

航发控制：航空发动机控制系统景气度兑现

航发控制(000738)

评级：	买入	股票代码：	000738
上次评级：	买入	52周最高价/最低价：	28.65/11.7
目标价格：		总市值(亿)	206.79
最新收盘价：	18.05	自由流通市值(亿)	206.79
		自由流通股数(百万)	1,145.63

事件概述

公司发布 2020 年年报，实现营收 34.99 亿元，同比增长 13.14%；归母净利润 3.68 亿元，同比增长 30.68%；扣非归母净利润 3.05 亿元，同比增长 36.94%。

分析判断：

▶ 公司是国内航空发动机控制系统龙头企业，主要从事航空发动机控制系统及衍生产品、国际合作业务、非航空产品及其他业务。2020 年，公司整体经营发展持续向好，全年实现营收（34.99 亿元，+13.14%），利润总额（4.40 亿元，+41.67%），归母净利润（3.68 亿元，+30.68%），扣非归母净利润（3.05 亿元，+36.94%）。

航空发动机控制系统及衍生产品方面：公司“两机”专项科研项目圆满完成，军品批产型号日趋成熟并顺利完成交付任务，民品研制取得积极进展。航空发动机控制系统及衍生产品实现收入 29.75 亿元，同比增长 17.31%，营收占比 85.03%，较上年同期提高 3.03pct，进一步聚焦主业，控制系统龙头地位得到持续巩固。

国际合作业务方面：2020 年，受全球新冠肺炎疫情疫情影响，国际合作订单部分取消或延后。国际合作业务实现收入 2.16 亿元，同比减少 42.6%，随着疫情影响逐渐消除，国际合作业务有望逐渐复苏。

非航空产品及其他业务方面：公司持续优化产品结构，着力抓好无级驱动、车用自动变速执行机构、电磁阀、传感器等产品系列化发展。非航空产品及其他业务实现收入 3.08 亿元，同比增长 70.35%，为公司带来新的业绩增长点。

毛利率方面：公司产品综合毛利率为 29.04%，较上年同期提高 3.22pct，主要原因是航空发动机控制系统主业受益于下游航空装备高景气需求，产品放量，规模效应显现，主业毛利率提升 5.05pct 至 30.30%。

期间费用方面：销售费用同比-23.16%，主要原因是部分运输支出列入营业成本、出口转包业务下滑致委托代销费减少、新冠疫情影响致差旅费减少；管理费用同比+22.53%，主要原因是一次性计提离退休人员统筹外费用 7055 万元；财务费用同比-14.37%，主要原因是公司外部带息负债减少、存款利息收入增加等。

▶ **航空发动机控制系统龙头，受益军用航空装备高景气。**公司是国内重要的航空发动机控制系统研制生产基地，在该细分领域一直保持龙头地位。我国军机正处于更新换代阶段，加速列装补齐保有量短板、加速升级换装提升先进战机占比，都将会为军用航空发动机带来巨大的增量空间。作为航空发动机产业的核心配套，公司将直接受益于下游军用航空装备高景气。

▶ **国际合作业务有望复苏，未来民用航空市场值得期待。**公司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。受全球新冠肺炎疫情疫情影响，该业务有所收缩，随着疫情影响逐渐消除，国际合作业务有望逐渐复苏。C919 的研制为国内民用航空发动机动力控制市场迎来新的发展机遇，公司拥有为国外民用航空企业提供配套产品的丰富经验，未来有望参与国产大飞机项目，分享国内民用航空广阔市场。

投资建议

公司作为航空发动机控制系统的核心供应商，直接受益于下游军用航空装备高景气传导和民用航空装备国产化进程加速的双重红利。考虑到境外疫情反复影响公司国际业务复苏进度，以及公司主业毛利率水平持续改

善，将 2021-2022 年营收由 52.96、70.19 亿元调整为 44.33、56.50 亿元，归母净利润由 5.09、6.76 亿元调整为 5.17、6.56 亿元，预计 2021-2023 年实现营收 44.33/56.50/72.33 亿元，归母净利润 5.17/6.56/8.36 亿元，EPS 为 0.45/0.57/0.73 元，对应 PE 为 40/32/25 倍，维持买入评级。

风险提示

军用飞机列装进度不及预期，C919 发动机国产化进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,092	3,499	4,433	5,650	7,233
YoY (%)	12.6%	13.1%	26.7%	27.4%	28.0%
归母净利润(百万元)	281	368	517	656	836
YoY (%)	8.5%	30.7%	40.6%	26.9%	27.5%
毛利率 (%)	25.8%	29.0%	29.5%	29.7%	29.8%
每股收益 (元)	0.25	0.32	0.45	0.57	0.73
ROE	5.0%	6.1%	7.9%	9.1%	10.4%
市盈率	73.52	56.26	40.02	31.52	24.73

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：010-59775364

研究助理：张力涛

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,499	4,433	5,650	7,233	净利润	372	522	663	845
YoY (%)	13.1%	26.7%	27.4%	28.0%	折旧和摊销	434	190	190	190
营业成本	2,483	3,123	3,973	5,079	营运资金变动	-468	-208	-718	-932
营业税金及附加	12	16	20	25	经营活动现金流	405	520	154	125
销售费用	25	44	56	72	资本开支	-416	-455	-448	-452
管理费用	383	465	593	759	投资	0	0	0	0
财务费用	9	16	20	22	投资活动现金流	-421	-455	-448	-452
资产减值损失	-70	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	债务募资	231	70	50	30
营业利润	439	618	784	1,000	筹资活动现金流	-56	54	31	8
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-80	118	-264	-319
利润总额	440	618	784	1,000	主要财务指标				
所得税	68	96	122	155	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	372	522	663	845	成长能力				
归属于母公司净利润	368	517	656	836	营业收入增长率	13.1%	26.7%	27.4%	28.0%
YoY (%)	30.7%	40.6%	26.9%	27.5%	净利润增长率	30.7%	40.6%	26.9%	27.5%
每股收益	0.32	0.45	0.57	0.73	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	29.0%	29.5%	29.7%	29.8%
货币资金	1,811	1,930	1,666	1,347	净利率	10.6%	11.8%	11.7%	11.7%
预付款项	39	62	79	102	总资产收益率 ROA	4.2%	5.4%	6.1%	6.9%
存货	993	1,284	1,633	2,087	净资产收益率 ROE	6.1%	7.9%	9.1%	10.4%
其他流动资产	2,721	2,825	3,603	4,613	偿债能力				
流动资产合计	5,565	6,101	6,982	8,149	流动比率	3.49	3.26	2.97	2.78
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	2.84	2.54	2.24	2.03
固定资产	2,228	2,418	2,608	2,798	现金比率	1.14	1.03	0.71	0.46
无形资产	533	633	733	833	资产负债率	27.4%	28.0%	29.5%	30.8%
非流动资产合计	3,263	3,528	3,786	4,048	经营效率				
资产合计	8,828	9,628	10,767	12,197	总资产周转率	0.40	0.46	0.52	0.59
短期借款	231	300	350	380	每股指标 (元)				
应付账款及票据	1,044	1,198	1,524	1,948	每股收益	0.32	0.45	0.57	0.73
其他流动负债	320	376	476	606	每股净资产	5.24	5.69	6.26	6.99
流动负债合计	1,595	1,874	2,350	2,935	每股经营现金流	0.35	0.45	0.13	0.11
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	824	824	824	824	估值分析				
非流动负债合计	824	824	824	824	PE	56.26	40.02	31.52	24.73
负债合计	2,418	2,697	3,173	3,758	PB	4.38	3.17	2.88	2.58
股本	1,146	1,146	1,146	1,146					
少数股东权益	407	412	419	427					
股东权益合计	6,409	6,931	7,594	8,438					
负债和股东权益合计	8,828	9,628	10,767	12,197					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。

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。