

证券研究报告—动态报告

国防军工

航空军工

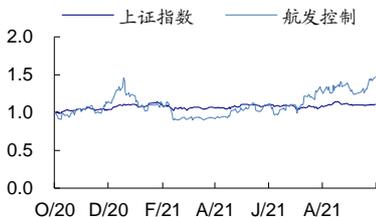
航发控制 (000738)
买入

2021 年三季度点评

(维持评级)

2021 年 10 月 26 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)	1,315/1,146
总市值/流通(百万元)	37,588/32,742
上证综指/深圳成指	3,610/14,597
12 个月最高/最低(元)	28.88/17.21

相关研究报告:

《航发控制-000738-2021 年半年报点评: 21H1 净利增长 33%, 航发控制系统继续维持高增长》
 ——2021-09-14
 《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

业绩稳健增长, 控制领域龙头享航发赛道高景气

● 前三季度归母净利润增长 20.09%, 业绩稳健且后劲十足

前三季度实现营收 30.38 亿元 (+24.62%), 实现归母净利润 3.98 亿元 (+20.09%)。单三季度来看, 公司实现营收 10.08 亿元 (+23.76%), 实现归母净利润 1.01 亿元 (+4.43%)。Q3 环比下降 8.15%, 较好实现了均衡生产。公司第三季度毛利率为 26.21%, 处于历史中值水平, 同比下降 4.39pcts, 可能与产品交付结构有关; 净利率为 10.7%, 同比小幅下降 0.91pct, 主要受益于期间费用率走低, 销售和财务费用分别下降 19%、124.4%。资产负债表端, 公司合同负债大幅增长 818.81%, 主要为大额预付长协落地, 相关产品订货款增加, 反应下游航发整机持续旺盛需求, 预付款项增长 50.14%, 体现公司积极备货备产的业绩动力。

● 航发控制系统主集成平台, 充分享受下游整机放量红利

航发控制系统占发动机总成本的 15%~30%, 且随着新型航发控制技术提升, 控制系统价值将进一步增加。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研制配套。随着 WS10 三代航发作为主力战机型配发大批量交付, WZ9 作为直 10 等主力直升机唯一动力大规模列装, 国产航发进入长期高景气阶段, 整机交付及维修需求不断增长, 公司作为航发控制系统主集成平台, 将充分享受下游整机放量红利。

● 定增落地+控股权调整, 产能升级及组织优化奠定业绩持续发展动力

公司三季度完成增发, 实现对北京航科及贵州红林的全资控股, 并募资 33.61 亿元用于下属西控科技、北京航科、长春控制等子公司的航发控制系统技术研发、产能升级等项目, 航发赛道高景气有望随着产能逐渐释放而更好兑现, 相关技术研发为公司中长期业绩发展提供支撑。

● 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, 为我国几乎全部航发型号提供研制配套。控制系统占航发总成本的 15-30%, 且随着新型航空控制水平提升, 控制系统价值有望进一步提升。随着国家军用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。维持盈利预测, 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=64.4/45.8/34.5x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 下游航发放量不及预期、公司产品质量风险
盈利预测和财务指标

	2019	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	0.28	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)	116.4	102.3	64.4	45.8	34.5
EV/EBITDA	51.0	38.8	32.3	25.8	21.4
市净率(PB)	5.81	6.26	5.10	4.66	4.18

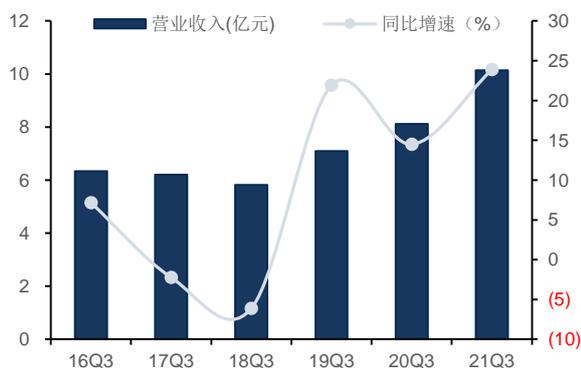
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度归母净利润增长 20.09%，业绩稳健且后劲十足

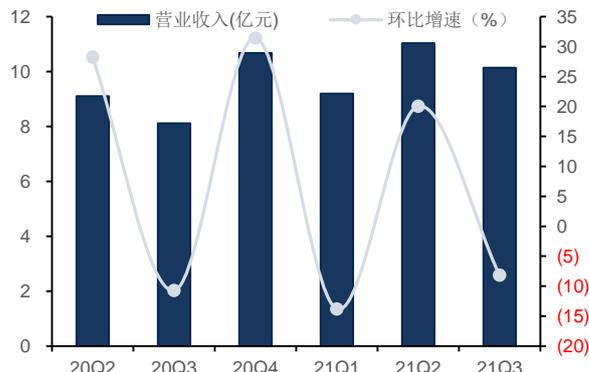
公司前三季度实现营收 30.38 亿元 (+24.62%)，实现归母净利润 3.98 亿元 (+20.09%)，扣非归母净利润 3.81 亿元 (+30.15%)。单三季度来看，公司实现营收 10.08 亿元 (+23.76%)，实现归母净利润 1.01 亿元 (+4.43%)，扣非归母净利润 9877.07 万元 (+22.44%)。公司环比变动逐渐收窄，Q3 环比下降 8.15%，较好实现了均衡生产。公司第三季度毛利率为 26.21%，处于历史中值水平，同比下降 4.39pcts，可能与产品交付结构有关；净利率为 10.7%，同比小幅下降 0.91pct，主要受益于期间费用率走低，销售和财务费用分别下降 19%、124.4%。

图 1: 三季度同比营业收入及增速



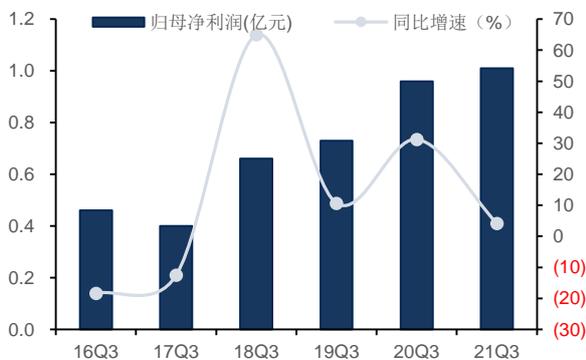
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 三季度环比营业收入及增速



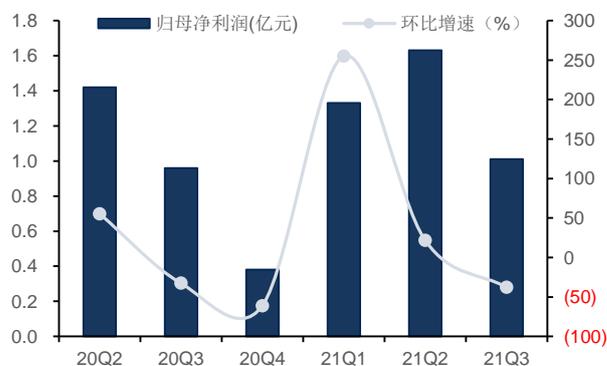
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 三季度同比归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 三季度环比归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表端，公司合同负债大幅增长 818.81%，主要为大额预付长协落地，相关产品订货款增加，反应下游航发整机持续旺盛需求，预付款项增长 50.14%，体现公司积极备货备产的业绩动力。

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，国内几乎全部军民用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。

定增落地+控股权调整，产能升级及组织优化奠定业绩持续发展动力

公司三季度完成非公开发行，中国航发集团以其所持航空苑 100%股权、北京航科 8.36%股权、贵州红林 11.85%股权参与认购。相关资产认购后，北京航科及贵州红林成为公司全资子公司，公司作为国家航发控制系统主集成平台的定位越发清晰。本次增发另募集现金 33.61 亿元，主要用于下属西控科技、北京航科、长春控制等子公司的航发控制系统技术研发、产能升级等项目，航发赛道高景气有望随着产能逐渐释放而更好兑现，相关技术研发为公司中长期业绩发展提供动力。

10 月 22 日，公司披露其控股股东中航航发西控、股东中国航发长空将向实际控制人中国航发集团及其资管平台航发资产无偿划转其所持的全部公司股权，公司将由中国航发集团直接控股。公司定位为国家航发控制系统的主要集成平台，实现所属于子公司的完全持股并由中国航发集团直接控股，有利于公司资产及业务流程整体调整优化，实现股权结构清晰明确。

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。维持盈利预测，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=64.4/45.8/34.5x，维持“买入”评级。

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	0.28	0.44	0.62	0.83	其它	(16)	(2)	7	10
每股红利	0.05	0.08	0.10	0.12	经营活动现金流	389	936	1001	802
每股净资产	4.56	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%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	1891	1811	2291	2571
P/E	102.3	64.4	45.8	34.5	货币资金的期末余额	1811	2291	2571	2654
P/B	6.3	5.1	4.7	4.2	企业自由现金流	97	392	430	231
EV/EBITDA	38.8	32.3	25.8	21.4	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