

国防军工

报告日期：2023年07月27日

中航电测收购成飞草案公布，国防内生外延双驱动

——国防军工行业点评报告

投资要点

7月26日中航电测发布发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）

1) 标的资产的评估及作价情况：交易标的为成都飞机工业（集团）有限责任公司（简称航空工业成飞），本次交易作价为1,744,238.86万元。

2) 发行股份情况：发行股份购买资产的发行价格8.36元/股，上市公司本次发行股份购买资产发行的股票数量总计为2,086,410,119股，占本次发行股份购买资产后公司总股本的77.93%。

3) 募集配套资金：本次交易不涉及募集配套资金。

航空工业成飞是我国航空武器装备生产主要基地，民机零部件重要供应商

1) 公司概况：航空工业成飞创建于1958年，是我国航空武器装备研制生产和出口主要基地、民机零部件重要制造商。

2) 军机方面，研制生产了歼5、歼7、枭龙、歼10等系列飞机数千架，歼-10飞机荣获国家科技进步奖特等奖；国外军机用户达十多个国家。

3) 民机方面，与成飞民机公司一道承担了大型客机C919、新支线客机ARJ21、大型水陆两栖飞机AG600机头的研制生产；是国际一流的民机大部件供应商。

进一步深化国资国企改革，借助资本市场推动核心企业高质量发展

1) 交易背景：国务院持续大力推进央企改制上市的背景下，航空工业集团通过资产重组的方式优化和调整产业布局和资产结构，支持资产或主营业务优良企业整体上市，推动所属上市公司转型升级和高质量发展的切实举措。

2) 主要目的：借助上市公司资本运作功能，利用上市平台为航空装备体系建设任务提供资源和制度保障，为航空产品研制后续技术改造拓宽融资渠道，不断提升航空产品制造水平。

央企有望迎来盈利和估值双提升，内生外延双轮驱动，看好下游军工主机厂

1) 央企有望迎来盈利和估值双提升：国资委将2023年央企主要经营指标调整为“一利五率”，提出“一增一稳四提升”年度经营目标，推动央企提高核心竞争力。我们预计央企盈利能力有望趋势改善，带来盈利增速和估值的双提升。

2) “外延”增长方向明确：国资委推动国企改革深化行动，进一步激发国有企业活力、提高国有资本效率，未来几年军工资产证券化、军工资产重组上市有望迎来新一轮高潮。中直股份、中航电测资产重组均取得阶段进展。

3) “内生”增长趋势强劲：在股权激励、国有重点企业对标世界一流管理提升行动等催化下，央企运营效率将持续提升，“内生”增长趋势强劲。

4) 看好下游军工主机厂：军工主机厂处于各产业链链长地位，在“规模效应+精细化管理”、“小核心大协作”催化下，盈利能力有望得到改善。

建议关注：

在新一轮国企改革行动、央企上市公司提质增效等持续催化下，军工央企有望迎来业绩和估值双提升。

航空装备：中航西飞、中航沈飞、航发动力、中直股份、洪都航空、中航电测。

船舶装备：中国船舶、中国海防、中船防务。

陆军装备：北方导航、内蒙一机、中兵红箭。

风险提示：

1) 股权激励、资产证券化节奏不及预期；2) 国企改革深化行动进度不及预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：陈晨

chenchen05@stocke.com.cn

相关报告

1 《中直股份资产重组推进：军工“内生+外延”双驱动》

2023.07.23

2 《航天科工超低轨通遥一体星座建设启动：聚焦军工主机厂、卫星产业链等》 2023.07.17

3 《船舶：2023上半年我国造船三大指标全面增长，市场份额持续领先》 2023.07.15

附录 1：重点公司估值

表1：中航沈飞、航发动力、中国船舶市值超千亿，2022 年中航沈飞 ROE 为 18.0%

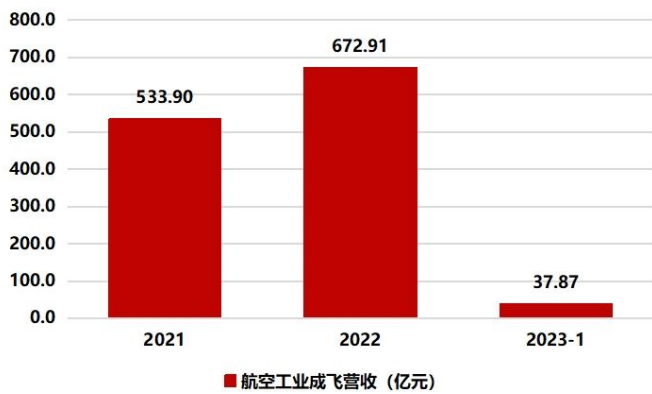
领域	代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB (MRQ)	ROE (2022)
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
航空 装备	600760	中航沈飞	1222	23.05	29.08	36.63	53	42	33	9.1	18.0%
	600893	航发动力	1078	12.68	15.69	19.71	85	69	55	2.8	3.3%
	000768	中航西飞	713	5.23	10.49	14.47	136	68	49	4.3	3.2%
	600038	中直股份	238	3.87	7.24	9.56	61	33	25	2.4	4.0%
	600316	洪都航空	161	1.41	1.71	2.15	114	94	75	3.0	2.7%
	300114	中航电测	285	1.93	2.93	3.71	148	97	77	12.3	8.4%
	平均	-	-	-	-	-	100	67	52	5.7	-
船舶 装备	600150	中国船舶	1417	1.72	26.45	64.11	824	54	22	3.1	0.4%
	600764	中国海防	188	5.85	8.12	10.24	32	23	18	2.4	7.5%
	600685	中船防务	386	6.88	11.73	18.96	56	33	20	2.5	4.4%
	平均(22 年剔除中国船舶)	-	-	-	-	-	44	43	21	2.7	-
陆军 装备	600435	北方导航	160	1.85	2.92	4.39	86	55	36	6.2	7.4%
	600967	内蒙一机	166	8.23	9.40	10.85	20	18	15	1.5	7.5%
	000519	中兵红箭	241	8.19	9.69	11.91	29	25	20	2.5	8.4%
平均	-	-	-	-	-	45	32	24	3.4	-	

注：市值截止 2023 年 7 月 26 日收盘；加深为已覆盖。除中船防务，均为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

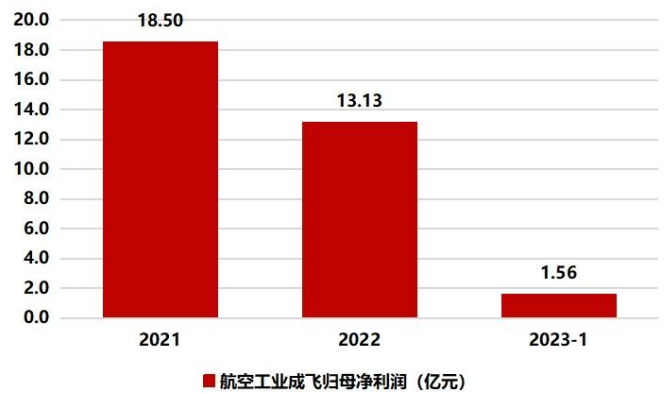
附录 2：航空工业成飞合并利润表主要数据

图1：2022 年航空工业成飞实现营收 672.91 亿元



资料来源：中航电测公司公告、浙商证券研究所

图2：2022 年航空工业成飞实现归母净利润 13.13 亿元



资料来源：中航电测公司公告、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>