估值

公司名称	股票代码	股价	市值 (百万)	EPS				P/E				P/B			
				13A	14A/E	15E	16E	13A	14A/E	15E	16E	13A	14A/E	15E	16E
中直股份	600038.SH	45.3	26,686	0.42	0.57	0.73	0.92	107.9	80.0	62.2	49.0	4.5	4.3	4.1	3.8
洪都航空	600316.SH	32.8	23,543	0.13	0.17	0.31	0.47	259.0	193.8	104.6	69.7	5.0	4.9	n.a.	n.a.
中航电子*	600372.SH	29.4	51,702	0.36	0.45	0.57	0.62	82.4	65.6	51.3	47.4	10.6	9.3	8.1	7.1
中航光电	002179.SZ	34.5	15,967	0.53	0.73	1.01	1.28	65.3	47.2	34.2	27.0	6.2	5.6	5.0	4.3
中航飞机	000768.SZ	26.5	70,380	0.13	0.16	0.23	0.30	200.6	161.3	117.1	87.0	6.1	6.1	5.5	5.2
平均值								143.0	109.6	73.9	56.0	6.5	6.0	5.7	5.1
中值								107.9	80.0	62.2	49.0	6.1	5.6	5.2	4.8

资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表3：历史P/E和P/B Band



资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司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。

中金公司的销售人员、交易人员以及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，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323  
翻译：黄金城  
编辑：杨梦雪



## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

