

航电龙头成长加速，存资本运作空间有望受益国企改革

买入（首次）

2021年12月29日

证券分析师 苏立赞

执业证号：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证号：S0600521120002

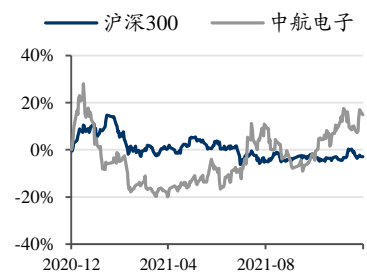
qianjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,747	10,462	12,556	14,700
同比（%）	4.72	19.61	20.01	17.08
归母净利润（百万元）	631	848	1107	1446
同比（%）	13.45	34.40	30.64	30.58
每股收益（元/股）	0.35	0.44	0.57	0.75
P/E（倍）	56.13	47.20	36.13	27.67

投资要点

- 军机航电系统主要供应商，十四五有望进入加速增长阶段：**国防和军队建设中长期目标要求力争到2035年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队，为军工行业奠定长期成长空间；十九届五中全会首次提出了2027年建军百年奋斗目标，十四五期间是实现该目标的关键时期，以新型航空装备为代表的各型装备有望加速列装和更新换代。公司是我国军机航空电子系统的主要供应商，将持续受益装备建设进程。2021Q3末，公司合同负债约7.54亿元，较2020年同期增长630%，较2021年初增长527%，主要是预收货款增加，表明公司下游需求旺盛，在手订单充足，且订单较2020年同期和2021年初均有较大增长，公司有望迎来加速成长。
- 迎接十四五旺盛需求，拟对8家全资子公司增资：**公司拟以现金5.9亿元对8家全资子公司进行增资，以推动子公司更好地完成“十四五”科研生产任务，抓住航空防务、民用航空、航空技术在先进制造业的应用三方面的机遇和需求，增强子公司的经营能力和发展后劲，弥补子公司流动资金不足，提高其偿债能力、抗风险能力。我们认为，增资事项有助于公司更好迎接十四五下游旺盛需求。
- 存资本运作空间，有望受益国企改革加速推进：**公司是航空工业集团旗下航电系统的专业化整合和产业化发展平台，近期已在推动改革，如拟对控股子公司凯天电子采取核心员工持股、引进战略投资者、原股东增资和国有独享资本公积转增相结合的方式推进混合所有制改革。截至2021年12月底，公司托管航电板块5家研究所和9家公司；2021Q1-Q3公司实现托管费收入约3,764万元，假设受托单位均实现盈利，按照托管协议推算受托单位2021Q1-Q3收入合计约188亿元。公司存资本运作空间，随着国企改革的加速推进，未来公司有望受益。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司航电业务发展前景，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为8.48亿元、11.07亿元和14.46亿元，EPS分别为0.44元、0.57元和0.75元，对应PE分别为47倍、36倍和28倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**订单波动风险；产品交付进度不及预期；国企改革进度不及预期；公司盈利不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.75
一年最低/最高价	14.30/23.40
市净率(倍)	3.64
流通 A 股市值(百万元)	40010.45

基础数据

每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	55.63
总股本(百万股)	1928.21
流通 A 股(百万股)	1928.21

中航电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18,426	20,552	21,855	24,087	营业收入	8,747	10,462	12,556	14,700
现金	3,947	4,972	3,549	3,353	减:营业成本	6,178	7,499	8,994	10,525
应收账款	7,504	3,468	4,128	4,631	营业税金及附加	23	31	38	44
存货	4,747	5,659	6,664	7,653	营业费用	114	157	188	206
其他流动资产	2,228	6,453	7,514	8,450	管理费用	803	1,046	1,205	1,323
非流动资产	6,294	6,455	6,567	6,704	研发费用	647	785	942	1,102
长期股权投资	33	31	28	27	财务费用	254	69	36	-19
固定资产	3,472	3,559	3,635	3,740	资产减值损失	36	0	0	1
在建工程	1,415	1,505	1,583	1,643	加:投资净收益	-6	10	13	15
无形资产	719	727	736	744	其他收益	76	84	100	118
其他非流动资产	655	633	585	550	资产处置收益	0	2	3	3
资产总计	24,720	27,007	28,422	30,791	营业利润	731	971	1,268	1,655
流动负债	11,115	12,521	12,784	13,650	加:营业外净收支	-12	-3	-3	-3
短期借款	3,015	2,919	1,528	490	利润总额	719	968	1,265	1,652
应付账款	4,599	5,582	6,618	7,804	减:所得税费用	64	87	114	149
其他流动负债	3,501	4,021	4,638	5,356	少数股东损益	25	33	44	57
非流动负债	2,577	2,577	2,577	2,577	归属母公司净利润	631	848	1,107	1,446
长期借款	680	680	680	680	EBIT	752	1,003	1,258	1,575
其他非流动负债	1,897	1,897	1,897	1,897	EBITDA	1,133	1,418	1,675	2,004
负债合计	13,692	15,097	15,361	16,227	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	402	435	479	536	每股收益(元)	0.35	0.44	0.57	0.75
归属母公司股东权益	10,626	11,474	12,582	14,028	每股净资产(元)	5.51	5.95	6.52	7.27
负债和股东权益	24,720	27,007	28,422	30,791	发行在外股份(百万股)	1928	1928	1928	1928
					ROIC(%)	4.60	5.83	7.42	9.02
					ROE(%)	5.94	7.39	8.80	10.31
					毛利率(%)	29.36	28.32	28.37	28.40
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	7.21	8.10	8.82	9.84
经营活动现金流	810	1811	585	1456	资产负债率(%)	55.39	55.90	54.05	52.70
投资活动现金流	-615	-566	-517	-550	收入增长率(%)	4.72	19.61	20.01	17.08
筹资活动现金流	409	-220	-1491	-1103	净利润增长率(%)	13.45	34.40	30.64	30.58
现金净增加额	603	1025	-1422	-196	P/E	56.13	47.20	36.13	27.67
折旧和摊销	381	415	417	429	P/B	3.57	3.49	3.18	2.85
资本开支	-874	-575	-556	-573	EV/EBITDA	33.35	27.36	23.18	18.96
营运资本变动	-584	402	-1072	-525					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>