

2021年01月24日

中航科工 (02357.HK)

公司快报

低估的国防军工稀缺标的

投资要点

- ◆ **公司经营业绩持续向好**：2020 年中期，实现营业收入 201.98 亿元，同比增长 11.10%。归母净利润 7.40 亿元，同比增长 16%。综合毛利率 20.1%，略有下降。由于疫情影响，2020 年一季度公司主要子公司中航光电、中直股份业绩出现下滑，但中报出现双位数增长，反映了下游行业在第二季度开始，加快生产，景气向上的良好态势。
- ◆ **主要子公司三季报延续向上趋势**：2020 年前三季度，主要子公司都延续了向上的势头。中直股份营业收入同比增长 15.75%，归母净利润同比增长 21.21%，合同负债同比增长 40.24%；中航光电营业收入同比增长 11.23%，归母净利润同比增长 32.25%；洪都航空营业收入同比增长 77.38%，归母净利润同比增长 115.89%；中航电子营业收入同比增长 12.38%，归母净利润同比增长 55.75%。均展现出较高的景气度。
- ◆ **国防军工行业处于上行通道**：2020 年 11 月在党的十九届五中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》对加快国防和军队现代化建设作出战略部署，明确提出“确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标”。2019 年 7 月发布的《新时代中国的国防》白皮书指出：新时代中国国防和军队建设的战略目标是，到 2020 年基本实现机械化，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。国防军工行业景气度长期向上。
- ◆ **充分受益于航空工业集团的发展战略**：公司近期已经完成收购中航直升机有限 100% 的股权。航空工业集团 2019 年以来下属上市公司资本运作频繁，包括股权激励、股份回购、资产剥离等。我们认为，公司作为航空工业集团在港股的唯一上市平台，未来资本运作的空间仍然存在。
- ◆ **作为港股国防军工稀缺标的，折价率有望收窄**：公司下属子公司及相关 A 股国防军工类上市公司 2020 年动态 PE 均超过 50 倍，公司是港股上市的航空类公司唯一标的，具有稀缺性。结合国防军工行业景气度向上以及公司作为中航工业最主要的平台类公司，将充分受益于行业和集团公司的发展，估值折价有望修复。
- ◆ **投资建议**：我们预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.22 元、0.25 元和 0.31 元。对应 PE 分别为 28.2、24.3、20 倍，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示**：产品研发不确定、订单交付不确定、未来资本运作不达预期、军工行业风险。

| III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2021-01-22)

7.34 元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 56,601.18 |
| 流通市值(百万元) | 45,586.27 |
| 总股本(百万股) | 7,711.33 |
| 流通股本(百万股) | 6,210.66 |
| 12 个月价格区间 | 2.63/8.13 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 38.93 | 66.25 | 117.74 |
| 绝对收益 | 50.72 | 84.42 | 123.25 |

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsec.com.cn

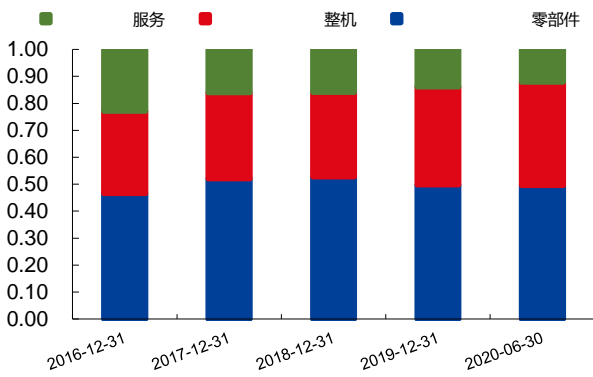
相关报告

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 35,501 | 42,371 | 49,176 | 58,086 | 70,430 |
| YoY(%) | 8.1 | 19.4 | 16.1 | 18.1 | 21.3 |
| 净利润(百万元) | 1,288 | 1,377 | 1,678 | 1,947 | 2,367 |
| YoY(%) | 5.4 | 6.9 | 21.8 | 16.0 | 21.6 |
| 毛利率(%) | 22.9 | 21.9 | 21.6 | 21.1 | 20.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.17 | 0.18 | 0.22 | 0.25 | 0.31 |
| ROE(%) | 7.4 | 7.6 | 7.1 | 7.6 | 8.4 |
| P/E(倍) | 36.8 | 34.4 | 28.2 | 24.3 | 20.0 |
| P/B(倍) | 2.8 | 2.6 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| 净利率(%) | 3.6 | 3.2 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |

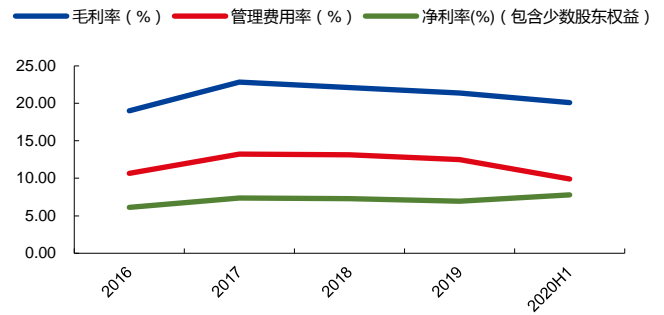
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 公司主要业务占比



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 2: 公司盈利能力



资料来源: WIND, 华金证券研究所

表 1: 主要航空装备公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 2020 年预测收益 | 2021 年预测收益 | 最新收盘价 (元) | 2020PE | 2021PE |
|-----------|------|---------------|---------------|-----------|--------|--------|
| 688586.SH | 江航装备 | 0.4684 | 0.6331 | 28.7500 | 61.38 | 45.41 |
| 688510.SH | 航亚科技 | 0.2283 | 0.3367 | 30.4200 | 133.25 | 90.35 |
| 600893.SH | 航发动力 | 0.4997 | 0.6204 | 73.0800 | 146.25 | 117.79 |
| 600372.SH | 中航电子 | 0.3470 | 0.4115 | 20.6800 | 59.60 | 50.26 |
| 600316.SH | 洪都航空 | 0.1980 | 0.3639 | 51.7000 | 261.11 | 142.07 |
| 600038.SH | 中直股份 | 1.2214 | 1.4867 | 62.7300 | 51.36 | 42.19 |
| 300775.SZ | 三角防务 | 0.4698 | 0.5685 | 36.5000 | 77.69 | 64.20 |
| 300719.SZ | 安达维尔 | 0.3918 | 0.5155 | 17.1900 | 43.87 | 33.35 |
| 300696.SZ | 爱乐达 | 0.7298 | 1.0069 | 55.2500 | 75.71 | 54.87 |
| 300424.SZ | 航新科技 | 0.1673 | 0.1536 | 16.3500 | 97.73 | 106.45 |
| 002985.SZ | 北摩高科 | 2.1777 | 3.3631 | 182.0000 | 83.57 | 54.12 |
| 002933.SZ | 新兴装备 | 1.3825 | 1.4799 | 33.1900 | 24.01 | 22.43 |
| 002413.SZ | 雷科防务 | 0.1688 | 0.2137 | 7.2600 | 43.01 | 33.97 |
| 002389.SZ | 航天彩虹 | 0.4088 | 0.5331 | 30.4100 | 74.39 | 57.04 |
| 002013.SZ | 中航机电 | 0.2848 | 0.3430 | 12.6800 | 44.52 | 36.97 |
| 000768.SZ | 中航西飞 | 0.2447 | 0.2808 | 34.9800 | 142.95 | 124.57 |

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 64502 | 69889 | 89904 | 100982 | 124438 | 营业收入 | 35501 | 42371 | 49176 | 58086 | 70430 |
| 现金 | 13517 | 14577 | 24588 | 29043 | 35215 | 营业成本 | 27377 | 33104 | 38554 | 45848 | 56118 |
| 应收票据及应收账款 | 21273 | 21674 | 27502 | 29168 | 37908 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预付账款 | 2792 | 2989 | 4036 | 4262 | 5799 | 营业费用 | 670 | 687 | 787 | 941 | 1197 |
| 存货 | 23150 | 25672 | 29405 | 33833 | 40991 | 管理费用 | 4659 | 5295 | 5950 | 6680 | 7677 |
| 其他流动资产 | 3770 | 4977 | 4374 | 4675 | 4524 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 22219 | 20855 | 20781 | 21039 | 21525 | 财务费用 | 362 | 368 | 290 | 359 | 583 |
| 长期投资 | 1113 | 1296 | 1419 | 1572 | 1710 | 资产减值损失 | 40 | 322 | 344 | 407 | 70 |
| 固定资产 | 14962 | 12624 | 11902 | 11262 | 10709 | 公允价值变动收益 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 2216 | 2857 | 3102 | 3447 | 3960 | 投资净收益 | 372 | 518 | 350 | 350 | 350 |
| 其他非流动资产 | 3928 | 4078 | 4358 | 4758 | 5146 | 营业利润 | 2878 | 3208 | 3702 | 4300 | 5234 |
| 资产总计 | 86720 | 90744 | 110685 | 122020 | 145963 | 营业外收入 | 25 | 27 | 26 | 27 | 26 |
| 流动负债 | 45339 | 45849 | 57807 | 65971 | 86008 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 9082 | 6665 | 8491 | 14052 | 19429 | 利润总额 | 2903 | 3235 | 3728 | 4327 | 5260 |
| 应付票据及应付账款 | 25325 | 27223 | 37033 | 39379 | 54151 | 所得税 | 323 | 298 | 373 | 433 | 526 |
| 其他流动负债 | 10932 | 11961 | 12282 | 12540 | 12427 | 税后利润 | 2580 | 2937 | 3355 | 3894 | 4734 |
| 非流动负债 | 6408 | 6345 | 5285 | 4563 | 3734 | 少数股东损益 | 1293 | 1559 | 1678 | 1947 | 2367 |
| 长期借款 | 4224 | 4172 | 3344 | 2505 | 1734 | 归属母公司净利润 | 1288 | 1377 | 1678 | 1947 | 2367 |
| 其他非流动负债 | 2184 | 2173 | 1942 | 2057 | 1999 | EBITDA | 3462 | 3623 | 4894 | 5579 | 6763 |
| 负债合计 | 51747 | 52194 | 63092 | 70534 | 89742 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 18168 | 20069 | 21747 | 23694 | 26061 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 6245 | 6245 | 7746 | 7746 | 7746 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 4936 | 5476 | 9663 | 9663 | 9663 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 5624 | 6759 | 10114 | 14008 | 18742 | 营业收入(%) | 8.1 | 19.4 | 16.1 | 18.1 | 21.3 |
| 归属母公司股东权益 | 16805 | 18480 | 25846 | 27793 | 30160 | 营业利润(%) | 5.8 | 11.5 | 15.4 | 16.1 | 21.7 |
| 负债和股东权益 | 86720 | 90744 | 110685 | 122020 | 145963 | 归属于母公司净利润(%) | 5.4 | 6.9 | 21.8 | 16.0 | 21.6 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 22.9 | 21.9 | 21.6 | 21.1 | 20.3 |
| | | | | | | 净利率(%) | 3.6 | 3.2 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| | | | | | | ROE(%) | 7.4 | 7.6 | 7.1 | 7.6 | 8.4 |
| | | | | | | ROIC(%) | 9.5 | 10.5 | 8.7 | 8.7 | 9.5 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 59.7 | 57.5 | 57.0 | 57.8 | 61.5 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 36.8 | 34.4 | 28.2 | 24.3 | 20.0 |
| | | | | | | P/B | 2.8 | 2.6 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 5.7 | 5.0 | 2.3 | 2.4 | 2.1 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 508 | 2664 | 3348 | 851 | 3259 |
| 净利润 | 2580 | 2937 | 3355 | 3894 | 4734 |
| 折旧摊销 | 1174 | 1241 | 974 | 1009 | 1061 |
| 财务费用 | 362 | 368 | 290 | 359 | 583 |
| 投资损失 | -372 | -518 | -350 | -350 | -350 |
| 营运资金变动 | -3070 | -1507 | -819 | -3964 | -2669 |
| 其他经营现金流 | -166 | 143 | -102 | -98 | -100 |
| 投资活动现金流 | -1493 | -2083 | -351 | -868 | -1073 |
| 筹资活动现金流 | 2039 | 333 | 522 | -89 | 608 |

| 每股指标(元) | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.18 | 0.22 | 0.25 | 0.31 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.07 | 0.34 | 0.43 | 0.11 | 0.42 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.17 | 2.39 | 3.34 | 3.59 | 3.89 |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn