

中航电子 (600372.SH)

业绩较快增长，看好航电龙头长期发展

核心观点：

- 公司公布半年报：** 营收端，因今年订单增加，产品交付增长，上半年实现营业收入 46.16 亿元，同比增长 29.03%。报告期内，公司按计划参与重点装备和国家重大科技专项任务，重点抓好民机项目的配套产品研发管理，按计划完成产品交付和系统联试，持续拓展非航空防务和非航空民品业务。利润端，报告期内实现归母净利润 3.85 亿元，同比增长 45.74%。归母净利润增速快于营收增速，主要系期间费用率降低所致。**资产负债表端，**公司本期末应收账款 83.23 亿元，同比下降 4.23%；合同负债 6.42 亿元，同比增长 462.22%，主要系预收货款增加所致；存货 53.39 亿元，同比增长 26.42%。
- 核心投资逻辑：** (1) 航空电子系统产品谱系化布局奠定领先优势。公司目前是国内供应航空电子系统的领先企业之一，为客户提供综合化的航空电子系统解决方案，具有产品谱系全、配套范围广等综合优势。(2) 国防装备现代化升级贡献中短期稳增长动力，长期民航国产替代为潜在增长点。公司配套历史悠久，产品配套国内主要航空装备，有望在我国国防战略转型及航空武器装备升级换代中率先受益，中长期看民航大飞机市场国产替代正稳步推进，公司有望凭借其在高端装备领域积累的技术及成本优势分享红利。(3) 中长期看，托管单位有望与上市公司实现更好的协同发展，国企改革或有望助力。
- 盈利预测与投资评级：** 预计 21-23 年业绩分别为 0.43 元/股、0.53 元/股、0.65 元/股。考虑公司的航电系统产品的谱系化优势以及先发优势，并结合高端航空装备航电系统潜在更为广阔的维修升级空间等，基于可比公司估值水平，我们认为适合给予公司 22 年 40 倍的 PE 估值，对应合理价值 21.33 元/股，给予“增持”评级。
- 风险提示：** 疫情超预期；装备需求不及预期；重大政策调整风险等。

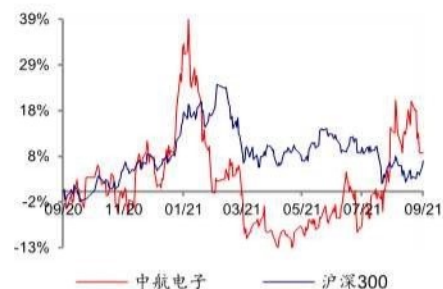
盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,352	8,747	10,458	12,355	14,402
增长率 (%)	9.3	4.7	19.6	18.1	16.6
EBITDA (百万元)	1,256	1,392	1,567	1,870	2,189
归母净利润 (百万元)	556	631	827	1,028	1,247
增长率 (%)	16.0	13.4	31.2	24.2	21.3
EPS (元/股)	0.32	0.33	0.43	0.53	0.65
市盈率 (P/E)	45.06	60.07	41.71	33.57	27.68
ROE (%)	7.1	5.9	7.2	8.2	9.1
EV/EBITDA	22.66	27.15	22.18	18.70	15.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持
当前价格	17.90 元
合理价值	21.33 元
前次评级	买入
报告日期	2021-09-08

相对市场表现



分析师： 孟祥杰
 SAC 执业证号：S0260521040002
 SFC CE No. BRF275
 010-59136693
 mengxiangjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人： 吴坤其 020-59136728
 wukunqi@gf.com.cn

一、2021年H1中报点评

事件：中航电子公布2021年半年报。2021年上半年合并口径实现营业收入46.16亿元，同比增长29.03%；实现归母净利润3.85亿元，同比增长45.74%；实现扣非归母净利润3.39亿元，同比增长46.14%。

营收稳增，归母净利润增长45.74%。营收端，2021年H1实现营业收入46.16亿元，同比增长29.03%，营业收入变动原因主要系今年订单增加，产品交付增长所致。报告期内，公司按计划参与重点装备和国家重大科技专项任务，重点抓好民机项目的配套产品研制管理，按计划完成产品交付和系统联试，持续拓展非航空防务和非航空民品业务。

利润端，报告期内实现归母净利润3.85亿元，同比增长45.74%。毛利率方面，上半年毛利率为28.05%，比去年同期减少1.19个pct。**归母净利润增速快于营收增速，主要系期间费用率降低，**本期期间费用率为18.66%，比去年同期减少2.07个pct。其中，销售费用为0.47亿元，同比增长25.10%，销售费率为1.01%，比去年同期减少0.03个pct；管理费用为3.86亿元，同比增长16.35%，管理费率为8.35%，比去年同期减少0.91个pct；财务费用为0.78亿元，同比减少41.11%，主要系可转债提前赎回所致，财务费率为1.68%，比去年同期减少2.00个pct。

资产负债表端，公司本期末应收账款为83.23亿元，同比下降4.23%。合同负债为6.42亿元，同比增长462.22%，主要系预收货款增加所致。存货端，本期末存货账面价值53.39亿元，同比增长26.42%。

从盈利质量看，2021年上半年销售商品收到现金流为44.49亿元，同比增长132.67%；收到的现金流占收入占比为96.38%。2021年上半年经营性现金流入为49.71亿元，同比增长137.61%；净现金流占净利润比为87.18%。

二、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）**航空电子系统产品谱系化布局奠定领先优势。**公司目前是国内供应航空电子系统的领先企业之一，为客户提供综合化的航空电子系统解决方案，具有产品谱系全、配套范围广等综合优势。（2）**国防装备现代化升级贡献中短期稳增长动力，长期民航国产替代为潜在增长点。**公司配套历史悠久，产品配套国内主要航空装备，有望在我国国防战略转型及航空武器装备升级换代中率先受益，中长期看民航大飞机市场国产替代正稳步推进，公司有望凭借其在高端装备领域积累的技术及成本优势分享红利。（3）**中长期看，托管单位有望与上市公司实现更好的协同发展，国企改革或有望助力。**为了加强相关业务的整合，使上市公司与托管单位能够协同发展，公司股东机载公司约定将其下属14家企事业单位委托给公司管理。机载公司入选“双百行动”名单，长期看有望实现相关资产协同化发展及提质增效。

当前，公司在航空电子系统各专业领域具备系统级、设备级和器件级产品完整产业

链的研发、制造和试验验证体系，竞争优势及寡头垄断地位突出，有望在我国国防战略转型及航空武器装备升级换代中率先受益，我们预计2021-23年公司合并口径营业收入分别达104.58/123.55/144.02亿元，分别同比增长19.57%/18.13%/16.57%，预计未来三年整体毛利率分别为28.34%/28.86%/29.39%。

具体来看：

(1) **航空产品方面**，当前国防工业高端装备现代化建设正在推进，公司产品谱系齐全、下游覆盖机型较广，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长22.00%/20.00%/18.00%，2021-23年该业务毛利率分别为29.00%/29.50%/30.00%。

(2) **非航空民用产品方面**，随着航空电子技术派生而来的电子信息、智能系统、机电自动化等民用电子信息产品实现进一步的市场推广，市场占有率攀升，预计2021-23年该业务营收分别同比增长5.00%/5.00%/5.00%，预计2021-23年该业务毛利率分别为20.00%/20.00%/20.00%。

(3) **非航空防务方面**，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长0.00%/0.00%/0.00%，预计2021-23年该业务毛利率分别为30.00%/30.00%/30.00%。

(4) **费用率方面**，结合公司营收增长情况及相关市场的开拓与业务整合，预计2021-2023年公司管理销售费用率分别10.91%/10.85%/10.75%，财务费用率分别为2.30%/2.60%/2.68%。

表1：公司分业务拆分（单位：亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
航空产品				
收入	76.21	92.98	111.57	131.65
增长率 (%)	8.90	22.00	20.00	18.00
成本	54.06	66.01	78.66	92.16
毛利	22.15	26.96	32.91	39.50
毛利率 (%)	29.06	29.00	29.50	30.00
非航空民用产品				
收入	7.04	7.39	7.76	8.15
增长率 (%)	-16.69	5.00	5.00	5.00
成本	5.58	5.91	6.21	6.52
毛利	1.46	1.48	1.55	1.63
毛利率 (%)	20.73	20.00	20.00	20.00
非航空防务				
收入	3.98	3.98	3.98	3.98
增长率 (%)	-23.61	0.00	0.00	0.00
成本	2.82	2.79	2.79	2.79
毛利	1.16	1.20	1.20	1.20
毛利率 (%)	29.13	30.00	30.00	30.00
其他				
收入	0.23	0.23	0.23	0.23

增长率 (%)	-276.96	0.00	0.00	0.00
成本	-0.67	0.23	0.23	0.23
毛利	0.92	0.00	0.00	0.00
毛利率 (%)	400	0.00	0.00	0.00
合计				
收入	87.47	104.58	123.55	144.02
增长率 (%)	4.73	19.57	18.13	16.57
成本	61.79	74.95	87.89	101.70
毛利	25.68	29.64	35.66	42.32
毛利率 (%)	29.36	28.34	28.86	29.39

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综上, 预计2021-2023年, 中航电子收入分别为104.58/123.55/144.02亿元, 分别同比增长19.57%/18.13%/16.57%; 归母净利润8.27/10.28/12.47亿元, 同比增长31.2%/24.2%/21.3%, 2021/2022/2023年EPS分别为0.43/0.53/0.65元/股。

可比公司估值: 在国内高端航空装备系统级企业中, 上市公司除了中航电子外, 另外主要有中航机电 (航空机电系统等)、江航装备 (航空制氧系统等) 和航发控制 (航空发动机控制系统等)。考虑中航电子的谱系化优势以及先发优势, 并基于高端航空装备航电系统潜在更为广阔的维修升级空间等, 基于可比公司估值水平, 我们认为适合给予公司22年40倍的PE估值, 对应合理价值21.33元/股, 给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值表 (市值统计截至2021/9/7收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
江航装备	688586.SH	航空制氧系统等	129	194	277	402	65	47	32
中航机电	002013.SZ	航空装备机电系统等	561	1,075	1,394	1,777	41	40	32
航发控制	000738.SZ	航空发动机控制系统等	302	368	493	654	71	61	46

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (可比公司盈利预测均为 wind 一致预测)

三、风险提示

(一) 疫情发展超出预期

军工上市企业生产地较为集中, 同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高, 疫情反复对相关企业影响较大。

(二) 重点装备列装需求及交付不及预期

军工行业买方具有唯一性特征, 且越往下游军工企业的垄断性越为明显, 部分规模较小企业或配套装备型号较为单一, 若此类型号生产及需求计划发生改变, 则对相关客户需求单一的企业影响较大。

（三）重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业，考虑生产计划的保密性、战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整（如影响较大的定价政策、采购政策）等，则易对板块产生一定系统性冲击。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16,988	18,426	21,489	24,761	27,551
货币资金	3,350	3,947	4,859	5,973	6,739
应收及预付	9,044	9,414	10,649	11,793	12,740
存货	3,962	4,747	5,459	6,456	7,507
其他流动资产	633	318	523	539	564
非流动资产	5,709	6,294	6,883	7,561	8,208
长期股权投资	32	33	31	29	28
固定资产	2,904	3,472	4,025	4,670	5,294
在建工程	1,458	1,415	1,485	1,556	1,608
无形资产	680	719	725	733	746
其他长期资产	636	655	617	573	532
资产总计	22,697	24,720	28,372	32,322	35,759
流动负债	11,361	11,115	13,911	16,796	18,940
短期借款	4,197	3,015	4,250	5,596	6,359
应付及预收	5,890	6,686	8,034	9,452	10,674
其他流动负债	1,274	1,414	1,627	1,747	1,907
非流动负债	3,113	2,577	2,577	2,577	2,577
长期借款	338	680	680	680	680
应付债券	2,129	0	0	0	0
其他非流动负债	646	1,897	1,897	1,897	1,897
负债合计	14,474	13,692	16,488	19,373	21,517
股本	1,760	1,928	1,928	1,928	1,928
资本公积	1,546	4,066	4,066	4,066	4,066
留存收益	4,194	4,719	5,546	6,574	7,821
归属母公司股东权益	7,840	10,626	11,454	12,482	13,729
少数股东权益	382	402	430	468	513
负债和股东权益	22,697	24,720	28,372	32,322	35,759

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,352	8,747	10,458	12,355	14,402
营业成本	5,774	6,178	7,495	8,789	10,170
营业税金及附加	38	23	37	42	48
销售费用	142	114	195	222	245
管理费用	914	803	946	1,118	1,303
研发费用	580	647	800	908	1,066
财务费用	301	254	241	321	385
资产减值损失	-141	-36	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	198	-6	107	110	112
营业利润	607	731	947	1,174	1,425
营业外收支	24	-12	0	0	0
利润总额	631	719	947	1,174	1,425
所得税	53	64	92	108	133
净利润	579	655	856	1,066	1,292
少数股东损益	23	25	28	38	45
归属母公司净利润	556	631	827	1,028	1,247
EBITDA	1,256	1,392	1,567	1,870	2,189
EPS (元)	0.32	0.33	0.43	0.53	0.65

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	736	810	847	1,119	1,407
净利润	579	655	856	1,066	1,292
折旧摊销	412	381	407	413	424
营运资金变动	-628	-584	-588	-620	-642
其它	372	357	173	261	333
投资活动现金流	-642	-615	-884	-977	-955
资本支出	-768	-874	-1,004	-1,106	-1,080
投资变动	38	242	13	20	14
其他	87	16	107	110	112
筹资活动现金流	775	409	949	972	313
银行借款	6,071	4,717	1,234	1,347	762
股权融资	5	20	0	0	0
其他	-5,301	-4,327	-285	-375	-449
现金净增加额	867	603	912	1,114	766
期初现金余额	2,477	3,344	3,947	4,859	5,973
期末现金余额	3,344	3,947	4,859	5,973	6,739

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	9.3%	4.7%	19.6%	18.1%	16.6%
营业利润增长	28.1%	20.5%	29.5%	23.9%	21.4%
归母净利润增长	16.0%	13.4%	31.2%	24.2%	21.3%
获利能力					
毛利率	30.9%	29.4%	28.3%	28.9%	29.4%
净利率	6.9%	7.5%	8.2%	8.6%	9.0%
ROE	7.1%	5.9%	7.2%	8.2%	9.1%
ROIC	5.2%	6.2%	6.2%	6.8%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	63.8%	55.4%	58.1%	59.9%	60.2%
净负债比率	176.0%	124.1%	138.7%	149.6%	151.1%
流动比率	1.50	1.66	1.54	1.47	1.45
速动比率	1.11	1.20	1.12	1.06	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.35	0.37	0.38	0.40
应收账款周转率	1.22	1.17	1.30	1.40	1.55
存货周转率	2.11	1.84	1.92	1.91	1.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.33	0.43	0.53	0.65
每股经营现金流	0	0	0	1	1
每股净资产	4.46	5.51	5.94	6.47	7.12
估值比率					
P/E	45.06	60.07	41.71	33.57	27.68
P/B	3.20	3.57	3.01	2.77	2.51
EV/EBITDA	22.66	27.15	22.18	18.70	15.98

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。