

2022年06月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中航电子(600372): 航空机载新巨头, 专业化整合问鼎世界一流

推荐(首次)

事件

分析师: 毛正
执业证书编号: S1050521120001
邮箱: maozheng@cfsc.com.cn

联系人: 刘煜
执业证书编号: S1050121110011
邮箱: liuy@cfsc.com.cn

中航电子发布重组预案, 公司拟以发行A股换股吸收合并中航机电, 另配套融资不超过50亿元。

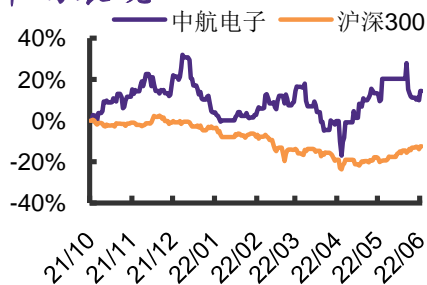
投资要点

基本数据

2022-06-23

当前股价(元)	19.60
总市值(亿元)	377.9
总股本(百万股)	1,928.2
流通股本(百万股)	1,928.2
52周价格范围(元)	14.05-22.97
日均成交额(百万元)	389.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

■ 中航电子换股吸收合并中航机电, 打造世界一流航空机载企业

中航电子是航空工业旗下航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台, 多年来为国内外众多航空主机厂所及其他军工产品平台提供配套系统级产品, 其产品谱系覆盖飞行控制系统、惯性导航系统、飞行航姿系统等技术领域, 也拓展非航空防务及高端制造业。中航机电是航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台, 承担航空机电产品的市场开拓、设计研发、生产制造、售后服务、维修保障的全价值链管理, 为航空装备提供专业配套系统产品, 致力于为防务和民生提供系统解决方案。

本次交易通过换股吸收合并的方式对中航电子和中航机电进行重组整合, 具体方式为: 中航电子以发行A股方式吸收合并中航机电, 中航电子为吸收合并方, 中航机电为被吸收合并方, 即中航电子向中航机电的换股股东发行A股股票, 交换该等股东所持有的中航机电股票。本次交易, 中航机电与中航电子的换股比例为1比0.6605, 即每一股中航机电股票可与换得0.6605股中航电子股票。

同时, 中航电子拟采用询价方式向包括中航科工、航空投资、中航沈飞、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, 募集资金用于补充合并后存续公司的流动资金及降低财务非费用, 支付本次交易有关的税费及中介结构费用以及项目建设。

■ 核心军工资产业务专业化整合, 利润端未来有望持续优化

2018年, 航空工业集团将中航机电系统有限公司与中航航空电子系统有限责任公司进行整合, 成立中航机载系统有限公司。整合后, 中航电子与航空工业机载签署《托管协议》, 约定航空工业机载将重点科研所在内的14家下属企事业单位委托给中航电子管理。当前两家公司共托管22家企事业单位, 其中包括6家重点科研院所, 16家企业单位。通过核心

军工资产及业务的专业化整合，能够更好的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，有效提升存续公司核心竞争力，做强做精主责主业，将存续公司打造成为世界一流的航空机载企业，未来利润端有望持续优化。

本次交易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，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，有助于进一步提升航空工业机载系统的综合实力。中航电子作为存续公司将整合吸收合并双方资源，优化航空工业机载板块的产业布局，发挥规模效应，实现优势互补，有效提升存续公司核心竞争力，打造具有国际竞争力的航空机载产业，在协同发展、产业拓展上实现新跨越，支撑航空事业健康发展。

盈利预测

我们认为公司重组顺应全球航空机载产业发展趋势，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，进一步加强对航空产业链下游企业的供应保障能力，助力航空工业高质量发展。基于审慎性原则，暂不考虑增发对公司股本及业绩的影响，预测公司2022-2024年收入分别为115.68、134.98、154.68亿元，EPS分别为0.5、0.64、0.76元，当前股价对应PE分别为39、31、26倍，给予“推荐”投资评级。

风险提示

下游行业景气度下行风险、吸收合并重组终止风险、行业竞争加剧风险、海外政策变化的风险、增发进度不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	9,839	11,568	13,498	15,468
增长率（%）	12.5%	17.6%	16.7%	14.6%
归母净利润（百万元）	799	972	1,233	1,467
增长率（%）	26.6%	21.7%	26.9%	19.0%
摊薄每股收益（元）	0.41	0.50	0.64	0.76
ROE（%）	6.9%	8.0%	9.6%	10.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）（暂不考虑增发对股本及业绩的影响）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	9,839	11,568	13,498	15,468
现金及现金等价物	3,940	3,348	2,513	1,886	营业成本	6,977	8,080	9,397	10,727
应收款	8,701	10,142	11,833	13,561	营业税金及附加	35	41	48	55
存货	6,112	6,675	7,763	8,862	销售费用	103	116	135	155
其他流动资产	660	776	905	1,037	管理费用	924	1,087	1,268	1,453
流动资产合计	19,412	20,940	23,015	25,346	财务费用	100	96	169	171
非流动资产：					研发费用	827	925	1,012	1,160
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,955	2,224	2,584	2,939
固定资产	4,135	4,581	4,864	4,955	资产减值损失	-66	66	0	0
在建工程	1,202	981	692	477	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	772	695	618	548	投资收益	-2	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	营业利润	882	1,157	1,468	1,747
其他非流动资产	711	711	711	711	加：营业外收入	6	6	6	6
非流动资产合计	6,850	6,997	6,915	6,721	减：营业外支出	7	7	7	7
资产总计	26,263	27,937	29,930	32,067	利润总额	881	1,156	1,468	1,746
流动负债：					所得税费用	63	162	205	244
短期借款	2,372	2,372	2,372	2,372	净利润	818	995	1,262	1,502
应付账款、票据	6,981	8,125	9,445	10,782	少数股东损益	19	23	29	35
其他流动负债	2,697	2,697	2,697	2,697	归母净利润	799	972	1,233	1,467
流动负债合计	12,055	13,201	14,522	15,860					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	1,550	1,550	1,550	1,550	成长性				
其他非流动负债	1,006	1,006	1,006	1,006	营业收入增长率	12.5%	17.6%	16.7%	14.6%
非流动负债合计	2,555	2,555	2,555	2,555	归母净利润增长率	26.6%	21.7%	26.9%	19.0%
负债合计	14,611	15,756	17,077	18,416	盈利能力				
所有者权益					毛利率	29.1%	30.2%	30.4%	30.6%
股本	1,928	1,928	1,928	1,928	四项费用/营收	19.9%	19.2%	19.1%	19.0%
股东权益	11,652	12,181	12,852	13,651	净利率	8.3%	8.6%	9.4%	9.7%
负债和所有者权益	26,263	27,937	29,930	32,067	ROE	6.9%	8.0%	9.6%	10.7%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	55.6%	56.4%	57.1%	57.4%
净利润	818	995	1262	1502	营运能力				
少数股东权益	19	23	29	35	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
折旧摊销	451	353	375	386	应收账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
营运资金变动	263	-974	-1588	-1620	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	1550	396	78	302	EPS	0.41	0.50	0.64	0.76
投资活动现金净流量	-840	-224	5	124	P/E	47.3	38.9	30.7	25.8
筹资活动现金净流量	-1303	-466	-591	-703	P/S	3.8	3.3	2.8	2.4
现金流量净额	-593	-294	-508	-277	P/B	3.4	3.2	3.1	2.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind2020行业最具人气分析师，东方财富2021最佳分析师第二名；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。