

前三季度业绩小幅增加，看好航电业务发展及资本运作

中航电子(600372.SH)

※事件：公司公告了2019年三季报，前三季度实现营业收入51.73亿元，同比增长12.43%，实现归母净利润2.66亿元，同比增长7.60%，对应每股收益0.15元。

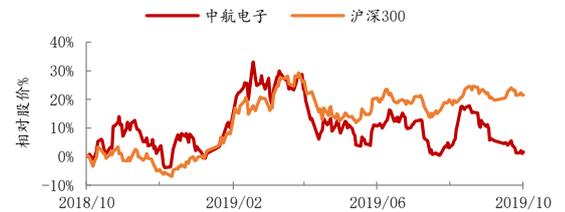
※点评：(1) 公司前三季度实现营业收入51.73亿元，同比增加12.43%，第三季度营业收入17.42亿元，同比增加7.00%。主要原因是前三个季度整机厂任务增加比较多，交付比较多；(2) 公司前三季度实现归母净利润2.66亿元，同比增长7.60%，其中第三季度归母净利润0.97亿元，同比减少2.61%。前三季度归母净利润增速不及营收增速的主要原因包括：a) 毛利率较上年同期降低0.15个百分点至30.42%，主要系非持续性的产品交付结构发生变化所致；b) 销售费用同比较快增加25.79%，主要系产品销售增加等原因所致；c) 研发费用同比较快增加23.81%，主要系公司加大军品和非航空产品研发支出所致；(3) 第三季度毛利率同比增加0.02个百分点，基本持平；(4) 前三季度管理费用同比小幅减少7.89%，主要系公司托管单位减少引致费用减少所致；财务费用减少3.42%，主要系利息收入增加22.09%所致；(5) 从资产负债端看：a) 应收账款较年初增加35.70%，主要系收入增加以及货款回集中集中在年末结算的行业特点所致；b) 存货较年初增加20.59%，主要系“十三五”末期军品任务量增加引起备货增加所致，表明公司订单饱满；(6) 从现金流量端看：报告期公司经营产生的现金流量净额同比减少11.87%，主要原因是收到其他与经营活动有关的现金同比减少19.21%；购买商品、接受劳务支付的现金增加16.00%；支付其他与经营活动有关的现金增加37.16%。

※航电系统龙头企业，有望受益于军机领域信息化建设和新机型号列装。公司是航空电子系统领域的行业龙头，拥有较完整的产品谱系，为国内外众多航空及其他军工产品平台提供核心配件系统，经过多年防务装备制造积累的积累，已经形成了一批国内领先的研发生产制造能力。航电系统是现代化、信息化战斗机的重要组成部分，直接影响战斗机的作战性能，2017和2018年公司的航空产品均贡献了约80%的营收，在强军战略全面实施和国防信息化建设的背景下，新型军机加速交付部队，现役航电系统升级换代，将明显提升对航电系统的需求，有力驱动公司整体营收增长。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：13.66

股票代码：600372
52周最高价/最低价：18.70/12.67
总市值(亿)：240
自由流通市值(亿)：66
自由流通股数(百万)：481



军工行业首席分析师：段小虎
邮箱：duanxh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090001
联系电话：010-51662928

※托管航空工业集团重点科研院所，资产注入预期较强。2018年12月，公司股东航电系统公司与公司实际控制人航空工业下属中航机电系统有限公司整合，组建中航机载系统有限公司。机载公司将其下属14家企事业单位委托给公司管理，其中有5家航电相关重点科研院所（洛阳电光设备研究所、西安飞行自动控制研究所、中航雷达与电子设备研究院、中国航空无线电电子研究所、中国航空计算技术研究所）。托管的目的是为了加强业务整合，使上市公司与托管单位协同发展，有望在未来将优质的科研院所资产注入上市公司，利于公司的长期发展。

※回购股份用于员工激励，彰显对未来前景的信心。2019年1月4日，公司公告拟以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购金额不低于1.5亿元且不超过3亿元，回购价格不超过18.50元/股。截至2019年9月30日，公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为6,896,100股，成交价格区间14.30~15.10元/股，累计支付总金额约1.01亿元。

※投资建议：我们预测公司2019/20/21年EPS分别为0.32/0.39/0.46元，对应PE为42.19/34.79/29.93倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

※风险提示：军品订单不及预期，资本运作不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7023.11	7643.43	8497.97	9566.16	10798.28
YoY (%)	0.93%	8.83%	11.18%	12.57%	12.88%
归母净利润(百万元)	542.44	479.33	568.08	688.81	800.61
YoY (%)	17.82%	-11.63%	18.52%	21.25%	16.23%
毛利率 (%)	32.26%	29.68%	30.04%	30.51%	31.77%
每股收益 (元)	0.28	0.24	0.32	0.39	0.46
ROE	6.85%	5.53%	7.09%	8.05%	8.71%
市盈率	49.26	57.27	42.19	34.79	29.93

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7643.43	8497.97	9566.16	10798.28	净利润	421.66	572.42	694.06	806.72
YoY (%)	8.83%	11.18%	12.57%	12.88%	折旧和摊销	341.01	861.96	861.96	857.94
营业成本	5374.89	5945.18	6647.52	7367.67	营运资金变动	-3.54	-264.21	2110.44	63.63
营业税金及附加	33.75	37.52	42.32	47.67	经营活动现金流	46.08	1975.78	-330.81	1814.85
销售费用	121.01	128.47	144.62	163.25	资本开支	949.87	0.00	0.00	0.00
管理费用	934.14	1357.13	1595.64	1944.77	投资	539.14	-1254.24	1120.41	-922.38
财务费用	304.66	208.70	152.97	141.54	投资活动现金流	-982.56	52.74	52.74	52.74
资产减值损失	163.48	128.07	128.07	128.07	股权募资	39.55	0.00	0.00	0.00
投资收益	123.16	0.00	0.00	0.00	债务募资	3989.19	-3087.74	297.23	-297.23
营业利润	387.98	692.90	855.10	1005.30	筹资活动现金流	-781.60	-3399.23	16.35	-589.94
营业外收支	91.46	70.32	70.32	70.32	现金净流量	-1717.56	-1370.71	-261.72	1277.64
利润总额	479.44	763.22	925.42	1075.62	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	57.78	190.81	231.35	268.91	成长能力				
净利润	421.66	572.42	694.06	806.72	营业收入增长率	8.83%	11.18%	12.57%	12.88%
归属于母公司净利润	418.46	568.08	688.81	800.61	净利润增长率	-16.15%	35.75%	21.25%	16.23%
YoY (%)	-11.63%	18.52%	21.25%	16.23%	盈利能力				
每股收益	0.24	0.32	0.39	0.46	毛利率	29.68%	30.04%	30.51%	31.77%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	5.52%	6.74%	7.26%	7.47%
货币资金	1728.10	357.38	95.66	1373.30	总资产收益率 ROA	3.72%	5.37%	5.24%	5.91%
预付款项	9320.55	8694.83	11580.38	11292.04	净资产收益率 ROE	5.53%	7.09%	8.05%	8.71%
存货	3724.50	3745.10	4606.94	4649.89	偿债能力				
其他流动资产	286.72	286.72	286.72	286.72	流动比率	1.43	1.83	1.83	2.07
流动资产合计	15059.87	13084.03	16569.70	17601.95	速动比率	1.05	1.27	1.29	1.49
长期股权投资	40.05	40.05	40.05	40.05	现金比率	0.16	0.05	0.01	0.16
固定资产	4295.57	3441.00	2586.42	1731.85	资产负债率	61.58%	52.63%	55.74%	52.69%
无形资产	723.05	618.81	514.57	410.33	经营效率				
非流动资产合计	5713.90	4723.87	3733.84	2747.82	总资产周转率	0.37	0.48	0.47	0.53
资产合计	20773.77	17807.90	20303.54	20349.77	每股指标 (元)				
短期借款	3087.74	0.00	297.23	0.00	每股收益	0.24	0.32	0.39	0.46
应付账款及票据	5636.36	5341.99	6933.31	6671.81	每股净资产	4.30	4.55	4.86	5.22
其他流动负债	1319.17	1319.17	1319.17	1319.17	每股经营现金流	0.03	1.12	-0.19	1.03
流动负债合计	10552.24	7132.13	9077.00	8483.06	每股股利	0.06	0.07	0.08	0.09
长期借款	2340.22	2340.22	2340.22	2340.22	估值分析				
其他长期负债	88.25	88.25	88.25	88.25	PE	57.27	42.19	34.79	29.93
非流动负债合计	2308.06	2308.06	2308.06	2308.06	PB	3.17	2.99	2.80	2.61
负债合计	12860.30	9440.19	11385.06	10791.12					
股本	1759.18	1759.18	1759.18	1759.18					
少数股东权益	351.83	356.16	361.42	367.53					
股东权益合计	7913.47	8367.71	8918.48	9558.65					
负债和股东权益合计	20773.77	17807.90	20303.54	20349.77					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师简介

段小虎，华西证券军工行业首席分析师，复旦大学与巴黎第一大学硕士，历任方正证券军工行业首席分析师、中信证券军工行业高级分析师、中银基金机械/军工行业研究员。

作为首席曾获 2018 年卖方水晶球奖，2018 年 Wind 金牌分析师第 3 名；作为团队核心曾获 2017 年新财富最佳分析师第 2 名、卖方水晶球奖第 4 名、中国证券业金牛分析师第 4 名。研究理念追求以扎实的产业链研究为基石，立足“买方立场”做“卖方研究”。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。