

## 航发控制 (000738)/国防军工

## 军民机市场前景可期, 业绩稳步增长

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 13.95

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

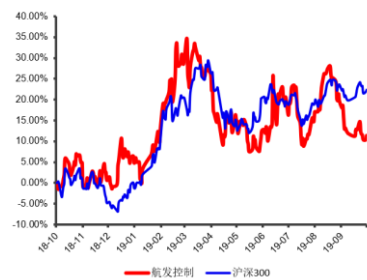
研究助理: 李聪

电话: 010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1145.6
流通股本(百万股)	1145.6
市价(元)	13.95
市值(百万元)	15981.7
流通市值(百万元)	15981.6

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 相关报告一:《半年业绩稳健增长, 军民机市场前景广阔》2019.8.31
- 2 相关报告二:《聚焦航发控制稳增长, 开拓国际业务新动能》2019.4.23

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,553	2,746	2,990	3,274	3,613
增长率 yoy%	1.98%	7.56%	8.85%	9.50%	10.37%
净利润	218	259	299	333	372
增长率 yoy%	4.21%	19.15%	15.27%	11.46%	11.76%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.26	0.29	0.33
每股现金流量	0.87	-0.30	0.93	-0.35	0.96
净资产收益率	4.24%	4.84%	5.30%	5.52%	5.84%
P/E	71.38	59.91	51.97	46.63	41.72
PEG	4.74	4.67	4.30	3.10	3.26
P/B	3.03	2.90	2.76	2.57	2.44

备注:

**投资要点**

- **事件:** 10月24日, 公司发布2019年三季度业绩报告, 公司前三季度实现营收20.77亿元, 同比增长11.33%; 其中第三季度实现营收7.09亿元, 较去年同期增长21.93%; 前三季度实现归母净利润2.52亿元, 同比增长8.14%。
- **三季度营收同比大幅改善, 净利润持续增长。** 公司是国家航空动力控制系统及产品的研制、生产基地, 在发动机控制系统的研发起着重要作用。公司第三季度营收较去年同期有了较大改善, 同比增长21.93%, 得益于公司聚焦主业, 其发动机控制系统及衍生产品成为营收主力。前三季度实现归母净利润2.52亿元, 同比增长8.14%, 由于公司生产产品阶段性调整, 发动机控制系统产品的毛利率有所下降, 导致增速略低于营收增速。同时, 公司研发费用0.45亿元, 同比增长32.82%, 公司加大了对新产品的研发投入也成为净利润增速较营收增速较低的原因之一。
- **军民机市场前景广阔, 业绩值得期待。** 公司内部控制改善明显, 期间费用率由19.80%降至16.16%, 其中, 管理费用由0.78亿降至0.61亿。2019年民用飞机市场持续增长, 对于民用飞机配套产业的发展具有促进作用, 作为全球主要的航空发动机产业供应商, 随着营收增加, 规模效应有望显现, 预计公司整体利润率继续提升。公司应收票据及账款较去年同期增加28.09%, 预收款项同比增长37.95%, 说明公司手持订单充足, 公司2019年整体业绩值得期待。
- **国家支持核心技术发展, 补贴收入大幅提高。** 公司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, 打造了一支国内一流专家人才队伍, 科研人员的数量与能力不断提升。中国政府目前较为重视航空航天、芯片等高新技术产业的发展, 从而摆脱核心技术受制于人的困境。作为航空工业核心技术的航空发动机, 其自主创新技术攻关得到了政府的大量资金、人力、政策支持。由于政府补贴收入的增加, 公司的其他收益为0.44亿元, 较去年同期增长331.82%。
- **国产大飞机自主创新建设受重视, “两机”专项引领协同创新。** 航空发动机控制系统是发动机的神经系统, 控制系统的优劣直接关系到航空发动机的性能和可靠性。公司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, 并与国际厂商GE、霍尼韦尔等建立了长期稳定的合作关系。随着国家“两机”专项的推进实施, 公司作为专项实施的承载者之一, 将在自主产品研发和能力建设上进一步提升核心竞争力和行业地位。同时, 随着国产C919大型客机和运20军用运输机的陆续试飞与投产, 与之配套的发动机设计、生产、维修等产业也将随之蓬勃发展。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测公司2019-2021年实现收入分别为29.90/32.74/36.13亿元, 同比增长8.85%/9.50%/10.37%; 实现归母净利润2.99/3.33/3.72亿元, 同比增长15.27%/11.46%/11.76%; 对应2019-2021年PE分别为51.97/46.63/41.72倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产品目前尚未实现完全均衡生产; 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; 技术风险。

图表：财务报表与比率

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,553	2,746	2,990	3,274	3,613
增长率	2.0%	7.6%	8.9%	9.5%	10.4%
营业成本	-1,845	-1,997	-2,212	-2,441	-2,652
% 销售收入	72.3%	72.7%	74.0%	74.6%	73.4%
毛利	708	750	778	833	961
% 销售收入	27.7%	27.3%	26.0%	25.4%	26.6%
营业税金及附加	-10	-9	-15	-17	-18
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-18	-21	-23	-26	-30
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-395	-296	-401	-416	-477
% 销售收入	15.5%	10.8%	13.4%	12.7%	13.2%
息税前利润 (EBIT)	285	423	339	374	436
% 销售收入	11.2%	15.4%	11.3%	11.4%	12.1%
财务费用	-26	-2	-14	-14	-14
% 销售收入	1.0%	0.1%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	28	37	22	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	3	3	3
% 税前利润	0.8%	0.2%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	290	458	349	385	447
营业利润率	11.3%	16.7%	11.7%	11.8%	12.4%
营业外收支	2	2	36	36	18
税前利润	292	461	386	420	465
利润率	11.4%	16.8%	12.9%	12.8%	12.9%
所得税	-40	-42	-46	-47	-53
所得税率	13.8%	9.1%	11.9%	11.1%	11.3%
净利润	217	257	297	331	370
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-3
归属于母公司的净利润	218	259	299	333	372
净利率	8.5%	9.4%	10.0%	10.2%	10.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	217	257	297	331	370
加：折旧和摊销	199	213	206	209	212
资产减值准备	28	37	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	34	25	14	14	14
投资收益	-2	-1	-3	-3	-3
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-3
营运资金的变动	825	-963	557	-952	513
经营活动现金净流	997	-346	1,071	-402	1,106
固定资本投资	-115	-156	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-409	-254	-62	-62	-52
股利分配	-40	-40	0	-38	-33
其他	26	-95	-433	143	-65
筹资活动现金净流	-14	-135	-433	106	-98
现金净流量	575	-735	576	-358	955

来源：中泰证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,896	1,138	1,714	1,356	2,312
应收款项	1,548	2,203	1,880	2,591	2,344
存货	803	934	990	1,134	1,173
其他流动资产	65	55	80	65	89
流动资产	4,311	4,331	4,663	5,147	5,918
% 总资产	60.1%	59.7%	62.6%	66.1%	70.4%
长期投资	107	0	0	0	0
固定资产	1,873	2,063	1,915	1,764	1,610
% 总资产	26.1%	28.4%	25.7%	22.6%	19.2%
无形资产	430	434	411	388	364
非流动资产	2,865	2,927	2,785	2,640	2,483
% 总资产	39.9%	40.3%	37.4%	33.9%	29.6%
资产总计	7,176	7,258	7,449	7,787	8,401
短期借款	200	400	0	51	0
应付款项	992	920	1,233	1,122	1,450
其他流动负债	104	126	126	126	126
流动负债	1,296	1,446	1,359	1,298	1,576
长期贷款	188	0	0	0	0
其他长期负债	248	145	145	145	145
负债	1,732	1,591	1,504	1,444	1,721
普通股股东权益	5,131	5,357	5,637	6,038	6,377
少数股东权益	313	310	308	305	302
负债股东权益合计	7,176	7,258	7,449	7,787	8,401

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.19	0.23	0.26	0.29	0.33
每股净资产(元)	4.48	4.68	4.92	5.27	5.57
每股经营现金净流(元)	0.87	-0.30	0.93	-0.35	0.96
每股股利(元)	0.04	0.04	0.00	0.03	0.03
回报率					
净资产收益率	4.24%	4.84%	5.30%	5.52%	5.84%
总资产收益率	3.02%	3.55%	3.98%	4.25%	4.40%
投入资本收益率	5.32%	6.84%	5.85%	7.71%	7.54%
增长率					
营业总收入增长率	1.98%	7.56%	8.85%	9.50%	10.37%
EBIT增长率	63.98%	49.01%	-17.20%	10.95%	17.58%
净利润增长率	4.21%	19.15%	15.27%	11.46%	11.76%
总资产增长率	4.81%	1.14%	2.63%	4.55%	7.88%
资产管理能力					
应收账款周转天数	154.2	126.3	126.3	126.3	126.3
存货周转天数	111.7	113.8	115.9	116.8	114.9
应付账款周转天数	96.3	90.3	93.3	91.8	92.6
固定资产周转天数	265.0	258.0	239.5	202.2	168.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-13.78%	-23.19%	-22.82%	-35.64%	-22.41%
EBIT利息保障倍数	10.1	201.3	22.9	25.9	30.2
资产负债率	24.14%	21.92%	20.19%	18.54%	20.48%

## 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。