

军工行业

暂不评级

叶国际 S1060108041125
0755-22627084
Yeguoji001@pingan.com.cn

张 微 S1060210050002
021-33830371
Zhangwei912@pingan.com.cn

刘海博 联络人
021-33830523
Liuhaibo106@pingan.com.cn

中航电子(600372)

发行股份收购 6 公司资产 乌鸡变凤凰

■ 此次收购初步完成航空机载电子设备产业链布局，公司作为中航工业航空电子板块平台地位确立。

此次收购资产包括：千山航电 100%的股权、凯天电子 86.74%的股份、兰州飞控 100%的股权、宝成仪表 100%的股权、太航仪表 100%的股权以及华燕仪表 80%的股权。

本次重组完成后，中航工业所属优质的航空电子系统设备经营性资产将集中到公司，公司的业务范围从航空机载照明与控制系统产品制造业务扩大到航空机载电子设备全部主要领域。

■ 预计收购后 2010 年每股收益约 0.45 元，复牌后 18 元以下买入安全边际较高。

上市公司目前业务加收购的 6 公司 2009 年净利润总和约 3.5 亿，过去两年净利润平稳增长；根据标的资产的预估值和发行底价（7.58 元），公司拟发行股份的数量约为 3.53 亿股，发行后总股本 8.37 亿，如实际发行价高于底价，发行后总股本将少于 8.37 亿。

初步估计重组后公司 2010 年每股收益约 0.45 元，中航系主要上市公司 2010 年市盈率均值 50.7 倍，剔除三家军机整机生产企业市盈率均值 44.3 倍；取 40 倍市盈率，我们认为中航电子复牌后 18 元以下介入比较安全。

■ 后续仍有资产整合空间。

此次注入的是大气数据、惯性导航、自动控制三大军机分系统的资产，其它属于航电类资产还有机载雷达、综合数据管理、综合处理系统、座舱电子飞行仪表系统等资产。

■ 关注相同细分板块及中航工业重组概念股投资机会。

中航工业规划 2010 年资产证券化比例从 2009 年 27%提升至约 50%；中航电子此次资产重组力度超市场预期，需高度关注同细分板块（中航系统公司所属）上市公司**东安黑豹**、**中航精机**以及中航系其它优质资产重组题材股**哈飞股份**、**航空动力**、**洪都航空**的资产重组预期带来的投资机会，此外重组给中航电子大股东**中航科工**（港股）带来利好。

一、 重组力度超预期 航空电子产业链布局初步完成

1.1. 背景：2008 年先期注入航空照明与控制系统产品

2008 年 5 月 31 日，公司向中航工业购买航空机载照明与控制系统产品制造业务相关资产，即上航电器 100%的股权及兰航机电 100%股权，同时向中航工业出售公司原有全部资产及负债（由昌河有限作为出售资产的接收方）；公司购买资产的价值超过出售资产价值的部分，以向中航工业发行 74,625,174 股股份的方式支付。公司与中航工业、昌河有限于 2009 年 4 月 30 日进行了资产交割。

公司目前的主营业务为航空机载照明与控制系统产品的制造业务，经营范围为：航空照明系统、驾驶舱操控板组件及调光系统（CPA）、飞机集中告警系统、飞机近地告警系统、航空专用驱动和作动系统、电气控制装置系统系列、飞机吊装系统产品、光伏逆变器、电动代步车控制系统及其他民用照明系统制造业务。

本次注入后，公司的业务范围将从航空机载照明与控制系统产品制造业务扩大到航空机载电子设备全部主要领域，

1.2. 本次资产注入后公司作为航空电子整合平台地位确立 发展前景十分明朗

本次交易所涉及购入公司的主营业务包括飞机大气数据系统、大气传感器系统、飞机航姿系统、自动驾驶系统、飞行参数采集记录系统、航空仪表等诸多类别的航空机载电子设备的研发和生产。

此次收购资产包括：中航工业持有的千山航电 3.56%的股权；(2)中航科工持有的凯天电子 86.74%的股份、兰州飞控 100%的股权；(3)系统公司持有的宝成仪表 100%的股权、太航仪表 100%的股权以及华燕仪表 12.90%的股权；(4)汉航集团持有的华燕仪表 67.10%的股权、千山航电 96.44%的股权。

加上前期注入的上航电器和兰航机电，共 8 家航空电子相关公司进入上市公司。

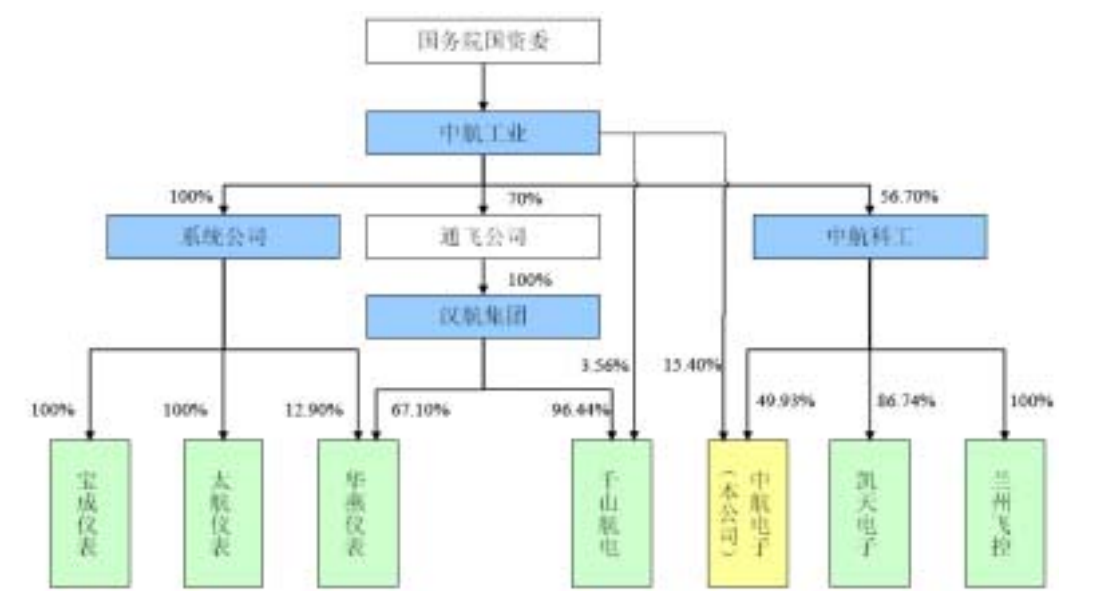
意义

本次重组完成后，中航工业所属优质的航空电子系统设备经营性资产集中到公司，进一步完善了航空机载产业链、丰富了产品结构，有利于突出本公司的主营业务优势，增强公司在航空机载电子设备业务领域的综合竞争力。

推动航电产品在航空、非航空等领域的良性快速发展和航电技术向其他领域拓展的协调发展，进而带动航电产业的跨越发展。

本次资产注入后有利于中航工业航空电子作为一个有力的整体开展对外合作，进入全球航空产业链，意义深远。

图表1. 本次注入的6家公司股权结构



资料来源：收购报告书

图表2. 注入后上市公司包含的8家公司主要业务

公司名称	主要航空产品
兰州航空机电有限公司	专用驱动系统、航空照明、集中告警
上海航空电器	航空照明、近地告警
中航凯天电子有限公司	大气数据、航空仪表、传感器
太原航空仪表	大气数据、飞行仪表、座舱综显及高度、速度传感器等
兰州飞行控制有限公司	自动飞行控制系统
千山电子仪器厂	飞行参数记录系统（黑匣子）等
陕西华燕航空仪表公司	陀螺仪表及惯性导航系统
陕西宝成航空仪表有限责任公司	航空导航系统

资料来源：平安证券研究所

1.3. 重组后中航系占上市公司股权 80%

■ 定价依据：2009 年 4 月 10 日停牌前 20 个交易日均价

公司股票于 2009 年 4 月 10 日起停牌，并于 2009 年 5 月 11 日暂停上市，故定价基准日前 20 个交易日即为 2009 年 4 月 10 日前 20 个交易日。本次发行股份的价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价，即不低于 7.58 元/股。最终发行价格将由上市公司另行召开董事会通过，并提请股东大会审议确定。

■ 标的资产预估值 26.74 亿元

标的资产在评估基准日的预估值总计约为 26.74 亿元。

其中，千山航电 100%股权的预估值约为 3.01 亿元；宝成仪表 100%股权的预估值约为 6.70 亿元；太航仪表 100%股权的预估值约为 5.50 亿元；兰州飞控 100%股权的预估值约为 3.29 亿元；华燕仪表 100%股权的预估值约为 2.24 亿元，进入上市公司的 80%股权的预估值约为 1.79 亿元；凯天电子 100%股份的预估值约为 7.44 亿元，进入上市公司的 86.74%股份的预估值约为 6.45 亿元。

根据标的资产的预估值和发行底价，公司拟发行股份的数量约为 3.53 亿股。

■ 重组后中航系占公司股权约 80%

图表3. 重组前后股权构成

	重组前		重组后	
	股份数量（百万股）	占比	股份数量（百万股）	占比
中航工业	74.63	15.40%	76.04	9.08%
中航科工	241.99	49.93%	370.54	44.25%
系统公司	-	-	164.72	19.67%
汉航集团	-	-	58.11	6.94%
中国航空工业供销有限公司	0.57	0.12%	0.57	0.07%
中国民用飞机开发公司	0.19	0.04%	0.19	0.02%
其他无限售条件股东	167.26	34.51%	167.26	19.97%
合计	484.63	100.00%	837.42	100.00%

资料来源：收购报告书

二、复牌后 18 元以下进入较安全

2.1. 初步预计重组后公司 2010 年每股收益 0.45 元

2008、2009 年两次注入的 8 家公司总收入分别为 24.6 亿、26.5 亿；总净利润分别为约 3.2 亿、3.4 亿，初步预计重组后公司 2010 年总净利润约 3.6-3.8 亿，按 8.37 亿总股本计算，每股收益 0.43-0.45 元。

如果发行价高于底价 7.58 元，发行后总股本将低于 8.37 元，每股收益将高于 0.43-0.45 元。

图表4. 注入的6家公司收入、净利润和所有者权益

	净利润 单位：万元		
	2008A	2009A	2010.1 - 4
兰州飞控	2,646	2,456	-1,006
凯天电子	8,137	5,015	1,532
太航仪表	6,134	4,241	1,738
宝成仪表	6,666	8,214	446
千山电子	-2,249	3,679	378
华燕仪表	2,926	2,814	1,303
目前业务	7,852	8,053	2,730
合计	32,112	34,472	7,121
	收入 单位：万元		
	2008A	2009A	2010.1 - 4
兰州飞控	25,087	26,728	5,485
凯天电子	51,225	38,648	13,484
太航仪表	27,616	33,964	9,119
宝成仪表	53,585	66,205	18,962
千山电子	23,443	22,938	6,041
华燕仪表	20,335	23,337	8,290
目前业务	44,967	53,344	19,613
合计	246,258	265,164	80,994
	所有者权益 单位：万元		
	2008A	2009A	2010.1 - 4
兰州飞控	25,609	27,229	26,773
凯天电子	46,000	50,120	52,227
太航仪表	27,841	32,041	35,668
宝成仪表	27,873	40,242	40,996
千山电子	21,944	23,789	25,491
华燕仪表	15,898	16,444	17,742
合计	165,165	189,865	198,897
目前业务		69,473	72,203
总计		259,338	271,100

注：目前业务采用2010年1-3月数据，注入的6公司为2010年1-4月数据，有偏差

资料来源：收购报告书

2.2. 复牌后 18 元以下介入较安全

中航系主要上市公司 2010 年平均市盈率 50.7 倍，剔除市盈率超高的三家整机制造企业，平均市盈率 44.3 倍；取 40 倍市盈率进入成本，按每股 0.45 元计算，复牌 18 元以下比较安全。

图表5. 可比公司相对估值

	PE		PB
	2010E	2011E	
洪都航空	56.2	46.4	5.8
西飞国际	65.1	51.2	3.0
哈飞股份	69.3	61.2	5.9
航空动力	59.3	45.5	3.8
成发科技	42.0	32.7	4.3
中航光电	32.2	26.3	4.3
中航精机	47.0	42.2	4.3
东安黑豹	58.2	47.6	4.1
中航重机	27.3	22.2	3.8
平均	50.7	41.7	4.4
剔除军机整机平均	44.3	36.1	4.1

资料来源：WIND 平安证券研究所

三、 后续仍有资产注入空间 关注同板块重组概念股投资机会

航空机载设备与系统分两个大的板块：航空电子、航空机电，此次重组表明中航电子作为航空电子的整合平台确定无疑。

注入的 6 家公司分布于大气数据、惯性导航、自动控制三个分系统，航空电子其它系统包括：机载雷达、综合数据管理、综合处理系统、座舱电子飞行仪表系统，后续还有整合空间。

航空机电的资产整合平台还不明朗，涉及航空机电的分系统包括：救生系统、环境控制系统、燃油系统、悬挂物管理系统。

中航电子此次资产注入力度超市场预期，需要关注中航系统公司其它两家上市公司东安黑豹和中航精机资产重组预期带来的投资机会，中航系其它优质重组概念股还有哈飞股份、航空动力、洪都航空。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257