

中航电子 (600372.SH)

强烈推荐 (维持)

22H1 业绩持续稳健增长，盈利能力持续提升

事件：公司发布 2022 年半年报，期内实现营业收入 51.87 亿元，同比增长 12.38%；实现归母净利润 5.20 亿，同比增长 35.10%；实现扣非归母净利润 4.36 亿，同比增长 28.54%；基本 EPS 为 0.27 元/股，同比增长 35.08%。

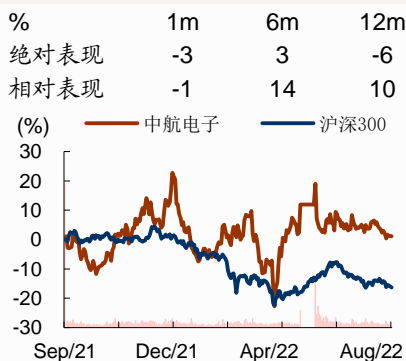
- 2022H1 业绩持续稳健增长。**公司上半年各项任务目标完成情况较好，经济运行形势总体平稳。单季度来看，公司 22Q2 实现营收（28.41 亿，+7.05%），实现归母净利润（3.19 亿，+29.83%）。公司 21 年航空产品占收入比重达到 87.90%，是公司收入的最主要来源。我们认为，十四五期间军工行业进入新装备加速换装时期，航空产业链的生产任务十分饱满，公司航空产品业务预计将在“十四五”期间支持公司业绩持续增长。
- 盈利能力稳中有升，期间费用率有所改善。**在盈利能力方面，公司销售毛利率 28.84%，比去年同期提升 0.79pct。期间费用方面，期内公司发生销售费用（0.39 亿，-16.75%）；管理费用（4.31 亿，+11.71%）；财务费用（0.64 亿，-17.46%）。三项费用率为 10.28%，比去年同期下降 0.76pct，规模效应持续显现。公司研发费用（3.83 亿，+9.17%），主要原因为本期加大了研发投入。上半年公司销售净利润率为 10.36%，比去年同期提升 1.75pct。资产负债表方面，公司本期末应收账款期末余额 91.1 亿元，比年初增加 26.2 亿元，增幅 40.36%，主要是贷款回收同比减少所致。
- 中航电子拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台。**公司于 6 月 10 日晚发布预案，中航电子拟吸收合并中航机电并定增募资 50 亿。中航电子的换股价格为 18.94 元/股（分红后），中航机电的换股价格为 12.59 元/股，换股比例为 1: 0.665。中航电子吸收合并中航机电后，如不考虑配套募资，21 年 EPS 增厚 12.3%，22 年预测 EPS 增厚 9.6%，合并及配融后股本 47.9 亿股，约 900 亿市值，22 年估值 35x。中航机电和中航电子合并后将作为机载系统主平台，有利于机载系统内部协同整合，促进业绩提升。机载产品占整机价值 40%以上，市场空间巨大。本次配融方案中沈飞、成飞各认购 1.8 亿元，在资本层面与机载产品主平台加强绑定。我们认为上市公司合并方案是机载系统整合资源、实现高质量发展的第一步，看好公司合并后的发展。
- 托管费收入大幅增加，航空业务高景气度持续验证。**公司本期资产负债表中，其他应收款达 1.62 亿元，较 21 年底环比提升 103.79%，主要系期内托管费收入增加及清算之前年度托管费用收入所致。公司作为集团航电系统上市平台，目前托管机载公司下属 5 家研究所和 9 家公司，根据中航电子与机载公司签署的《托管协议》，对于被托管单位中当年盈利的企业，当年托管费用为按照公司受托管理的股权比例计算的目标企业当年度经审计后的营业收入的 2%；对于目标企业中当年亏损的单位，当年托管费用为 20 万元。托管费用增加表明公司受托资产业绩情况好转，行业高景气度得到初步验证。
- 科研生产任务增加，关联交易额度预计大幅提升。**2022 年公司向航空工业集团关联交易销售预计金额为 80 亿，去年预计金额和实际发生额分别为 60 亿元和 57.7 亿元，较上年预计额度和实际发生额度分别提升 33.33%和 38.6%，关联采购产品额度预计为 30 亿元，较上年预计和实际发生额度分别提升 76.5%和 64.8%，这两项关联交易额度增加原因是今年科研生产任务增加。

中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：18.5 元

基础数据

总股本 (万股)	192821
已上市流通股 (万股)	192821
总市值 (亿元)	357
流通市值 (亿元)	357
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	8.0
资产负债率	54.5%
主要股东	中国航空科技工业股份有限
主要股东持股比例	39.43%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中航电子 (600372) —22Q1 业绩稳步增长，盈利能力持续提升》 2022-05-04
- 《中航电子 (600372) —航空主业持续增长，盈利能力稳步提升》 2022-03-31
- 《中航电子 (600372) —业绩持续增长，向子公司增资应对“十四五”发展需求》 2021-10-30

王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
杨雨南 S1090520050001
yangyunan@cmschina.com.cn
芮鹏亮 研究助理
ruipengliang@cmschina.com.cn

预计托管费金额为 1.5 亿元，较上年预计额和实际发生额分别增长 150%和 153.5%，说明被托管公司的收入增长。22 年公司关联交易存款余额上限调整到 41 亿元，21 年预计上限 30 亿元，说明公司预测今年现金流将进一步好转。

- **完成全资子公司增资，成都凯天电子混改赋能。** 公司使用自有资金 5.9 亿元完成了对 8 家全资子公司的增资，确保了募投项目按调整后的节点完成，照明产业化项目、电作动驱动及传动系统产业化建设项目、高性能惯性传感器及应用系统产业化等 13 个建设项目支撑了各子公司的快速发展。另外公司发布公告，控股子公司成都凯天电进行混合所有制改革，引入资金共计约 5 亿元，其中：员工持股平台拟现金增资约 1 亿元；拟通过在国务院国有资产监督管理委员会（简称国务院国资委）认可的产权交易所公开挂牌的方式引入战略投资者 6 至 7 家，现金增资约 3.5 亿元；原股东成都飞机工业（集团）拟现金增资 5,000 万元。所有者权益中 1.1 亿元国有独享资本公积转增股本，由航空工业集团作为国有资产出资人单独享有。通过提升激励，引入外部资金提升子公司核心竞争力。
- **盈利预测：** 预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.43 亿、13.41 亿和 16.87 亿元，对应 PE 估值分别为 34、27、21 倍，维持“强烈推荐”评级！
- **风险提示：** 航空产品研发技术风险，军品采购订单出现波动，资产运作不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8747	9839	11402	13566	16098
同比增长	5%	12%	16%	19%	19%
营业利润(百万元)	731	882	1151	1480	1862
同比增长	20%	21%	31%	29%	26%
归母净利润(百万元)	631	799	1043	1341	1687
同比增长	13%	27%	31%	29%	26%
每股收益(元)	0.33	0.41	0.54	0.70	0.87
PE	56.6	44.7	34.2	26.6	21.1
PB	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	18426	19412	20874	24755	29380
现金	3947	3940	3024	3561	4272
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1550	2133	2472	2941	3490
应收款项	7504	6488	7496	8919	10583
其它应收款	74	79	92	109	130
存货	4747	6112	7030	8321	9836
其他	604	660	762	903	1070
非流动资产	6294	6850	7400	7899	8350
长期股权投资	33	30	30	30	30
固定资产	3472	4136	4766	5336	5851
无形资产商誉	719	772	695	625	563
其他	2069	1912	1910	1908	1906
资产总计	24720	26263	28275	32654	37730
流动负债	11115	12055	13240	16559	20311
短期借款	3015	2372	2720	4210	5815
应付账款	6686	6981	8039	9516	11248
预收账款	120	1432	1650	1953	2308
其他	1294	1270	831	881	939
长期负债	2577	2555	2555	2555	2555
长期借款	680	1550	1550	1550	1550
其他	1897	1006	1006	1006	1006
负债合计	13692	14611	15796	19115	22866
股本	1928	1928	1928	1928	1928
资本公积金	3915	3915	3915	3915	3915
留存收益	4783	5393	6195	7224	8508
少数股东权益	402	415	440	472	512
归属于母公司所有者权益	10626	11237	12039	13067	14352
负债及权益合计	24720	26263	28275	32654	37730

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	810	1550	492	382	508
净利润	655	818	1068	1373	1727
折旧摊销	381	453	474	526	573
财务费用	271	157	80	60	40
投资收益	6	2	(66)	(66)	(66)
营运资金变动	(517)	128	(1071)	(1520)	(1776)
其它	13	(9)	7	8	9
投资活动现金流	(615)	(840)	(960)	(960)	(960)
资本支出	(881)	(820)	(1027)	(1027)	(1027)
其他投资	265	(19)	66	66	66
筹资活动现金流	409	(717)	(448)	1116	1163
借款变动	(588)	464	(127)	1489	1606
普通股增加	169	0	0	0	0
资本公积增加	2076	0	0	0	0
股利分配	(106)	(193)	(241)	(313)	(402)
其他	(1142)	(987)	(80)	(60)	(40)
现金净增加额	603	(6)	(916)	538	710

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8747	9839	11402	13566	16098
营业成本	6178	6977	8035	9512	11243
营业税金及附加	23	35	41	48	57
营业费用	114	103	108	129	153
管理费用	803	924	1037	1207	1400
研发费用	647	827	958	1140	1353
财务费用	254	100	80	60	40
资产减值损失	(65)	(57)	(57)	(57)	(57)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	76	68	68	68	68
投资收益	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	731	882	1151	1480	1862
营业外收入	8	6	6	6	6
营业外支出	20	7	7	7	7
利润总额	719	881	1151	1479	1861
所得税	64	63	83	106	134
少数股东损益	25	19	25	32	40
归属于母公司净利润	631	799	1043	1341	1687

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	5%	12%	16%	19%	19%
营业利润	20%	21%	31%	29%	26%
归母净利润	13%	27%	31%	29%	26%
获利能力					
毛利率	29.4%	29.1%	29.5%	29.9%	30.2%
净利率	7.2%	8.1%	9.1%	9.9%	10.5%
ROE	6.7%	7.3%	9.0%	10.7%	12.3%
ROIC	6.4%	5.9%	7.0%	7.9%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	55.4%	55.6%	55.9%	58.5%	60.6%
净负债比率	15.6%	16.7%	15.1%	17.6%	19.5%
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.41	0.54	0.70	0.87
每股经营净现金	0.42	0.80	0.26	0.20	0.26
每股净资产	5.51	5.83	6.24	6.78	7.44
每股股利	0.10	0.13	0.16	0.21	0.26
估值比率					
PE	56.6	44.7	34.2	26.6	21.1
PB	3.4	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	37.9	36.4	28.7	23.7	19.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

杨雨南，杜克大学经济学硕士，加州大学伯克利分校经济学学士，2020年加盟招商证券，曾任德邦证券机械军工研究员。

芮鹏亮，英国克兰菲尔德大学硕士，西北工业大学学士，2021年加盟招商证券，曾就职于中国航发商发。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。