

中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 董俊业

证券执业证书号: S0640520040001

研究助理: 邱净博

证券执业证书号: S0640119100018

邮箱: qiujb@avicsec.com

航发控制 (000738) 2020 年报点评: 持续聚焦主业, 归母净利润增速创十年新高

行业分类: 国防军工

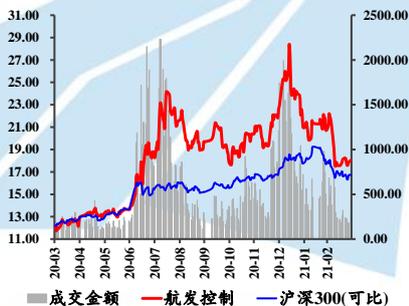
2021 年 3 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.3.30)	18.41
目标价格	24.78

基础数据 (2021.3.30)

上证指数	3456.68
总股本 (亿股)	11.46
流通 A 股 (亿股)	11.46
资产负债率(2020 年)	27.39%
ROE (加权, 2020 年)	6.32%
PE (TTM)	57.40
PB (LF)	3.51

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 2020 年营业收入 34.99 亿元 (+13.14%), 归母净利润 3.68 亿元 (+30.68%), 毛利率 29.04% (+3.22pcts); 公司 2021 年的营收目标为 38.30 亿元 (+9.50%)。

➤ 投资要点:

● **公司业绩稳定增长, 归母净利润增速创十年新高:** 公司核心业务为航空发动机控制系统研制与生产。2020 年面对疫情冲击和复杂外部形势, 公司推动资源向重点任务和项目聚焦, 整体经营发展持续向好, 实现营收 34.99 亿元 (+13.14%); 归母净利润 3.68 亿元 (+30.68%); 扣非净利润 30.48 亿元 (+36.94%), 归母净利润增速创十年新高。毛利率 29.04% (+3.22pcts), 净利率 10.62% (+2.13pcts), ROE 加权 6.32% (+1.20pcts), 均为近十年的较高水平。**费用方面:** 销售费用 (0.25 亿元) 下降 23.16%, 主要受疫情和执行新收入准则影响; 管理费用 (3.83 亿元) 增加 22.53%, 原因是一次性计提离退休人员统筹外费用; 研发投入 1.46 亿元, 增加 3.95%, 占营收比 4.17%。

业务方面: 报告期内, 公司主要从事航空发动机控制系统及衍生产品、国际合作业务、非航空产品及其他三大业务。其中, **航空发动机控制系统及衍生产品**实现营业收入 29.75 亿元 (+17.31%), 占总营收比例 85.03%, 毛利率 30.30% (+5.05pcts), 主要因营收增长导致; **国际合作业务**实现营业收入 2.16 亿元 (-42.60%), 营收占比 6.16%, 毛利率 19.88% (-7.22pcts), 主要受全球新冠肺炎疫情疫情影响, 公司国际合作订单部分取消或延后; **非航空产品及其他**实现营业收入 3.08 亿元 (+70.35%), 营收占比 8.81%, 毛利率 23.28% (-7.88pcts), 主要因营业成本同期增加比例 (89.84%) 高于营业收入同期增加比例 (70.35%) 所致。

资产方面, 报告期内, 公司提取资产减值准备 0.73 亿元, 包括存货跌价准备计提 0.65 亿元; 存货 9.93 亿 (+16.56%), 占总资产 11.25%, 同比增速为十年来较高水平; 应收账款及应收票据 27.04 亿 (+42.84%), 占总资产 30.63%, 同比增速亦为十年来较高水平, 主要是主机厂欠款所致。折旧和摊销 4.34 亿元 (+83.79%), 主要为固定资产等折旧增加和会计估计变更 (细化固定资产分类, 调整折旧年限和净值率) 导致。

现金流方面: 经营活动产生现金流量净额为 4.05 亿元 (-65.19%), 主要是销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 4.41 亿元; 投资活动产生现金流量净额为 -4.21 亿元 (+24.53%), 主要是固定资产投资支出同比减少 1.75 亿元; 筹资活动产生现金流量净额为 0.56 万元 (-137.53%), 主要是本期收到国拨技改资金减少 0.44 亿元和债务规模减少 1.68 亿元。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
 资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

● **聚焦主业，创新驱动，公司属中国航发核心业务板块**

公司是中央直属军工企业中国航发的核心业务板块之一，公司 2020 年度与日常相关的关联交易实际发生 26.27 亿元(较 2019 年实际发生+18.16%)，预计 2021 年度关联交易总额不超过 34.87 亿元(较 2020 年实际发生+32.13%)，显示出公司对主机厂配套的持续聚焦。公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 85.22%，包括中国航发系统内单位(73.00%)和航空工业集团下属单位(6.92%)。航空发动机控制系统及衍生产品、国际合作业务两大主业营收占比连年高达百分之九十以上(2020 年 91.19%，2019 年 94.15%)，显示公司聚焦航空发动机及燃气轮机主业的理念。公司航空发动机控制系统及衍生产品业务、非航空产品及其他业务产业链涵盖研制、生产、试验、销售、维修保障等五大环节。国际合作业务方面，公司以航空转包零部件生产制造为主，拓展航空产品联合开发模式，与 GE 公司、霍尼韦尔、罗罗、赛峰、汉胜公司等建立稳定的合作关系。

与此同时，公司坚持创新驱动，2020 年公司专业技术人员比例增至 31%，拥有有效专利数 380 项，其中发明专利 326 项，占比高达 85.79%。随着国家航空发动机及燃气轮机重大专项落地实施，以及 C919 和 ARJ 等国产民用飞机的快速发展和国产替代需求，公司有望持续以高质量发展为导向，加快重点型号研制和自主研制能力提升。公司于 2020 年底发布定增预案，拟定增募资不超过 43.98 亿元，投入“航空发动机控制系统科研生产平台能力建设项目”、“北京航科轴浆发动机控制系统能力保障项目”、“航发红林航空动力控制产品产能提升项目”等 6 个投资项目。其中有 9.28 亿(北京航科 8.36%股权、贵州红林 11.85%股权、航空苑 100%股权)是中国航发以国拨资产形成的股权等认购，该部分国拨资产原是上市公司科研生产所必须的关键设备，部分无偿使用，租赁使用部分每年租金支出 1 亿元以上。本次定增收购该部分资产后，可解决国有资产保值增值，增加公司现金流，减少关联交易，保持资产完整性。

● **未来公司将受益三大驱动力：“十四五”大规模列装，武器装备换代升级，国防科技成果转化**

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》提出，2027 年实现建军百年奋斗目标，2035 年基本实现国防和军队现代化。大规模的列装需求将带来国防军工市场空间的量级提升。与此同时，国防白皮书强调武器装备更新换代，2020 年 7 月的政治局会议提出“十四五”的方向是跨越式武器装备的发展，其中就包括新一代的航空装备，以技术升级和创新为导向的高质量发展构成未来行业趋势。在需求牵引和技术推动的双轮驱动下，公司作为我国航空发动机核心业务板块将深度受益。

2021 年 3 月 28 日，国家国防科技工业局副局长在“第六届中国制造强国论坛”透露，即将出台相关政策推动国防科技成果转化，释放“军转民”的巨大活力。公司将积极利用现有的核心研发制造优势和品牌效应，加快军工科技成果转化。在巩固和发展现有配套领域基础上，在非航空产品及其他业务方面重点培育与航空发动机及燃气轮机主业相关度高、技术水平和盈利前景好的产品业务。

➤ **投资建议：**公司作为国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，聚焦航空动力及燃气轮机控制系统主业，在航空发动机控制系统细分领域处于行业领先地位。未来，公司将受益“十四五”大规模列装，武器装备换代升级，国防科技成果转化三大驱动力，在国家政策导向和行业需求强盛的推动下，进一步提升业务规模和技术升级，实现长期可持续的业绩增长和盈利。

我们预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润分别为 4.75 亿元、5.27 亿元、6.31 亿元，EPS 为 0.42 元、0.46 元、0.55 元，当前股价对应 PE 分别为 43.83 倍、40.02 倍、33.47 倍，结合公司未来盈利能力并参考同行业中位数水平，给予公司 2021 年 59 倍 PE，目标价格为 24.78 元，给予“买入”评级。

风险提示：列装不及预期，海外市场因疫情疲软，技术研发失败。

● **盈利预测：**

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3498.72	3936.41	4432.79	5007.28
增长率 (%)	13.14%	12.51%	12.61%	12.96%
归属母公司股东净利润	367.58	475.49	527.30	630.72
增长率 (%)	30.68%	29.36%	10.90%	19.61%
每股收益 (EPS)	0.32	0.42	0.46	0.55

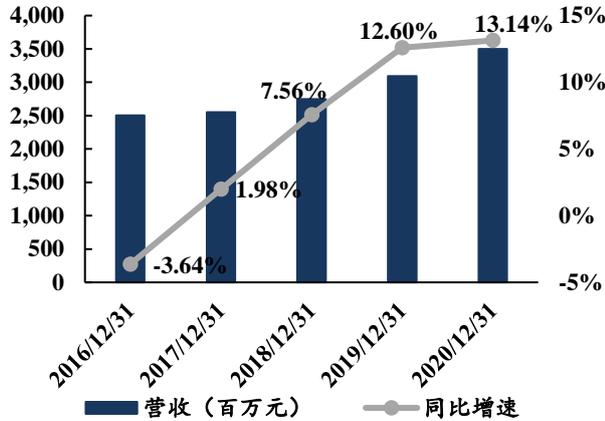
数据来源: wind, 中航证券研究所

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

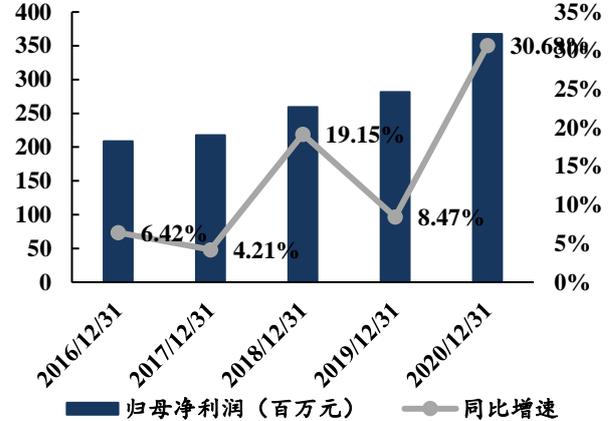
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归属母公司净利润及增速情况



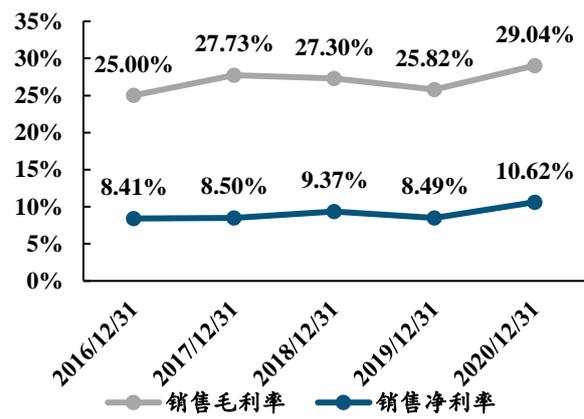
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年研发费用情况



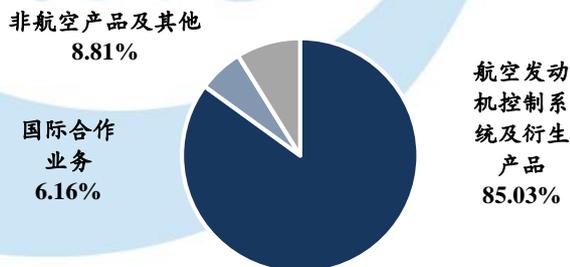
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近五年销售毛利率情况



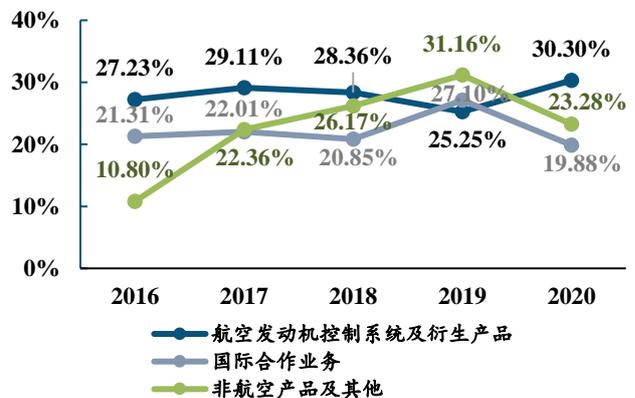
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司 2020 年产品收入结构情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司近五年产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

◆ 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3498.72	3936.41	4432.79	5007.28	货币资金	1811.48	1874.71	1902.23	1973.65
营业成本	2482.84	2893.26	3258.10	3655.31	应收和预付款项	2744.63	3089.55	3479.14	3929.64
营业税金及附加	12.15	13.05	14.71	16.74	存货	993.06	1154.87	1313.86	1480.25
销售费用	24.64	32.60	36.42	40.27	其他流动资产	15.70	17.66	19.89	22.47
管理费用	382.79	419.68	476.73	536.96	长期股权投资	0.00	1.00	2.00	3.00
财务费用	9.05	-0.04	6.42	-4.89	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-70.08	16.00	16.00	16.00	固定资产和在建工程	2446.01	2394.05	2340.94	2286.44
投资收益	1.60	0.86	0.86	0.86	无形资产和开发支出	532.56	586.57	650.58	724.60
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	284.17	329.75	373.66	415.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	8827.61	9448.17	10082.31	10835.96
营业利润	439.16	562.72	625.26	747.74	短期借款	230.50	400.00	400.00	400.00
其他非经营损益	0.83	-0.81	-0.81	-0.81	应付和预收款项	1205.52	1332.72	1504.78	1698.31
利润总额	439.99	561.91	624.45	746.93	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	68.45	87.42	97.15	116.21	其他负债	982.30	900.08	909.72	921.43
净利润	371.53	474.49	527.30	630.72	负债合计	2418.32	2632.81	2814.50	3019.74
少数股东损益	3.95	-1.00	0.00	0.00	股本	1145.64	1145.64	1145.64	1145.64
归属母公司股东净利润	367.58	475.49	527.30	630.72	资本公积	2758.07	2758.07	2758.07	2758.07
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	2079.59	2495.94	2948.39	3496.81
经营活动现金流净额	405.31	206.80	363.48	413.53	归属母公司股东权益	6002.59	6409.65	6862.10	7410.52
投资活动现金流净额	-421.36	-246.14	-256.14	-266.14	少数股东权益	406.70	405.70	405.70	405.70
筹资活动现金流净额	-56.08	102.57	-79.82	-75.97	股东权益合计	6409.29	6815.36	7267.81	7816.22
现金流量净额	-79.74	63.23	27.52	71.42	负债和股东权益合计	8827.61	9448.17	10082.31	10835.96

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。