

中航科工 (02357)

证券研究报告

2018年10月15日

收购中航直升机 100%股权，昌飞&哈飞资产注入焕生机

事件：以现金与股权转让方式收购中航直升机 100%股权

10月12日晚公司发布公告，已与集团、天津保税投资签署框架协议，收购中航直升机有限公司 100%股权，且拟以现金、股份等方式进行支付。完成后，集团通过中航科工等平台持股中直比例将从 34.77%升至 59.67%，且不发生实际控制人变更。科工本次收购的中航直升机是中直的二股东，也是集团直升机板块全部资产所归属的二级子公司。该次收购预计将较大幅度增厚科工的收入与利润，仅考虑其持股中直的比例就将增至 24.9%，将增厚科工 1.13 亿元净利润（从中直 17 年报计算得出），考虑到中航直升机具备哈飞、昌飞等多项资产，科工利润增厚口径将进一步扩大。

集团直升机制造骨干企业，昌飞与哈飞集团控股股东

中航直升机于 2009 年 1 月 8 日由航空工业集团与天津市政府共同组建，注册资本 80 亿元，资产总额约 480 亿元，其旗下子公司主要包括哈飞集团（控股比例 97.89%）、昌飞集团（100%全资控股）等。中航直升机主营业务包括直升机制造业和通航运营，主要从事直升机、轻型多用途飞机、复合材料、风电设备等的研制开发，已批量生产销售了直 5、直 8、直 9、直 11、H410、H425、EC120 和 HC120 等多种型号直升机，同时具备转包生产多种航空零部件的能力。目前，中航直升机已经具有了从 1 吨到 13 吨的多个直升机研制平台。本次收购中航直升机符合军民融合发展战略以及公司直升机产业发展战略规划，并将有利于集团直升机业务的发展。

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

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%。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 股子公司溢价率即近 40%，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 39.6%。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 $(1+36.6\%)/[(1-63\%)*50\%+63\%]-1=67.6\%$ 。

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。5 月公司正式纳入全流通首批试点，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 EPS 为 0.24\0.29\0.37RMB/股，18PE 预期维持 30.82x。根据 8 月 24 日 HKD 0.88253 汇率，算得 18 年目标价 8.38 港元/股，维持买入评级。

风险提示：股权转让进度不及预期，整机业务增速放缓，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	4.60 港元
目标价格	8.38 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)	27,444.16
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

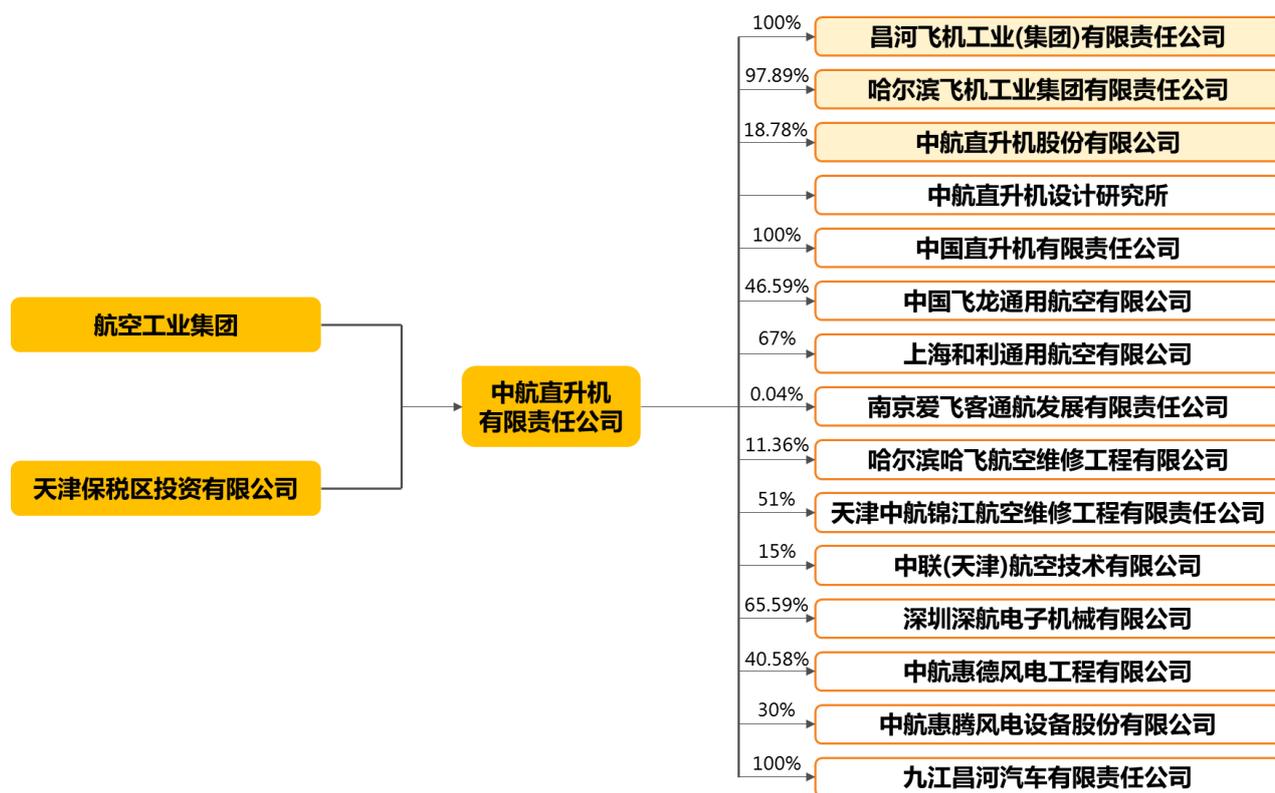


资料来源：贝格数据

相关报告

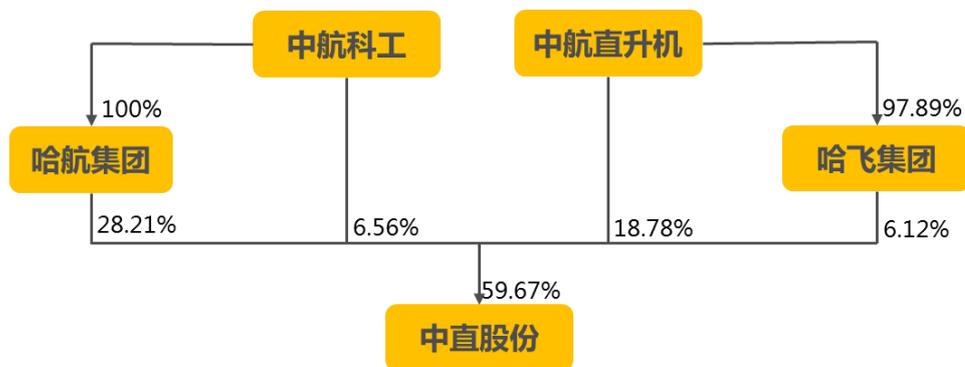
- 《中航科工-公司点评:收入与股东盈利稳增长，航电业务成核心亮点》 2018-08-26
- 《中航科工-公司点评:全流通国家首例试点，海外国有高端制造科技股龙头应享溢价》 2018-07-03
- 《中航科工-公司深度研究:子公司 A 股溢价空间大，蓝筹港股未来已来!》 2018-05-13

图 1: 中航直升机股权结构图 (截至 2018 年 10 月 12 日)



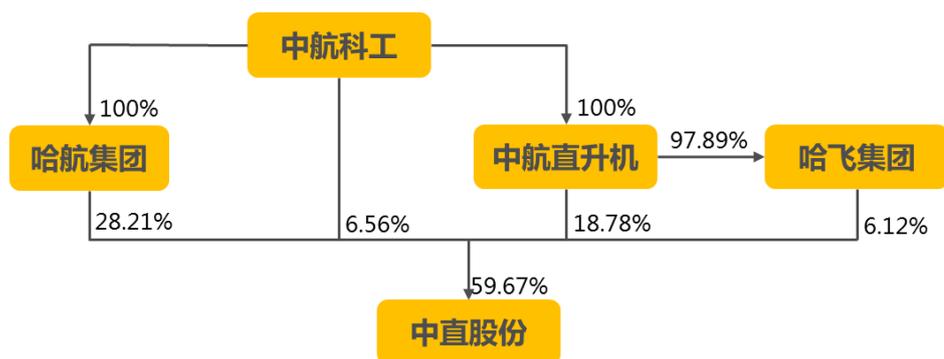
资料来源: Wind 中国企业库, 公司官网, 天风证券研究所

图 2: 本次收购完成前中直股份股权结构图



资料来源: Wind, Wind 中国企业库, 天风证券研究所

图 3：本次收购完成后中直股份股权结构图



资料来源：Wind，Wind 中国企业库，天风证券研究所

图 4：本次收购完成后中直股份对中航科工的净利润增厚

600038.SH	2017/12/31
中直股份2017年净利润	4.55
科工原持股34.77%时分配到的净利润	1.58
科工现持股59.67%时分配到的净利润	2.72
科工通过增持中直得到的净利润增厚	1.13

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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