

中航电子 (600372.SH)

军民需求共振，资产重组助力高质量发展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,839	11,186	13,287	16,107	19,900
增长率 yoy (%)	12.5	13.7	18.8	21.2	23.6
归母净利润 (百万元)	799	872	1,060	1,294	1,708
增长率 yoy (%)	26.6	9.2	21.6	22.0	32.0
ROE (%)	7.0	7.1	8.0	9.0	10.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.42	0.45	0.55	0.67	0.89
P/E (倍)	43.1	39.5	32.5	26.6	20.2
P/B (倍)	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价

事件: 公司发布 2022 年年度报告。2022 年实现营业收入 111.86 亿元，同比增长 13.47 亿元，增幅 13.69%；实现净利润 9.02 亿元，同比增长 0.84 亿元，增幅 10.29%；实现归母净利润 8.72 亿元，同比增长 0.73 亿元，增幅 9.17%。

三费率整体下降，研发投入大幅提升，盈利能力短期承压。2022 年公司三费率整体下降 0.23 个百分点，销售费用率和管理费用率的下降是主要原因，分别下降 0.14 个百分点、0.26 个百分点。公司实现归母净利润 8.72 亿元，同比增长 9.17%，增幅有所下降，主要受财务费用率上涨和研发投入大幅增加的影响。财务费用率增加 0.17 个百分点，主要因为 2022 年冲回已计提的未涉及清偿义务的利息。公司研发费用率增加 2.24 个百分点，研发投入达到营收的 10.65%，公司研发人员人数增加，研发人员数量占公司总人数的 31%。在报告期内公司科技创新取得了多方位突破，多项航空电子新兴技术应用于科研生产，多项航空电子关键技术研究取得突破性成果，有力支撑产品研制和生产交付；多家子公司成立技术中心、专业实验室，打造“沉浸式”科研环境，持续推进建设“产学研用”有机融合的协同创新体系。公司持续加码研发投入将进一步巩固技术优势，提升核心竞争力，长期发展潜力大。

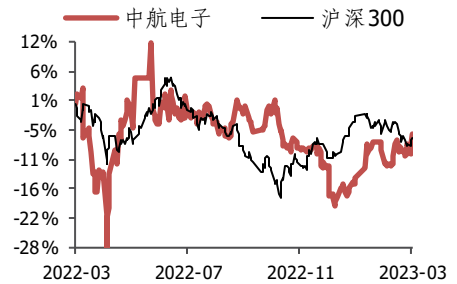
航空主业突出，军民飞机产业链市场广阔。公司 2022 年实现营业收入 111.86 亿元，同比增长 13.47 亿元，增幅 13.69%，其中，航空产品实现营收 98.4 亿，占总营收 88%，同比增长 13.81%，毛利率 31.25%，较上年增加 1.75 个百分点。在防务航空领域，公司保质保量圆满完成各项防务产品交付任务，持续保障产品订货供给；在民用航空领域，公司稳步推进产业战略布局，多家子公司成为 C919 项目配套供应商，在国产支线涡浆客机 MA700、大型灭火水上救援水陆两栖飞机 AG600、以及通用飞机和民用直升机上进行产品配套，在民机服务市场积极拓展航材分销、民航维修、民机加改装、航线运行支持业务。公司作为国内航空电子系统的龙头企业，将引来军用航空和民用航空的市场机遇期。根据《Flight global》杂志发布的《2023 World Air Forces directory》中国现役军机 3,284 架，战斗直升机 913 架，而美国现役军机 13300 架，战斗直升机 5584 架，中国军机仅占美国 24.69%，战斗直升机占比更低，仅 16.35%。当前正处在航空强国建设的关键期，中国军机数量与美国相比仍存在进万台的差距，可以预见，未来军用飞机市场需求将持续增长。根据

增持 (首次评级)

股票信息

行业	国防军工
2023 年 3 月 22 日收盘价 (元)	18.32
总市值 (百万元)	35,134.07
流通市值 (百万元)	35,134.07
总股本 (百万股)	1,917.80
流通股本 (百万股)	1,917.80
近 3 月日均成交额 (百万元)	310.75

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 付浩

执业证书编号: S1070523030001

邮箱: fuhao@cgws.com

联系人 孙培德

执业证书编号: S1070121050045

邮箱: sunpeide@cgws.com

相关研究

中国商飞预测年报(2021~2040),2021~2040年中国航空市场将补充50座级以上客机9084架,价值约1.4万亿美元,民用航空市场广阔,需求将逐步释放,公司未来订单或将进一步增长。

换股吸并中航机电,打造机载系统集成供应商。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,在国内航空机电领域处于主导地位,市场占有率约为55%-60%。中航机电近年来陆续开展了12家航空机电企业的资产整合,通过资产注入和管理,公司的航空军品业务收入从2013年的24.45亿元,逐年提升至2021年的111.63亿元,航空主业占比从36%提升至74.46%。飞机制造业的主要产业链分类包括机体材料、机身结构、动力系统、机电系统和航电系统,其中机电系统与航电系统被统称为“机载系统”。在过去十几年中,中航电子与中航机电在各自的领域发挥着龙头作用,如今中航电子通过换股吸并中航机电,公司将增加航空机电相关业务,推动更多优质机载业务科研、生产等各方面资源向上市公司平台汇聚,充分发挥协同效应,公司在系统级的整体研制能力和供应能力将进一步提升。这次交易顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化的发展趋势,有望将公司打造成国内领先国际知名的机载系统集成供应商。在重大资产重组的关键期,中航电子获控股股东增持股份。中航科工于2022年10月17日增持中航电子100万股,占公司总股本的0.05%,进一步彰显了控股股东对公司长期投资价值的认可和未来稳定发展的信心。目前,换股吸并相关工作仍在稳步推进中,中航机电于3月16日发布公告称已收到深圳证券交易所《关于中航工业机电系统股份有限公司股票终止上市的决定》。根据该决定,中航机电股票于2023年3月17日起终止上市并摘牌。

投资建议: 公司是国内航空电子系统的龙头企业,航空主业突出,核心竞争力强,未来或将受益于防务航空市场和民用航空市场需求的释放,市场空间广阔。不考虑吸收合并中航机电的影响,我们预测公司的业绩预计将保持稳定增长,预计2023年至2025归母净利润分别为10.6亿元、12.94亿元、17.08亿元,EPS分别为0.55元、0.67元、0.89元,对应P/E为32.5倍、26.6倍、20.2倍。首次给与“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧;产品价格下降;供应链风险;下游需求不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19412	21747	23172	29983	30620
现金	3940	3190	8781	4594	5676
应收票据及应收账款	8621	10814	4687	14104	10462
其他应收款	79	103	237	114	264
预付账款	389	306	520	481	755
存货	6112	7106	8718	10464	13235
其他流动资产	271	228	228	228	228
非流动资产	6850	6656	7318	8236	9534
长期投资	30	31	33	36	38
固定资产	4137	4508	5104	5914	7053
无形资产	772	735	680	626	579
其他非流动资产	1911	1383	1501	1662	1864
资产总计	26263	28402	30489	38220	40154
流动负债	12055	14331	15403	22017	22426
短期借款	2372	2919	2919	8119	4453
应付票据及应付账款	6981	7899	10267	11726	15258
其他流动负债	2702	3513	2217	2173	2715
非流动负债	2555	1448	1366	1283	1190
长期借款	1550	1197	1115	1033	939
其他非流动负债	1006	251	251	251	251
负债合计	14611	15778	16769	23300	23616
少数股东权益	415	439	475	518	571
股本	1928	1928	1928	1928	1928
资本公积	4066	4420	4420	4420	4420
留存收益	5325	5957	6835	7902	9354
归属母公司股东权益	11237	12185	13246	14402	15967
负债和股东权益	26263	28402	30489	38220	40154

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1550	-794	8436	-7547	7122
净利润	818	902	1097	1336	1762
折旧摊销	453	626	496	599	738
财务费用	100	133	77	173	188
投资损失	2	-29	-54	-19	-25
营运资金变动	45	-2678	6907	-9515	4581
其他经营现金流	132	252	-85	-122	-121
投资活动现金流	-840	-505	-1100	-1497	-2008
资本支出	820	507	1155	1515	2033
长期投资	-31	-7	-2	-3	-3
其他投资现金流	11	9	58	21	28
筹资活动现金流	-717	549	-1745	-344	-366
短期借款	-643	547	0	5200	-3666
长期借款	869	-353	-82	-82	-94
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	354	0	0	0
其他筹资现金流	-943	1	-1663	-5461	3394
现金净增加额	-7	-750	5591	-9388	4748

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9839	11186	13287	16107	19900
营业成本	6977	7658	9168	11114	13731
营业税金及附加	35	54	52	60	79
营业费用	103	101	86	100	131
管理费用	924	1022	1143	1372	1751
研发费用	827	1191	1851	2129	2432
财务费用	100	133	77	173	188
资产减值损失	-66	-67	0	0	0
其他收益	68	84	73	75	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	29	54	19	25
资产处置收益	3	3	3	2	3
营业利润	882	927	1123	1374	1809
营业外收入	6	5	14	8	8
营业外支出	7	6	11	11	9
利润总额	881	926	1125	1371	1808
所得税	63	24	29	35	46
净利润	818	902	1097	1336	1762
少数股东损益	19	30	36	43	54
归属母公司净利润	799	872	1060	1294	1708
EBITDA	1462	1712	1685	2168	2834
EPS (元/股)	0.42	0.45	0.55	0.67	0.89

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	12.5	13.7	18.8	21.2	23.6
营业利润 (%)	20.5	5.1	21.1	22.4	31.6
归属母公司净利润 (%)	26.6	9.2	21.6	22.0	32.0
获利能力					
毛利率 (%)	29.1	31.5	31.0	31.0	31.0
净利率 (%)	8.3	8.1	8.3	8.3	8.9
ROE (%)	7.0	7.1	8.0	9.0	10.7
ROIC (%)	5.6	5.7	6.5	6.3	9.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.6	55.6	55.0	61.0	58.8
净负债比率 (%)	12.3	24.0	-30.9	34.3	2.0
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.4	1.5	2.0	2.0	1.9
应付账款周转率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.45	0.55	0.67	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	-0.41	4.40	-3.94	3.71
每股净资产 (最新摊薄)	5.86	6.35	6.91	7.51	8.33
估值比率					
P/E	43.1	39.5	32.5	26.6	20.2
P/B	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	24.9	22.2	18.3	18.6	12.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686