

2023年07月28日

# 重组方案发布，成飞将实现整体上市

## 中航电测(300114)

评级:	暂不评级	股票代码:	300114
上次评级:	暂不评级	52周最高价/最低价:	64.88/8.92
目标价格:		总市值(亿)	327.87
最新收盘价:	55.5	自由流通市值(亿)	327.87
		自由流通股数(百万)	590.76

### 事件概述

7月26日晚，公司发布重组方案（草案），拟以174.42亿元收购航空工业成飞100%股权，本次交易不涉及募集配套资金。截至报告书签署日，上市公司总股本为5.91亿股。本次交易上市公司拟发行股份数量合计20.86亿股。本次交易完成后，上市公司总股本将增加至26.77亿股。公司将新增航空装备整机及部附件研制生产业务并聚焦于航空主业。

### 分析判断：

#### ▶ 决心强烈，成飞主要资产均将注入上市公司体内

航空工业成飞是我国航空装备研制生产和出口主要基地、民机零部件重要制造商，陆续推出歼5甲、歼7、歼10、歼20等“爆款”战斗机，交付军机数千架，未来5年的目标是“基本建成世界一流创新型航空产业集团”。可以认为，成飞是央企原创技术“策源地”和现代产业链“链长”的典型代表。从草案看，包括成飞母公司、贵飞、成飞民机在内的主要资产全部进入电测，此外还保留了中无人机10%股权，航空工业成飞即将实现整体上市。

#### ▶ 参考沈飞PS估值，成飞目标市值或达2000亿元

草案显示，航空工业成飞2021年营收533.9亿元，归母净利润18.5亿元。2022年营收672.91亿元，归母净利润13.13亿元。草案给出业绩承诺：如本次交易于2023年实施完毕，航空工业集团承诺，成飞母公司、贵飞、长飞和成飞民机合计在2023年、2024年及2025年各会计年度应实现的承诺收入数分别不低于651.53亿元、660.86亿元、699.70亿元；如本次交易于2024年实施完毕，上述资产在2024年、2025年及2026年各会计年度应实现的承诺收入数分别不低于660.86亿元、699.70亿元、749.42亿元。

我们倾向于认为，成飞母公司利润更高（21年、22年净利润分别22.54、19.32亿元），贵飞等公司的亏损影响了航空工业成飞的利润（贵飞2021、2022年归母净利分别-4.49、-7.02亿元）。考虑到歼-20衍生型号增长，以2021年净利润为基数，按25%的复合增速测算，航空工业成飞23-24年盈利预测为28.9亿元和36.1亿元。

与沈飞对比，成飞和沈飞是我国两个最重要的战斗机研制生产基地，形成高低搭配，良性竞争的局面。22年成飞营收规模约为沈飞1.6倍，若采用PS估值法，参考中航沈飞目前约2.9倍PS（22年收入），按此测算，成飞目标市值1950亿元。但成飞各机型的内销和外贸市场空间更大。考虑到各种溢价因素，如按2000亿目标市值和26.77亿股本测算，对应股价75元左右。

#### ▶ 军机、军贸、民机多轮驱动，成飞迎黄金发展期

军机方面，当前我国军机进入更新换代大周期，据搜狐网、腾讯网，歼-20总师杨伟表示，歼-20已经装备“东南西北中”，双座款于去年底亮相央视节目，我们认为，歼-20后续衍生型号及六代机值得期待。民机方面，据国际航空运输协会（IATA），国际转包恢复；而国产大飞机C919第二架交付，进入加速阶段。公司下属成飞民机是国内唯一大飞机机头研制基地，有望尽享全球民机市场。

军贸方面，据航空工业官微，7月24日集团召开军贸工作会议，指出“将军贸作为集团公司主责主业，是集团抢抓战略机遇推动自身高质量发展的需要，必须坚决做到军品、军贸“两手抓、两手硬”，推动构建国hhh

内、国际双循环相互促进的军贸发展新格局”。据《成飞（集团）公司军贸工作回顾与展望》，成飞是航空工业出口军机最多的企业，歼-7 系列累计出口数量超过 550 架，枭龙出口实现由技术引进向整机技术出口的突破，歼 10CE 于 22 年 3 月交付巴基斯坦，实现了中国新一代航空主战装备成体系、成建制出口。我们认为，在集团方针指导下，成飞或有更多型号产品实现出口，推高业绩天花板。

盈利能力方面，公司利润深挖潜力大。据《中国航空报》，在国企改革三年行动的推动下，成飞整体经营效率提升明显，在在职工人数基本保持不变的情况下，全员劳动生产率累计增长 120%。我们认为，本次拟上市表明市场化改革决心，看好后续经营效率、盈利水平持续提升。

## 投资建议

2022 年 5 月，成飞召开第十一次党代会，提出了“基本建成世界一流创新型航空产业集团，为 2035 年实现‘技术领先、管理卓越的世界一流创新型航空产业集团’发展愿景奠定坚实基础”的未来五年奋斗总目标。

一路走来，从歼 5 甲的探索尝试，到歼 7 的一飞冲天，到枭龙的名扬四海，到歼 10 的自强不息，再到歼 20 的威震四方，都显示了成飞自主创新的强大实力。歼 20 总设计师杨伟曾说：“非对称超越，无边界创造”是一种境界。可以认为，成飞是央企原创技术“策源地”和现代产业链“链长”的典型代表。

由于本次购买资产事宜尚未落地，我们仅以中航电测目前主业做出盈利预测，暂不评级。考虑下游需求释放节奏，我们调整公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 22.11/24.98/27.24 亿元（此前 2023、2024 年为 21.13、24.13 亿元），归母净利润 2.66/3.25/3.75 亿元（此前 2023、2024 年为 2.58、3.11 亿元），EPS 分别 0.45/0.55/0.63 元。对应 2023 年 7 月 27 日 55.50 元/股收盘价，PE 分别为 123/101/88 倍。

## 风险提示

重组交易尚存在不确定性的风险；装备放量节奏不及预期的风险；民用航空恢复不及预期的风险等。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,943	1,905	2,211	2,498	2,724
YoY (%)	10.4%	-1.9%	16.1%	13.0%	9.1%
归母净利润(百万元)	307	193	266	324	375
YoY (%)	17.0%	-37.2%	37.9%	21.6%	15.8%
毛利率 (%)	37.3%	36.2%	36.5%	36.7%	36.9%
每股收益 (元)	0.52	0.33	0.45	0.55	0.63
ROE	14.4%	8.4%	10.0%	10.5%	10.5%
市盈率	106.80	170.00	123.23	101.34	87.50

资料来源：Wind、华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,905	2,211	2,498	2,724	净利润	196	266	324	375
YoY (%)	-1.9%	16.1%	13.0%	9.1%	折旧和摊销	59	56	56	56
营业成本	1,215	1,405	1,581	1,718	营运资金变动	-202	225	-92	-75
营业税金及附加	20	23	20	22	经营活动现金流	50	560	304	374
销售费用	125	133	150	163	资本开支	-220	-130	-130	-130
管理费用	196	221	250	259	投资	-10	13	3	3
财务费用	-1	3	-3	-8	投资活动现金流	-226	-120	-130	-130
研发费用	161	155	175	191	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	177	102	52	12
投资收益	22	0	0	0	筹资活动现金流	72	89	35	-6
营业利润	214	296	359	416	现金净流量	-105	529	209	238
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	214	296	359	416	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	17	30	36	42	<b>成长能力</b>				
净利润	196	266	324	375	营业收入增长率	-1.9%	16.1%	13.0%	9.1%
归属于母公司净利润	193	266	324	375	净利润增长率	-37.2%	37.9%	21.6%	15.8%
YoY (%)	-37.2%	37.9%	21.6%	15.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.33	0.45	0.55	0.63	毛利率	36.2%	36.5%	36.7%	36.9%
					净利率	10.3%	12.0%	13.0%	13.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.3%	6.3%	6.7%	6.9%
货币资金	331	859	1,069	1,307	净资产收益率 ROE	8.4%	10.0%	10.5%	10.5%
预付款项	36	28	32	34	<b>偿债能力</b>				
存货	661	770	866	941	流动比率	1.88	1.89	1.94	2.05
其他流动资产	1,204	943	1,063	1,157	速动比率	<b>1.29</b>	<b>1.31</b>	<b>1.37</b>	<b>1.47</b>
流动资产合计	2,231	2,601	3,029	3,439	现金比率	0.28	0.63	0.69	0.78
长期股权投资	203	208	213	218	资产负债率	35.9%	35.7%	35.1%	33.5%
固定资产	461	556	653	752	<b>经营效率</b>				
无形资产	186	240	294	348	总资产周转率	0.52	0.53	0.52	0.50
非流动资产合计	1,422	1,601	1,782	1,965	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,653	4,202	4,811	5,404	每股收益	0.33	0.45	0.55	0.63
短期借款	100	200	250	260	每股净资产	3.89	4.50	5.21	6.02
应付账款及票据	747	751	845	918	每股经营现金流	0.08	0.95	0.52	0.63
其他流动负债	340	422	465	499	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,187	1,373	1,560	1,677	<b>估值分析</b>				
长期借款	87	89	91	93	PE	170.00	123.23	101.34	87.50
其他长期负债	38	38	38	38	PB	2.64	12.32	10.64	9.23
非流动负债合计	125	127	129	131					
负债合计	1,312	1,500	1,689	1,808					
股本	591	591	591	591					
少数股东权益	42	42	42	42					
股东权益合计	2,341	2,702	3,122	3,596					
负债和股东权益合计	3,653	4,202	4,811	5,404					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。