

中航电子 (600372)

证券研究报告
2022年06月11日

加快推进专业化整合，向世界一流机载系统供应商转型升级

事件：6月10日中航电子发布公告，拟以发行A股方式换股吸收合并中航机电，中航电子为吸收合并方，中航机电为被吸收合并方。

本次中航机电与中航电子的换股比例为1:0.6605。中航电子为本次换股吸收合并发行的股份数量合计为25.66亿股。本次换股吸收合并完成后，机载公司将其原持有中航电子的股份以及原持有中航机电的股份按照换股比例换成的中航电子股份对应的表决权委托给中航科工。交易完成后，中航科工仍为存续公司的控股股东。

同时，中航电子拟采用询价的方式向包括中航科工、航空投资、中航沈飞、航空工业成飞在内的不超过35名特定投资者非公开发行A股股票募集配套资金不超过50亿元。

● 加强核心军工资产及业务专业化整合，加速向世界一流系统供应商转型升级

从全球来看，航空机载产业呈现系统化、集成化、智能化发展趋势，国际航空产业巨头大多形成了专业化的机载系统研制生产体系，机载产业的综合竞争力持续提升。同海外航空机载系统企业相比(例如：通用电气(航电)、霍尼韦尔(飞控)、柯林斯(导航)、汉胜(电源)、派克(液压)等)，我国航空机载产业资源存在专业分类复杂、相关单位层级复杂、数量众多、资源分散且缺少重点牵头单位的特点，产业资源利用率有待提高。近年来，中航电子与中航机电通过资产注入、托管等方式，已分别陆续开展了各自细分领域的专业化整合。

我们认为，航空工业机载正加速建立以事业部为主体的上下协调、内外协同的业务运行流程体系。此次合并顺利完成，上市公司有望完成平台整合，更好地协调合并双方的技术、人员、供应链、客户等资源，发挥协同效应，实现优势互补，或将同时从科研协同和集成交付两方面持续推进与主机协同发展，有望加速统筹产业链资源专业化整合，促进供应链体系提高运转效率，提升专业化人才培养能力、促进自主品牌发展、提高企业核心竞争力。同时，或将进一步促进军民融合，高效保障航空武器装备发展，为我国商用飞机机载系统配套破除生产制度壁垒，提供研发服务平台。

同时本次公司合并或将在机载系统层面实现航空电子系统和航空机电系统的深度融合，提升资产质量和运营效率，把握机载系统产业发展的战略机遇，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，公司机载系统产品核心竞争力有望进一步提升。

● 打造唯一的航空机载全科目平台，优质资产注入仍有望有序推进

2022年5月18日，国务院国资委党委委员、副主任翁杰明在深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会上表示，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司，必要的也可单独上市。

根据2018年中航电子和中航机电同航空工业机载签署的《托管协议》，当前两家拟合并主体上市公司共托管航空工业机载下属22家企事业单位，其中包括6家重点科研院所(均为国内航空机载核心院所)，16家企业单位。2021年，中航电子和中航机电托管费收入共计0.81亿元，以托管费收取比例2%/3%计算，可推测2021年两家托管单位总营收合计为369.53亿元，相当于两公司当期总营收的148.82%。

我们认为，当前机载产品系统集成度要求日益升高，研发-生产-维修专业一体化或将成为机载集团发展的重要方向，此次两家公司合并后的存续公司作为机载集团主体上市平台，资产注入仍有望继续，核心优质资产注入将带动存续公司在系统级供应能力持续升级，协同效应有望进一步凸显。此次公司合并响应航空工业产业融合发展模式，有助于提升我国机载系统的整体研制水平和综合实力，实现机载系统关键技术领域的重大突破，有利于更好地承担国家机载重大专项任务，公司未来或将受益于相关优质资产的整合。

盈利预测与评级：我们认为，公司作为我国机载系统的主要供应商，未来三年内或将充分受益于“十四五”期内新一代航空装备的快速放量与国产大飞机项目的逐步落地。同时航空装备存量提升后潜在的机载系统后端维修市场或将在中长期内保障公司的盈利能力。在此假设下，预测公司(合并前)2022-2024年的归母净利润为9.69/11.90/14.59亿元，对应PE为40.98/33.39/27.23x。若公司依照本次预案顺利完成合并，预计合并后公司2022-2024年的备考归母净利润为25.68/31.49/38.20亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，军品业务波动风险，运营风险，供应链风险，技术创新风险，质量控制风险，募投项目达产进展不及预期的风险，本次换股吸收合并推进不及预期风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,746.61	9,839.30	11,673.60	13,890.65	16,155.11
增长率(%)	4.72	12.49	18.64	18.99	16.30
EBITDA(百万元)	2,028.73	2,313.73	1,747.03	1,958.20	2,231.72
净利润(百万元)	630.78	798.70	969.28	1,189.78	1,458.54
增长率(%)	13.45	26.62	21.36	22.75	22.59
EPS(元/股)	0.33	0.41	0.50	0.62	0.76
市盈率(P/E)	62.97	49.73	40.98	33.39	27.23
市净率(P/B)	3.74	3.53	3.28	3.08	2.83
市销率(P/S)	4.54	4.04	3.40	2.86	2.46
EV/EBITDA	18.51	18.73	23.10	19.62	17.29

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	20.6元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,928.21
流通A股股本(百万股)	1,928.21
A股总市值(百万元)	39,721.21
流通A股市值(百万元)	39,721.21
每股净资产(元)	5.95
资产负债率(%)	53.94
一年内最高/最低(元)	22.97/14.05

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中航电子-首次覆盖报告:国内航电系统主要供应商，有望受益于平台专业化整合》2022-05-20

图 1：航空机载系统事业部改革情况



资料来源：航空工业官方公众号，天风证券研究所

图 2：中航电子与中航机电当前托管单位

中航电子及中航机电当前托管单位（共22家托管单位/含6家研究所）				
	托管单位名称	单位类型	注册/开办资本（万元）	托管股权比例
中航电子	中国航空工业集团公司雷华电子技术研究所（607所）	事业单位	84,042.00	-
	中国航空工业集团公司洛阳电光设备研究所（613所）	事业单位	92,087.00	-
	中国航空无线电电子研究所（615所）	事业单位	119,601.00	-
	中国航空工业集团公司西安飞行自动控制研究所（618所）	事业单位	77,227.00	-
	中国航空工业集团公司西安航空计算技术研究所（631所）	事业单位	25,833.00	-
	北京青云航空设备有限公司	有限责任公司	60,057.00	100%
	陕西宝成实业有限责任公司	有限责任公司	2,800.00	100%
	深圳市汇富源包装材料有限公司	有限责任公司	510.00	39.0%
	深圳宝成科技有限公司	有限责任公司	1,000.00	64.5%
	中航无锡雷达技术有限公司	有限责任公司	500.00	100%
	中航洛阳光电技术有限公司	有限责任公司	500.00	100%
	中航（上海）航空无线电电子技术有限公司	有限责任公司	500.00	100%
	中航西安飞行自动控制技术有限公司	有限责任公司	500.00	100%
	中航西安航空计算技术有限公司	有限责任公司	500.00	100%
中航机电	中国航空工业集团公司金城南京机电液压工程研究中心（609所）	事业单位	5,655.00	-
	航宇救生装备有限公司	有限责任公司	10,000.00	100%
	西安庆安产业发展有限公司	有限责任公司	19,602.57	100%
	郑州郑飞投资控股有限公司	有限责任公司	15,000.00	100%
	陕西秦岭航空电气有限责任公司	有限责任公司	5,800.00	100%
	四川凌峰资产经营管理有限公司	有限责任公司	100.00	100%
	雅安泛华科技开发有限责任公司	有限责任公司	10.00	100%
陕西长空齿轮有限责任公司	有限责任公司	2,100.00	100%	

天风军工团队整理

资料来源：公司公告，相关单位官网，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,946.79	3,940.25	3,016.76	4,764.61	4,423.78
应收票据及应收账款	9,054.03	8,621.28	10,834.72	10,772.95	12,562.21
预付账款	360.15	389.11	434.30	491.32	454.18
存货	4,746.82	6,111.99	6,239.12	7,917.38	7,840.97
其他	318.35	349.80	342.84	360.09	354.29
流动资产合计	18,426.14	19,412.42	20,867.74	24,306.34	25,635.43
长期股权投资	32.88	30.05	30.05	30.05	30.05
固定资产	3,472.46	4,136.17	3,741.56	3,346.95	2,952.34
在建工程	1,414.76	1,202.30	1,202.30	1,202.30	1,202.30
无形资产	719.11	772.04	681.33	590.63	499.92
其他	654.55	709.66	674.05	679.18	681.92
非流动资产合计	6,293.76	6,850.22	6,329.30	5,849.11	5,366.54
资产总计	24,719.90	26,262.65	27,197.04	30,155.46	31,001.96
短期借款	3,015.26	2,372.10	2,253.50	2,140.82	2,033.78
应付票据及应付账款	6,685.68	6,980.56	8,572.68	9,395.17	10,775.51
其他	1,293.71	1,276.17	1,257.19	2,647.37	1,387.89
流动负债合计	10,994.65	10,628.83	12,083.37	14,183.36	14,197.18
长期借款	680.24	1,549.68	1,394.73	1,255.26	1,129.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,896.53	1,005.80	1,182.75	1,361.69	1,183.42
非流动负债合计	2,576.77	2,555.48	2,577.48	2,616.95	2,313.15
负债合计	13,691.59	14,610.62	14,660.85	16,800.31	16,510.33
少数股东权益	401.98	415.18	432.53	453.81	479.91
股本	1,928.21	1,928.21	1,928.21	1,928.21	1,928.21
资本公积	4,065.96	4,066.07	4,066.07	4,066.07	4,066.07
留存收益	4,718.84	5,324.95	6,051.91	6,944.25	8,038.15
其他	(86.68)	(82.39)	57.47	(37.20)	(20.71)
股东权益合计	11,028.31	11,652.03	12,536.19	13,355.14	14,491.64
负债和股东权益总计	24,719.90	26,262.65	27,197.04	30,155.46	31,001.96

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	655.34	817.72	969.28	1,189.78	1,458.54
折旧摊销	371.88	453.33	485.32	485.32	485.32
财务费用	271.29	157.22	106.31	94.21	80.71
投资损失	5.78	2.22	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	677.81	(1,241.81)	(1,781.83)	642.97	(1,774.10)
其它	(1,172.53)	1,361.17	23.12	28.38	34.79
经营活动现金流	809.57	1,549.83	(198.80)	2,439.66	284.26
资本支出	(314.30)	1,842.63	(176.95)	(178.94)	178.28
长期投资	1.24	(2.83)	0.00	0.00	0.00
其他	(302.32)	(2,679.58)	177.95	179.94	(177.28)
投资活动现金流	(615.38)	(839.78)	1.00	1.00	1.00
债权融资	(3,143.56)	443.23	(617.45)	(293.60)	(269.25)
股权融资	2,069.06	4.40	(108.24)	(399.21)	(356.84)
其他	1,483.55	(1,164.16)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	409.05	(716.53)	(725.69)	(692.81)	(626.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	603.24	(6.48)	(923.49)	1,747.85	(340.83)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,746.61	9,839.30	11,673.60	13,890.65	16,155.11
营业成本	6,178.47	6,977.01	8,234.07	9,800.65	11,346.01
营业税金及附加	22.87	35.03	40.86	48.62	56.54
销售费用	114.27	103.16	116.74	138.91	161.55
管理费用	802.67	924.30	1,073.97	1,277.94	1,486.27
研发费用	647.42	827.13	992.26	1,187.65	1,389.34
财务费用	253.91	99.94	106.31	94.21	80.71
资产/信用减值损失	(65.68)	(60.30)	(41.00)	(31.50)	(27.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.78)	(2.22)	1.00	1.00	1.00
其他	67.03	53.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	731.44	881.70	1,069.40	1,312.18	1,608.69
营业外收入	8.00	6.01	5.00	4.00	2.00
营业外支出	19.96	6.62	5.00	3.50	1.50
利润总额	719.48	881.09	1,069.40	1,312.68	1,609.19
所得税	64.14	63.37	77.00	94.51	115.86
净利润	655.34	817.72	992.40	1,218.17	1,493.33
少数股东损益	24.56	19.03	23.12	28.38	34.79
归属于母公司净利润	630.78	798.70	969.28	1,189.78	1,458.54
每股收益(元)	0.33	0.41	0.50	0.62	0.76

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	4.72%	12.49%	18.64%	18.99%	16.30%
营业利润	20.46%	20.54%	21.29%	22.70%	22.60%
归属于母公司净利润	13.45%	26.62%	21.36%	22.75%	22.59%
获利能力					
毛利率	29.36%	29.09%	29.46%	29.44%	29.77%
净利率	7.21%	8.12%	8.30%	8.57%	9.03%
ROE	5.94%	7.11%	8.01%	9.22%	10.41%
ROIC	8.17%	8.86%	9.57%	10.25%	13.52%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	55.39%	55.63%	53.91%	55.71%	53.26%
净负债率	-0.85%	3.92%	6.93%	-8.08%	-6.39%
流动比率	1.66	1.61	1.73	1.71	1.81
速动比率	1.23	1.10	1.21	1.16	1.25
营运能力					
应收账款周转率	0.99	1.11	1.20	1.29	1.38
存货周转率	2.01	1.81	1.89	1.96	2.05
总资产周转率	0.37	0.39	0.44	0.48	0.53

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.33	0.41	0.50	0.62	0.76
每股经营现金流	0.42	0.80	-0.10	1.27	0.15
每股净资产	5.51	5.83	6.28	6.69	7.27
估值比率					
市盈率	62.97	49.73	40.98	33.39	27.23
市净率	3.74	3.53	3.28	3.08	2.83
EV/EBITDA	18.51	18.73	23.10	19.62	17.29
EV/EBIT	22.63	23.26	31.98	26.08	22.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com