

中航科工 (02357)

证券研究报告

2018年08月26日

收入与股东溢利稳增长，航电业务成核心亮点

事件：收入增 3.6%，股东溢利增 8.3%，航电业务成核心增长点

8月23日晚公司发布半年报，上半年收入 144.5 亿元 RMB，较 2017 上半年 139.50 亿 RMB(经重列)，同比+3.58%；权益持有人应占溢利 5.98 亿 RMB，较 2017 上半年 5.52 亿 RMB(经重列) 同比+8.33%。

从收入端看，航空零部件板块成 18H1 收入增长点：(1) 航空零部件板块 18H1 收入为 74.66 亿 RMB，同比+8.96%，占比 51.67%，主要得益于航电业务收入的增长；(2) 整机板块 18H1 收入为 45.16 亿 RMB，同比-4.77%，占比 31.26%；(3) 工程服务板块收入为 24.67 亿 RMB，占比 17.07%。

从利润端看：(1) 航空零部件板块分部业绩为 11.34 亿 RMB，同比+11.72%，主要由航电业务收入增长带动的毛利额增长、部分附属公司获得的投资收益增加所致；(2) 整机板块分部业绩为 1.77 亿 RMB，同比+9.94%，主要由部分直升机产品毛利率的提升拉动业绩增长所致；(3) 工程服务板块分部业绩为 1.86 亿元，同比-24.73%，主要由本期毛利率较高的航空工程规划设计咨询类业务受合同签订进度滞后、板块收入减少/毛利降低所致。

两大前瞻指标/研发成本增长较显著，公司全年业绩释放可期

为了分析并预测公司未来业绩趋势，我们设计了两大代表未来收入与现金流预期的指标：A 指标=收入+存货+预付账款、B=应收账款+应收票据。通过计算我们得出，上半年公司 A 指标为 8.07 亿 RMB，同比+22.05%；B 指标为 1.92 亿 RMB，同比+14.42%，两指标均保持稳健增长。此外，从研发成本来看，公司 2018H1 研发成本为 8.16 亿元，同比增长 21.02%，未来公司毛利率增长可期。我们预计，随着公司现有订单的释放及相应回款的优化，全年营收望保持稳健增长，现金流情况亦有望出现较大改善。

仅四家 A 股子公司溢价率即 36.6%，相比 A/H 股双上市公司仍偏高

从公司本身溢价率看，公司旗下共有 4 家 A 股上市公司，分别为中直股份、中航光电、中航电子、洪都航空，另持股哈航集团等中航工业旗下优质资产，根据我们的计算，目前 4 家子公司溢价率为 36.6%。根据公司 2017 年报公布的数据我们计算得出，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%。从利润角度，若科工旗下全部资产均能充分定价，A 股实际溢价率应在 $(1+36.6\%)/63\%-1=116.83\%$ 的高水平；假设 50% 被充分定价，实际溢价率亦在 $(1+36.6\%)/[(1-63\%)*50\%]+63\%-1=67.6\%$ 。

从横向比较角度，目前恒生中国指数共含有 50 只港股，其中 33 只为 A/H 双上市股票，截至 8 月 24 日溢价率均值/中位数均为 28.9%，仅考虑四家子公司，溢价率已经超过均值 7.7 个百分点，而由我们前述计算，假设公司未上市资产 50% 被定价，其溢价率将达到 67.6%，超过市场溢价率均值 38.7 个百分点，A/H 股价差修复仍有较大空间。

港股唯一军工板块航空央企，首批 2 家全流通稀缺试点之一

科工是我国在港股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，持有中直股份约 35% 股权。5 月公司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”的新闻稿，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。我们认为，本次全流通试点将有望配合国家高端制造发展战略，集中发展高新自主可控企业，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，作为港股“红筹”，公司稀缺性凸显。

盈利预测与评级：维持业绩与估值判断，预计 18-20 年收入为 376\444\520 亿 RMB，净利润 14.29\17.49\22.29 亿 RMB，对应 EPS0.24\0.29\0.37RMB/股，18PE 维持 30.82x。根据 8 月 24 日 HKD 0.8753 汇率，算得 18 年目标价 8.45 港元/股，维持买入评级。

风险提示：整机业务增速不及预期，配套零部件增长放缓，港币升值风险。

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	4.65 港元
目标价格	8.45 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)	27,742.47
每股净资产(港元)	2.51
资产负债率(%)	60.93
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

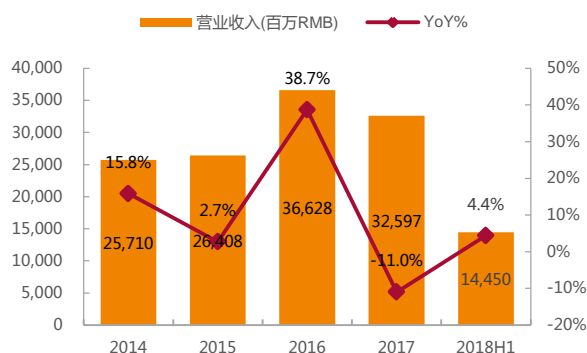


资料来源：贝格数据

相关报告

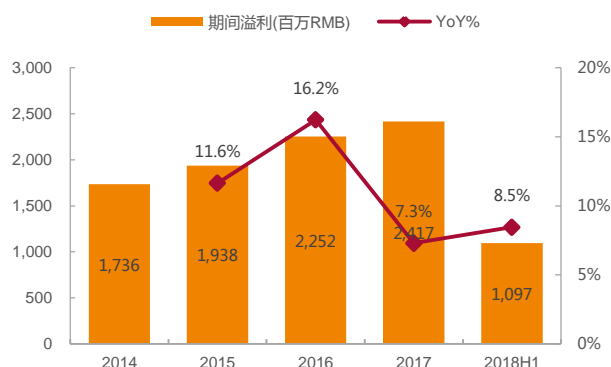
- 《中航科工-公司点评:全流通国家首例试点，海外国有高端制造科技股龙头应享溢价》2018-07-03
- 《中航科工-公司深度研究:子公司 A 股溢价空间大，蓝筹港股未来已来!》2018-05-13

图 1: 2014-2018H1 公司营业收入及其增速 (未经重列)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 2014-2018H1 公司期间溢利及其增速 (未经重列)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 2014-2018H1 公司业绩变动情况及预测

本日日期	2018/8/26	收盘价(港元)	4.65	港元兑人民币	0.8753	收盘价(人民币)	4.07	
单位: 百万RMB	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
2357.HK	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
营业收入(百万RMB)	25,710	26,408	36,628	32,597	14,450	37,617	44,425	52,022
YoY%	15.8%	2.7%	38.7%	-11.0%	4.4%	15.4%	18.1%	17.1%
减: 销售成本	20,812	20,408	29,664	25,153	11,246	29,009	34,252	40,109
成本占比	80.9%	77.3%	81.0%	77.2%	77.8%	77.1%	77.1%	77.1%
营业利润	4,899	6,000	6,963	7,444	3,204	8,607	10,173	11,913
YoY%		22.5%	16.0%	6.9%	9.5%	15.6%	18.2%	17.1%
毛利率	19.1%	22.7%	19.0%	22.8%	22.2%	22.9%	22.9%	22.9%
加: 其他收入及收益	319	392	326	473	246	451	533	572
%收入	1.2%	1.5%	0.9%	1.5%	1.7%	1.2%	1.2%	1.1%
减: 其他开支	3	80	64	72	3	75	89	104
%收入	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
减: 销售及配送开支	470	524	573	587	272	639	844	936
%收入	1.8%	2.0%	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.9%	1.8%
减: 行政开支	2,750	3,366	3,921	4,344	1,839	4,890	5,553	6,243
%收入	10.7%	12.7%	10.7%	13.3%	12.7%	13.0%	12.5%	12.0%
经营溢利	1,995	2,423	2,731	2,913	1,339	3,454	4,220	5,202
减: 财务开支净额	136	244	253	330	177	376	444	364
%收入	0.5%	0.9%	0.7%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	0.7%
财务收入	233	221	212	177	97			
财务开支	369	465	465	507	274			
加: 应占利润	144	148	127	175	95	207	244	286
%收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
合营公司	16	21	28	22	11			
联营公司	128	127	99	152	84			
除税前利润	2,003	2,327	2,605	2,758	1,257	3,284	4,020	5,124
所得税费用	267	389	353	341	160	427	523	666
所得税率	13.3%	16.7%	13.5%	12.4%	12.7%	13%	13%	13%
期间溢利(百万RMB)	1,736	1,938	2,252	2,417	1,097	2,858	3,498	4,458
YoY%		11.6%	16.2%	7.3%	8.5%	18.2%	22.4%	27.5%
期间溢利净利率	6.8%	7.3%	6.1%	7.4%	7.6%	7.6%	7.9%	8.6%
减: 非控制性权益	954	1,075	965	1,194	49	1,429	1,749	2,229
%	55.0%	55.5%	42.8%	49.4%	4.5%	50%	50%	50%
净利润(百万RMB)	781	863	1,287	1,222	598	1,429	1,749	2,229
YoY%		10.4%	49.2%	-5.0%	8.6%	16.9%	22.4%	27.5%
港股股数	5,474.43	5,474.43	5,966.12	5,966.12	5,966.12	5,966.12	5,966.12	5,966.12
EPS(RMB)	0.14	0.16	0.19	0.21	0.10	0.24	0.29	0.37
PE	28.46	25.76	21.65	19.85		17.00	13.88	10.89

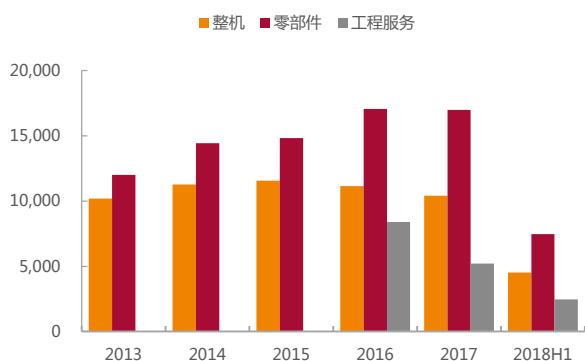
资料来源: Wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 4：2013-2018H1 公司分板块业绩情况及其预测

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2017H1	2018E	2019E	2020E
营业收入	22,193	25,710	26,408	36,628	32,597	14,450	13,842	35,977	40,630	44,042
整机	10,198	11,275	11,573	11,149	10,405	4,516	4,742	11,056	12,373	13,268
直升机	9,381	9,916	10,588	9,927	8,945			9,571	10,433	10,746
教练机	565	951	762	988	1,435			1,435	1,866	2,425
通用飞机	252	408	223	234	25			50	75	98
零部件	11,995	14,435	14,835	17,068	16,980	7,466	6,852	19,187	22,066	24,272
航空电子	7,688	8,926	10,435	11,657	12,341			13,945	16,037	17,320
工程服务				8,411	5,212	2,467	2,248	5,733	6,192	6,501
营业收入增长率		15.85%	2.72%	38.70%	-11.01%	4.39%		10.37%	12.94%	8.40%
整机		10.56%	2.64%	-3.66%	-6.67%	-4.76%	-7.49%	6.26%	11.91%	7.23%
直升机		5.70%	6.78%	-6.24%	-9.89%			7.00%	9.00%	3.00%
教练机		68.32%	-19.87%	29.66%	45.24%			0.00%	30.00%	30.00%
通用飞机		61.90%	-45.34%	4.93%	-89.32%			100.00%	50.00%	30.00%
零部件		20.34%	2.77%	15.05%	-0.52%	8.97%	1.65%	13.00%	15.00%	10.00%
航空电子		16.10%	16.91%	11.71%	5.87%			13.00%	15.00%	8.00%
工程服务					-38.03%	9.75%	-36.21%	10.00%	8.00%	5.00%
营收占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
整机	45.95%	43.85%	43.82%	30.44%	31.92%	32.63%	34.26%	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%	53.94%	49.50%	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%	17.82%	16.24%	15.94%	15.24%	14.76%
毛利率		19.05%	22.72%	19.01%	22.84%			22.88%	21.17%	22.76%
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%
毛利润	4,308	4,900	6,000	6,964	7,443			8,232	8,600	10,026
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

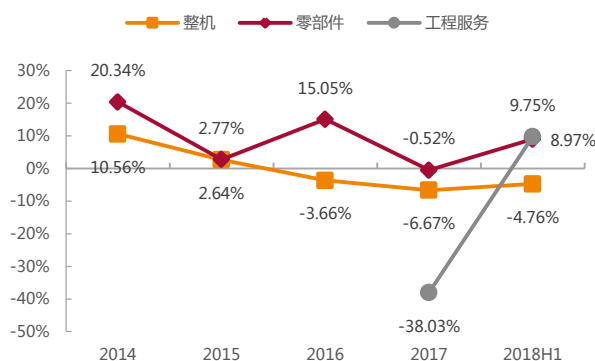
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：2013-2018H1 整机/零部件/工程服务营收情况（百万 RMB）



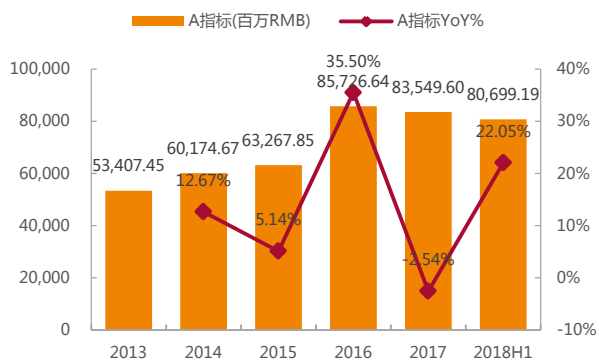
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：2014-2018H1 整机/零部件/工程服务营收增速



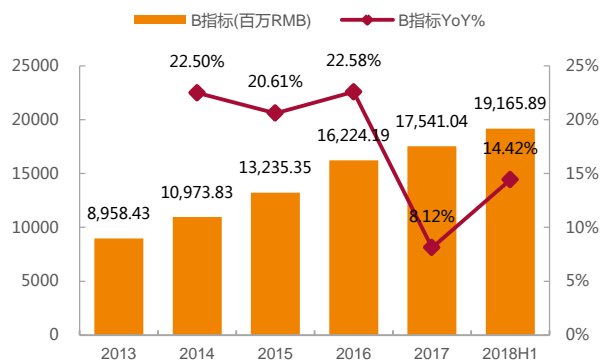
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：2013-2018H1 公司 A 指标及其增速



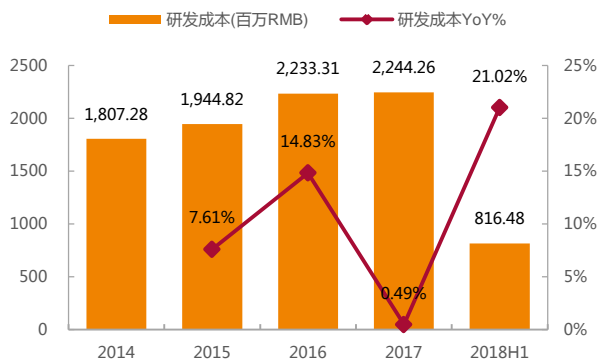
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：2013-2018H1 公司 B 指标及其增速



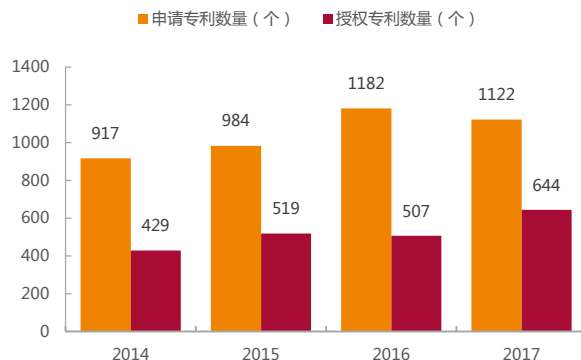
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：2014-2018H1 公司研发成本及其增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：2014-2017 年公司申请/授权专利数量



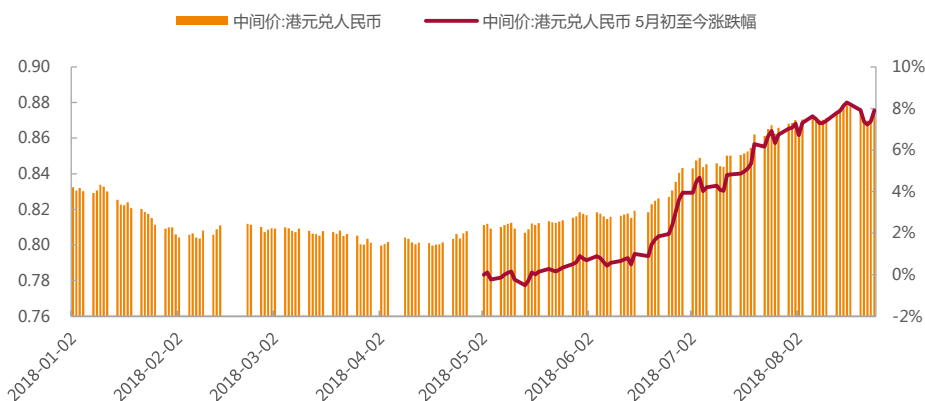
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 11：2015 年至今港元兑人民币走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：5 月至今港元兑人民币走势（截至 8 月 24 日港币上涨 7.91%）



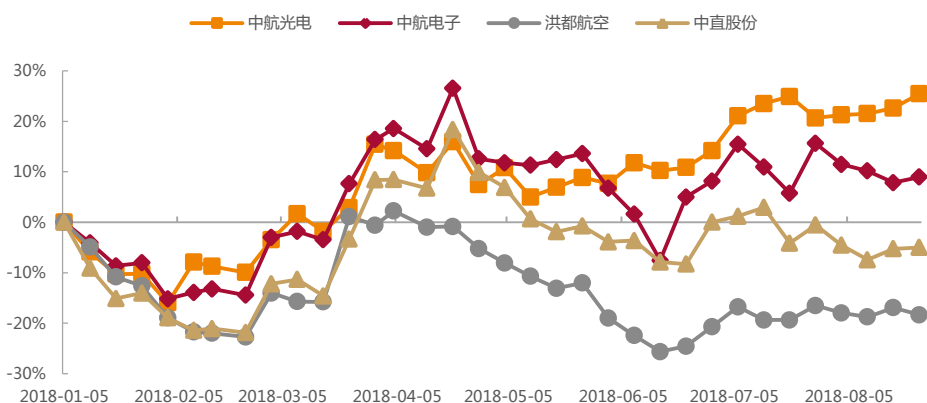
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司与其控股 4 家子公司 A/H 股溢价百分比（截至 2018 年 8 月 24 日，溢价率为 36.6%）



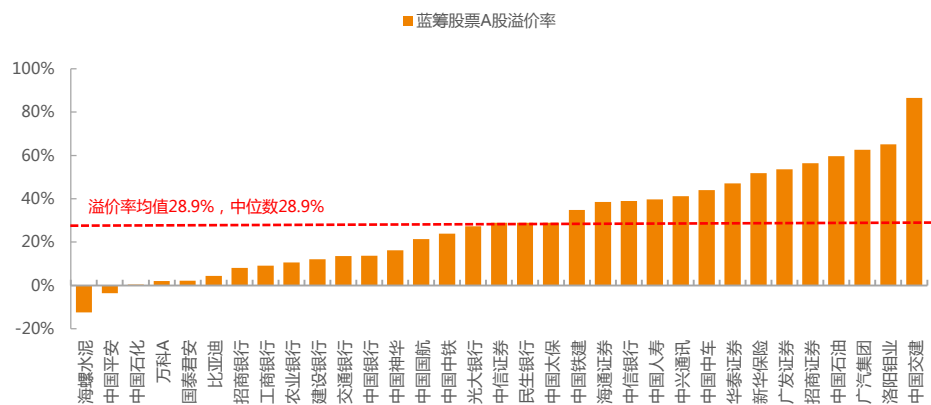
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：年初至今 4 家 A 股子公司股价同比沪深 300 超涨/超跌百分比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15: A/H 股双上市公司溢价情况 (截至 2018 年 8 月 24 日)



资料来源: Wind, 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