

## 中航电子 (600372)

## 航电龙头，军民融合前景广阔

## ——中航电子首次覆盖

## 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 17.96

当前价格: 14.84

2019.07.01

	彭磊 (分析师)	滕光耀 (研究助理)	邱日尧 (分析师)
	010-59312700	010-59312799	010-59312977
	penglei018712@gtjas.com	tengguangyao@gtjas.com	qiuriyao@gtjas.com
证书编号	S0880518100003	S0880118060075	S0880517120005

## 本报告导读:

公司是我国航电设备龙头企业，新型军机逐步批产，公司军品业务将充分受益；有望参与国产大飞机航电系统国产化替代，前景可期，看好公司长期发展。

## 投资要点:

- 首次覆盖中航电子，目标价 17.96 元，空间 21%，给予“增持”评级。市场认为公司业绩相对稳定，增速较小，但我们认为军改影响在持续减弱，中航电子业绩有望逐步提升。公司未来有望参与国产大飞机航电设备国产化替代，前景广阔。我们预计 2019-2021 年 EPS 为 0.31/0.37/0.42 元，给予目标价 17.96 元，增持。
- 航电市场空间广阔，中航电子作为国内航电龙头企业有望充分受益。根据 SIPRI 数据，未来 20 年中国军机采购价值约合 1.4 万亿元；我国军用航电设备未来 20 年市场规模有望达到约 5000 亿元。根据波音公司预测，未来 20 年我国民航飞机需求 1.2 万亿美元，经测算，国产航电设备市场空间有望达到 1000 亿美元。中航电子是我国军用航电龙头企业，将充分受益于军机批产；公司民品应用于支线、干线和通用飞机等领域，目前正积极拓展民航市场份额，未来有望充分参与国产大飞机航电系统国产化替代，前景广阔。
- 托管资产优质，资产注入值得期待。中航电子为航空工业集团航空电子板块上市平台，2012 年~2013 年注入多家从事航电业务的子公司。目前公司托管单位 14 家，主要为从事航电相关业务，我们认为托管资产未来有望注入上市公司完成集团航电板块进一步整合。托管资产盈利能力较强，资产注入值得期待。
- 催化剂：军机批产放量；资产注入。
- 风险提示。军机批产不及预期；子公司业绩改善不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,023	7,643	8,539	9,609	10,813
(+/-)%	1%	9%	12%	13%	13%
经营利润 (EBIT)	847	733	843	950	1,070
(+/-)%	-2%	-13%	15%	13%	13%
净利润 (归母)	542	479	549	644	746
(+/-)%	18%	-12%	15%	17%	16%
每股净收益 (元)	0.31	0.27	0.31	0.37	0.42
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.1%	9.6%	9.9%	9.9%	9.9%
净资产收益率 (%)	7.6%	6.3%	6.6%	7.2%	7.7%
投入资本回报率 (%)	7.4%	5.3%	5.9%	6.2%	6.6%
EV/EBITDA	22.83	25.18	25.55	23.54	21.65
市盈率	48.85	55.28	48.24	41.17	35.50
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 交易数据

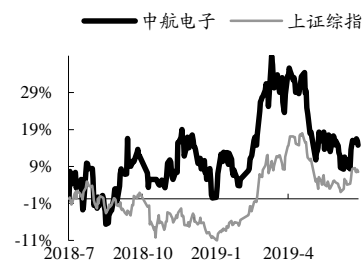
52 周内股价区间 (元)	11.90-18.76
总市值 (百万元)	26,110
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,759/1,759
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6.77
日均成交值 (百万元)	107.59

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,578
每股净资产	4.31
市净率	3.4
净负债率	60.34%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.03	-0.02
Q2	0.12	0.13
Q3	0.06	0.07
Q4	0.13	0.13
全年	0.27	0.31

## 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-7%	14%
相对指数	-4%	-7%	9%

模型更新时间: 2019.07.01

## 股票研究

可选消费品

运输设备业

## 中航电子 (600372)

### 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 17.96

当前价格: 14.84

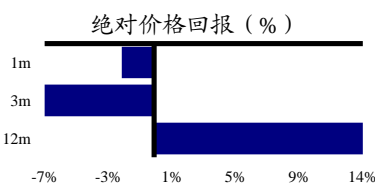
2019.07.01

公司网址

www.avionics.com.cn

### 公司简介

公司致力于为客户提供综合化的航空电子系统整体解决方案, 产品谱系覆盖飞行控制系统、雷达系统、光电探测系统、座舱显示控制系统、机载计算机与网络系统、惯性导航系统、无线电与卫星导航系统、大气数据系统、火力控制与指挥任务系统、悬挂物管理系统、综合数据管理系统、控制板组件与调光控制系统、空中交通管理系统、通信系统、电子战、无人机系统/遥控遥测/地面站、机载反潜/水声探测系统、故障诊断与健康管理系统、航



52 周价格范围

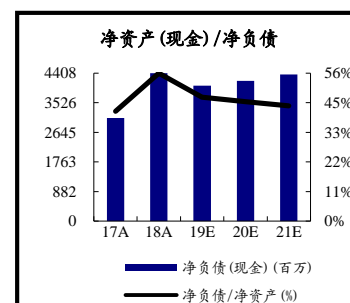
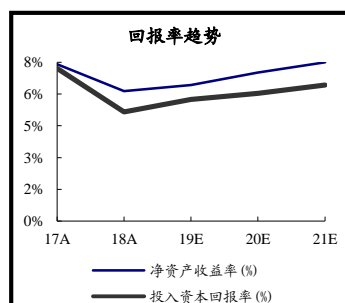
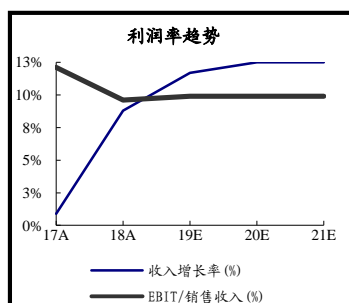
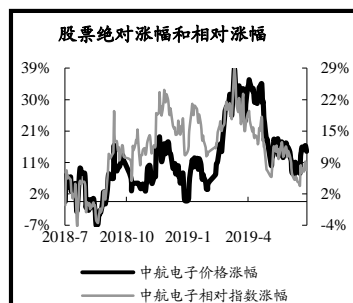
11.90-18.76

市值 (百万)

26,110

### 财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	7,023	7,643	8,539	9,609	10,813
营业成本	4,757	5,375	5,977	6,725	7,567
税金及附加	37	34	40	45	51
销售费用	109	121	134	152	170
管理费用	883	934	1,054	1,182	1,332
EBIT	847	733	843	950	1,070
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	123	123	123	123
财务费用	241	305	335	363	365
营业利润	604	474	559	671	791
所得税	78	83	90	108	124
少数股东损益	16	3	11	11	12
归母净利润	542	479	549	644	746
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	4,275	2,536	2,885	2,742	2,545
其他流动资产	11,536	13,332	13,848	15,549	17,461
长期投资	38	40	40	40	40
固定资产合计	3,084	3,142	2,849	2,558	2,266
无形及其他资产	2,259	2,602	2,849	3,109	3,361
资产合计	21,190	21,651	22,471	23,998	25,674
流动负债	9,615	10,952	11,040	11,912	12,829
非流动负债	4,136	2,786	2,786	2,786	2,786
股东权益	7,439	7,913	8,645	9,300	10,058
投入资本(IC)	10,073	11,880	12,263	13,060	14,016
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	743	625	726	815	919
折旧与摊销	337	341	345	346	349
流动资金增量	974	1,208	428	829	995
资本支出	-662	-846	-208	-223	-218
自由现金流	1,391	1,329	1,291	1,767	2,045
经营现金流	-101	35	634	360	301
投资现金流	-465	-983	-85	-100	-95
融资现金流	2,737	-782	-201	-403	-403
现金流净增加额	2,171	-1,729	349	-143	-197
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	0.9%	8.8%	11.7%	12.5%	12.5%
EBIT 增长率	-2.1%	-13.4%	15.0%	12.6%	12.6%
净利润增长率	17.8%	-11.6%	14.6%	17.2%	16.0%
利润率					
毛利率	32.3%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
EBIT 率	12.1%	9.6%	9.9%	9.9%	9.9%
归母净利润率	7.7%	6.3%	6.4%	6.7%	6.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	7.6%	6.3%	6.6%	7.2%	7.7%
总资产收益率(ROA)	2.6%	2.2%	2.4%	2.7%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	7.4%	5.3%	5.9%	6.2%	6.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	233	237	237	237	237
应收账款周转天数	369	388	388	388	388
总资产周转天数	1,006	1,023	943	883	838
净利润现金含量	-18.6%	7.3%	115.5%	56.0%	40.3%
资本支出/收入	9.4%	11.1%	2.4%	2.3%	2.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.9%	63.5%	61.5%	61.2%	60.8%
净负债率	41.3%	55.7%	46.6%	44.9%	43.4%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	48.85	55.28	48.24	41.17	35.50
PB	3.39	3.02	3.20	2.97	2.74
EV/EBITDA	22.83	25.18	25.55	23.54	21.65
P/S	3.77	3.47	3.10	2.76	2.45
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目录

1. 军机航电系统龙头企业，航电系统全产业链覆盖 .....	4
1.1. 公司成为中航工业旗下航电系统整合平台 .....	4
1.2. 收入平稳增长，航空业务贡献主要收入 .....	5
2. 航电需求逐步放量，公司有望充分受益 .....	7
2.1. 军机批产带来航电需求，军用航电前景广阔 .....	7
2.2. 国内民用飞机市场空间超万亿美元，国产航电值得期待 .....	10
2.3. 中航电子为我国航电龙头企业，有望充分受益 .....	11
3. 托管资产优质，资产注入值得期待 .....	12
4. 盈利预测与投资建议 .....	14
4.1. 盈利预测 .....	14
4.2. 估值分析 .....	14
4.3. 投资建议 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 中航电子成为中航工业集团航电业务板块整合平台 .....	4
图 2: 公司控股股东为中航科工，持股比例为 43.21% .....	4
图 3: 中航电子通过 11 个子公司来生产航电产品 .....	5
图 4: 近几年中航电子收入低速增长，2018 年开始反弹 .....	6
图 5: 除 2017 年外，中航电子近几年净利润负增长 .....	6
图 6: 子公司宝成仪表净利润大幅下滑，拖累公司利润增速 .....	6
图 7: 航空业务贡献 82.6% 收入 .....	6
图 8: 航空业务贡献 85% 毛利 .....	6
图 9: 销售费用保持 10% 左右稳步增长 .....	7
图 10: 受可转债利息影响，2018 年财务费用上涨 26.6% .....	7
图 11: 2017 和 2018 年研发费用相对较少 .....	7
图 12: 航电系统基本包含飞机所有电子系统 .....	8
图 13: 航电相关产品 .....	8
图 14: 我国直升机缺口大 .....	9
图 15: 我国战斗机数量位居世界第二 .....	9
图 16: 我国运输机数量少 .....	10
图 17: C919 订单已超过 850 架 .....	10
图 18: 中航电子是军机航电系统最大和主要设备供应商 .....	12
图 19: 中航电子为支线、干线、通用飞机等飞机提供民机航电系统 .....	12
图 20: 中航电子托管 5 个研究所、9 个企业 .....	13
图 21: 中航电子子公司和托管公司共计 24 个，分布在 9 个省市 .....	13
表 1: 中航电子通过 11 个子公司基本实现航电全产业链覆盖 .....	5
表 2: 信息化能带来作战效能极大提升 .....	8
表 3: 未来国产航电系统市场空间有望达到 1000 亿美元 .....	11
表 4: A 股相关上市公司估值水平 .....	14

## 1. 航电系统龙头企业，航电系统全产业链覆盖

### 1.1. 公司成为中航工业旗下航电系统整合平台

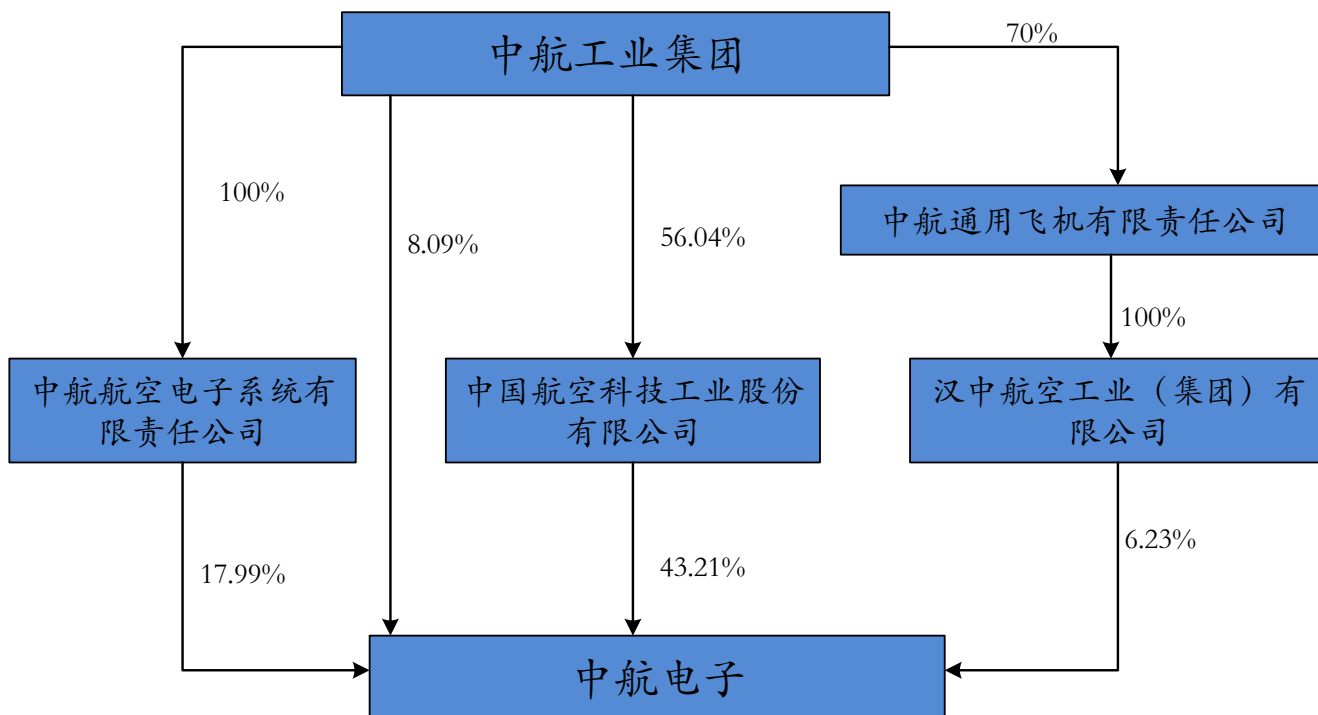
- 中航电子前身为昌河股份，2001 年上市，原实际控制人是昌飞集团，2002 年实际控制人变为昌河航空，2006 年无偿划给中航科工。2012 年完成重大资产重组，将中航工业集团旗下航电业务相关资产注入上市公司，同时更名为中航电子，成为中航工业集团航电板块上市平台。
- 2013 年中航工业集团又将青云仪表和东方仪表等企业注入上市公司。
- 目前公司控股股东为中航科工，持股比例为 43.21%，实际控制人为中航工业集团。

图 1：中航电子成为中航工业集团航电业务板块整合平台



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2：公司控股股东为中航科工，持股比例为 43.21%

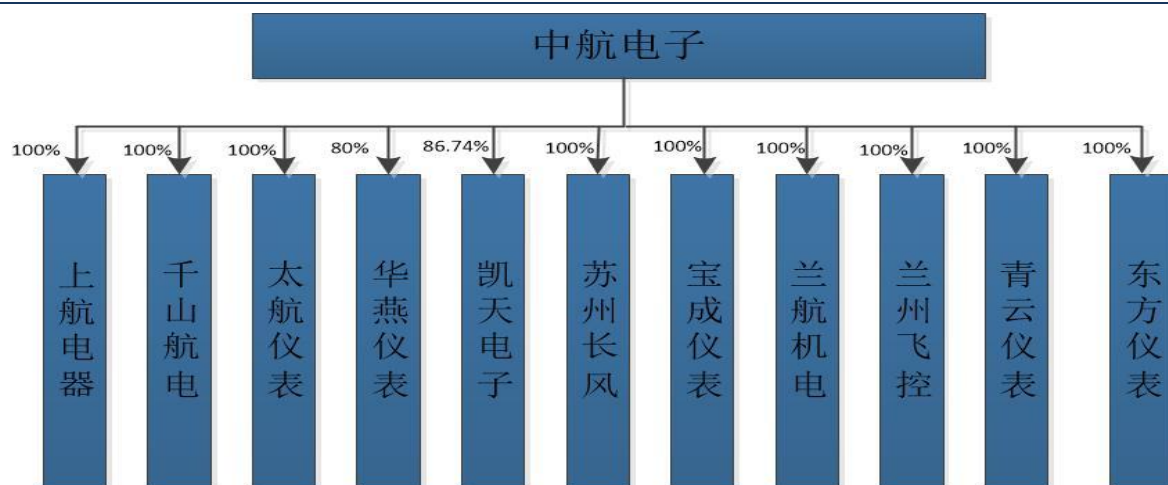


资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

通过 11 个主要子公司基本实现航电系统全产业链覆盖。公司产品由上航电器、千山航电、太行仪表、华燕仪表等 11 个子公司生产，基本实现

航电全产业链覆盖。

图 3：中航电子通过 11 个子公司来生产航电产品



资料来源：wind，国泰君安证券研究

表 1：中航电子通过 11 个子公司基本实现航电全产业链覆盖

企业名称	主要产品	所在地
华燕仪表	机载传感器及敏感元器件、捷联惯性导航/航姿系统	南郑县
千山航电	飞机/发动机参数采集、显示及记录设备、飞机空勤告警系统	西安
宝成仪表	飞机定位导航设备/飞机航姿系统、飞行指示仪表、飞机/发动机参数采集、显示及记录设备	宝鸡
太航仪表	大气数据测量系统、飞行指示仪表、机载传感器及敏感元器件	太原
凯天电子	大气数据系统、机载传感器及敏感元器件、飞机集成数据系统	成都
兰州飞控	自动驾驶仪系统、控制增稳系统	兰州
上航电器	航空照明系统、飞机告警系统、驾驶舱操控板组件及调光系统、二次配电系统	上海
苏州长风	航空电子综合显示与控制技术	苏州
青云仪表	飞行器自动控制系统、航空陀螺仪表、速率陀螺、加速度计、无线电高度表、综合显示设备及航空电表等	北京
东方仪表	飞控系统、北斗卫星通讯/导航系统、光纤/MEMS捷联航姿系统、陀螺仪表、微特电机及传感器	汉中市
兰航机电	航空专用驱动和作动系统、电器控制装置系统、航空照明系统、飞机集中告警系统	兰州市

资料来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究

## 1.2. 收入平稳增长，航空业务贡献主要收入

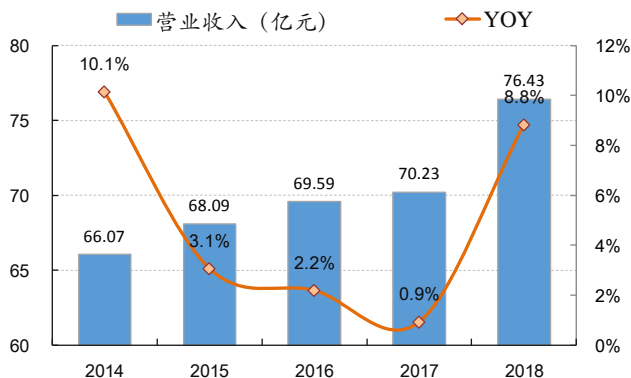
近几年收入低速增长，2018 年开始反弹。2015~2017 年中航电子营业收入低速增长，2018 年收入增长 8.8%，实现反弹。

受子公司宝成仪表影响，近几年净利润多为负增长。2015、2016



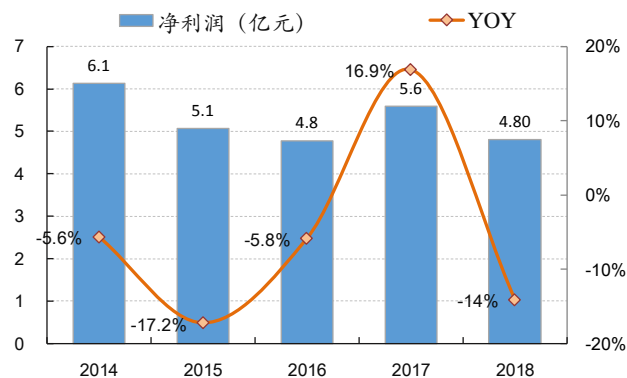
和 2018 年子公司宝成仪表净利润均大幅下滑, 导致中航电子利润负增长。2017 年宝成仪表亏损减少, 中航电子业绩实现正增长, 子公司宝成仪表对公司业绩影响较大。

图 4: 近几年中航电子收入低速增长, 2018 年开始反弹



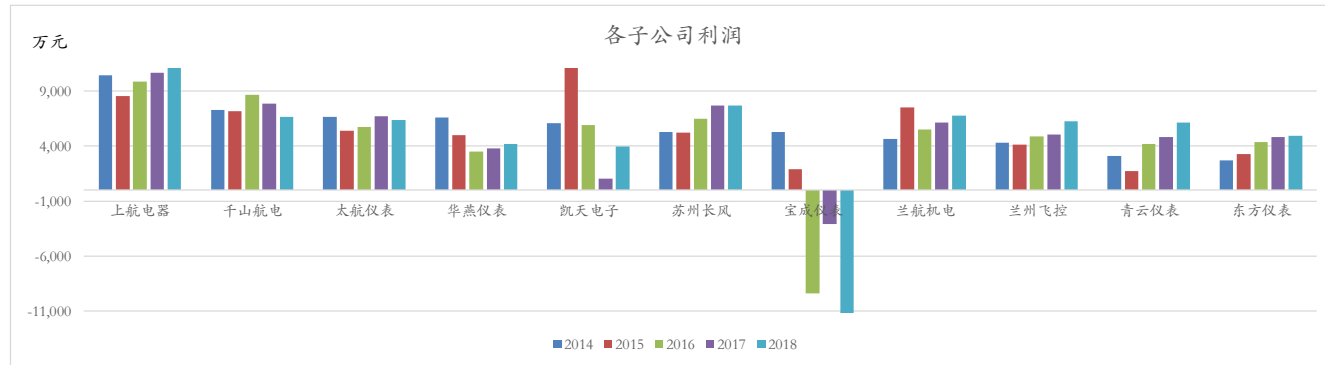
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 除 2017 年外, 中航电子近几年净利润负增长



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

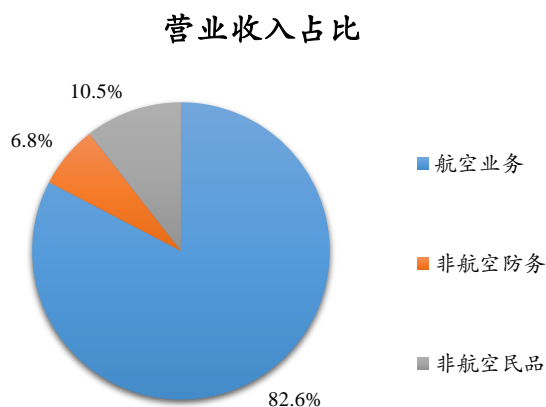
图 6: 子公司宝成仪表净利润大幅下滑, 拖累公司利润增速



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

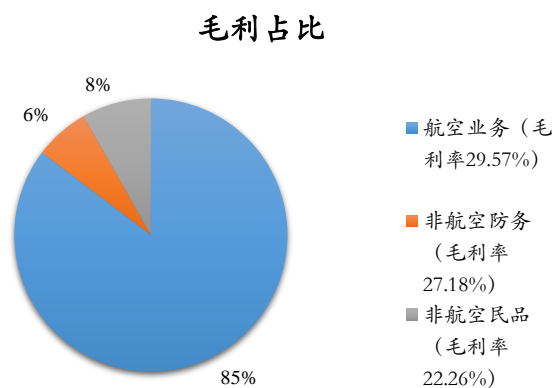
公司业务分为航空业务、非航空防务和非航空民品, 航空业务贡献主要收入和毛利。根据 2018 年年报显示, 航空业务收入占比 82.6%, 毛利占比 85%, 航空业务是中航电子主要收入和利润来源, 其他业务贡献较小。

图 7: 航空业务贡献 82.6% 收入



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 航空业务贡献 85% 毛利



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

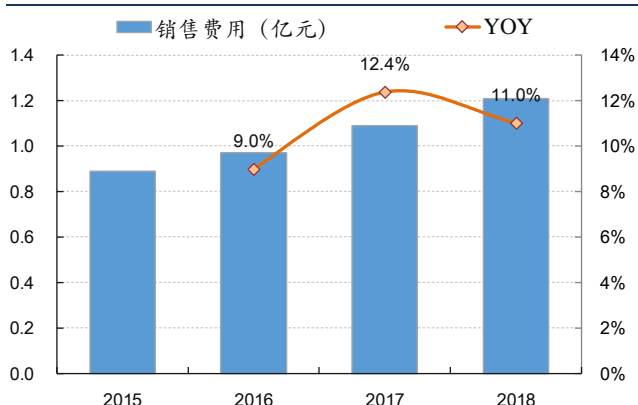
关联收入占比超过 50%，行业壁垒较高。公司产品主要为航电类

产品，主要客户多为中航工业集团旗下飞机整机厂，因此集团内部关联交易较多，体现公司壁垒优势。

销售费用稳步增长；受新增可转债影响，财务费用 2018 年上涨 26.6%；研发费用近两年支出较少。

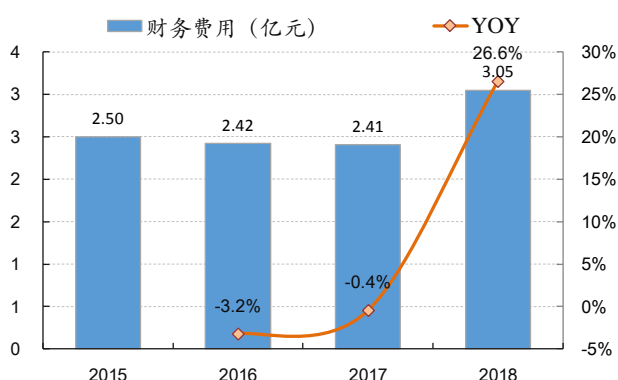
- 公司销售费用近几年增速 10% 左右，增长稳定。2017 年底公司发行 24 亿元可转债，可转债利息致公司 2018 年底财务费用大幅上涨 26.6%。
- 研发费用自 2017 年开始下降，我们认为可能受新机型陆续批产影响，在研发投入减少。

图 9：销售费用保持 10% 左右稳步增长



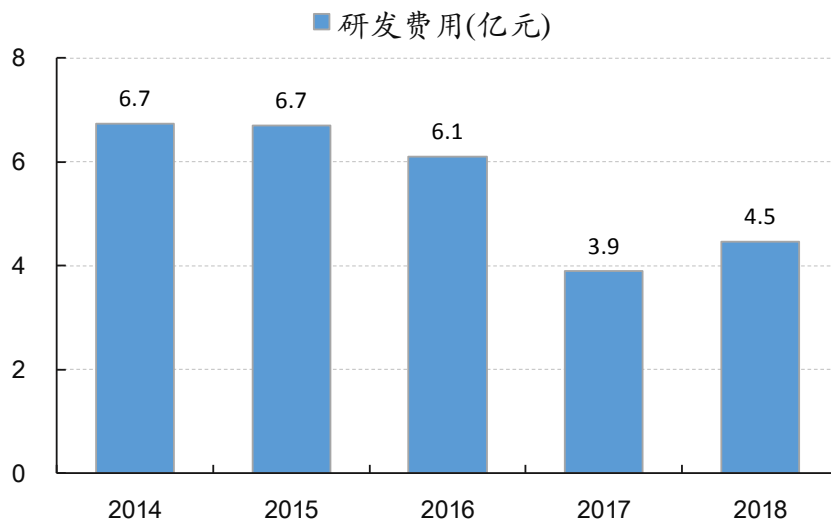
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10：受可转债利息影响，2018 年财务费用上涨 26.6%



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 11：2017 和 2018 年研发费用相对较少



资料来源：wind，国泰君安证券研究

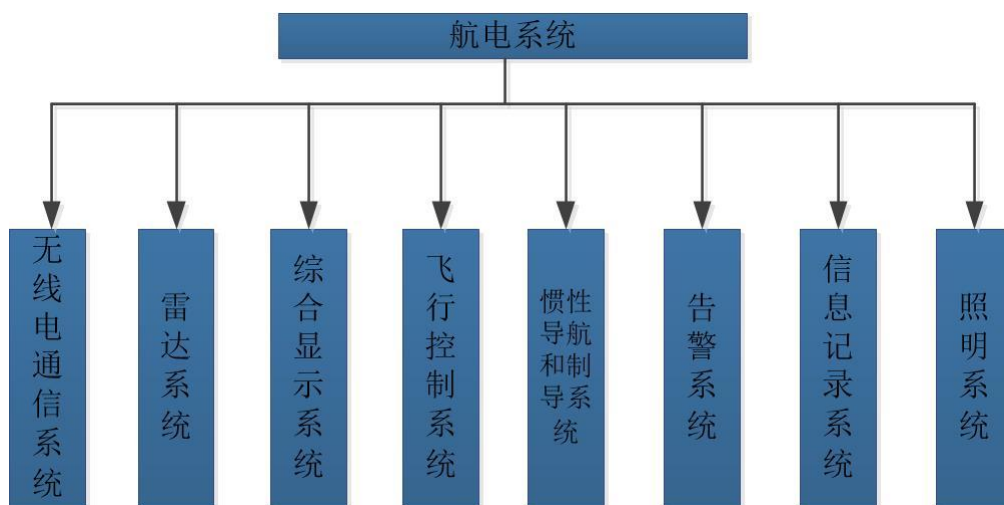
## 2. 航电需求逐步放量，公司有望充分受益

### 2.1. 军机批产带来航电需求，军用航电前景广阔

航空电子系统是飞机所有电子系统的总和，是飞机重要组成部分。航电系统主要包括无线电通信系统、雷达系统、综合显示系统、飞行控制系统、惯性导航和制导系统、告警系统、信息记录系统、照

明系统等。

图 12：航电系统基本包含飞机所有电子系统



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 13：航电相关产品



资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

国防信息化发展能够大幅增加作战性能，已经成为打赢信息化战争的关键因素。国防信息化能够大幅增加作战性能，《战争形态演进及战斗力生成模式思考》指出，将弹药爆炸威力增加 1 倍，可将杀伤力提高 40%，而信息力支持下精确弹药命中精度提高 1 倍，杀伤力可提高 400%。

航电系统是军机信息化重要组成部分，对战斗机作战性能有重大影响。航空电子系统的性能和技术水准直接决定和影响飞机的整体性能和作战能力，该系统利用电子、控制和信息等技术，将飞机、武器、战场网络与驾驶员有机地综合起来，最大限度提高和发挥作战效能，形成在信息环境下的联合作战能力。

新型军机批产有望带来航电价值量提升。航电系统性能极大影响军机性能，随着国防信息化推进，飞机中航电价值量及占比有望得到提升，航电设备生产商有望受益于新型战机批产。

表 2：信息化能带来作战效能极大提升



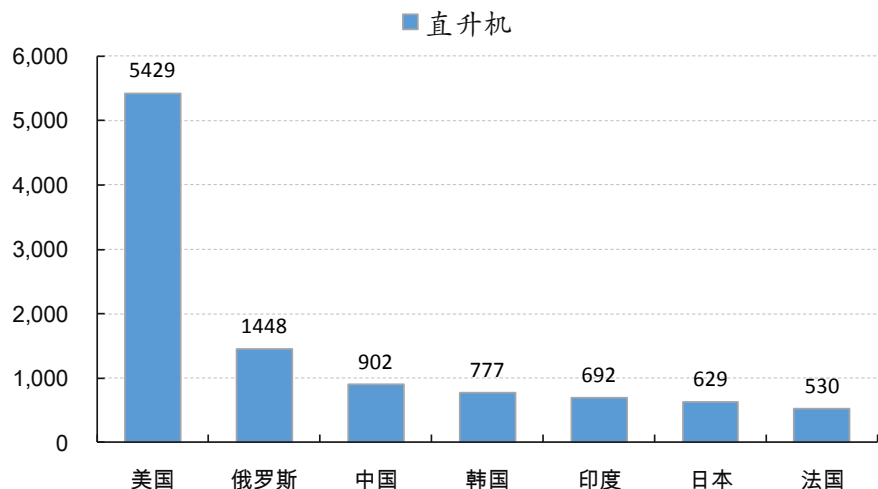
指标	冷兵器战争	热兵器战争	机械化战争		信息化战争
			单平台机械化战争	信息系统下的机械化战争	
杀伤样式	单一硬杀伤	单一硬杀伤	单一硬杀伤	单一硬杀伤	干扰、致盲、软硬杀伤等多样方式
	1	1	1	1	3倍
杀伤规模	一对一硬杀伤	一对一硬杀伤	一对一硬杀伤	一对一硬杀伤	体系级杀伤
	1	1	1	1	100倍
杀伤时间	天级	小时级	十分钟级	分钟级	秒级
	1/144	1/60	1	10倍	600倍
最大速度	4km/h	40km/h	7km/s	7km/s	3*10 <sup>8</sup> km/s
	1/7000	1/700	1	1	4*10 <sup>7</sup> 倍
最高精度	几十米级	几十米级	十米级	米级	厘米级
	1/10	1/10	1	10倍	1000倍
杀伤力	1/10080000	1/420000	1	100倍	7*10 <sup>15</sup> 倍

资料来源：《战争形态演进及战斗力生成模式思考》，国泰君安证券研究

我国军机数量少，老旧型号较多，缺口较大。随着新型军机定型或批产，缺口有望逐步填补。

我国武装直升机缺口大，预计缺口超过 1000 架。根据飞行国际统计，目前美国武装直升机数量超过 5400 架，中国只有 900 多架，差距极大，预计未来国内各直升机机型批产总量有望超过 1000 架。

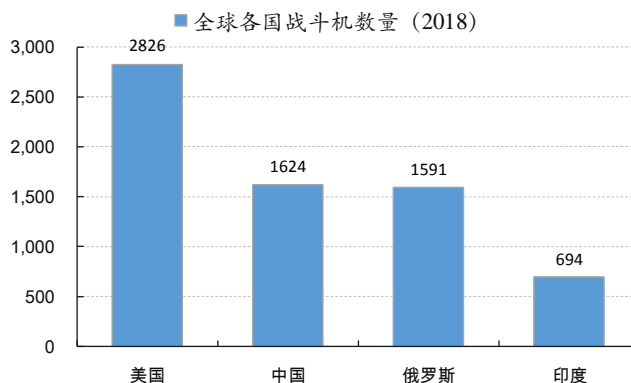
图 14：我国直升机缺口大



资料来源：Flight Global，国泰君安证券研究

战斗机数量多，但主要为老旧型号，换装需求大。根据飞行国际统计，我国目前战斗机数量超过 1600 架，但多为老旧型号，随着新型战斗机定型或批产，我们预计战斗机订单会持续放量。

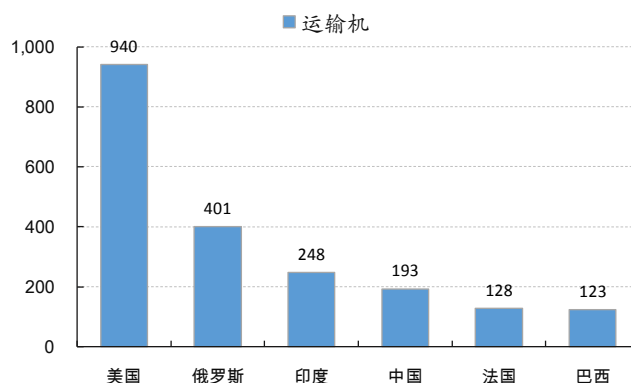
图 15：我国战斗机数量位居世界第二



资料来源: FlightGlobal, 国泰君安证券研究

我国运输机数量少, 主要以老旧型号为主。根据飞行国际统计, 我国目前运输机 193 架, 美国有 940 架, 中国数量远低于美国, 且中国运输机基本都为老旧型号, 运输机缺口也较大。

图 16: 我国运输机数量少



资料来源: FlightGlobal, 国泰君安证券研究

未来 20 年军用航电系统市场空间有望达到 5000 亿元。《中航电子公开发行可转换公司债券募集说明书》显示, 根据 SIPRI 数据, 未来 20 年中国对战斗机、运输机等军用飞机的采购需求约为 2900 架, 价值约合 1.4 万亿元; 按照军用航空电子设备占军用飞机整机价值 35% 的比例估算, 我国军用航空电子设备未来 20 年市场规模有望达到约 5000 亿元。

## 2.2. 国内民航飞机市场空间超万亿美元, 国产航电值得期待

C919 订单超过 850 架, 新舟 700 获得 285 架订单, 国产飞机前景广阔。根据东方新闻对 C919 总师吴光辉采访新闻显示, 目前 C919 订单已超过 850 架。根据中国民用航空网新闻显示, 自 2015 年“新舟”700 飞机市场销售工作启动以来, 已与 11 家客户签订 285 架意向订单, 国产飞机订单逐步增多。

图 17: C919 订单已超过 850 架

【东方新闻】吴光辉：国产C919采用最新安全标准 目前订单已超850架



资料来源：央视网

未来 20 年国内民用飞机市场空间超万亿美元。2018 年波音发布《2018-2037 中国民用航空市场展望》，波音预测中国民用航空市场在未来 20 年将需要 7690 架新飞机，总价值 1.2 万亿美元。目前民航飞机市场主要由波音、空客分享，我们认为未来随着国产大飞机的批产，国内市场将形成波音、空客和商飞三足鼎立局面，商飞有望占据 1/3 市场份额。

航电系统占民用飞机价值的 25%，未来国产航电系统市场空间有望超过 1000 亿美元。通常电系统占民用飞机价值的 25%，随着国产飞机崛起，假设未来商飞有望享有 1/3 市场空间，随着国产化替代的推进，未来国产企业有望参与商飞航电系统配套，国产航电系统市场空间有望达到 1000 亿美元。

表 3：未来国产航电系统市场空间有望达到 1000 亿美元

假设未来商飞可占据1/3国内民航市场	
商飞航电系统国产化替代率	国产航电市场空间 (亿美元)
20%	200.00
40%	400.00
60%	600.00
80%	800.00
100%	1000.00

资料来源：搜狐网，波音，国泰君安证券研究

### 2.3. 中航电子为我国航电龙头企业，有望充分受益

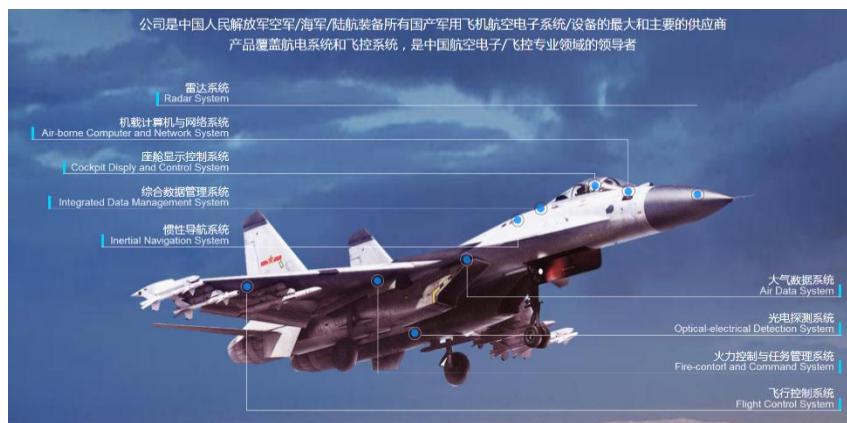
航电产业技术要求高、资金需求大且生产许可门槛高。航空电子系统相当于航空飞行器的大脑和神经，涉及多学科、多领域的高端技术，直接关系到飞机的飞行安全和作战能力，技术要求高。军用航电产品呈现以“多品种、小批量”为主，生产成本低、研制周期长，需要投入较高的研制开发费用，资金需求大。军用飞机航空电子产品科研生产的企业需要取得相应军工资质，涉及民用产品需求取得中国民航局适航司颁发的航空器适航证，生产许可门槛高。

中航电子是军用航空电子领域龙头企业。我国航空电子目前主要以军机为主，军用飞机主要生产单位是西飞、沈飞、成飞和哈飞等主机厂，均为中航工业旗下公司，与中航电子同属一个集团。中航电子具有集团内配套优势和多年配套形成的技术优势，在我国航空电子系统制造领域具

有较强竞争力，并拥有较高市场份额。根据公司官网披露，中航电子在飞行参数系统、导航系统、传感器等多个细分行业中，占据国内主导地位，是国内军用航空电子系统设备的最大和主要供应商。

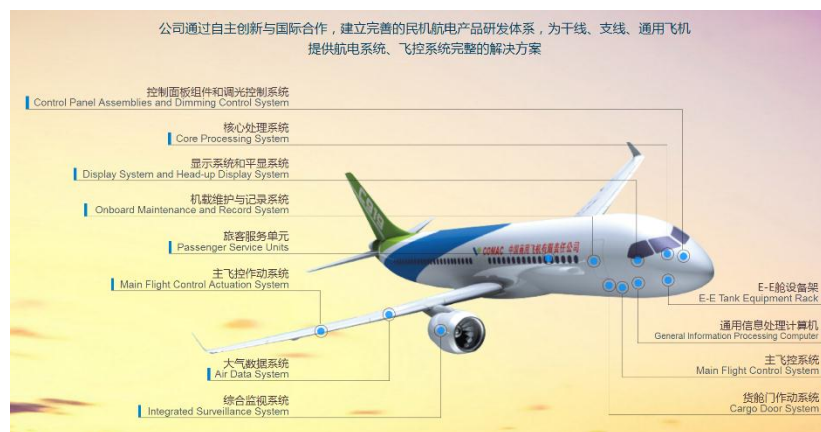
民用航电主要由国外垄断，中航电子产品主要应用于支线、干线和通用飞机等领域，目前正积极拓展民航市场份额。在民用航空电子方面，中航电子凭借航空电子系统研发资源和生产资源的现有基础，正紧紧抓住我国 C919 大型客机重大专项、世界范围内民用航空市场需求井喷以及我国低空空域改革等所带来的历史性发展机遇，构建国际先进、满足适航要求的研发与集成制造体系，争取不断扩大民用航空市场份额。

图 18：中航电子是军机航电系统最大和主要设备供应商



资料来源：公司官网

图 19：中航电子为支线、干线、通用飞机等飞机提供民机航电系统



资料来源：公司官网

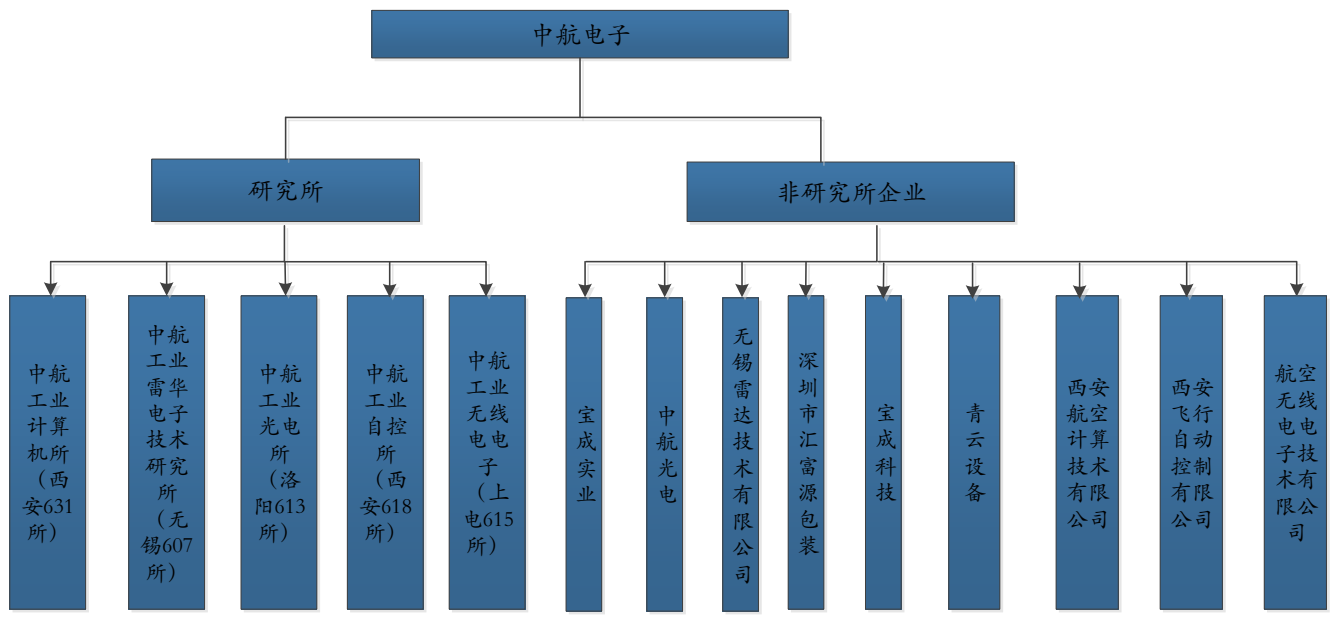
预计中航电子有望长期保持 15% 左右业绩增速。随着新型军机不断批产，航电需求也将逐步放量，叠加民用航电国产化替代的长期预期，我们认为中航电子业绩有望长期保持 15% 左右复合增速。

### 3. 托管资产优质，资产注入值得期待

托管企业多达 14 家，其中有 5 家为研究所。2014 年航空工业将航电系统公司交付中航电子托管，中航电子对航电系统公司经营管理和发展具有充分决策权。2018 年中航电子终止与航空工业签署的《股权托管协议》，并与机载公司签署《托管协议》，约定机载公司将其下属 14 家企事业单位

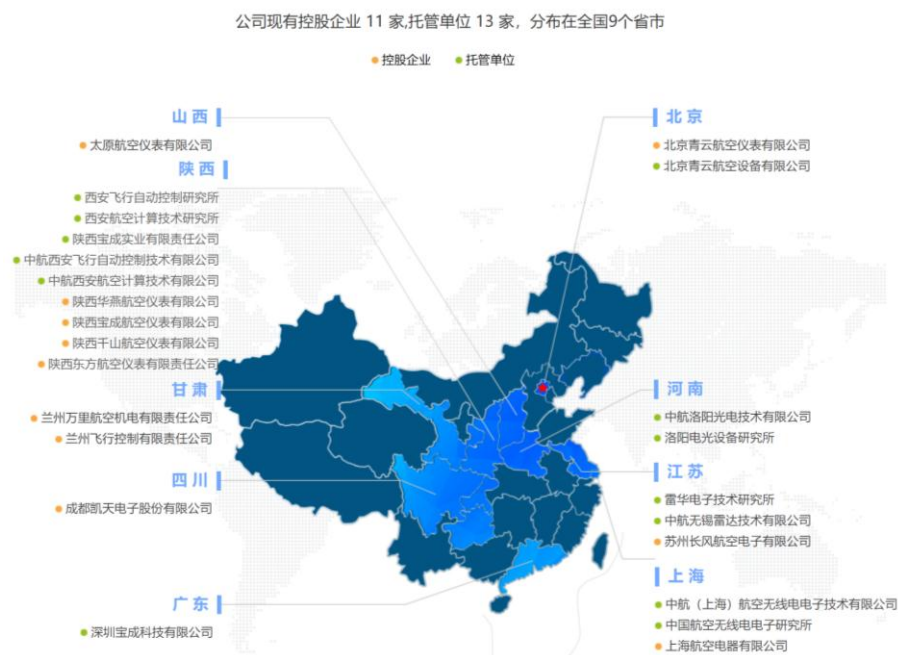
位委托给中航电子管理。目前公司共托管 5 个研究所和 9 个企业。

图 20: 中航电子托管 5 个研究所、9 个企业



资料来源: 各公司官网, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 21: 中航电子子公司和托管公司共计 24 个, 分布在 9 个省市



资料来源: 公司官网 (与托管协议相比, 图中缺少深圳市汇富源包装材料有限公司, 该公司托管股权比例为 39%)

**托管资产盈利能力强。**2017 年光电所披露, 公司过去五年收入年均增幅 15.3%, 2017 年营业收入突破 40 亿; 无线电电子所 (615 所) 官网披露公司 2018 年目标是利润总额达到 4.37 亿, 其他研究所也均为优质资产。

**托管资产未来有望注入上市公司, 资产注入值得期待。**中航电子为航空工业集团航空电子板块上市平台, 2012 年~2013 年注入多家从事航电业务的子公司。目前公司托管单位 13 家, 主要为从事航电相关业务, 我们认为托管资产未来有望注入上市公司完成集团航电板块进一步整合。托管资产盈利能力强, 资产注入值得期待。



## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

关键假设:

- 军改影响持续走弱, 企业收入和现金流持续向好。
- 新型军机批产顺利, 不存在影响列装批产的偶发性因素。

**盈利预测:** 我们预计公司 2019~2021 年归母净利润为 5.49/6.44/7.46 亿元, 同比增长 15%/17%/16%, 分别对应 EPS 为 0.31/0.37/0.42 元。

### 4.2. 估值分析

我们采用 PE 估值法和 PB 估值法两种估值方法给出目标价。

**可比公司选取:** 选取军机电子类设备供应商国睿科技、中航光电、天奥电子、景嘉微、中航机电作为可比公司。

**PE 估值法:** 按照 2019 年 46 倍平均 PE 对中航电子进行估值, 对应每股价值 14.26 元。

**PB 估值法:** 按照 2019 年 4.6 倍平均 PB 对中航电子进行估值, 我们预计 2019 年中航电子每股净资产 (BPS) 为 4.71 元, 对应每股价值 21.67 元。

表 4: A 股相关上市公司估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 亿元	EPS		BPS		PE		PB	
		2019/6/28		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
600562.SH	国睿科技	15.36	96	0.24	0.29	2.66	2.79	63	53	5.8	5.5
002179.SZ	中航光电	33.46	344	1.13	1.40	6.98	8.28	30	24	4.8	4.0
002935.SZ	天奥电子	35.58	57	0.71	0.84	8.12	8.95	50	42	4.4	4.0
300474.SZ	景嘉微	39.46	119	0.64	0.86	6.87	7.66	61	46	5.7	5.1
002013.SZ	中航机电	6.88	248	0.27	0.32	2.74	3.09	26	22	2.5	2.2
均值								46	37	4.6	4.2
中值								50	42	4.8	4.0

资料来源: wind, 国泰君安证券研究

综上, 我们按照 PE 和 PB 两种估值法的平均值, 估算中航电子目标价为 17.96 元。

### 4.3. 投资建议

首次覆盖中航电子, 目标价 17.96 元, 空间 21%, 增持。我们认为随着军改影响持续减弱, 主机厂经营状况已开始改善, 新型军机批产数量有望逐步增加, 将带动中航电子业绩稳定增长。未来中航电子有望参与国产民航飞机航电设备国产化替代, 前景广阔。首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 军机批产不及预期。军机批产进度若不达预期, 可能会影响公司业绩增长。
- 2) 宝成仪表等子公司业绩改善不及预期。宝成仪表近几年业绩持续下

滑，是拖累公司利润的重要原因，随着军民融合的推进，民营企业逐步进入军品领域，在激烈竞争情况下，宝成仪表等子公司存在业绩改善不达预期的可能。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		