东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

军工行业

推荐 （维持）

风险评级：中风险

2019 年 3 月 21 日

业绩低于预期，毛利率下降和资产减值损失增长是主因

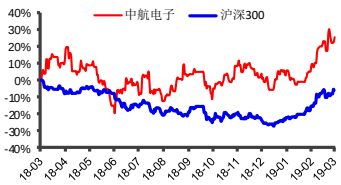
中航电子（600372）年报点评

李隆海
SAC 执业证书编号：S0340510120006
电话：0769-22119462
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据

2019 年 3 月 20 日	
收盘价(元)	17.00
总市值（亿元）	299.06
总股本(亿股)	1,759.18
流通股本(亿股)	1,759.18
ROE（TTM）	7.76%
12 月最高价(元)	17.97
12 月最低价(元)	10.51

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **业绩低于预期。**公司2018年实现营业收入76.43亿元，同比增长8.83%；归属于上市公司股东的净利润4.79亿元，同比下降11.63%；归属上市公司股东的扣非净利润为1.74亿元，同比下降53.41%；每股收益0.27元。

- **毛利率下降和资产减值损失大幅增长是公司盈利下降的主要原因。**2018年公司综合毛利率29.68%，同比下降2.58个百分点，其中航空产品毛利率29.57%，同比下降了4.61个百分点。另外，公司资产减值损失1.63亿元，同比增长 82.5%,主要是子公司宝成仪表往来款项计提的坏账损失。

- **我国军机加快升级换代，航电市场快速发展。**航电系统相当于飞机“大脑”，是实现航空防务作战能力和作战效能提升的关键。航空电子系统对飞机整体性能影响日益增大的同时，航空电子系统的成本占飞机出厂总成本的比例也直线上升：从20世纪60年代F-4的10%，70年代F-15C的21%，80年代中期F-16C的30%，到90年代 EF-2000和F-22的40-50%。根据《航空知识》统计，F-35航电成本已经占到 60%。

  我国仍有三成比例作战飞机是三代作战飞机。根据《飞行国际》发布的《WorldAirForce2019》，我国作战飞机中，有J-7、J-8二代作战飞机561架，占我国作战飞机比例高达34.5%；三代作战飞机J-10有260架、J-11/15su-27/30/35有391架，合计651架，占我国作战飞机比例为40.1%。美国作战飞机基本上是三代以上作战飞机，并拥有四代作战飞机F-22 178架，F-35 214架。随着我国第三代作战飞机日趋成熟，新型战机歼-16，歼-10c以及五代隐身战斗机歼-20的相继服役，未来二代作战飞机将逐渐退役。第三代作战飞机的不断服役，明显提升对航电系统的需求。

- **资产注入值得期待。**公司托管机载公司14家企业事业单位，其中包括5家重点科研院所，**托管公司收入规模相当于中航电子的三倍。**军工科研院所转制启动，扫清科研所注入障碍，军工科研院所转制为企业改革目标：2018年首批生产经营类军工科研院所完成转制，2020年其他生产经营类军工科研院所基本完成转制。另外，航电资产盈利能力好于其他类军工资产，注入将明显增厚上市公司业绩。

- **投资建议。**公司是我国航电龙头，随着我国军机加快升级换代，公司明显受益。另外，公司资产注入预期较为确定，将明显增厚公司业绩。我们预计公司2019年、2020年每股收益分别为0.35元、0.44元，目前股价对应PE为49倍、38倍，维持公司“推荐”投资评级。

- 风险提示：军工产品需求低迷，资产注入低于预期。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E
营业总收入	**7,023**	**7,643**	**8,561**	**10,273**
营业总成本	**6,507**	**7,379**	**8,026**	**9,528**
营业成本	4757	5375	5907	6985
营业税金及附加	37	34	39	46
销售费用	109	121	128	154
管理费用	1273	934	1027	1233
研发费用	-	447	497	596
财务费用	241	305	317	380
其他经营收益	**87**	**208**	**95**	**95**
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	14	123	10	10
其他收益	74	85	85	85
营业利润	**603**	**473**	**630**	**840**
加 营业外收入	51	97	100	100
减 营业外支出	17	5	0	0
利润总额	**637**	**565**	**730**	**940**
减 所得税	78	83	110	141
净利润	**558**	**482**	**621**	**799**
减 少数股东损益	16	3	12	16
归母公司所有者的净利润	**542**	**478**	**608**	**783**
基本每股收益(元)	**0.31**	**0.27**	**0.35**	**0.44**

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn