

中航动控 (000738.SZ)

聚焦航空发动机控制系统，推动国产发动机发展

2016 年公司实现营业收入 25.04 亿元，同比下降 3.64%；归母净利润 2.09 亿元，同比增长 6.42%。公司 2017 年营业收入目标为 25.87 亿元，预计同比增长 3.32%。

核心观点：

航空主业稳定增长，非航且低附加值业务持续缩减。2016 年公司收入下滑的主要原因是非航民品业务进行了优化调整，资源聚焦航空发动机、燃气轮机等高附加值产业。具体来看，公司发动机控制系统及部件业务，收入 20.23 亿元，同比增长 2.04%，毛利率 27.23%；国际合作业务，收入 2.19 亿元，同比增长 1.12%，毛利率 21.31%；非航民品及其他，收入 2.62 亿元，同比下滑 34.38%，毛利率 10.89%。

四家全资子公司表现良好，贡献绝大部分净利润。旗下四家全资子公司是公司的主要生产企业。具体来看，西控科技净利润 8346 万元，同比增长 11.75%；贵州红林净利润 6297 万元，同比增长 8.45%；北京航科净利润 4849 万元，同比增长 1.8%；长航液控净利润 895 万元，同比增长 19.32%。其中长航液控的增长主要由处置土地收到补偿所致，其他增长则主要由于生产管理的提升。

国产航空发动机或将换装，带动配套控制系统需求增长。据《中国日报》3 月 13 日报道，我国第五代战斗机或将配备国产发动机，且正在研制的新一代发动机推重比将远高于现有发动机。发动机控制系统是实现燃油流量、推力控制等功能的关键装置，随着国产发动机性能的提升与换装，有望带动发动机控制系统需求的增长。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.19/0.21/0.22 元/股。公司作为中国航发控股的发动机控制系统主力军，发展空间较大，给予“买入”评级。

● 风险提示

新产品研制进度低于预期；产品交付进度低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,598.43	2,503.91	2,611.62	2,724.59	2,843.07
增长率(%)	0.88%	-3.64%	4.30%	4.33%	4.35%
EBITDA(百万元)	399.38	368.58	404.32	445.15	491.22
净利润(百万元)	196.25	208.84	218.69	234.69	255.95
增长率(%)	6.09%	6.42%	4.72%	7.31%	9.06%
EPS(元/股)	0.171	0.182	0.191	0.205	0.223
市盈率(P/E)	184.59	135.71	129.97	121.11	111.05
市净率(P/B)	7.63	5.74	5.52	5.27	5.04
EV/EBITDA	89.27	75.04	67.26	60.40	54.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 买入

当前价格 24.81 元

报告日期 2017-03-28

相对市场表现



分析师：胡正洋 S0260516020002



021-60750639



huzhengyang@gf.com.cn

分析师：真怡 S0260511050003



0755-82797057



zhenyi@gf.com.cn

分析师：赵炳楠 S0260516070004



010-59136613



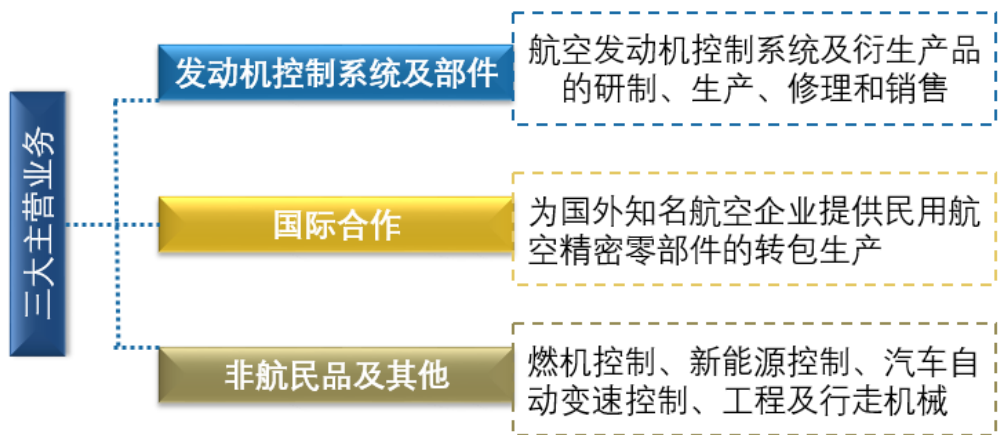
zhaobingnan@gf.com.cn

相关研究：

公司是国内领先的航空控制系统及产品供应商

公司主要从事发动机控制系统及部件、国际合作和非航民品及其他三大业务。其中，发动机控制系统及部件主要包括航空发动机控制系统及衍生产品的研制、生产、修理和销售；国际合作业务主要是为国外知名航空企业提供民用航空精密零部件的转包生产；非航民品及其他业务重点向燃机控制、新能源控制、汽车自动变速控制、工程及行走机械配套产品等相关领域辐射和延伸产品的研制、生产、销售和服务。

图1：公司三大主营业务

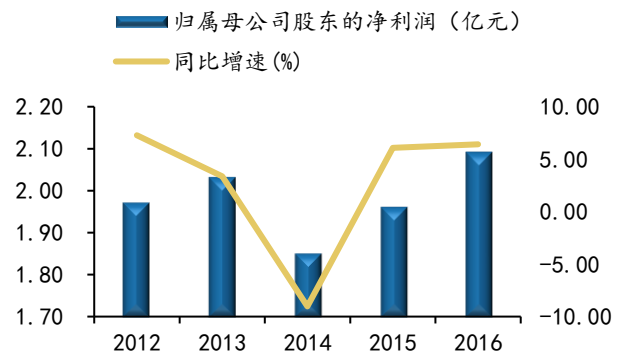
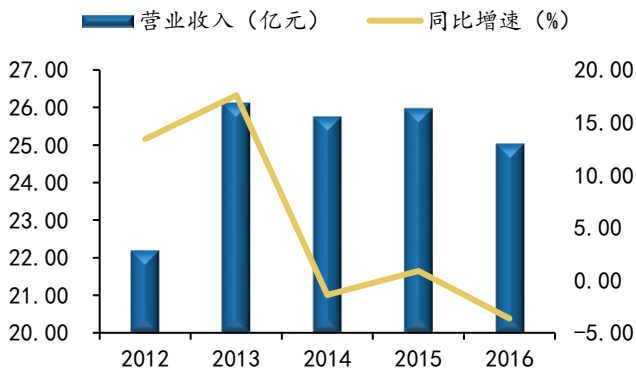


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2016年公司净利润平稳增长，毛利率有所提高。2016年，公司实现收入25.04亿元，同比小幅下降3.64%；归母净利润2.09亿元，同比增长6.42%；销售毛利率25.00%，同比2015年的23.11%增长1.89%，公司盈利能力平稳增长。细分主营业务方面，发动机控制系统及部件业务，营收20.23亿元（+2.04%）占比80.79%；国际合作业务，营收2.19亿元（+1.12%）占比8.74%；非航民品及其他，营收2.62亿元（-34.38%）占比10.47%。

图2：公司2012-2016年营收和增速

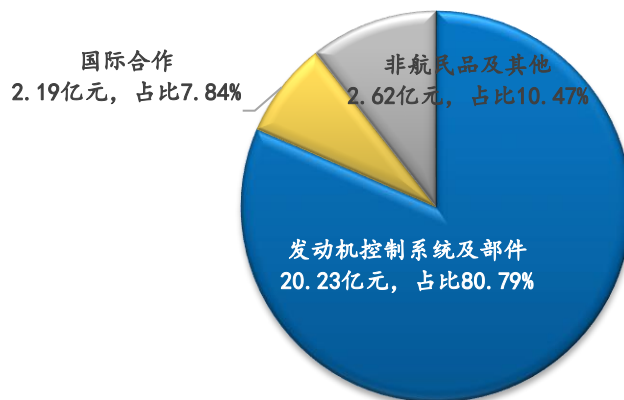
图3：公司2012-2016年归母净利润和增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 公司三大业务2016年收入及占比情况

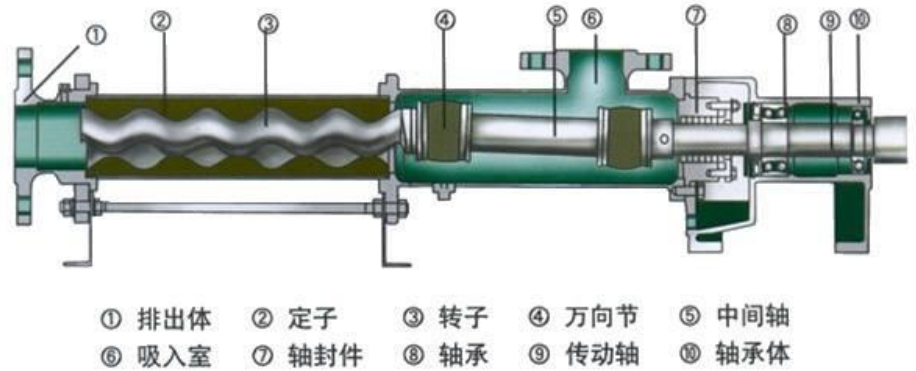


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

主要子公司及产品介绍

子公司西控科技在螺杆泵、金刚石工具的加工制造领域有较为稳固的市场地位。2016年西控科技营收10.46亿元，净利润8346万元。公司在螺杆泵，化纤齿轮泵，航空试验与专用设备，金刚石工具，国际航空转包等行业有稳固的市场地位。在国际航空航天工业领域，与霍尼韦尔、古德里奇、联合技术、伊顿、GE\史密斯宇航、艾嘎设计局等世界知名航空企业建立了长期稳固的合作关系。其中，螺杆泵是一种新型的输送液体的机械，可用于航空燃油系统、液压系统。

图5: 螺杆泵基本结构示意图

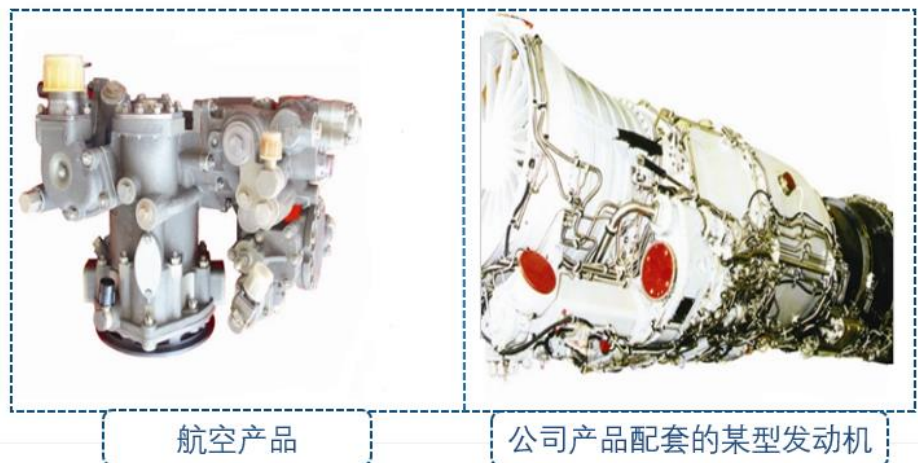


数据来源：百度，广发证券发展研究中心

子公司贵州红林的主要产品与母公司一致，分为航空产品、非航空产品和国际转包产品。2016年贵州红林实现营收7.96亿元，净利润6297万元。

- ✚ 航空产品主要是二代航空发动机系列以及昆仑、太行发动机等诸多机种的主燃油泵调节器和加力燃油泵调节器，而目还承担了我国多个重点型号发动机的研制任务和部分进口发动机燃油附件的修理任务。

图6：贵州红林航空产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

- ✚ 非航空产品主要包括AMT自动变速液压/气动电控执行机构、液压缓速器控制阀、自动变速器液压控制模块、发动机燃气电控喷射系统、电磁阀产品等。自动变速器是车辆行驶过程中自动改变齿轮传动比的汽车变速器元件。

图7：贵州红林非航空产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

- 国际转包产品主要是与国外公司如GE签订合作协议并交付产品，主要是各种零部件如滑阀、套筒壳体、活塞、异型件等。滑阀是用于改变流体进出口通道位置以控制流体流向的分流阀，常用于液压和气压等装置。

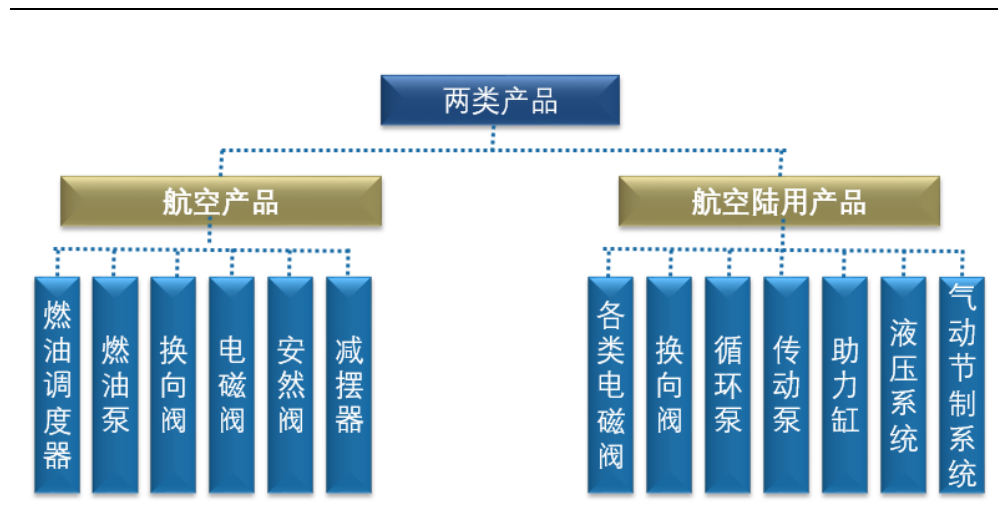
图8：贵州红林国际外包产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

子公司长航液控主要产品分为航空产品和航空陆用产品两类。2016年长航液控营收1.87亿元，净利润895万元。航空产品有与飞机发动机配套的燃油调度器、燃油泵、换向阀、电磁阀、传感器、安然阀、减摆器以及液压、燃油、气压系统的附件300余项。航空陆用产品有与刀兵、船舶、航天等配套的各类电磁阀、换向阀、传感器、循环泵、传动泵、助力缸以及液压、气动节制系统的附件200余项。

图9：长航液控主要产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

投资建议及风险提示

预计公司17-19年EPS为0.19/0.21/0.22元/股。十三五期间，航空发动机、燃气轮机重大专项在未来5年计划实施的100个重大工程项目中居首位。随着中国航发的注册成立，重大专项也将随之开始推进。公司作为中国航发控股的发动机控制系统主力军，发展空间较大，给予“买入”评级。

风险提示：新产品研制进度低于预期；产品交付进度低于预期。

资产负债表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4316	4187	4402	4798	5177
货币资金	1394	1319	1606	1893	2144
应收及预付	1918	2074	1948	2020	2114
存货	820	782	835	874	909
其他流动资产	184	12	13	11	10
非流动资产	2633	2660	2491	2390	2296
长期股权投资	106	107	107	107	107
固定资产	1726	1887	1840	1782	1705
在建工程	244	145	72	41	36
无形资产	437	439	429	415	404
其他长期资产	120	82	43	45	44
资产总计	6948	6847	6892	7188	7473
流动负债	1601	1576	1383	1442	1468
短期借款	223	208	58	38	28
应付及预收	1203	1125	1192	1270	1307
其他流动负债	176	244	134	134	134
非流动负债	325	50	68	68	68
长期借款	428	188	188	188	188
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	-102	-137	-120	-120	-120
负债合计	1926	1627	1451	1509	1536
股本	1146	1146	1146	1146	1146
资本公积	2667	2667	2667	2667	2667
留存收益	925	1111	1330	1565	1821
归属母公司股东权益	4745	4935	5154	5388	5644
少数股东权益	277	285	288	291	294
负债和股东权益	6948	6847	6892	7188	7473

利润表	单位：百万元				
	至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	2598	2504	2612	2725	2843
营业成本	1998	1878	1974	2057	2145
营业税金及附加	5	5	5	5	5
销售费用	18	22	20	23	23
管理费用	359	424	419	419	419
财务费用	15	13	15	12	11
资产减值损失	17	20	10	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	3	4	3	4
营业利润	192	145	173	201	232
营业外收入	45	112	95	84	80
营业外支出	5	11	10	9	10
利润总额	232	246	258	277	302
所得税	32	35	37	40	43
净利润	199	211	221	237	259
少数股东损益	3	2	3	2	3
归属母公司净利润	196	209	219	235	256
EBITDA	399	369	404	445	491
EPS (元)	0.17	0.18	0.19	0.20	0.22

现金流量表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	635	187	506	365	346
净利润	199	211	221	237	259
折旧摊销	181	193	211	224	240
营运资金变动	198	-190	139	-31	-92
其它	56	-27	-65	-66	-61
投资活动现金流	-149	-31	29	-56	-84
资本支出	-346	-200	24	-59	-88
投资变动	0	168	4	3	4
其他	197	1	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-232	-248	-22	-11
银行借款	803	787	-150	-20	-10
债券融资	-846	-985	-93	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-58	-34	-5	-2	-1
现金净增加额	384	-76	287	287	251
期初现金余额	1016	1394	1319	1606	1893
期末现金余额	1401	1317	1606	1893	2144

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	0.9	-3.6	4.3	4.3	4.3
营业利润增长	-6.2	-24.3	18.8	16.7	15.1
归属母公司净利润增长	6.1	6.4	4.7	7.3	9.1
获利能力(%)					
毛利率	23.1	25.0	24.4	24.5	24.6
净利率	7.7	8.4	8.5	8.7	9.1
ROE	4.1	4.2	4.2	4.4	4.5
ROIC	4.3	3.4	4.0	4.7	5.3
偿债能力					
资产负债率(%)	27.7	23.8	21.0	21.0	20.5
净负债比率	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
流动比率	2.70	2.66	3.18	3.33	3.53
速动比率	2.16	2.13	2.55	2.69	2.87
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.36	0.38	0.39	0.39
应收账款周转率	2.98	2.36	2.63	2.49	2.56
存货周转率	2.38	2.34	2.36	2.35	2.36
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.18	0.19	0.20	0.22
每股经营现金流	0.55	0.16	0.44	0.32	0.30
每股净资产	4.14	4.31	4.50	4.70	4.93
估值比率					
P/E	184.6	135.7	130.0	121.1	111.0
P/B	7.6	5.7	5.5	5.3	5.0
EV/EBITDA	89.3	75.0	67.3	60.4	54.2

广发军工行业研究小组

- 胡正洋：首席分析师，北京大学经济学硕士、上海交通大学机械工程及自动化学士，4年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 真怡：资深分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士，8年证券从业经历，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 赵炳楠：分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，2年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：联系人，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。