

中航科工 (02357.HK)

2018年11月21日

拟置换防务资产，港股军工龙头再上台阶

事件：

公司近日发布公告，其下属控股公司洪都航空（600316.SH）拟将部分零件制造业务与洪都集团相关防务产品业务及资产进行置换。

洪都集团部分防务资产已迈入世界尖端武器行列

洪都集团隶属于中国航空工业集团公司，根据洪都集团官网的介绍及我们的整理，洪都集团创建于1951年，是新中国第一架飞机的诞生地，是中国教练机、无人机、通用机、导弹的科研生产基地和航空产品外贸的主要出口基地，累计研制生产了5000多架飞机，上游、海鹰、天龙、鹰击等多个系列10多个型号数千枚导弹。目前洪都集团的主要防务资产为导弹总装和无人机总装业务，其中部分产品如天龙-20空地导弹，鹰击-12反舰导弹、“利剑”隐身无人机（验证机）等已迈入了世界尖端武器行列。如果这部分导弹总装和无人机总装业务置换入洪都航空，将有利于洪都航增加业务及收入来源，改善收入结构，提升其市场竞争能力和盈利能力。

资产置换后洪都航空业绩将大幅改善

在中航科工下属的4家A股上市公司中，中航光电（002179.SZ）、中航电子（600372）、中直股份（600038.SH）2017年净利润均实现同比正向增长，业绩表现良好，而2015—2017年洪都航空（600316.SH）扣非后归属母公司的净利润分别分-1858万、-4810万、-8367万，今年前三季度扣非后归属母公司净利润-7911万，最近三年主要依靠出售资产及政府补贴使净利润扭亏为盈，而此次拟置换出去的零部件业务正是拖累洪都航空业绩的业务板块之一，拟置换入的防务资产是洪都集团的核心业务之一，将大幅改善洪都航空的经营业绩。

中航科工防务资产再上台阶

今年10月公司公告拟收购中航直升机100%股权，将中航工业集团全部直升机资产（包括直升机防务资产）纳入公司平台。此次资产置换再次纳入洪都集团旗下防务资产，中航科工旗下防务资产将再上台阶，使公司作为香港资本市场唯一的中国军民通用航空高端装备生产制造公司、港股军工龙头的投资价值进一步凸显，股价有望迎来估值与业绩的双重提升。

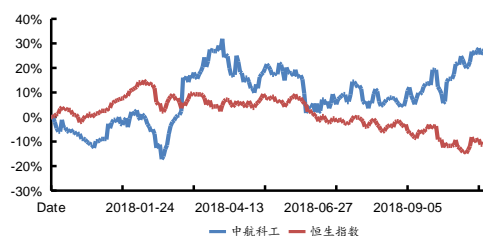
研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司公告，国信证券（香港）研究部整理

公司名称	中航科工
代码	02357.HK
所属行业	军工
投资评级	买入
目标价	▲HKD7.36
收盘价（2018/11/15）	HKD5.85
上升/下降空间	25.8%
52周最高/最低价(HKD)	5.85/3.6

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

相对指数表现



资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

相关研究：

中航科工（02357.HK）：具备长期投资价值的
港股军工龙头 2018.10

中航科工（02357.HK）：打造中国航空工业直
升机唯一平台 2018.10

徐进

证监会中央编号：BFC540

+852 2899 8300

xujin@guosen.com.hk

投资建议

由于资产置换细节暂未公布，我们暂维持之前的盈利预测，预计 2018—2019 年公司实现收入 358.6 亿元、401.6 亿元，同比增长 10%、12%；实现归母净利润 13.7 亿元、15.6 亿元，同比增长 12%、14%，对应 EPS 为 0.23 元、0.26 元。给予公司 2019 年 PE25 倍，未来一年目标价 7.36 港元，维持公司“买入”的投资评级。

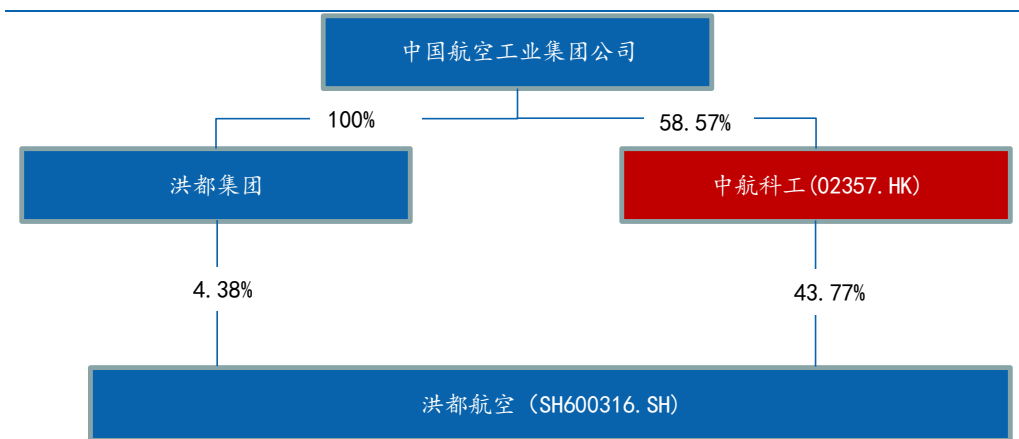
风险因素：资产置换未完成前仍具有不确定性；国防军费开支增速低于预期；航空武器装备列装不及预期；C919 生产交付进度滞后。

表 1 中航科工利润表预测摘要（百万元）

截至12月31日	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	22,193	25,710	26,408	36,628	32,597	35,857	40,160
营业成本	(17,885)	(20,812)	(20,408)	(29,664)	(25,153)	(27,668)	(30,988)
毛利	4,308	4,899	6,000	6,963	7,444	8,188	9,171
销售费用	(415)	(470)	(524)	(573)	(587)	(608)	(625)
管理费用	(2,386)	(2,750)	(3,366)	(3,921)	(4,344)	(4,851)	(5,322)
营业利润	1,758	1,995	2,423	2,731	2,913	3,124	3,466
税前利润	1,761	2,003	2,327	2,605	2,758	3,039	3,377
所得税	(250)	(267)	(389)	(353)	(341)	(365)	(405)
少数股东损益	(798)	(954)	(1,075)	(1,133)	(1,194)	(1,305)	(1,412)
归母净利润	713	781	863	1,119	1,222	1,369	1,560

资料来源：wind，国信证券（香港）研究部

图 1 股权关系图



资料来源：各公司公告，国信证券（香港）研究部

图2 鹰击-12反舰导弹



资料来源：百度百家号，国信证券（香港）研究部

图3 鹰击-9E反舰导弹



资料来源：搜狐军事，国信证券（香港）研究部

图4 “利剑”隐身无人机



资料来源：百度百家号，国信证券（香港）研究部

图5 天龙-20空地导弹



资料来源：百度图片，国信证券（香港）研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司公告，国信证券（香港）研究部整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

低配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司公告，国信证券（香港）研究部整理