

证券研究报告—动态报告

国防军工

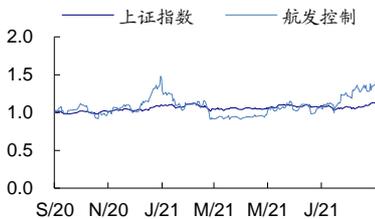
航空军工

航发控制 (000738)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 14 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,146/1,146
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,715/14,706
12 个月最高/最低(元)	28.65/17.21

相关研究报告:

《航发控制-000738-2017 年半年报点评: 业绩增长符合预期, 看好后续业绩增长》
 ——2017-08-22

《中航动控-000738-2016 年年报点评: 航发控制相关需求持续上升, 长期配置价值凸显》
 ——2017-03-17

证券分析师: 花超

电话:
 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

联系人: 梁后权

电话:
 E-MAIL: lianghouquan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

21H1 净利增长 33%, 航发控制系统继续维持高增长

● 21H1 任务过半, 营收增长 25%, 净利增长 33%

21H1 实现营收 20.24 亿 (+25.00%), 归母净利润 2.96 亿 (+26.71%), 扣非归母净利润 2.82 亿 (+33.28%), 营收增速扩大, 净利润增速稳定。分产品看, 主业航空发动机及燃气轮机(两机)控制系统营收同比增长 24.13%, 两机配套需求旺盛, 国际合作业务营收持续回落, 降幅收窄至 10.28%, 非航业务表现亮眼, 营收增长 77.26%, 表现值得期待。21H1 完成年度目标 52.85%, 较好实现时间过半、任务过半, 业务数据可预测性较好。

● 合同负债升高, 研发持续投入, 融资扩产正当时

21H1 合同负债 8.95 亿, +1287.51%, 大额订单预付款落地, 公司在手订单充足。研发工作持续推进, 同步下游主机四/五代航发研制节奏, 研发费用 1.26 亿, +81.87%, 研发费用率 6.25%。21H1 投资现金净流出 2.17 亿, 全部用于长期资产构建, 公司拟非公开发行募集 43 亿元, 用于航空发动机产能建设及提升, 显示公司业务发展信心及布局。

● 投资建议:

航发控制处于国内航空发动机控制系统领域龙头地位。控制系统约占航发总价值的 15-30%, 且随着新型航空发动机自主及智能控制水平提升, 控制系统价值有望进一步增加。伴随国家空军装备升级及规模上量, 航发赛道景气高企, 发动机控制系统作为主要领域将持续核心受益。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 5.1/7.2/9.5 亿元, 同比增速 38.4/40.6/32.7%, 当前股价对应 PE=65.9/46.8/35.3x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 武器装备研发不达预期、交付不及预期
盈利预测和财务指标

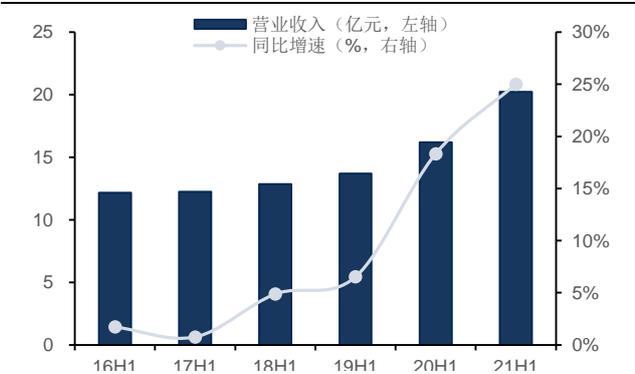
	2016	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,092	3,499	4,455	6,020	7,476
(+/-%)	12.6%	13.1%	27.3%	35.1%	24.2%
净利润(百万元)	281	368	508.66	715.09	948.98
(+/-%)	8.5%	30.7%	38.4%	40.6%	32.7%
每股收益(元)	0.25	0.32	0.44	0.62	0.83
EBIT Margin	14.4%	17.0%	15.1%	15.3%	16.0%
净资产收益率(ROE)	5.0%	6.1%	7.9%	10.2%	12.1%
市盈率(PE)	119.1	91.1	65.9	46.8	35.3
EV/EBITDA	52.1	34.9	33.0	26.3	21.8
市净率(PB)	5.95	5.58	5.21	4.77	4.28

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

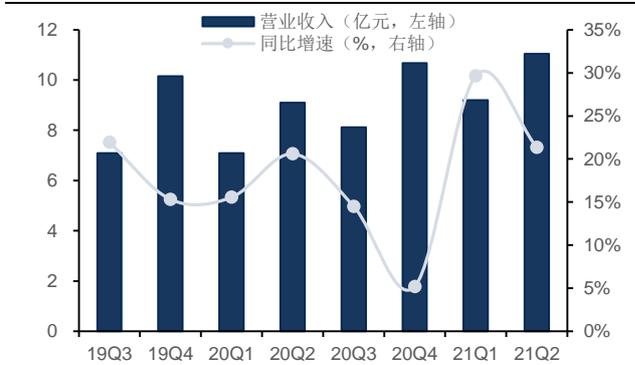
21H1 实现营收 20.24 亿 (+25.00%)，归母净利润 2.96 亿 (+26.71%)，扣非净利润 2.82 亿 (+33.28%)，营收增速扩大，归母净利润增速稳定。分产品看，主业航空发动机及燃气轮机（两机）控制系统营收同比增长 24.13%，两机配套需求依然旺盛，国际合作业务营收持续回落，但降幅收窄至 10.28%，非航业务表现亮眼，营收增长 77.26%，公司发动机控制系统，尤其是子公司相关阀、泵等附件品质高，通用性强，可用于地面战车、弹用控制系统等领域，非航业务市场扩展值得期待。单季度看，21Q2 实现营收 11.04 亿 (+21.36%)，归母净利润 1.63 (+14.37%)，扣非净利润 1.54 (+14.05%)，单季增速放缓，主要为同期疫情影响导致 21Q1 业绩增速偏高。公司处于航发产业链中下游，各季度业务数据呈现军工行业特有的集中交付周期波动，但各季度环比差距不大，显示出公司生产节奏稳定均衡。公司 21H1 完成年度目标 52.85%，较好实现时间过半、任务过半，业务数据可预测性较好。

图 1：航发控制中报营业收入及增速



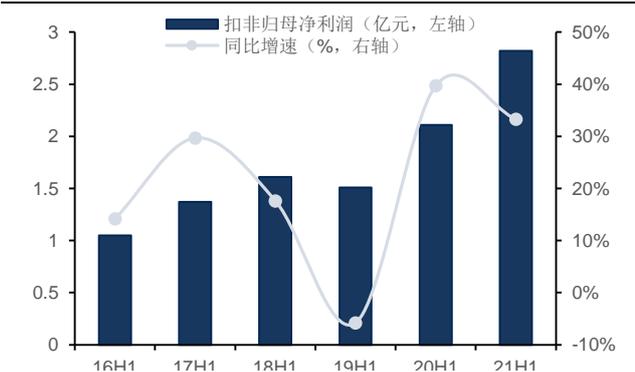
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航发控制单季营业收入及增速



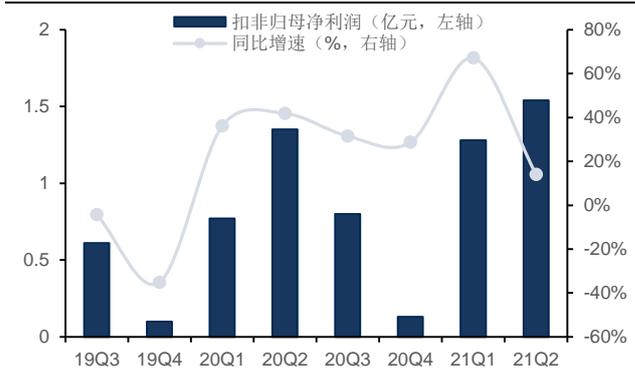
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：航发控制中报扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航发控制单季扣非归母净利润及增速

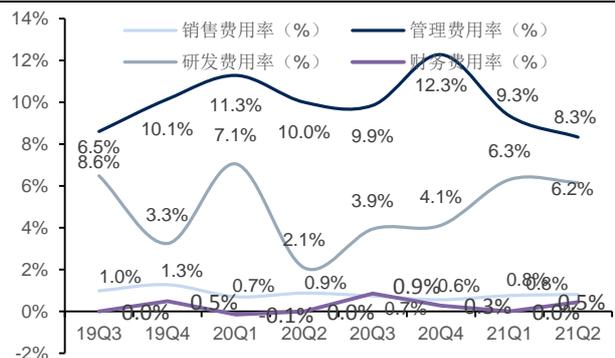


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 21H1 整体净利率 15.59%，同比提升 0.83pct，整体毛利率 35.63%，同比提升 2.7pct，公司盈利能力持续改善。分产品看，两机控制系统毛利率 37.54%，同比增加 4.67pct，体现业务规模扩大引起的固定成本摊薄效应。国际合作毛利率 20.4%，同比下降 11.02%，可能与交付产品结构变化有关。非航及其他毛利率 27.92%，同比下降 7.59%，可能与新订单产品规模较小，相关工艺尚不成熟有关。

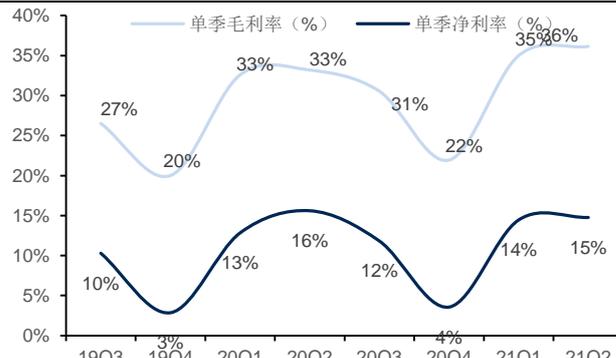
期间费用率方面，研发工作持续推进，同步下游主机四/五代航发研制节奏，研发费用 1.26 亿，+81.87%，研发费用率 6.25%。21H1 管理费用率 8.79%，同比下降 1.77pct，公司通过开展成本工程等专项行动、推进 AEOS 体系（运营管理体系）建设，实现管理改善初见成效。21H1 财务费用率 0.25%，同比上升 0.32pct，主要是汇率变动导致汇率损失。21H1 销售费用率 0.81%，同比上升 0.04pct。

图 3：航发控制四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

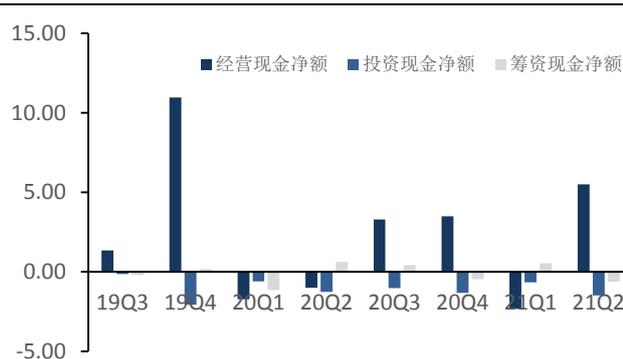
图 4：航发动力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

报表端，资产负债表，21H1 合同负债 8.95 亿，+1287.51%，显示主机厂大额预付款已到位，公司在手订单充足，业务景气持续。应收款项 36.58 亿，+31.67%，大于同期营收涨幅，存货 9.79 亿元，-7.58%，相应的，同期应收账款周转天数上升，存货周转天数下降。现金流量表，21H1 公司经营现金净额 3.2 亿，按季度分开，21Q1 备料备产，经营现金净流出为 2.32 亿元，21Q2 交付收款，经营现金净流入 5.51 亿，现金流与营收增幅较匹配。21H1 投资现金净流出 2.17 亿，全部用于长期资产构建。2021 年 5 月，公司公告拟非公开发行募集 43 亿元，用于航空发动机产能建设及提升，显示公司扩产信心及布局。

图 5：航发控制单季度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：航发控制单季度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

航发控制处于国内航空发动机控制系统领域龙头地位，行业景气核心受益

航发控制处于国内航空发动机控制系统领域龙头地位，国内几乎全部军民航空发动机控制系统均由其参与设计、试验、制造和维保。控制系统在航空发动机系统中占有非常重要地位，控制系统的先进程度作为军用航空发动机代际划

分的依据之一。大中型发动机控制系统占发动机费用的 15%~20%，小型发动机控制系统占发动机费用的 15%~30%，且随着新型航空发动机技术水平的提升，发动机控制系统价值将进一步增加。

目前，军用航发领域，国产涡扇-10 等已装配在歼 16、歼 20 等主战飞机上实现自主。运输机方面，涡扇-20 已开始小批量生产，运-7、运-8 等运输机使用的涡桨发动机全部国产化。直升机方面，随着直-9、直-8、直-10 等整体技术的成熟，在引进的基础上实现涡轴-8、涡轴-6 及自研型号涡轴-9 发动机的系列化发展。民用航发领域，长江型号大涵道比涡扇发动机进展符合预期，有望于 2030 年前适航取证。中法合作的民用涡轴-16 发动机已经生产定型，第一款自主研发的 1000KW 功率民用 AES100 涡轴发动机已经成功首飞，5000KW 功率 AEP500 涡桨发动机地面满状态试验顺利。从短期及长期看，航空发动机行业高度景气已经形成，控制系统是航空发动机重要的组成部分，航发控制作为控制系统龙头配套单位将持续核心受益。

投资建议：

航发控制处于国内航空发动机控制系统领域龙头地位。控制系统约占航发总价值的 15-30%，且随着新型航空发动机自主及智能控制水平提升，控制系统价值有望进一步增加。伴随国家空军装备升级及规模上量，航发赛道景气高企，发动机控制系统作为主要领域将持续核心受益。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 5.1/7.2/9.5 亿元，同比增速 38.4/40.6/32.7%，当前股价对应 PE=65.9/46.8/35.3x，维持“买入”评级。

风险提示：武器装备研发不达预期、交付不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1811	2291	2571	2654	营业收入	3499	4455	6020	7476
应收款项	2706	3234	3959	4977	营业成本	2483	2977	3988	4945
存货净额	993	1164	1529	1885	营业税金及附加	12	15	21	23
其他流动资产	55	89	120	150	销售费用	25	36	51	67
流动资产合计	5565	6778	8179	9665	管理费用	383	757	1038	1245
固定资产	2446	2505	2535	2516	财务费用	9	6	7	5
无形资产及其他	533	506	479	453	投资收益	2	1	1	1
投资性房地产	284	284	284	284	资产减值及公允价值变动	70	(58)	(61)	(57)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(220)	0	0	0
资产总计	8828	10073	11477	12918	营业利润	439	608	855	1135
短期借款及交易性金融负债	231	400	360	350	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	1044	1255	1607	1933	利润总额	440	608	855	1135
其他流动负债	320	428	584	572	所得税费用	68	94	133	176
流动负债合计	1595	2083	2550	2856	少数股东损益	4	5	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	368	509	715	949
其他长期负债	824	1154	1484	1804					
长期负债合计	824	1154	1484	1804	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2418	3237	4034	4659	净利润	368	509	715	949
少数股东权益	407	411	418	426	资产减值准备	19	6	(1)	(1)
股东权益	6003	6425	7025	7832	折旧摊销	434	444	503	557
负债和股东权益总计	8828	10073	11477	12918	公允价值变动损失	(70)	58	61	57
					财务费用	9	6	7	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	(346)	(78)	(285)	(769)
每股收益	0.32	0.44	0.62	0.83	其它	(16)	(2)	7	10
每股红利	0.06	0.08	0.10	0.12	经营活动现金流	389	936	1001	802
每股净资产	5.24	5.61	6.13	6.83	资本开支	(495)	(540)	(567)	(567)
ROIC	8%	9%	12%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	8%	10%	12%	投资活动现金流	(495)	(540)	(567)	(567)
毛利率	29%	33%	34%	34%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	15%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	25%	24%	23%	支付股利、利息	(64)	(86)	(114)	(142)
收入增长	13%	27%	35%	24%	其它融资现金流	155	170	(40)	(10)
净利润增长率	31%	38%	41%	33%	融资活动现金流	26	83	(154)	(152)
资产负债率	32%	36%	39%	39%	现金净变动	(79)	479	280	83
息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	1891	1811	2291	2571
P/E	91.1	65.9	46.8	35.3	货币资金的期末余额	1811	2291	2571	2654
P/B	5.6	5.2	4.8	4.3	企业自由现金流	97	392	430	231
EV/EBITDA	34.9	33.0	26.3	21.8	权益自由现金流	252	557	385	217

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032