

推荐 (维持)

子公司洪都航空拟置换集团防务资产，公司有望长期受益

2018年11月14日

中航科工 (2357.HK) 公告点评

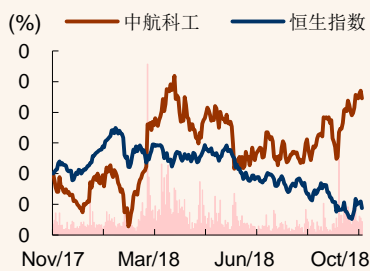
恒生指数 25654

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	51	1.4
总市值 (亿元)	5365	1.2
流通市值 (亿元)	3945	1.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.9	9.2	35.2
相对表现	4.2	27.8	49.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《军工行业信息周报—珠海航展集中展示尖端军工成果，坚定看好行业前景》2018-11-12
- 2、《军工行业信息周报—军工行业基本面持续向好，坚定看好行业优质标的》2018-11-05
- 3、《中航科工 (2357.HK) 公告点评—下属上市公司业绩向好，航空高科技旗舰持续加速》2018-10-29

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
S1090518090007

研究助理

钱佳兴

qianjiaying@cmschina.com.cn

事件:

公司子公司洪都航空发布公告，拟将部分零部件制造业务及资产与洪都集团相关防务产品业务及资产进行置换，经初步估算，本次交易预计不构成重大资产重组。

评论:

1、洪都集团仍有优质资产，预计本次置换资产长期前景较好

根据成飞集成 2014 年公告，洪都集团 2013 年期末总资产 72.83 亿，净资产 6.2 亿，实现营业收入 23.91 亿。在洪都集团官网介绍的集团四大发展战略分别是：国际一流飞行训练集成系统供应商、国内一流的导弹武器系统供应商、国内领先的攻击能力供应商、国内外知名的机身段一级供应商。由此推测，此次置换的资产未来成长前景较好。

2、置出非核心资产，公司有望从中长期受益

洪都航空主业为教练机和综合训练系统，其他业务以民品为主，本次置出的是洪都航空部分零部件制造业务。从洪都航空 17 年财务构成看，在剔除航空产品业务后，其他业务平均毛利率仅为 11.38%，整体盈利能力较差。我们认为，本次资产置换将有利于洪都航空剥离非核心业务，优化资产结构，丰富产品线，增加收入来源，增强持续盈利能力。另外，本次交易采取资产置换的形式，置入资产与置出资产的差额由一方向另一方以现金补足，交易不会导致中航科工股权稀释，随着洪都航空经营状况改善，公司有望从中长期受益。

3、防务资产整合稳步推进，凸显公司旗舰定位

公司是航空工业集团的股权经营旗舰公司，10 月 12 日，公司公告拟收购中航直升飞机有限责任公司 100% 的股权，交易完成后公司将囊括航空工业直升机制造的完整资产。本次下属子公司洪都航空与洪都集团继续资产重置，公司下属核心防务资产规模进一步提升，公司的旗舰定位将更加巩固。18 年 6 月，公司内资股转换 H 股正式于联交所上市，是军工央企中的第一家，反映出集团层面对于公司发展的大力支持，以及在体制创新和深化改革方面的持续努力，看好公司长期发展。

4、盈利预测

预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 13.41 亿、15.44 亿和 18.37 亿人民币，对应 EPS 为 0.22、0.26 和 0.31 元人民币，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：洪都航空本次资产置换方案仍需要本公司股东大会批准后方可实施，具有不确定性，航空军品研发技术风险，军品订单与交付、国企改革的不确定性。

表 1：中航科工上半年各业务板块经营数据（亿元）

业务板块	板块营收占比	板块营收	分部业绩	营收同比增速	分部业绩同比增速
航空整机	31.26%	45.16	1.77	-4.77%	9.94%
航空零部件	51.67%	74.66	11.34	8.96%	11.72%
航空工程服务	17.07%	24.67	1.4	4.71%	-24.73%

数据来源：wind，招商证券

表 2：中航科工下属四家上市公司上半年业绩数据（亿元）

子公司名称	营业收入	归母净利润	营收同比增速	归母净利润同比增速
中航光电	35.85	4.65	18.20%	5.37%
中航电子	29.73	1.48	8.97%	1.77%
中直股份	53.59	1.78	0.94%	15.98%
洪都航空	3.92	-0.49	-59.54%	去年同期数据为-0.60 亿元

数据来源：wind，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	51637	58306	66469	75712	86653
现金	8773	11063	13621	16323	19167
交易性投资	31	24	24	24	24
应收票据	709	1308	1308	1308	1308
应收款项	16148	17541	19752	22253	25285
其它应收款	3288	3648	4107	4627	5258
存货	21653	23220	25966	29274	33448
其他	1035	1503	1692	1905	2163
非流动资产	17871	20627	19139	17771	16514
长期股权投资	2714	2622	2622	2622	2622
固定资产	12395	14527	13039	11671	10414
无形资产	1893	2378	2378	2378	2378
其他	869	1099	1099	1099	1099
资产总计	69508	78933	85608	93483	103167
流动负债	34790	39114	43313	48330	54602
短期借款	4337	5391	5660	5944	6241
应付账款	23953	24085	26933	30363	34693
预收账款	497	487	487	487	487
其他	6003	9151	10233	11536	13181
长期负债	6382	8659	8659	8659	8659
长期借款	4374	6948	6948	6948	6948
其他	2008	1711	1711	1711	1711
负债合计	41172	47773	51973	56990	63261
股本	5966	5966	5966	5966	5966
储备	6527	7433	8743	9906	11249
少数股东权益	14937	16450	17763	19278	21085
归属于母公司所有者权益	13399	14709	15872	17215	18820
负债及权益合计	69508	78933	85608	93483	103167

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(858)	1588	2656	2804	2959
净利润	1119	1222	1341	1544	1837
折旧与摊销	968	1135	1162	1042	931
营运资本变动	(4148)	(1825)	(1675)	(1807)	(2122)
其他非现金调	1203	1056	1828	2025	2312
投资活动现金流	(608)	(1843)	560	581	603
资本性支出	(1117)	(1955)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产	26	476	476	476	476
投资增减	1795	2352	0	0	0
其它	342	248	234	255	277
筹资活动现金流	704	2443	(658)	(683)	(717)
债务增减	804	2504	270	283	297
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	109	119	179	201	232
其它筹资	9	58	(748)	(765)	(782)
其它调整	(218)	(238)	(358)	(402)	(463)
现金净增加额	(763)	2183	2558	2701	2845

资料来源：公司数据，招商证券（单位：人民币）

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营业收入	36826	32829	36949	41608	47257
主营收入	36628	32597	36706	41353	46989
营业成本	29664	25153	28127	31710	36231
毛利	6964	7444	8579	9643	10757
营业支出	4558	5004	5506	6120	6578
营业利润	2604	2672	3316	3778	4447
利息支出	402	457	748	765	782
利息收入	212	177	99	120	142
权益性投资	127	175	175	175	175
其他非经营性	(12)	(40)	(40)	(40)	(40)
非经常项目	76	230	230	230	230
除税前利润	2605	2757	3032	3498	4172
所得税	353	341	377	439	528
少数股东损	1133	1194	1313	1515	1807
归属普通股东净	1119	1222	1341	1544	1837
EPS (元)	0.19	0.20	0.22	0.26	0.31

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	39%	-11%	13%	13%	14%
营业利润	19%	3%	24%	14%	18%
净利润	30%	9%	10%	15%	19%
获利能力					
毛利率	18.9%	22.7%	23.2%	23.2%	22.8%
净利率	3.0%	3.7%	3.6%	3.7%	3.9%
ROE	8.4%	8.3%	8.5%	9.0%	9.8%
ROIC	6.8%	6.0%	6.7%	7.1%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	59.2%	60.5%	60.7%	61.0%	61.3%
净负债比率	12.5%	15.6%	14.7%	13.8%	12.8%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2
应收帐款周转率	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6
应付帐款周转率	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.19	0.20	0.22	0.26	0.31
每股经营现金	-0.14	0.27	0.45	0.47	0.50
每股净资产	2.25	2.47	2.66	2.89	3.15
每股股利	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
估值比率					
PE	26.3	24.1	22.0	19.1	16.0
PB	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.5	9.9	8.7	8.1	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

钱佳兴，北京航空航天大学航空发动机系工学学士、硕士，曾在核工业工作，2018年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。