

## 成飞集团拟入主，公司华丽蜕变再腾飞

### 核心观点：

- **事件：**公司发布重组预案，公司拟发行股份购买航空工业集团持有的航空工业成飞（成飞集团）100%股权，交易总金额174.42亿元，本次重组方案不涉及募集配套资金。
- **成飞集团资产100%注入，超市场预期，将显著提升公司盈利水平。**成飞集团主营航空武器装备整机及部附件研制生产，是我国四代机主力机型歼-20和三代机主力机型歼-10的唯一供应商，也是外贸主力机型枭龙的唯一供应商，在空军装备制造领域地位超然。
  - 成飞集团100%股权估值240.27亿元，其中65.85亿元作为国有独享资本公积不纳入作价范围，本次交易作价为扣除国有独享资本公积后的174.42亿元，对应发行股份20.86亿股。我们认为此重组方案超市场预期，成飞集团资产100%注入上市公司，但股份发行作价仅对应174.42亿，国有独享资本公积未来或择机再转换为股份。
  - 本次交易的静态收购PE和PB分别为13.29x和1.83x，大幅低于沈飞集团注入中航黑豹的18.1x和2.2x，估值水平较为合理，且本次重组不涉及募集配套资金，使得2022年末公司EPS增厚0.23元至0.56元，公司盈利水平显著提升。
  - 公司与航空工业集团签署业绩承诺，若交易在年内完成，成飞母公司、贵飞、长飞和成飞民机承诺2023至2025年收入合计分别为651.5/660.9/699.7亿元，23-25年CAGR 3.63%。此外，成飞航产承诺三年归母净利润分别为0.161/0.163/0.170亿元。
- **贵飞短期拖累业绩，中长期或成为业绩增长点。**航空工业贵飞2021/2022年末营收18.93/19.35亿，归母净利润-4.49/-7.02亿，大幅拖累成飞集团利润。根据业绩承诺，按照资产评估的收入口径，贵飞承诺2023至2025年收入分别为9.24/12.78/17.46亿，2024年2025年增速分别为38.2%/36.7%，远高于成飞集团整体增速预期0.6%/5.0%，有望成为集团中期发展的重要增长点。
- **成飞集团盈利能力提升可期。**若剔除贵飞，成飞集团2021/2022年末营收514.97/653.56亿，归母净利22.99/20.15亿，净利率水平4.5%/3.1%，低于同时期中航沈飞的4.8%/5.5%。我们认为，随着供应链和生产工艺流程逐步成熟，成飞集团盈利能力有望进一步提升。
  - 截至2023年1月31日，成飞集团资产负债率为92.15%，主要因为合同负债和应付账款较高，分别为654.3亿元和344.68亿元，总负债占比53.5%和28.2%。合同负债高企，意味着公司在手订单较为充足，未来持续发展可期。
- **公司原业务保留，进一步聚焦航空主业。**本次重组完成后，航空工业成飞将成为中航电测全资子公司。公司原有的飞机测控产品和配电系统、电阻应变计、机动车检测设备等业务将继续保留，并新增航空武器装备整机及部附件研制生产业务，从而进一步聚焦于航空主业。

## 中航电测（300114.SZ）

**推荐** 维持评级

### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

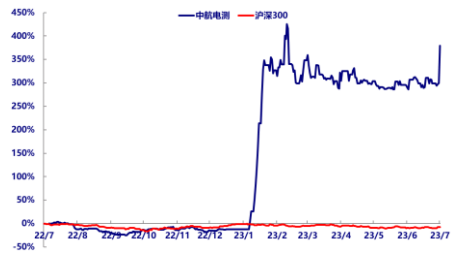
✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130521100001

### 市场数据

2023/7/27

A股收盘价(元)	57.91
A股一年内最高价(元)	64.84
A股一年内最低价(元)	8.91
上证指数	3216.67
市盈率(2023)	58.96
总股本(万股, 备考)	267717.06
实际流通A股(万股)	59076.05
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	342.11

### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

本次交易大幅拓宽了公司航空产业链业务领域，实现了从边缘配套到核心总装的华丽蜕变，抗风险能力和核心竞争力显著提升。上市公司原业务 2022 年出现下滑，考虑到当前国内外宏观经济形势，我们预计 23 年或将继续小幅下滑，24 年有望逐步企稳。

- **航空装备放量将呈现长期性。**据《World Air Force 2023》，我国 2022 年军用飞机数量达 3283 架，不足美国军机的四分之一，其中战斗机数量仅为美军的 47.9%，四代机比例更低。随着地缘政治格局剧烈变化，我军备战需求将大幅提升，并呈现长期性和紧迫性。我们认为，为实现 2027 年建军百年奋斗目标和 2035 年国防与军队现代化的愿景，“十四五”期间军机列装提速，叠加 J-10CE 和枭龙军贸市场走俏，行业发展前景可期。
- **投资建议：**假设重组 2023 年完成，根据公司预测期自由现金流量表数据，综合考虑标的资产业绩承诺和盈利能力提升，我们预计公司 2023 年至 2025 年备考归母净利分别为 26.29 亿元、27.54 亿元和 25.84 亿元，备考 EPS 分别为 0.98/1.03/0.97 元，当前股价对应 PE 为 59x/56x/60x。公司作为国内新一代战斗机核心供应商，龙头地位稳固，核心竞争力突出，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**公司重组进度不及预期的风险；下游需求增速下滑的风险。

**表 1 主要财务指标预测**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (单位:亿元)	19.05	762.88	773.14	810.54
同比	-1.95%	3904.64%	1.34%	4.84%
净利润 (单位:亿元)	1.93	26.29	27.54	25.84
同比	-37.18%	1263.31%	4.75%	-6.19%
EPS (单位:元)	0.33	0.98	1.03	0.97
P/E	146.24	58.96	56.29	60.00

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

**表 2 可比公司估值情况**

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600760.SH	中航沈飞	44	1.18	1.12	1.33	1.65	37.29	39.28	33.10	26.74
600038.SH	中直股份	41.02	0.66	0.58	1.62	2.07	62.47	70.23	25.28	19.82
000768.SZ	中航西飞	25.59	0.19	0.33	0.52	0.69	135.40	76.73	49.20	37.35
<b>300114.SZ</b>	<b>中航电测</b>	48.26	0.33	0.98	1.03	0.97	146.24	58.96	56.29	60.00
平均值(剔除公司)							<b>78.39</b>	<b>62.08</b>	<b>35.86</b>	<b>27.97</b>

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良 制造组组长&军工行业首席分析师。**证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019年新浪财经金融麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森 军工行业分析师。**证券从业4年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_vj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_vj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyanyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyanyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)