

# 中航科工 (02357)

证券研究报告

2018年07月03日

## 全流通国家首例试点，海外国有高端制造科技股龙头应享溢价

**事件：**5月9日，公司发布公告，公司作为国企正式参与H股全流通试点项目，全部36.1亿股内资股（占总股本60.5%）将全部转换为H股。6月11日公司发布全流通进展公告，自19日起公司36.1亿股内资股将全部在港交所交易，实现股票全流通。

### 首批2家全流通稀缺试点之一，国家重大专项高端制造突破者

5月中航科工正式纳入全流通首批试点。根据证监会“深化境外上市制度改革，开展H股全流通试点”新闻稿，此次试点将以成熟一家、推出一家的方式有序推进。目前已公布的两家为联想控股（3396.HK）与中航科工。首批试点在选取上与“中国制造2025”、“国家重大专项”先进产业发展理念相匹配，联想控股承担核高基+两化任务，而中航科工承担了国产大飞机制造、核高基、机载设备三项国家任务。全流通试点将配合国家高端制造发展战略，集中发展高技术集中型企业，将国有控股股东利益与市场投资者协同捆绑，流通盘的增加促使企业估值的提升，以资本市场为切入点引导经济脱虚入实。作为首家央企全流通试点，同时为海外仅有的航空国有高端制造企业，公司稀缺性凸显。

### 借力全流通转为广义红筹，A/H股价差修复进一步加速

目前在港上市的国资背景企业共有两类：1)在海外注册、在港交所全流通的红筹公司，2)在大陆注册、部分在港流通的H股公司。多数国资背景的H股流通盘在3成以下，市值与总股本规模不匹配，导致A/H股之间长期存在较大价差。本次全流通试点项目将有力推动中航科工H股实现全流通，自此转为广义红筹股。随着南下资金的持续涌入，市场将持续认可公司全流通股试点价值，公司A/H股价差修复将进一步加速。

### 非上市利润与权益估值不充分，实际溢价率超恒生指数平均水平近一倍

中航科工是集团资本平台，旗下有中直股份、中航光电、中航电子、洪都航空4家军工A股上市公司，另持股哈航集团等中航工业旗下优质资产，目前4家子公司溢价率高达43%。根据公司年报我们计算得出，科工持有四家子公司权益总额为103.35亿元，仅占科工总权益的33.2%；流入科工的四家子公司利润总额为7.7亿元，仅占科工总利润的63.0%。从这一角度考虑，若科工旗下全部资产均能够充分估值，A股实际溢价率应在68.23%至129.61%的高水平。

目前恒生中国指数共含50只港股，其中有30只为A/H双上市股票，溢价率均值为31.5%，中位数为30.1%，仅考虑四家子公司的溢价率已超28只溢价率均值\中位数12\13个百分点，实际溢价率为68.2%，超30只溢价率均值\中位数37\38个百分点，修复空间大，未来将持续受益南下基金所构建的恒生指数ETF基金，全流通试点下A/H股价差修复将再次加速。

### 港股唯一军工板块航空央企，充分受益订单确认与军民融合

中航科工是我国在海外上市的唯一军工板块航空股，亦是领先的直升机\教练机\通用飞机制造商。目前中航沈飞、中航飞机、中直股份三大主机厂Q1板块数据表现良好，民用方面部分主机厂亦实现C919大飞机配套供货，飞机采购自主可控，航空高景气周期来临再验证。公司持有核心主机厂中直股份约35%股权，主要平台业绩望上升，完整受益军民产业融合。

**盈利预测与投资评级：**根据全军装备采购信息网招标信息统计得出，去年11月至今年6月共释放142个招标项目，同比近翻倍（+97.2%），航空军民融合景气周期再延续，公司将充分受益高景气，核心板块业绩望再上升。18-20年收入从360\406\440上调至376\444\520亿RMB，净利润从13.7\17.0\18.6上调至14.3\17.4\22.2亿RMB，EPS从0.23\0.28\0.31上调至0.24\0.29\0.37RMB/股。当前股价4.67HKD/股，对应3.99RMB/股，PE为16.7\13.7\10.7x。目前美国两大主机厂洛马、格鲁曼PE均值为30.82x，给予科工相同PE，结合公司2018年EPS 0.24RMB/股与当前HKD 0.8544汇率，算得18年目标价从6.15港元/股上调至8.63港元/股，维持买入评级。

**风险提示：**航空订单确认放缓，A/H股溢价修复不及预期。

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.67 港元
目标价格	8.63 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	5,966.12
港股总市值(百万港元)	27,861.79
每股净资产(港元)	5.22
资产负债率(%)	60.52
一年内最高/最低(港元)	5.84/3.60

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

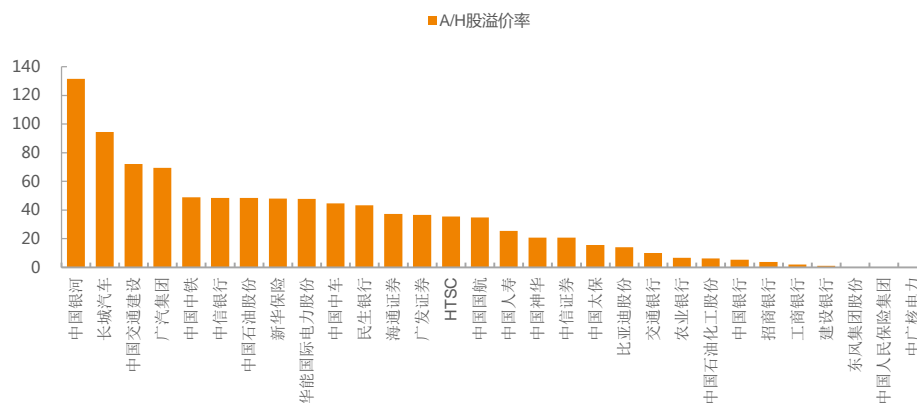
- 《中航科工-公司深度研究:子公司A股溢价空间大，蓝筹港股未来已来!》  
2018-05-13

图 1：2015 年至今中航科工 A 股溢价百分比变动情况（截至 7 月 2 日溢价率为 43%）



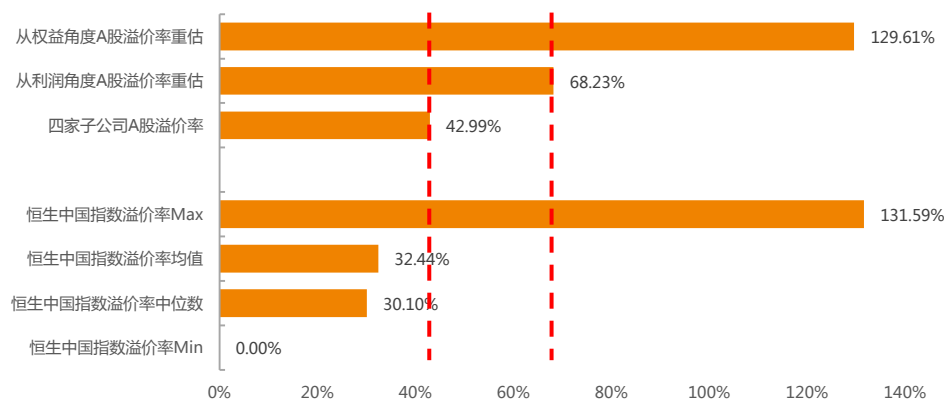
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：当前我国 30 只 A/H 股上市公司溢价率情况概览（截至 2018 年 7 月 2 日）



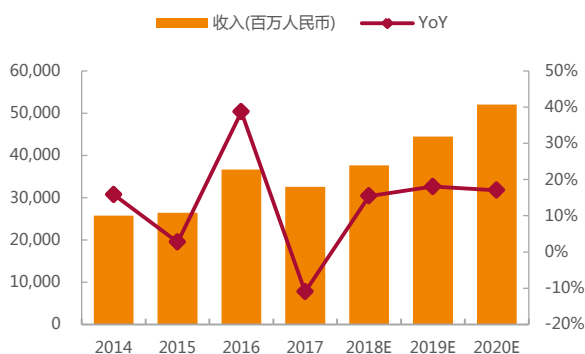
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司实际溢价率已超恒生中国指数溢价率近一倍，A 股实际溢价率超 10.5 至 13 个百分点



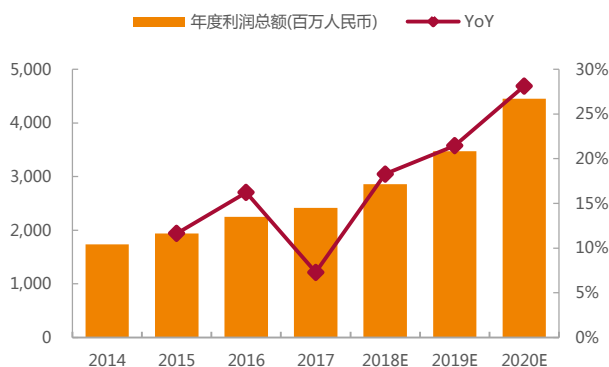
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2014-2020E 公司收入（百万 RMB）及其增速变动



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：2014-2020E 公司年度利润总额（百万 RMB）及其增速变动



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：中航科工旗下四家 A 股上市公司的权益\利润占中航科工权益\利润的比重

	最新权益 (亿元)	科工持股比例	比例*权益
中航光电	56.07	41.17%	23.08
中航电子	74.25	43.22%	32.09
洪都航空	49.51	43.77%	21.67
中直股份	76.22	34.77%	26.50
<b>中航科工</b>	<b>311.59</b>		<b>103.35</b>
<b>占比</b>			<b>33.2%</b>
	17年利润 (亿元)	科工持股比例	比例*利润
中航光电	8.66	41.17%	3.57
中航电子	5.59	43.22%	2.42
洪都航空	0.31	43.77%	0.14
中直股份	4.55	34.77%	1.58
<b>中航科工</b>	<b>12.22</b>		<b>7.70</b>
<b>占比</b>			<b>63.0%</b>

资料来源：公司定期报告，天风证券研究所

图 7：2018Q1 军工及其子行业收入、净利润、预收账款、存货及预付款项均值的同比增长率

	2018Q1收入YoY	2018Q1归母净利润YoY	2018Q1预收账款YoY	2018Q1存货YoY	2018Q1预付款项YoY
军工全行业	13.7%	26.6%	17.7%	5.9%	13.6%
国企	2.6%	26.7%	12.5%	0.1%	6.0%
航空业	35.1%	484.0%	-6.4%	5.0%	-27.6%
航天业	8.4%	-25.0%	13.8%	22.4%	-27.2%
船舶业	-26.5%	22.5%	10.2%	-10.2%	19.5%
地面装备	16.7%	31.3%	203.0%	5.4%	129.4%
信息化	-3.1%	-3.7%	29.1%	15.1%	74.4%
民参军	31.8%	26.5%	46.5%	24.6%	38.3%



资料来源：公司一季报，天风证券研究所

图 8：2014-2020E 公司损益表及其预测

股票代码	2357.HK	本日日期	2018/7/2	本日收盘价 (港元)	4.67	本日收盘价 (人民币)	3.98
单位：百万RMB	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入(百万人民币)</b>	<b>25,710</b>	<b>26,408</b>	<b>36,628</b>	<b>32,597</b>	<b>37,627</b>	<b>44,430</b>	<b>52,007</b>
YoY	15.8%	2.7%	38.7%	-11.0%	15.4%	18.1%	17.1%
减：销售成本	20,812	20,408	29,664	25,153	29,018	34,264	40,107
成本占比	80.9%	77.3%	81.0%	77.2%	77.1%	77.1%	77.1%
<b>营业利润</b>	<b>4,899</b>	<b>6,000</b>	<b>6,963</b>	<b>7,444</b>	<b>8,610</b>	<b>10,166</b>	<b>11,900</b>
YoY		22.5%	16.0%	6.9%	15.7%	18.1%	17.1%
毛利率	19.1%	22.7%	19.0%	22.8%	22.9%	22.9%	22.9%
加：其他收入及收益	319	392	326	473	452	511	572
%收入	1.2%	1.5%	0.9%	1.5%	1.2%	1.2%	1.1%
减：其他开支	3	80	64	72	75	89	104
%收入	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
减：销售及配送开支	470	524	573	587	640	844	936
%收入	1.8%	2.0%	1.6%	1.8%	1.7%	1.9%	1.8%
减：行政开支	2,750	3,366	3,921	4,344	4892	5554	6241
%收入	10.7%	12.7%	10.7%	13.3%	13.0%	12.5%	12.0%
<b>经营利润</b>	<b>1,995</b>	<b>2,423</b>	<b>2,731</b>	<b>2,913</b>	<b>3,455</b>	<b>4,190</b>	<b>5,191</b>
减：财务开支净额	136	244	253	330	376	444	364
%收入	0.5%	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	0.7%
财务收入	233	221	212	177			
财务开支	369	465	465	507			
加：应占利润	144	148	127	175	207	244	286
%收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
合营公司	16	21	28	22			
联营公司	128	127	99	152			
<b>除税前利润</b>	<b>2,003</b>	<b>2,327</b>	<b>2,605</b>	<b>2,758</b>	<b>3,285</b>	<b>3,990</b>	<b>5,113</b>
所得税费用	267	389	353	341	427	519	665
所得税率	13.3%	16.7%	13.5%	12.4%	13%	13%	13%
<b>年度利润总额(百万人民)</b>	<b>1,736</b>	<b>1,938</b>	<b>2,252</b>	<b>2,417</b>	<b>2,858</b>	<b>3,472</b>	<b>4,448</b>
YoY		11.6%	16.2%	7.3%	18.3%	21.5%	28.1%
净利率	6.8%	7.3%	6.1%	7.4%	7.6%	7.8%	8.6%
减：非控制性权益	954	1075	965	1194	1429	1736	2224
%	55.0%	55.5%	42.8%	49.4%	50%	50%	50%
<b>净利润</b>	<b>781</b>	<b>863</b>	<b>1,287</b>	<b>1,222</b>	<b>1,429</b>	<b>1,736</b>	<b>2,224</b>
YoY		10.4%	49.2%	-5.0%	16.9%	21.5%	28.1%
减：非经常性损益	203	200	76	230	0	0	0
<b>扣非归母净利润</b>	<b>578</b>	<b>663</b>	<b>1,211</b>	<b>992</b>	<b>1,429</b>	<b>1,736</b>	<b>2,224</b>
YoY		14.7%	82.7%	-18.1%	44.1%	21.5%	28.1%
报告期末	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
总股本	5,474.43	5,474.43	5,966.12	5,966.12	5,966.12	5,966.12	5,966.12
<b>EPS</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.22</b>	<b>0.20</b>	<b>0.24</b>	<b>0.29</b>	<b>0.37</b>
<b>P/E</b>	<b>27.89</b>	<b>25.26</b>	<b>18.45</b>	<b>19.43</b>	<b>16.61</b>	<b>13.68</b>	<b>10.68</b>

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：2013-2020E 中航科工业绩拆分及其预测

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>22,193</b>	<b>25,710</b>	<b>26,408</b>	<b>36,628</b>	<b>32,597</b>	<b>37,627</b>	<b>44,430</b>	<b>52,007</b>
整机	10,198	11,275	11,573	11,149	10,405	12,197	14,767	17,117
直升机	9,381	9,916	10,588	9,927	8,945	10,287	12,344	14,196
教练机	565	951	762	988	1,435	1,866	2,351	2,821
通用飞机	252	408	223	234	25	45	72	101
零部件	11,995	14,435	14,835	17,068	16,980	19,697	23,242	27,891
航空电子	7,688	8,926	10,435	11,657	12,341	13,945	16,037	17,641
工程服务				8,411	5,212	5,733	6,421	6,999
<b>营业收入增长率</b>		<b>15.85%</b>	<b>2.72%</b>	<b>38.70%</b>	<b>-11.01%</b>	<b>15.43%</b>	<b>18.08%</b>	<b>17.05%</b>
整机		10.56%	2.64%	-3.66%	-6.67%	17.22%	21.07%	15.92%
直升机		5.70%	6.78%	-6.24%	-9.89%	15.00%	20.00%	15.00%
教练机		68.32%	-19.87%	29.66%	45.24%	30.00%	26.00%	20.00%
通用飞机		61.90%	-45.34%	4.93%	-89.32%	80.00%	60.00%	40.00%
零部件		20.34%	2.77%	15.05%	-0.52%	16.00%	18.00%	20.00%
航空电子	9.08%	16.10%	16.91%	11.71%	5.87%	13.00%	15.00%	10.00%
工程服务					-38.03%	10.00%	12.00%	9.00%
<b>营收占比</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
整机	45.95%	43.85%	43.82%	30.44%	31.92%	30.73%	30.45%	30.13%
直升机	42.27%	38.57%	40.09%	27.10%	27.44%	26.60%	25.68%	24.40%
教练机	2.55%	3.70%	2.89%	2.70%	4.40%	3.99%	4.59%	5.51%
通用飞机	1.14%	1.59%	0.84%	0.64%	0.08%	0.14%	0.18%	0.22%
零部件	54.05%	56.14%	56.18%	46.60%	52.09%	53.33%	54.31%	55.11%
航空电子	34.64%	34.72%	39.51%	31.83%	37.86%	38.76%	39.47%	39.33%
工程服务	0.00%	0.00%	0.00%	22.96%	15.99%	15.94%	15.24%	14.76%
<b>毛利率</b>		<b>19.05%</b>	<b>22.72%</b>	<b>19.01%</b>	<b>22.84%</b>	<b>22.88%</b>	<b>21.17%</b>	<b>22.76%</b>
整机	7.91%	8.03%	12.02%	9.51%	11.11%	12.00%	10.00%	11.50%
零部件	29.19%	27.67%	31.07%	30.37%	32.18%	33.00%	30.00%	31.00%
工程服务				8.56%	15.79%	10.00%	12.00%	15.00%
<b>毛利润</b>	<b>4,308</b>	<b>4,900</b>	<b>6,000</b>	<b>6,964</b>	<b>7,443</b>	<b>8,232</b>	<b>8,600</b>	<b>10,026</b>
整机	807	905	1,391	1,060	1,156	1,327	1,237	1,526
零部件	3,501	3,994	4,609	5,184	5,464	6,332	6,620	7,524
工程服务				720	823	573	743	975

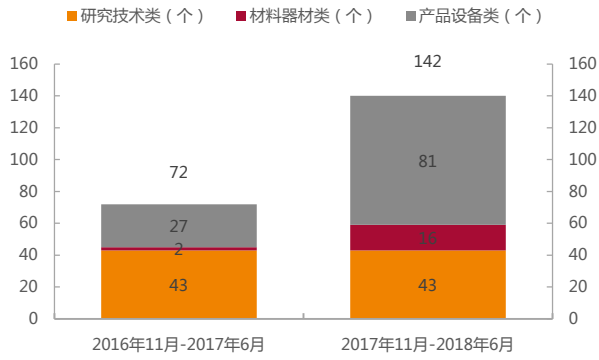
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 10：可比估值

股票代码	股票简称	PE (TTM)
LMT.N	洛克希德马丁	36.04
NOC.N	诺斯罗普-格鲁曼(NORTHROP GRUMMAN)	25.60
	<b>均值</b>	<b>30.82</b>
	<b>PE</b>	<b>0.24</b>
	<b>人民币股价</b>	<b>7.38</b>
	<b>港元股价</b>	<b>8.64</b>

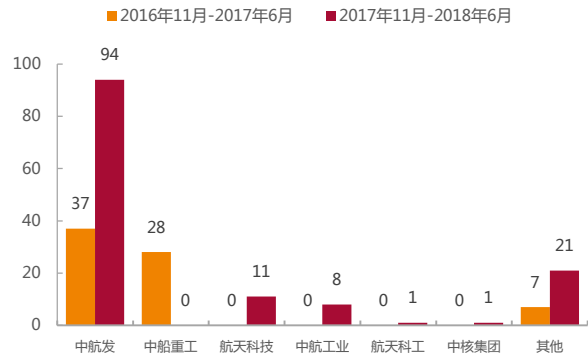
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11: 全军装采网最新招标情况 (按类型统计)



资料来源: 全军装备采购信息网, 天风证券研究所

图 12: 全军装采网最新招标情况 (按招标集团统计)



资料来源: 全军装备采购信息网, 天风证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com