

## 航发控制(000738)/国防军工

## 聚焦航发控制稳增长, 背靠中国航发迎良机

**评级: 增持(首次)**

市场价格: 19.27

目标价格: 21.08

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qizq.com.cn

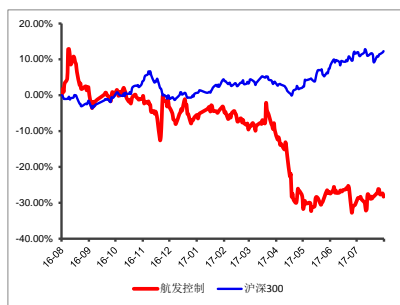
联系人: 吴张爽

电话: 021-51510613

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,147
流通股本(百万股)	1,147
市价(元)	19.28
市值(百万元)	22,088
流通市值(百万元)	22,088

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2598.43	2503.91	2630.21	2754.53	2888.38
增长率 yoy%	0.88%	-3.64%	5.04%	4.73%	4.86%
净利润	196.25	208.84	240.71	267.53	288.94
增长率 yoy%	6.09%	6.42%	15.26%	11.14%	8.00%
每股收益(元)	0.18	0.18	0.21	0.23	0.25
每股经营现金流量	0.55	0.16	0.55	0.50	0.51
净资产收益率	4.22%	4.32%	4.50%	4.79%	4.94%
P/E	195	106	92	83	76
PEG	32.0	16.5	6.0	7.5	9.5
P/B	7.63	4.23	4.13	3.95	3.78

**投资要点**

- 事件: 公司发布 2017 年半年报, 1-6 月实现营业收入 12.25 亿元, 同比增长 0.76%; 归属母公司所有者净利润 1.43 亿元, 同比增长 26.80%。
- 公司为军用航发控制系统领导者, 全面实施聚焦航发控制系统主业战略, 产业调整稳步提升盈利能力: 公司为国内主要航空发动机控制系统研制生产企业, 在军用航发控制系统方面一直保持领先。公司全面实施聚焦主业战略, 产业调整与成本控制稳步提升公司盈利能力。公司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分别占比 80%/10%/10%。2017 年上半年公司实现营业收入 12.25 亿元, 同比增长 0.76%, 归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 26.80%。我们认为公司未来将通过聚焦立足航空动力控制领域, 向航空航天船舶与行走机械动力控制、工业自动化控制的专业化产业平台的目标稳步迈进。
- 军民用航空发动机需求迫切, 公司航空发动机大脑产品有望充分受益两机专项和国产航发建设: 航空发动机是飞机的“心脏”, 而控制系统又是发动机的大脑和神经系统, 一般来说航发占比整机制造成本的 20%-30%, 而控制系统占比航发 10%-20%左右。十三五计划实施的 100 个重大工程项目, 航空发动机及燃气轮机位居首位, 同时国家正稳步推荐两机专项和国产大飞机项目。17 年建军节阅兵, 中国展示了歼 20 战斗机, 歼 16 多用战斗机, 运 20 运输机等新型号航空装备, 表明中国先进的航空装备建设正稳步推进。根据国家制造强国建设战略咨询委员会公布的报告预测, 未来十年全球市场对涡扇、涡喷发动机的累计需求总量将超 7.36 万台, 总价值超 4000 亿美元。公司作为国内军民用航空发动机控制系统研制生产企业和航发的重要配套单位, 将迎来两机专项、国产大飞机以及军工航空装备需求提升带来的发展机遇。
- 公司募投项目稳步推进, 国际业务与非航民品有望为公司发展注入新动能: 公司非航民品以动控系统核心技术为基础, 聚焦高端装备制造。募投 12.42 亿项目中, 无级驱动产品项目和汽车自动变速执行机构项目目前已实现盈利。其中, 无级驱动产品属高端装备制造领域重要部件, 广泛应用于性能要求较高的装甲战车、重型坦克、工程矿山机械和专用车辆等, 此两类产品目前国内主要来源皆为进口, 国内需求旺盛。公司同时与国际知名厂商 GE、霍尼韦尔等建立了长期稳定的伙伴关系。我们认为, 随着国家高端装备的国产化进程逐步推进以及公司国际业务的持续开拓, 国际业务与非航民品有望成为公司业绩新增长点。
- 背靠中国航发集团, 依托大平台进行资源整合提效: 通过股权划转, 公司目前为新组建的中国航发集团子公司。在企业层面实现飞发分家后, 航发集团可以根据国防建设和经济发展的需要, 确定长远发展战略, 重点研究突破发动机的关键技术, 提前部署、组织实施发动机研制和系列化发展, 完善市场化产业链, 在技术上实现动力先行。公司有专依托大平台, 按照“小核心、大协作、专业化、开放式”的方式, 借助集团资源, 提升产品研发效率和产业链的衔接。
- 盈利预测及投资建议: 我们预测公司 2017-2019 年实现收入分别为 26.30/27.55/28.88 亿元, 同比增长 5.0%/4.7%/4.9%; 实现归母净利润 2.41/2.68/2.89 亿元, 同比增 15.26%/11.14%/8.00%; 对应 17-19 年 EPS 分别为 0.21/0.23/0.25 元。公司目前 PE 与 PS 均处于历史平均水平。考虑到发动机控制系统及部件产品特殊的生产交付方式, 重点型号科研、生产、试验任务高度交叉, 目前公司难以实现较大盈利。公司为军民用航发控制系统领导者, 资产具有稀缺性与唯一性, 未来航发市场需求较大, 公司有望凭借优质资产和地位提升公司规模与盈利水平, 虽然公司目前资产数量较小, 但我们看中公司的资产质量以及公司产品未来较为广阔的前景, 给予平均 PB4.52 倍, 公司 17 年对应市值为 241.55 亿元, 股价为 21.08 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 公司相关产品研发不及预期; 航空装备更新换代不及预期; 公司业务拓展不及预期。

## 内容目录

<b>1. 国内主要航空发动机控制系统研制生产企业</b> .....	<b>- 3 -</b>
1.1 国内主要航空发动机控制系统研制生产企业 .....	- 3 -
1.2 聚焦航发控制系统，业绩稳健增长.....	- 3 -
1.3 公司股权结构.....	- 5 -
<b>2. 军民航发需求迫切，两机专项与军民航空产业建设受益者</b> .....	<b>- 5 -</b>
2.1 军用航发控制系统领导者，航发市场需求空间较大 .....	- 5 -
2.2 两机专项助力航发产业发展，公司聚焦高端装备 .....	- 6 -
2.3 国产大飞机建设稳步推进，公司产品迎来新机遇 .....	- 7 -
<b>3. 募投项目稳步推进，国际业务与非航民品打开成长新空间</b> .....	<b>- 7 -</b>
3.1 募投项目稳步推进，无级驱动及控制系统有望率先取得突破.....	- 7 -
3.2 国际业务迎来发展期.....	- 8 -
<b>4. 背靠中国航发，依托大平台提效</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>- 9 -</b>
5.1 主营业务盈利预测与关键假设 .....	- 9 -
5.2 相对估值.....	- 10 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 11 -</b>

## 图表目录

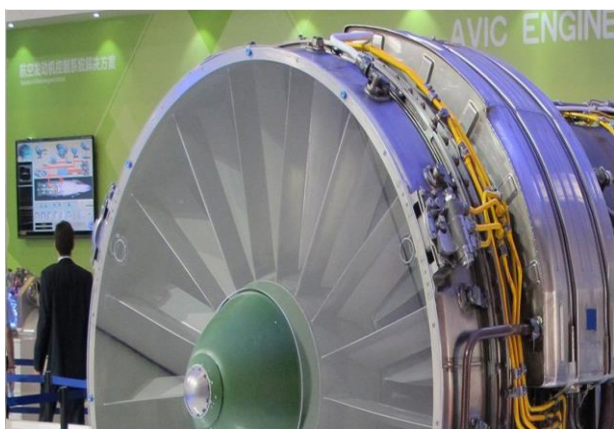
<b>图表 1：公司航空发动机控制系统及其部件</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 2：公司三大板块业务分布(转包业务调整为国际业务)</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 3：公司近年营收及其增长率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 4：公司近年归母净利润及其增长率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 5：公司近年毛利率状况</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 6：公司近年三费率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 7：航发控制股权结构</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 8：中美俄三国航空装备对比</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 9：中国新型航空装备未来需求空间</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 10：世界民用航空未来市场空间</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 11：中国航发集团主要二级公司/上市公司/科研院所</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 12：公司分业务盈利预测</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 13：公司近五年 PE</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 14：公司近五年 PS</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 15：公司近五年 PB</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 16：可比公司估值对比</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 17：航发控制盈利预测</b> .....	<b>- 12 -</b>

## 1. 国内主要航空发动机控制系统研制生产企业

### 1.1 国内主要航空发动机控制系统研制生产企业

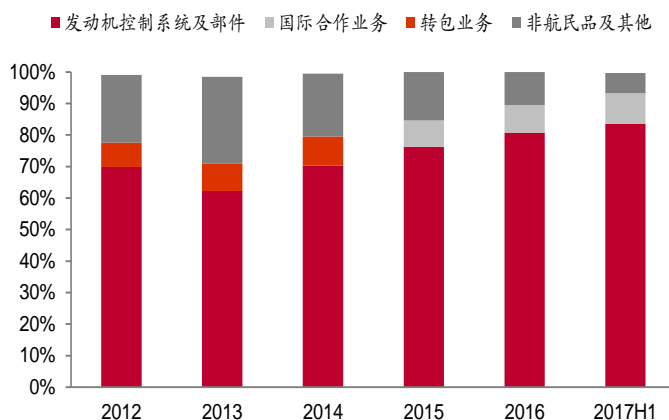
- 国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，军用航发控制系统领导者：**公司作为国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，在军用航空发动机控制系统方面一直保持领先，与国内各发动机主机单位均有密切合作。公司主要从事发动机控制系统及部件、国际合作和非航民品及其他三大业务。其中，发动机控制系统及部件主要包括航空发动机控制系统及衍生产品的研制、生产、修理和销售；国际合作业务主要是为国外知名航空企业提供民用航空精密零部件的转包生产，如民用飞机控制系统零部件、航空发动机摇臂等小型件、航空精密零部件的加工制造，航空发动机燃油控制系统的装配与调试。非航民品及其他业务主要涉及以动力控制系统核心技术为基础，重点向燃机控制、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。公司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分别占比 80%，10%，10%左右。我们认为公司未来将通过聚焦立足航空动力控制领域，借助两机专项以及中国航空发动机的国产化进程，向航空航天船舶与行走机械动力控制、工业自动化控制的专业化产业平台的目标稳步迈进

图表 1：公司航空发动机控制系统及其部件



来源：公司官网，中泰证券研究所

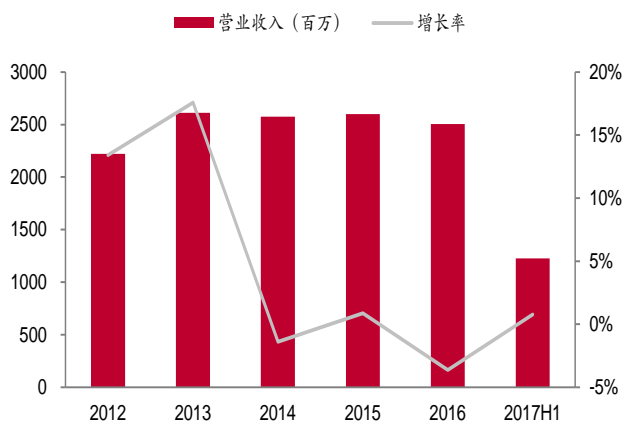
图表 2：公司三大板块业务分布(转包业务调整为国际业务)



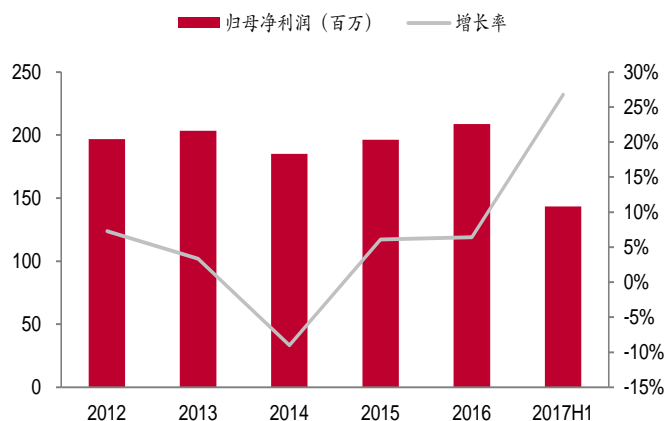
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.2 聚焦航发控制系统，业绩稳健增长

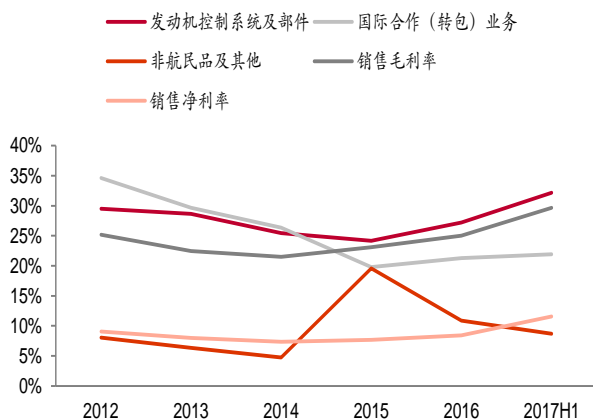
- 聚焦航发控制系统主业，积极实施产业调整，业绩稳健增长：**公司目前全面实施聚焦主业战略，收缩了与主业关联度低、产品附加值低且与公司资源冲突的非航民品业务，产业调整取得成效；积极实施成本工程，盈利能力进一步提升；公司较好地完成了上半年重点型号发动机控制系统产品科研生产交付任务，公司运营质量和经营效益持续提升。2017年上半年，公司实现营业收入 122,491 万元，较上年同期增长 0.76%；实现利润总额 16,671 万元，较上年同期增长 24.67%；净利润 14,171 万元，较上年同期增长 24.49%。公司各项产品毛利率稳中有升，三费率保持稳定。

**图表 3：公司近年营收及其增长率**


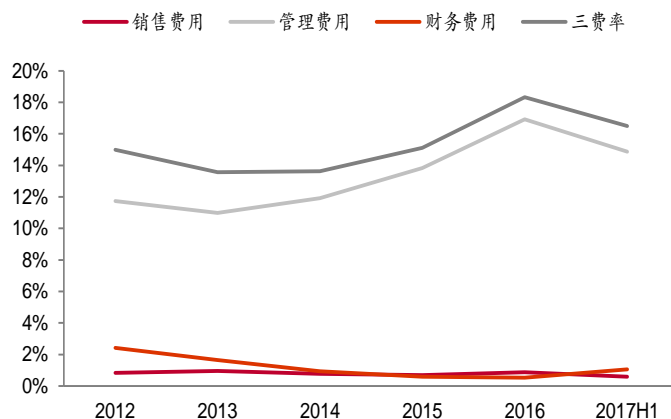
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 4：公司近年归母净利润及其增长率**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 5：公司近年毛利率状况**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6：公司近年三费率**


来源：wind，中泰证券研究所

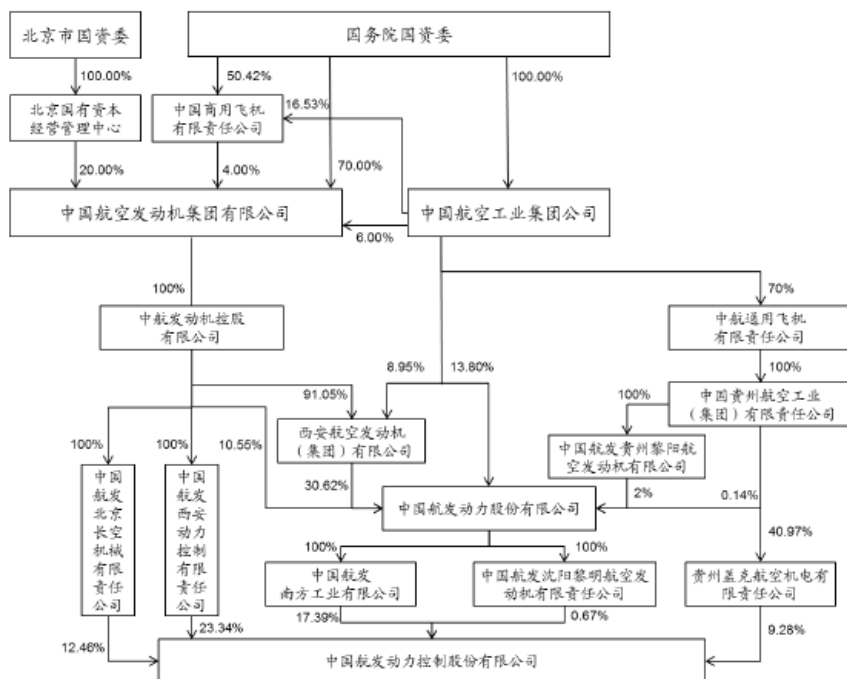
- 技术优势不断领先，核心竞争力不断增强：**公司是国家航空动力控制系统及产品的研制、生产基地，拥有航空动力控制系统国家级技术中心、国家级重点实验室和型号规范试验室，构建了较为完整的航空发动机燃油与控制系统专业体系，积累了比较丰富的科研经验，拥有行业内领先的定型/鉴定试验室，建立起了集设计、制造、验证、售后服务“四位一体”的研发体系，为国家航空装备的研制生产提供了技术支撑。航空发动机控制技术代表了同类工业技术领域中的领先水平，具有较强的技术扩散效应。公司作为我国航空发动机控制系统研制及生产的主要企业，目前承担了我国几乎所有航空发动机控制系统的机械液压装置和泵类产品的设计研究及工程化应用研制任务。
- 客户关系稳定：**作为发动机附件配套企业，公司与发动机主机厂（所）也建立了长期稳定的协作关系；通过转包生产等国际合作，与多家国际著名企业建立了良好的合作关系并签署了长期合作协议。2016年，公司进一步提升了军用航空发动机控制系统产品的准时配套率，同时建立了修理、排故客户需求产品应急机制，确保外场（厂）急需满足客户期望；通过巩固深化与国际转包客户的长期合作，稳定批产的按期交付率和产

品质量，实现在国际竞争环境日益严峻的形势下营业收入的平稳增长；围绕装备质量综合提升工程，以聚焦客户价值为核心，优化质量管理体系建设，推进质量管理重心向事前预防前移，提升了客户满意度。

### 1.3 公司股权结构

- 背靠专业化航发产品中国航发集团：**2016年1月29日，国家工业和信息化部、国务院国资委根据国务院批复下发关于中国航发组建方案的相关文件，国务院国资委联合北京国有资本经营管理中心、航空工业、中国商用飞机有限责任公司共同出资组建中国航发，中国航发的注册资本为500亿元，其中国务院国资委以货币出资150亿元、以包括发动机控股100%股权在内的股权（资产）出资200亿元。2017年5月14日，为落实发动机控股100%股权注入中国航发的相关手续，中国航发与航空工业签署了《股权转让协议》，航空工业同意将发动机控股100%股权转让给中国航发。通过股权划转公司目前为中国航空发动机集团旗下公司，第一大股东为中国航发西安动力控制有限责任公司。公司业务主要有4家子公司中国航发西控科技、中国航发北京航科、中国航发红林、中国航发长春控制完成。

图表 7：航发控制股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

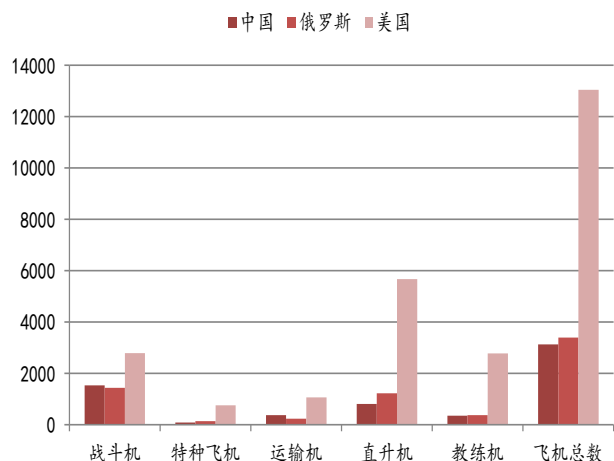
## 2. 军民用航发需求迫切，两机专项与军民用航空产业建设受益者

### 2.1 军用航发控制系统领导者，航发市场需求空间较大

- 空军装备更新换代需求迫切：**空军是中国的战略军种，在国家和战略全局中具有举足轻重的地位和作用。《中国的军事战略》国防白皮书指出，当前和今后一个时期，空军将按照空天一体、攻防兼备的战略要求，加快实现由国土防空型向攻防兼备型转变，既要有效维护国家的空中安

全，又要高度关注太空发展动向，构建适应信息化作战需要的空天防御力量体系。随着航空航天技术的发展，航空空间和外层空间战场将融为一体，空军在空、地、海、天一体化的联合作战中，地位将更加突出。建设高质量的精干的空军越来越受到重视，使用空军争夺战略优势和完成战略任务的程度将进一步增大，中国空军正加快成体系发展高新武器装备，推进空军战略转型由量变向质变跨越。我国绝大部分机型与美国相比，数量都相对较少，尤其是特种飞机、运输机、直升机、教练机等机型。随着国家对空军建设的持续推进，未来空军装备市场空间较大，将同时带动相关产业链。航空发动机是飞机的“心脏”，是飞机性能的主要决定者，而控制系统又是发动机的大脑和神经系统，根据前瞻产业信息网研究，一般来说航发占比整机制造成本的 20%-30%，而控制系统占比航发 10%-20%左右。航空发动机全寿命周期要经历研发、采购、使用维护三个阶段。研发阶段又分为设计、试验、发动机制造、管理等环节。在全寿命周期中，研发、采购、维护的比例分别为 10%、40%、50%。使用维护阶段的费用占比最高。公司作为军民航发控制系统领导者，有望将受益中国制造升级和空军装备新型号的量产带来的红利。

图表 8：中美俄三国航空装备对比



来源：Flight Global, World Air Forces, 中泰证券研究所

图表 9：中国新型航空装备未来需求空间

机型	需求量 (架)	单价 (亿元)	市场 (亿元)
歼 20	500	7	3500
运 20	200	11.2	2240
直 20	800	1.5	1200
民用 C919	2000	3.25	6500
新型军机未来 15 年总市场			13440

来源：Flight Global, 简氏防务, 中泰证券研究所

## 2.2 两机专项助力航发产业发展，公司聚焦高端装备

- 两机专项正稳步推进，公司聚焦高端装备有望受益：**根据国务院印发的《中国制造 2025》和《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，“航空发动机及燃气轮机”地位举足轻重，上升为国家战略。2016 年 11 月 24 日，工信部部长在全国工业和信息化创新大会上介绍，“十三五”期间，我国将以组织实施重大科技专项为抓手，持续推进高端装备制造业的发展，全面启动实施航空发动机和燃气轮机重大专项。航空发动机技术为轻型燃气轮机、重型燃气轮机提供改型的技术基础。由于涉及众多制造业领域，并且国内国际市场需求巨大，航空发动机和燃气轮机产业在全球制造业中占有举足轻重的地位。根据国家制造强国建设战略咨询委员会公布的报告预测，未来十年，全球市场对航空发动机产品需求旺盛，其中涡扇、涡喷发动机的累计全球需求总量将超 7.36 万台，总价值超 4000 亿美元；涡轴发动机累计需求量超 3.4 万台，总价值超 190 亿美元；

涡桨发动机累计需求量超 1.6 万台，总价值超 150 亿美元；活塞发动机需求量超 3.3 万台，总价值超 30 亿美元。燃气轮机则被广泛应用于电力、船舶、制造业等众多领域，特别是在能源电力工业中。仅能源电力行业，燃气轮机的国际需求就高达 5000 亿美元，如果考虑到船舶和制造业等领域的需求，整个市场规模有望突破万亿美元大关。目前公司除了持续聚焦军用装备以外，正加强培育和发展民用航空发动机、燃气轮机及衍生业务等高附加值产业。目前公司的民用航空发动机燃气轮机业务在研制、试验、生产、交付及服务上取得了良好效果，公司未来有望充分受益国家重点项目的持续推进。

### 2.3 国产大飞机建设稳步推进，公司产品迎来新机遇

- **民航市场空间广阔，国产大飞机稳步推进：**根据波音公司发布的针对中国市场的最新《当前市场展望》报告，未来 20 年中国将需要 6810 架新飞机，总价值达 1.025 万亿美元。由此，中国将成为世界首个总价值超万亿美元的航空市场。到 2035 年，中国单通道飞机市场将需要 5110 架飞机，占飞机总交付量的 75%。低成本航空公司和全服务航空公司将继续增购飞机，继续扩张与完善“点对点”航线网络，以满足在中国乃至亚洲范围内快速崛起的中产阶级休闲及商务出行需求。此外，未来 20 年宽体飞机机队规模将增至目前的 3 倍，总共需要 1560 架新飞机。目前国产 C919 飞机已完成首飞，并陆续接收订单。公司有望借势国产飞机进程，取得一定的业绩突破。

图表 10：世界民用航空未来市场空间



来源：波音，空客，中国商飞，中泰证券研究所

## 3.募投项目稳步推进，国际业务与非航民品打开成长新空间

### 3.1 募投项目稳步推进，无级驱动及控制系统有望率先取得突破

- **募投项目稳步推进，非航民品有望快速发展：**募投 12.42 亿项目中，无级驱动产品项目和汽车自动变速执行机构项目目前已实现盈利。在“瘦身健体，聚焦主业”的战略指引下，公司对非航民品及其他业务进行了优化调整，持续缩减了部分低附加值的非航民品业务，后续公司将进一步压缩减少低附加值或盈利能力低的部分非航民品业务，以动力控制系统核心技术为基础，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高端装备制造相关领域辐射和延伸产品的研制、生产、销售和服务。2017年上半年非航产品及其他实现收入7,817万元，较上年同期增加8.34%。公司非航民品逐步聚焦高附加值产业，目前发展良好，有望为公司发展注入新的活力。

- **以军带民研发无级驱动及其控制系统，应用前景广阔：**无级驱动及控制系统产品作为一种先进的柔性传动及控制系统，广泛应用于性能要求较高的装甲战车、重型坦克、工程机械、矿山机械和专用车辆等高端装备行走机械的行走驱动和转向系统。然而，目前无级驱动及控制系统产品在国内尚属空白，相关产品主要依赖进口。公司作为我国航空发动机控制系统研制及生产的主要企业，利用自身在无级驱动及控制系统产品的优势，扩大现有军工产品的核心技术延伸领域，提升资产使用效率，在2013年募集3.4亿资金进行相关产品研发，目前已实现初步收益，根据规划达产后年均新增营业收入7亿元（含税），年均新增净利润1.2亿元。我们认为，随着我国铁路建设投资、城镇化建设包括城轨及地铁等城市基础设施建设的稳步推进，以及我国装甲战车、重型坦克等军品技术水平的快速提升，叠加相关军品外贸需求亦较为旺盛，公司无级驱动及控制系统在军民品领域的应用前景广阔，有望取得长期稳定的市场需求，成为公司新的利润增长点。

### 3.2 国际业务迎来发展期

- 在全球民用发动机处于新旧产品更替阶段、竞争进一步激烈的形势下，公司积极加强中高端新产品研制交付，2017年上半年国际合作实现收入12,025万元，较上年同期增长18.08%。对于国际合作，公司计划未来将侧重于采取引进、消化、吸收和创新的策略，注重技术的进步和管理的提升，在保持现有客户和市场订单的稳定发展的基础上，逐步提升中高端业务，同时缩减附加值较低的业务，促进产品结构进一步优化。公司同时与国际知名厂商GE、霍尼韦尔等建立了长期稳定的伙伴关系。我们认为，随着国家高端装备的国产化进程逐步推进以及公司国际业务的持续开拓，国际业务有望成为公司业绩新增长点。

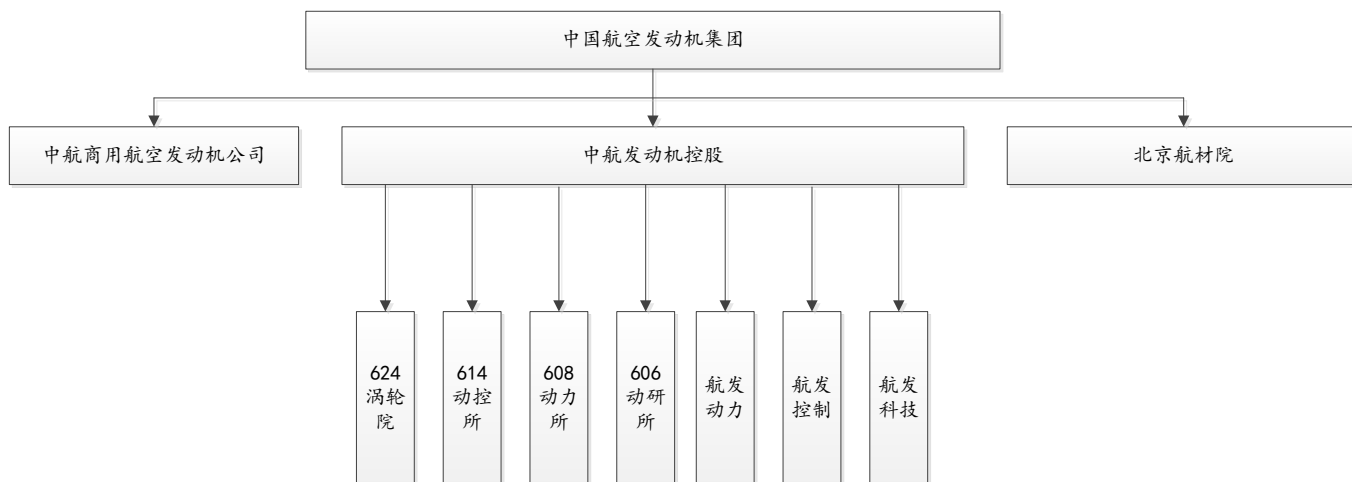
## 4. 背靠中国航发，依托大平台提效

- **成立中国航空发动机集团，研制国产航发态度坚定：**2016年1月29日，国家工业和信息化部、国务院国资委根据国务院批复下发关于中国航发组建方案的相关文件，国务院国资委联合北京国有资本经营管理中心、航空工业、中国商用飞机有限责任公司共同出资组建中国航发，中国航发的注册资本为500亿元，其中国务院国资委以货币出资150亿元、以包括发动机控股100%股权在内的股权（资产）出资200亿元。
- **中国航发进一步整合完善航发产业连，优化资源配置，公司有望依托大平台提效：**中国航发致力于航空发动机的自主研发，深入推进军民融合发展，主要从事军民用飞行器动力装置、第二动力装置、燃气轮机、直升机传动系统、航空发动机技术衍生产品的设计、研制、生产、维修、营销和售后服务等业务，客户涉及航空、航天、船舶、兵器、能源及空天等多个领域。中国航发设计生产的涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等航空发动机、燃气轮机和直升机传动系统等产品，广泛配装于各类军民



用飞机、直升机和大型舰艇、大型发电机组上。经国务院批准，中航发动机控股有限公司、中航商用航空发动机有限公司、中国航空工业集团公司北京航空材料研究院三家单位及其所属单位均整建制注入中国航发。公司有望借助专业化航发集团平台，通过资产整合提升效率，实现业务的稳步发展。

图表 11：中国航发集团主要二级公司/上市公司/科研院所



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 主营业务盈利预测与关键假设

- 主营业务营收假设：**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。公司目前通过聚集主业、优化能力布局和调整产业结构，促进公司盈利能力提升。由于航空发动机控制系统老产品市场需求面临有限的增长空间，新产品技术成熟度和市场订单将影响公司业绩，但公司对生产管理资源进行系统优化，提高生产管理水平和效率，我们预计公司未来三年航发控制系统以及零部件营收保持稳定，毛利率小幅上涨。非航民品由于聚焦主业，瘦身健体，营收保持小幅增加，毛利率小幅下降。国际业务受益公司积极加强中高端新产品研制交付，有望继续维持较快增长 15%-18%，毛利率小幅上涨。公司三费率维持相对稳定水平，同时公司相应理财投入减少，固定资产支出有所增加。

图表 12：公司分业务盈利预测

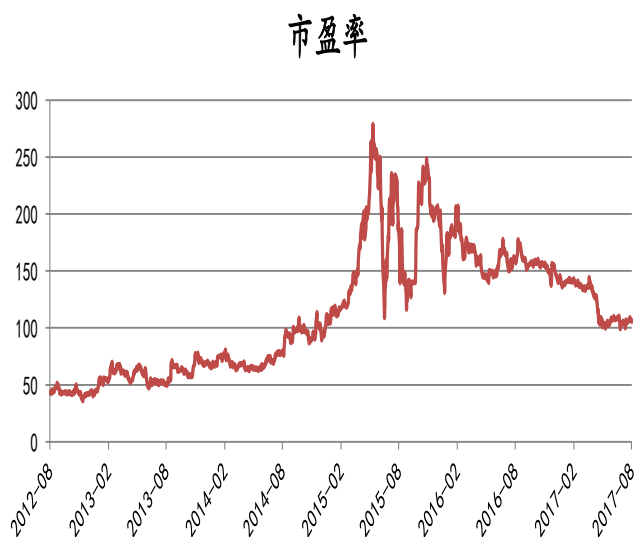
百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	2575.88	2598.43	2503.91	2630.21	2754.53	2888.38
yoy	-1.39%	0.88%	-3.64%	5.04%	4.73%	4.86%
营业成本	2021.47	1998.01	1877.87	1934.21	2008.22	2091.87
毛利率	21.52%	23.11%	25.00%	26.46%	27.09%	27.58%
发动机控制系统及部件						
收入	1811.06	1982.57	2022.92	2083.61	2146.12	2210.50
yoy	11.34%	9.39%	2.04%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	1349.78	1503.18	1472.08	1468.94	1491.55	1520.82

毛利率	25.47%	24.18%	27.23%	29.50%	30.50%	31.20%
国际合作业务						
收入	194.79	216.51	218.92	258.33	297.07	341.64
yoy	3.93%	11.15%	1.12%	18.00%	15.00%	15.00%
成本	143.42	173.62	172.27	201.49	230.23	262.38
毛利率	26.37%	19.81%	21.31%	22.00%	22.50%	23.20%
非航民品						
收入	512.73	399.35	262.07	288.28	311.34	336.25
yoy	-28.43%	-22.11%	-34.38%	10.00%	8.00%	8.00%
成本	488.32	321.20	233.53	263.77	286.43	308.67
毛利率	4.76%	19.57%	10.89%	8.50%	8.00%	8.20%

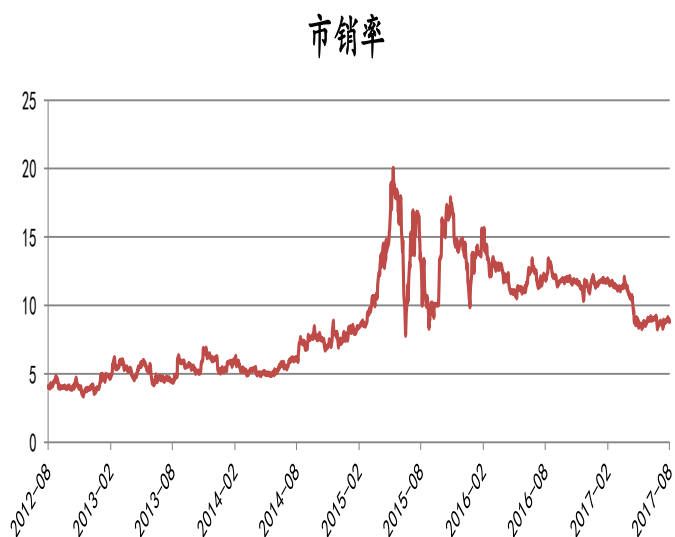
来源：中泰证券研究所

## 5.2 相对估值

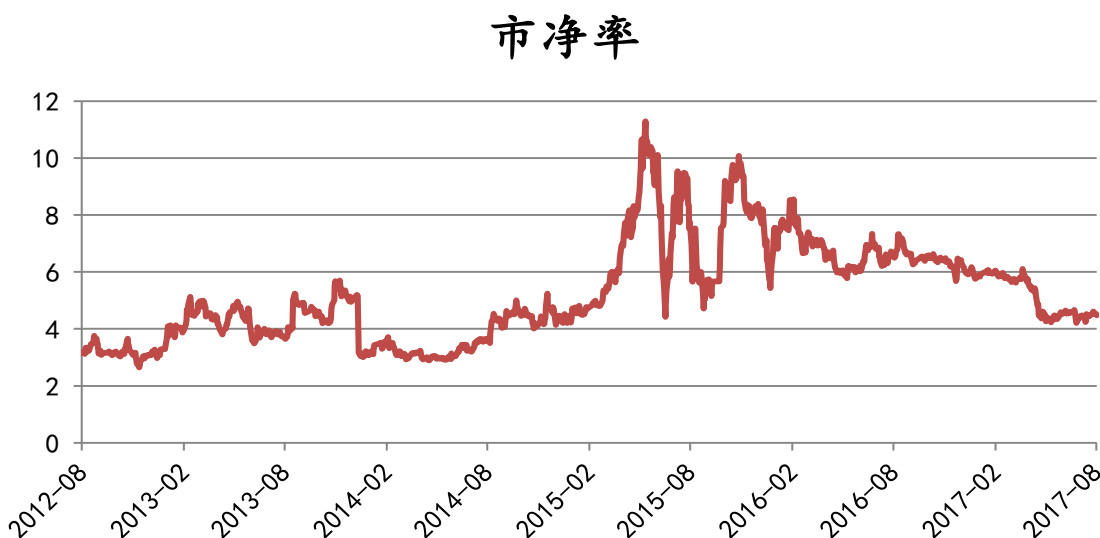
- PB 估值：**根据上述假定，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.21/0.23/0.25 元。公司目前 PE 与 PS 均处于历史平均水平。考虑到发动机控制系统及部件产品特殊的生产、交付方式，重点型号科研、生产、试验任务高度交叉，使得生产计划需监控点较多，目前公司难以实现较大盈利。我们认为，中国空军装备的陆续列装和量产以及民用航空的蓬勃发展，未来中国航空发动机市场需求广阔。公司为军民航发控制系统领导者，资产具有稀缺性与唯一性，未来有望凭借优质资产和地位进一步提升公司规模与盈利水平，虽然公司目前资产数量较小，但我们看中公司的资产质量以及公司产品未来较为广阔的前景，给予平均 PB4.52 倍。

**图表 13：公司近五年 PE**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 14：公司近五年 PS**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 15: 公司近五年 PB**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 16: 可比公司估值对比**

股票代码	公司	最新价	EPS			PE			PB
		2017-8-22	2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E	
600372.SH	中航电子	16.64	0.27	0.26	0.32	99	67	53	4.95
300114.SZ	中航电测	12.98	0.38	0.26	0.22	107	83	58	5.74
600391.SH	航发科技	26.29	0.10	0.13	0.00	481	300	NA	4.99
600893.SH	航发动力	29.00	0.53	0.46	0.53	89	78	55	3.68
600765.SH	中航重机	14.72	-0.39	0.31	NA	96	-36	NA	3.25
平均值									4.52

来源: wind, 中泰证券研究所

- 通过测算, 我们估算公司 17 年对应市值为 241.55 亿元, 当前股本 11.46 亿股, 对应股价为 21.08 元, 相当于约 4.52XPB, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

### 风险提示

- 风险提示: **公司相关产品研发不及预期:** 发动机控制系统及部件产品特殊的生产、交付方式, 重点型号科研、生产、试验任务高度交叉, 使得生产计划需监控点较多, 公司存在难以实现完全均衡生产的风险; **航空装备更新换代不及预期:** 公司军品受国防政策以及军队影响较大, 虽然航发业务下游需求旺盛, 且应用广泛, 但仍然存在军品订单受国防军队政策影响的风险; **公司业务拓展不及预期:** 公司募投项目以及其他业务正积极拓展, 但仍然存在技术研发与市场不接轨的风险。

**图表 17: 航发控制盈利预测**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2503.91	2630.21	2754.53	2888.38	净利润	210.70	240.71	267.53	288.94
营业成本	1877.87	1934.21	2008.22	2091.87	折旧与摊销	193.05	390.66	400.16	409.66
营业税金及附加	4.74	4.99	5.23	5.48	财务费用	13.05	-8.51	-8.91	-9.35
销售费用	21.82	21.35	22.91	23.83	资产减值损失	19.85	20.00	20.00	20.00
管理费用	423.95	445.33	466.38	489.04	经营营运资本变动	-28.67	13.40	-88.89	-110.68
财务费用	13.05	-8.51	-8.91	-9.35	其他	-221.20	-23.75	-18.99	-19.88
资产减值损失	19.85	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	186.78	632.52	570.90	578.70
投资收益	2.67	0.00	0.00	0.00	资本支出	-88.18	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	57.21	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-30.98	-100.00	-100.00	-100.00
<b>营业利润</b>	145.29	212.84	240.71	267.50	短期借款	-15.00	-188.01	-19.49	0.00
其他非经营损益	100.86	67.62	71.15	69.38	长期借款	-240.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	246.15	280.45	311.86	336.88	股权融资	0.00	-83.80	0.00	0.00
所得税	35.45	39.75	44.33	47.94	支付股利	-22.91	-21.99	-25.34	-28.17
净利润	210.70	240.71	267.53	288.94	其他	42.68	-242.49	8.91	9.35
少数股东损益	1.85	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-235.24	-536.29	-35.92	-18.82
归属母公司股东净利润	208.84	240.71	267.53	288.94	<b>现金流量净额</b>	-76.40	-3.78	434.98	459.87
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1318.88	1315.11	1750.09	2209.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2074.46	2058.41	2176.36	2292.62	销售收入增长率	-3.64%	5.04%	4.73%	4.86%
存货	781.78	803.85	833.92	870.03	营业利润增长率	-24.28%	46.49%	13.10%	11.13%
其他流动资产	12.12	12.73	13.34	13.98	净利润增长率	5.68%	14.24%	11.14%	8.00%
长期股权投资	107.26	107.26	107.26	107.26	EBITDA 增长率	-9.52%	69.32%	6.21%	5.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2030.17	1791.95	1544.22	1287.00	毛利率	25.00%	26.46%	27.09%	27.58%
无形资产和开发支出	438.65	386.28	333.90	281.53	三费率	18.32%	17.42%	17.44%	17.43%
其他非流动资产	83.78	83.72	83.65	83.58	净利率	8.41%	9.15%	9.71%	10.00%
<b>资产总计</b>	6847.11	6559.30	6842.75	7145.96	ROE	4.04%	4.50%	4.79%	4.94%
短期借款	207.50	19.49	0.00	0.00	ROA	3.08%	3.67%	3.91%	4.04%
应付和预收款项	837.13	868.15	910.17	943.11	ROIC	2.44%	3.20%	3.76%	4.30%
长期借款	187.50	187.50	187.50	187.50	EBITDA/销售收入	14.03%	22.62%	22.94%	23.12%
其他负债	394.61	139.87	158.60	168.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1626.73	1215.00	1256.26	1298.71	总资产周转率	0.36	0.39	0.41	0.41
股本	1145.64	1145.64	1145.64	1145.64	固定资产周转率	1.39	1.49	1.81	2.27
资本公积	2667.20	2583.40	2583.40	2583.40	应收账款周转率	2.36	2.18	2.37	2.32
留存收益	1111.18	1329.90	1572.08	1832.85	存货周转率	2.31	2.40	2.42	2.42
归属母公司股东权益	4935.02	5058.94	5301.12	5561.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.18%	—	—	—
少数股东权益	285.36	285.36	285.36	285.36	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	5220.38	5344.30	5586.48	5847.25	资产负债率	23.76%	18.52%	18.36%	18.17%
负债和股东权益合计	6847.11	6559.30	6842.75	7145.96	带息债务/总负债	24.28%	17.04%	14.93%	14.44%
					流动比率	2.66	3.60	3.96	4.31
					速动比率	2.16	2.91	3.27	3.62
					股利支付率	10.97%	9.14%	9.47%	9.75%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标</b>				
EBITDA	351.40	594.99	631.96	667.82	每股收益	0.18	0.21	0.23	0.25
PE	105.76	91.76	82.56	76.45	每股净资产	4.56	4.66	4.88	5.10
PB	4.23	4.13	3.95	3.78	每股经营现金	0.16	0.55	0.50	0.51
PS	8.82	8.40	8.02	7.65	每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02
EV/EBITDA	60.68	35.12	32.35	29.92					
股息率	0.10%	0.10%	0.11%	0.13%					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。