

中航电子（600372）：外生、内生增长兼具， 基本面和主题共同驱动

中国银河证券 机械军工（邱世梁、王华君）

2013年1月

中航电子：航电核心平台，重组预期乐观

■ 驱动因素：外生、内生增长兼具

- 内生：第一，航空军品业务未来5年复合增速20%，我国三代战机占比较低，目前处于换装高峰，三代战机将成为绝对主力；第二，非航军品（航天、兵器、船舶）业务拓展迅速；第三，民品业务将快速增长，C919、ARJ21、新舟系列等国产民机、智慧城市、全球民航电子产业链
- 外生：第一，最近公告收购3家公司；第二，持续资产注入预期明确：2011年收入、利润总额均占航电系统20%，未来拟注入资产（5个研究所+2个托管公司等）为公司规模4倍
- 中航航电系统2015年目标：收入500亿、利润50亿；12-15收入复合增速28%；利润复合增速20%

■ 与市场不同观点：内生和外生的高增长将推动公司估值水平提升

- 从投资方向看发展重点是空军，弹性最大的首选飞机制造商洪都航空，配套领域首选ROE水平最高、盈利能力最强、民用领域最容易拓展的航电系统。航电系统是航空武器装备“中枢神经”，收入占中航工业7-8%，利润占20%
- 资产注入进程快于市场预期，估值处于军工行业平均水平，内生与外生增速，估值水平将提升
- 中航科工的股权激励方案：作为中航科工旗下核心公司，中航电子快速增长符合多方利益诉求

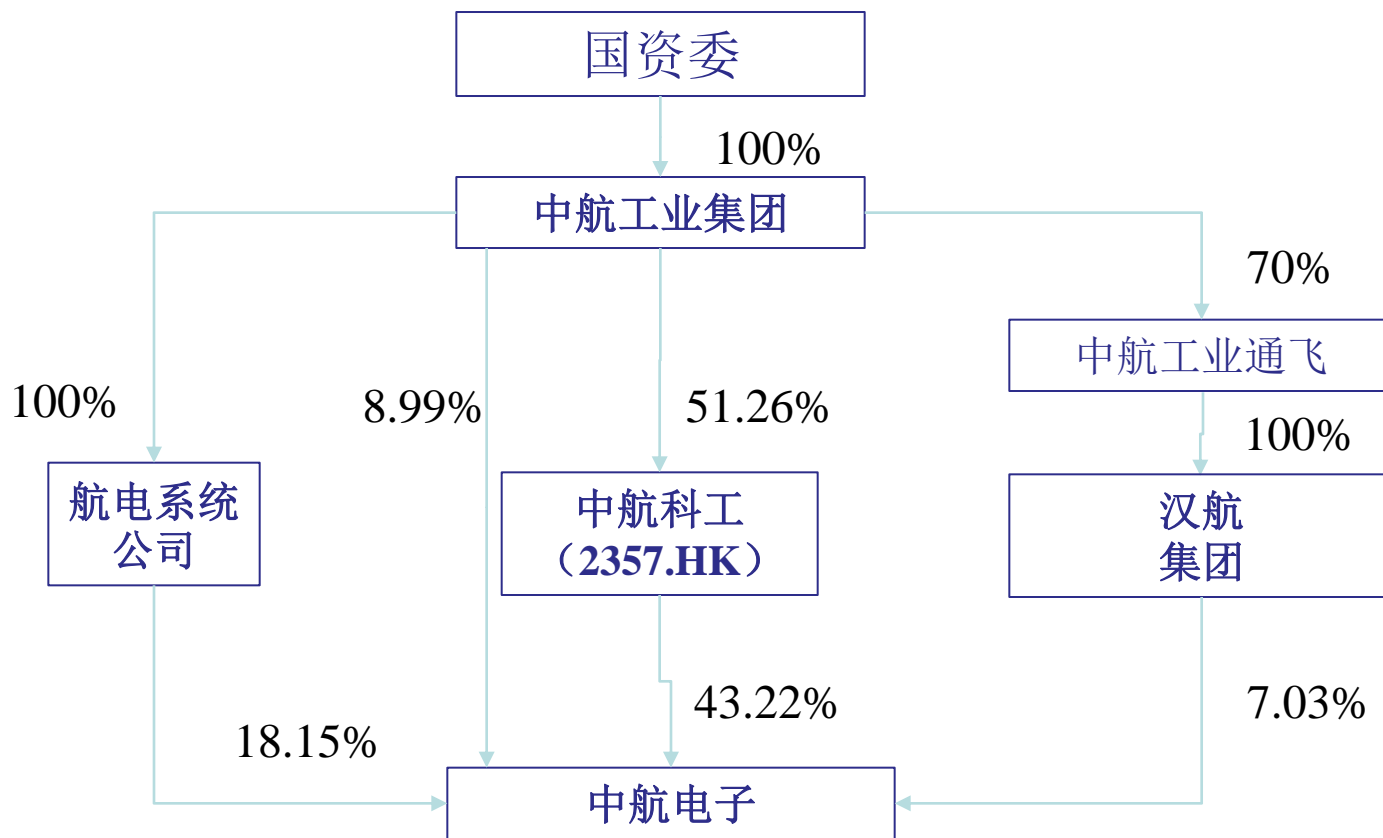
■ 估值与投资建议：预计12-24年EPS为0.36、0.43、0.53元，对应PE为47、39、32倍；如考虑公告收购的3家公司，预计13-14年EPS为0.53、0.65元，对应PE为32、26倍；如果注入航电系统公司资产，2013年备考EPS将超过1.2元，对应PE为14倍，股价上涨空间大。目前股价低于增发价，推荐

■ 股价表现的催化剂：资产注入；周边紧张局势

■ 投资风险：航电系统资产整合未获主管部门认可

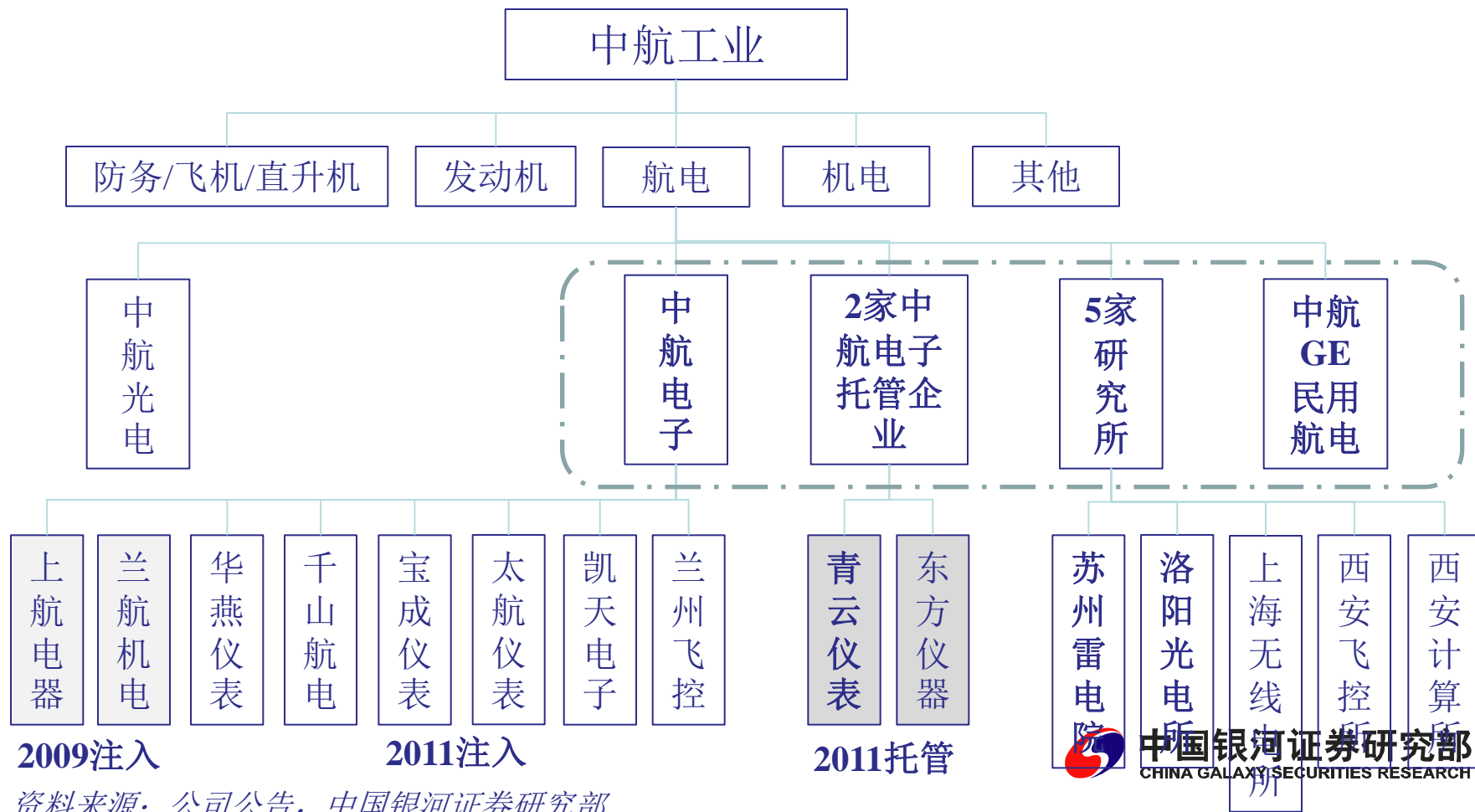
中航电子：大股东中航科工，2011年实施股权激励

- 中航电子：隶属于中航工业，第一大股东为中航科工（2357.HK）
- 中航科工：2011年股权激励方案。作为中航科工旗下核心公司，中航电子快速增长符合多方利益诉求。



中航电子：航电系统核心平台

- 中航电子：“中国航空电子产品的唯一平台” / “航电系统核心平台”——公司公告
- 根据中航工业“专业化重组”思路，我们认为，未来一段时期，除中航光电外，航电系统其余资产很可能将由中航电子进行整合。



航电系统战略地位重要：“中枢神经”，利润占中航20%

■ 航电系统：中航工业中盈利能力最强的重要部门

■ 收入占中航工业7-8%

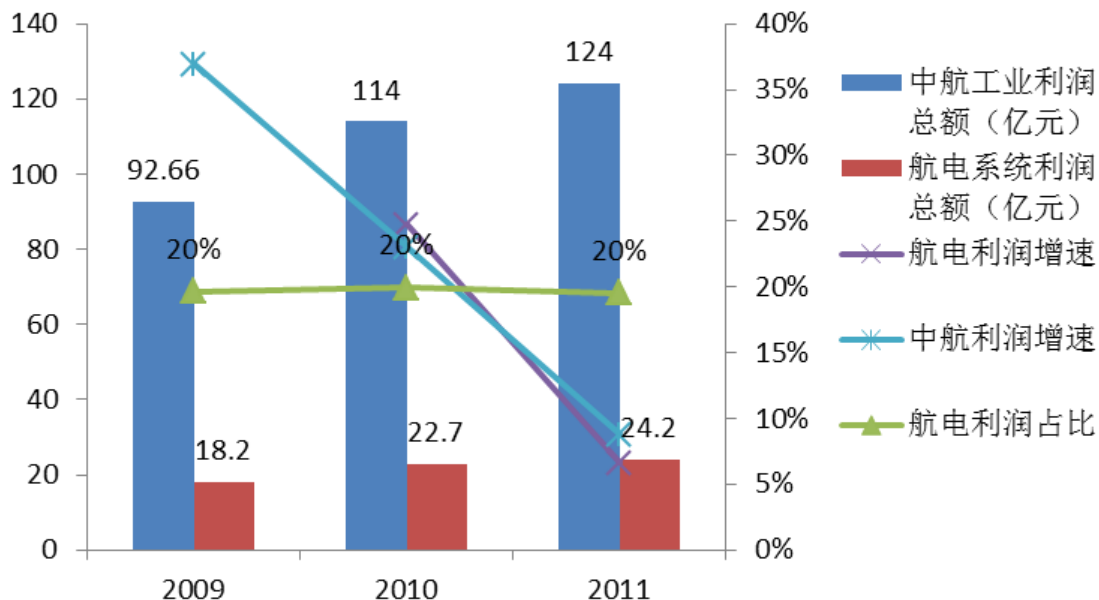
■ 利润总额占中航工业20%

■ 航空电子系统价值定位：
航空武器装备“中枢神经”

■ 航电系统占飞机中价值占比

➤ 民机：20%以上

➤ 军机：30-40%



		2009	2010	2011	2012目标
中航工业	营业收入 (亿元)	1708.72	2099	2640	3000
	利润总额 (亿元)	92.66	114	124	
航电系统	营业收入 (亿元)	141.3	164.9	186.7	217
	利润总额 (亿元)	18.2	22.7	24.2	26
	收入占比	8%	8%	7%	
	利润占比	20%	20%	20%	

航电系统：2012-2015利润目标年增20%

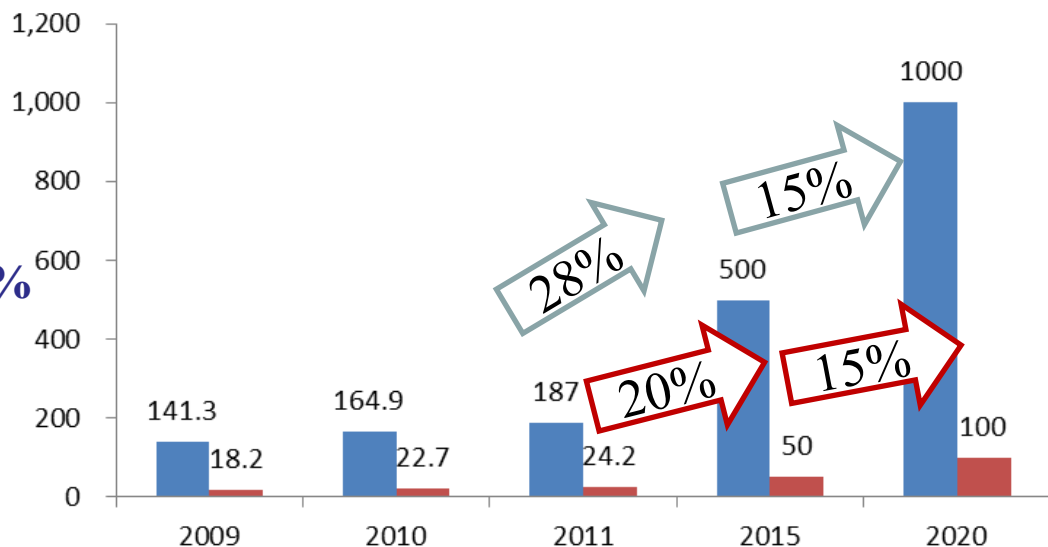
- 中航工业：“两融、三新、五化、万亿”：到2020年挑战收入1万亿元
- 航电系统“十二五”发展目标：总收入500亿元、利润总额50亿元；2020年收入挑战1000亿元，利润挑战100亿元。即：

- 2012-2015，利润年增20%
- 2016-2020，利润年增15%

- 2012年目标：收入217亿元，增长16%
利润26亿元，增长7.4%。

- 保障措施：航电系统“3699”战略

■ 营业收入（亿元） ■ 利润总额（亿元）



3699战略	简介
3大中心	军机航电系统中心、民机航电系统中心和民用技术创新发展中心
6大产业基地	传感器、电子信息器件、惯性器件、连接器、汽车系统及电子、微电子
9大专业平台	射频探测、光电探测、座舱显示与控制、飞行控制与作动、综合惯导系统、综合处理与网络、综合数据管理与信息、火控和发射、大气数据与传感
9大产业	航空、基础器件、通信系统及电子、汽车系统与电子、智能与自动化系统、物联网电子、医疗设备、新能源电子、安防电子与软件产业

公司主营业务：军品占比80%以上；毛利率高达30%以上

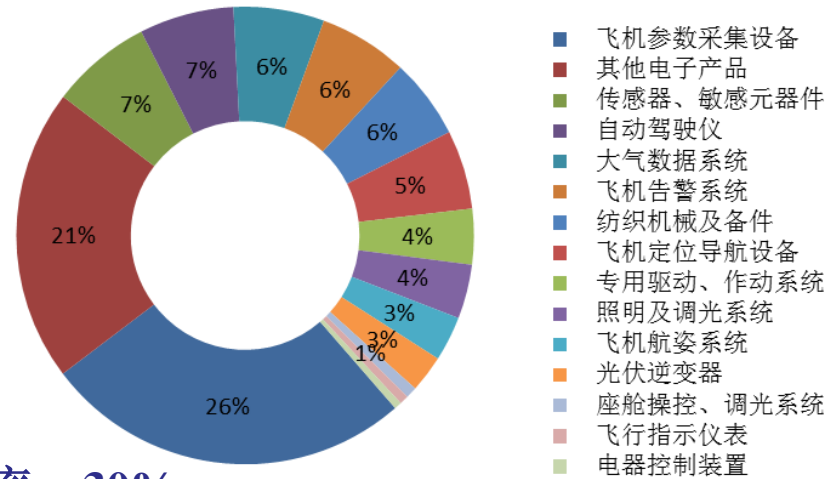
■ 军品：飞机参数采集设备、传感器占比较高

■ 民品（占比较小）

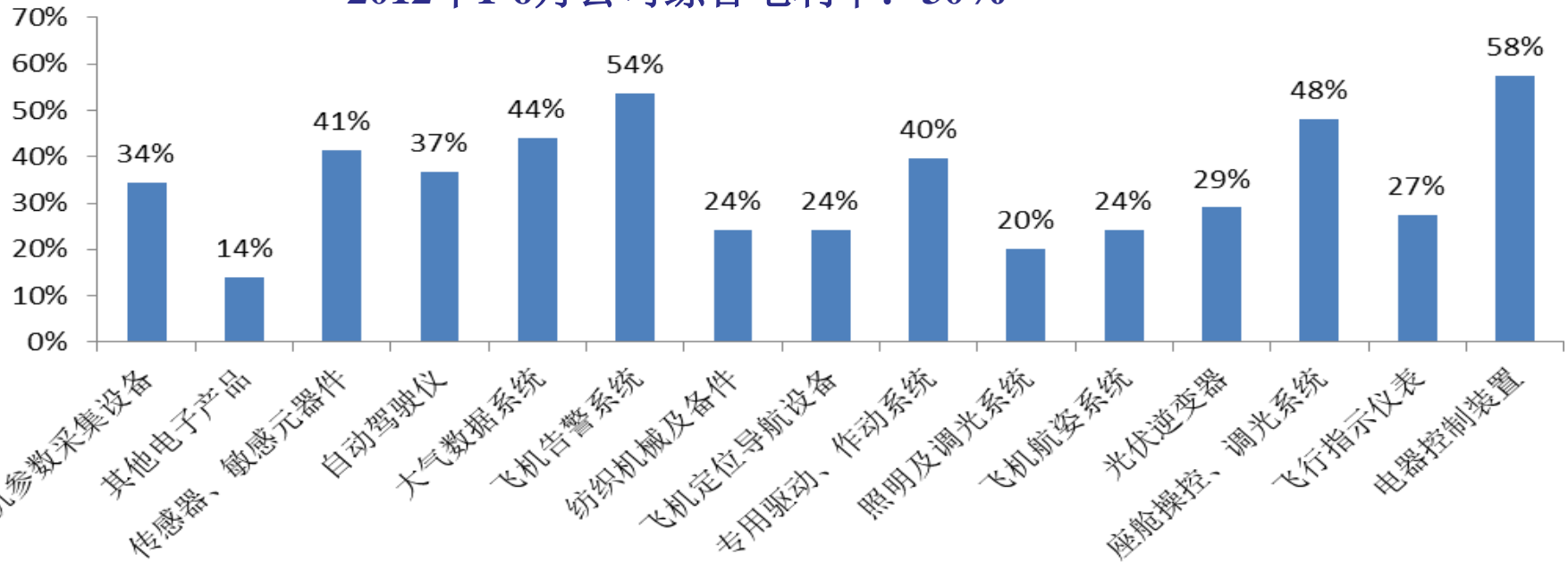
➤ 纺织机械（定位高端，收入占5.6%）

➤ 光伏逆变器（收入占比2.6%）

2012年1-6月产品结构



2012年1-6月公司综合毛利率：30%



内生增长：航空军品、非航军品、民品业务齐发力

■ 航空军品业务：航空军机业务未来5年复合增速20%

- 我国三代战机占比较低，目前处于换装高峰，三代战机将成为绝对主力
- 我国主要飞机生产基地收入保持20%左右增长，其中军机增速可能更高

■ 非航军品业务：航天、兵器、船舶等领域拓展迅速

- 航电产品具有高度适应性，可适用于航天、兵器、船舶等各个领域

■ 民品业务未来将快速增长

- 民用飞机航电：C919、ARJ21、新舟系列等国产飞机
- 全球民航电子产业链
- 新型智能纺织机械
- 安全智能防护及监控设备
- 智慧城市

增发募投项目：加速高端技术产业化、提升自身盈利能力

- 增发价 **17.15元**（公司坚持增发底价）；实际增发：3848万股；募资 6.6亿元
- 原计划增发不超过 1.98亿股，募资近34亿元；实际增发募资金额低于预期
- 核心项目：**传感器产业化项目**（目前我国高端传感器依赖进口占比达到80%，芯片进口占比达90%）

中航电子募投项目情况（单位：万元）

领域	项目	总投资	建设期	年收入	净利润
航电系统产业化	传感器产业化项目	98380	2年	91620	14606
	航空集成电路产业化项目	33129	2年	21350	6553
航电系统研发能力	航电系统研发中心项目	40000	4年	--	--
	C919机外照明与舱门、货运装置	16000	3年	--	--
	C919机内照明系统与控制板系统	25717	5年	--	--
航电技术非航空领域拓展	新型智能纺织机械产业化项目	74940	2年	101100	9292
	安全智能防护及监控设备项目	14838		29000	1395
	清洁高真空获得设备项目	15151		24900	1702
	民用“黑匣子”产业化项目	21836		24480	1983
	精密控制组件能力建设项目	21028		21700	3204
合计（收入和利润中不计入航电系统研发能力项目）		361019		314150	38735

外生增长：两次资产整合，未来重组预期乐观

- 公司前身：ST昌河（昌河汽车）
- 整合1：2009年，注入航空照明业务（上航电器、兰航机电），置出原昌河汽车业务
- 整合2：2011年，注入华燕仪器、千山航电等6家企业；托管青云仪器、东方仪器。

2011年中航电子主要子公司、参股公司的经营情况

公司	业务及产品	应用领域	净资产	净利润
华燕仪表	陀螺仪及惯导系统；加速度计及航姿系统	应用于导航、飞控、航电、数据记录；用于航空航天、兵器、船舶、电子等领域。	27225	4519
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；国内“黑匣子”诞生地，	飞行数据采集、回放、分析，及检测、告警等；主要用于航空领域。	35217	4698
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/发动机参数采集设备、机载传感器及敏感元器件及纺织机械、制冷设备等	航空产品主要配套于各型飞机及弹载设备及海上、陆上防务领域等。	58095	5571
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、飞机数据采集显示设备	产品应用于航空、航天以及其它领域。	38589	4472
凯天电子	大气数据系统、机载传感器及敏感元器件及飞机集成数据系统及燃油增压泵、节能环保产品等民品。	主要用于飞机、发动机及燃油等航空、航天领域。民品可用于兵器、船舶、石油勘探、汽车等领域。	72944	6971
兰州飞控	自动驾驶仪系统及控制增稳系统。	主要用于以直升机为主的航空领域。	33279	2857
上航电器	航空照明系统、告警系统、导光照明显示控制及其他产品。	主要应用于航空以及民用领域。	52442	10029
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。	产品应用于航空以及机外照明等。	44584	4183

航电系统公司：已完成经营资产的转性和新公司注册工作

- 航电系统公司：事业单位非经营性资产转经营性资产获得批准，已完成了经营资产的转性和新公司的注册工作
- 公司将密切关注航电系统公司相关事业单位资产整合工作的进展情况，并积极配合做好相关工作——摘自《中航电子2012年中报》

中航工业航电系统在中航电子体外的5家研究所

研究所	主要业务领域	其它
中国航空无线电电子研究所（上海）	机载显控为核心，包括航空电子系统总体与综合、航空电子核心处理与综合应用技术、航空无线电通讯导航技术三大领域。	——
中航工业雷达与电子设备研究院（苏州长风有限公司）	以机载雷达技术为核心，主要产品包括机载雷达和航空座舱电子系统等。	总资产约20亿元。
洛阳电光研究所	我国唯一的机载火控和光电系统专业研究所，航空火控系统和光电系统产品重点单位。	固定资产30多亿元，年产值20多亿元。
中航工业西安飞行自动控制研究所	主要集中于飞行控制和惯性导航两大专业领域等。	——
中航工业西安航空计算技术研究所	以计算机平台为核心，我国机、弹载计算机和航空软件研制的专业单位。	——

更进一步：拟收购3家公司（1家原托管公司，2家研究所改制）

- 公司2012年12月7日发布公告：拟以10~13亿元向航电系统公司购买青云航电（北京）、雷电公司（苏州）、隆盛公司（洛阳）三家公司的股权，以控股
 - 青云航电（北京）：原公司托管企业——青云仪器剥离相关资产后形成，主营制造、销售飞行器仪表、传感器和自动驾驶仪等

注：原两家托管公司：从2011年7月1日开始，对尚未注入的青云仪表和东方仪器由中航电子托管，中航工业承诺在重大资产重组完成后（2011年）的五年内，在两家企业相关资产和业务具备上市条件的情况下将其注入中航电子
 - 雷电公司（苏州）：由原苏州雷电院（长风公司）改制而成，主营航空雷达
 - 隆盛公司（洛阳）：由原洛阳光电所改制而成，仅小部分资产，主营航空电源
- 该3家公司按军工企业惯例，4季度业绩占比较高，预计2012年有望实现净利润1.2亿元，2013-2014年有望贡献EPS为0.1、0.12元。

单位：亿元	青云航电		雷电公司		青云航电		三家合计	
项目	2011	2012Q3	2011	2012Q3	2011	2012Q3	2011	2012Q3
营业收入	3.54	1.79	7.56	5.07	2.5	2.03	13.6	8.89
利润总额	0.4	0.06	2.16	0.94	0.4	0.21	2.96	1.21
归属母公司所有者净利润	0.35	0.05	1.84	0.52	0.3	0.15	2.49	0.72
总资产	9.53	9.67	16.04	16.68	2.22	2.23	27.79	28.58
归属于母公司所有者权益	4.44	4.49	5.79	8.63	1.31	1.32	11.54	14.44

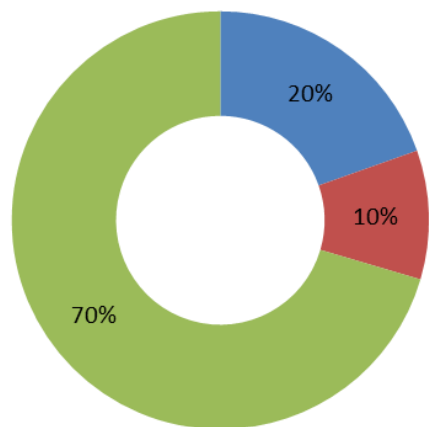
未来拟注入资产为公司规模4倍

■ 如果注入航电系统公司资产，2013年备考EPS将超过1.2元，对应PE为14倍

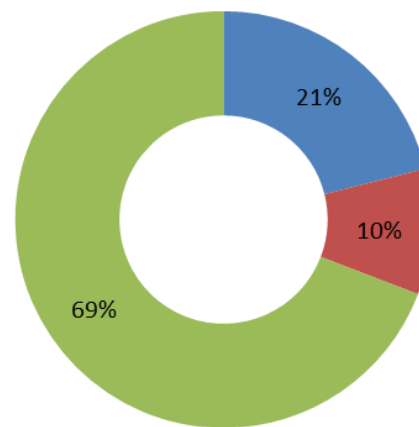
2011年中航电子占航电系统收入的20%

2011年中航电子占航电系统利润总额的21%

■ 中航电子 ■ 中航光电 ■ 航电系统其它



■ 中航电子 ■ 中航光电 ■ 航电系统其它



航电系统		中航电子		中航光电		航电系统其它（5个研究院、2个托管企业等）	
营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)
187	24.2	36.63	5.1	18.66	2.36	131.71	16.74

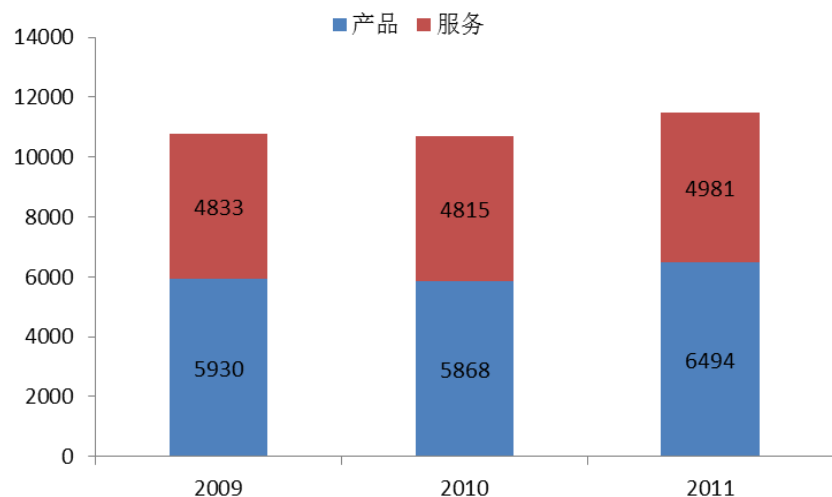
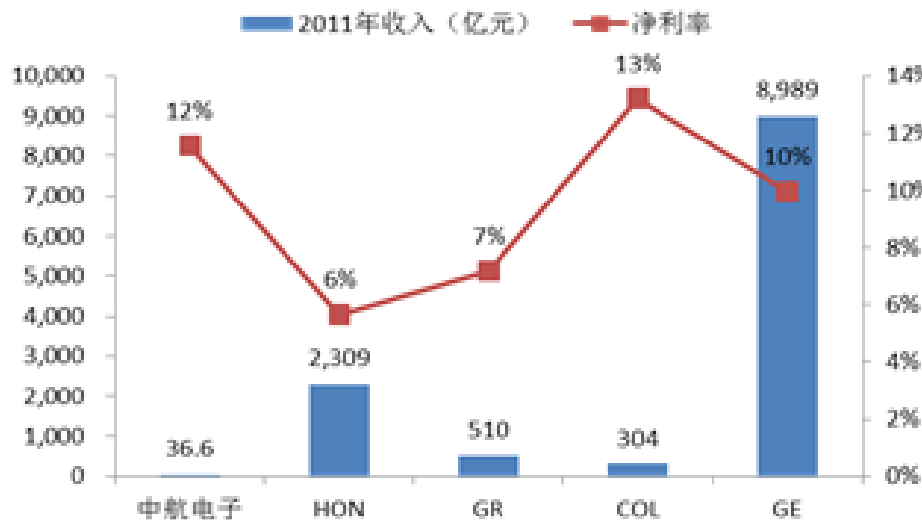
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

国际比较：收入仅为霍尼韦尔航空航天业务的1/20

- 全球最具领先的航电系统技术大多被霍尼韦尔（Honeywell）、古德里奇、罗克韦尔柯林斯、通用电气、BEA等欧美集成商所掌握，中航电子潜力大。

与国际巨头相比，中航电子成长潜力巨大

霍尼韦尔航空航天业务服务占比超40%（百万美元）



上市公司	代码	2011年收入（亿元）	2011年净利润	净利率
中航电子	600372.SH	36.6	4.2	12%
霍尼韦尔	HON	2,309	131	6%
古德里奇	GR	510	37	7%
罗克韦尔柯林斯	COL	304	40	13%
通用电气	GE	8,989	894	10%

盈利预测： 预计2013-2014收入年均增长20%

■ 军品占比：有望保持80%以上

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3204.80	3663.66	3995.11	4721.39	5819.95
飞机制造业(航电)	2,710.54	3,024.96	3327.46	3992.95	4991.18
其他制造业（非航电）	494.26	579.03	607.98	668.78	769.10
其他	-	59.67	59.67	59.67	59.67
营业收入增速		14.3%	9.0%	18.2%	23.3%
飞机制造业(航电)		11.6%	10.0%	20.0%	25.0%
其他制造业（非航电）		17.2%	5.0%	10.0%	15.0%
其他			0.0%	0.0%	0.0%
营业收入构成					
飞机制造业(航电)	84.6%	82.6%	83.3%	84.6%	85.8%
其他制造业（非航电）	15.4%	15.8%	15.2%	14.2%	13.2%
其他		1.6%	1.5%	1.3%	1.0%
毛利率		30.5%	30.2%	30.4%	30.5%
飞机制造业(航电)		33.35%	33.0%	33.0%	33.0%
其他制造业（非航电）		12.40%	12.0%	12.0%	12.0%
其他		61.79%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：中国银河证券研究部（为统一口径，2010年采用了2011年年报中同比增长数据）

估值比较：当前估值尚未完全反映战略地位和外生增长

■ 目前公司估值在行业内基本处于平均水平

上市公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				备注
		2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	
中航电子	16.92	0.30	0.36	0.43	0.53	56	47	39	32	银河预期
中航光电	13.88	0.49	0.55	0.69	0.90	28	25	20	15	一致预期
中航飞机	8.77	0.04	0.08	0.11	0.15	216	113	80	59	一致预期
洪都航空	15.10	0.12	0.12	0.21	0.28	130	125	71	54	一致预期
哈飞股份	19.31	0.33	0.38	0.46	0.58	59	51	42	33	一致预期
航空动力	14.14	0.24	0.27	0.35	0.45	59	52	40	31	一致预期
中航动控	9.32	0.19	0.24	0.29	0.36	48	40	33	26	一致预期
中航精机	15.11	0.06	0.35	0.51	0.54	272	43	30	28	一致预期
中国卫星	14.12	0.25	0.30	0.39	0.48	56	46	37	29	一致预期
国腾电子	15.26	0.17	0.32	0.51	0.73	89	48	30	21	一致预期
航天电子	6.95	0.21	0.24	0.30	0.36	33	29	23	19	一致预期
四创电子	17.08	0.41				42				一致预期
行业平均估值						91	56	40	32	

投资建议：“推荐”评级

- 内生增长：预计12-14年EPS为0.36、0.43、0.53元，对应PE为47、39、32倍
- 计入收购3家公司，则预计13-14年EPS为0.53、0.65元，对应PE为32、26倍
- 如果注入航电系统公司资产，13年备考EPS将超过1.2元，对应PE为14倍
- **投资建议：**航电系统未来几年内生增长保持20%以上，考虑到公司战略地位和外生增长，我们认为公司估值水平具备提升空间，给予“推荐”评级。

内生增长：2013-2014预计业绩年均增长20%以上

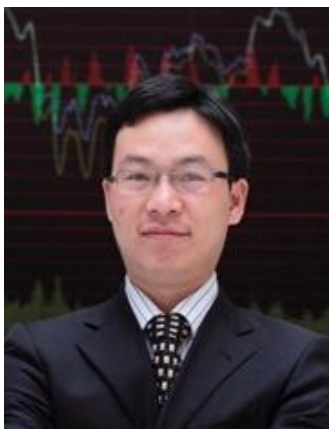
指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	873.03	3,663.66	3,995	4,721	5,820
营业收入增长率	-27.17%	319.65%	9%	18%	23%
净利润（百万元）	134.66	410.87	482	584	712
净利润增长率	428.28%	205.10%	17%	21%	22%
EPS（元）	0.10	0.30	0.36	0.43	0.53
P/E	170	56	47	39	32

附录：中国银河证券机械军工团队介绍



■ 邱世梁

CFA，CPA，机械行业首席分析师，研究部执行总经理；第7到9届新财富最佳分析师机械行业第5名、第4名、第3名；复旦金融硕士，曾于广发证券、光大证券、申万研究所、澳门科大管理学院工作，2011年加入中国银河证券。



■ 邹润芳

上海交通大学工学硕士，现任机械行业分析师。此前在光大证券研究所负责机械行业分析。擅长自上而下从产业链所处周期来研究行业和股票，看重草根调研跟踪一些一线观点。现主要负责跟踪工程机械、海工装备、铁路设备、冷链设备等子行业。

附录：中国银河证券机械军工团队介绍



■ 王华君

北京航空航天大学工学硕士，机械制造及其自动化专业。曾任职于中国机械工业联合会3年，从事机械行业规划编制、产品市场研究等工作，擅长从上下游产业链角度审视投资机会。2011年初加入中国银河证券，主要负责能源装备、铁路设备、军工、重型机械、机械基础件等子行业。



■ 陈显帆

英国伦敦大学学院机械工程学士，索尔福德大学投资银行硕士。4年银行从业经验，2011年底加入中国银河证券。目前主要覆盖工程机械行业、南风股份、黄海机械、上海机电等。