2020 年 04 月 10 日
公司研究●证券研究报告

航发控制（000738.SZ）

动态分析

航发控制主业增长良好，疫情和贸易冲击需警惕

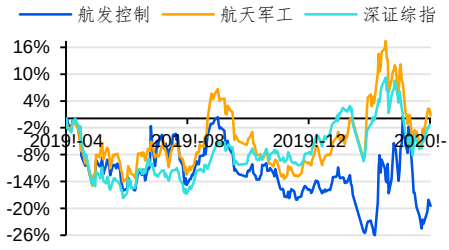
国防军工 | 航天军工 III

投资评级	增持-A(首次)
股价(2020-04-10)	12.52 元

交易数据

总市值（百万元）	14,343.44
流通市值（百万元）	14,343.34
总股本（百万股）	1,145.64
流通股本（百万股）	1,145.63
12 个月价格区间	10.46/15.96 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.92	-4.61	-19.38
绝对收益	-13.66	-7.12	-20.93

分析师 王轶铭
SAC 执业证书编号：S0910519030001
wangyiming@huajinsc.cn

相关报告

投资要点

- **公司发布 2019 年年报：**公司实现营业收入 30.9 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3.11 亿元，同比增长 3.81%；实现归属于母公司净利润 2.81 亿元，同比增长 8.47%。2019 年公司 EPS 为 0.25 元。每 10 股分配现金股利 0.40 元。

- **发动机控制主业实现收入 25.36 亿元。增速 16.64%，增速明显加快。**发动机控制产品实现营业收入 25.36 亿元，同比增长 16.64%，占公司营业收入的 82.01%。与 2018 年增速仅 6%相比，2019 年航空发动机控制系统收入增速明显加快。这应该是相关航空发动机型号逐渐稳定，订单增加的结果。我们预计 2020-2022，公司继续受益中国航空发动机产业的突破，航发控制业务增速将保持 15%以上的增长。

- **中美贸易争端导致外贸转包业务增速放缓，疫情冲击需重视。**受累中美贸易争端，国际合作业务 2019 年实现收入 3.76 亿元，尽管同比增速达到 19.3%。但仍低于 2018 年 25%的增速。受疫情影响，发动机转包业务的下游国际需求和供应链中断将严重冲击公司 2020 年国际业务收入。预计 2022 年才会逐渐复苏至 2018 年水平。

- **新型号增多导致毛利率略降，公司运营效率在稳步提升。**2019 年公司毛利率 25.8%，低于 2018 年的 27.3%。毛利率下降主要原因是发动机控制业务板块由于新型号较多，导致毛利率从 18 年的 28%下降到 19 年的 25%。公司 ROE、ROIC、存货周转率、应收账款周转率过去 3 年的变化趋势显示其经营效率在稳步提升。

- **投资建议：首次覆盖“增持-A”。**我们预计公司 2020、2021、2022 年 EPS 分别是 0.25、0.31、0.37 元，对应 PE 分别为 50、41、34 倍。公司是 A 股市场上航空发动机控制系统的核心资产，未来将受益于中国航空发动机产业的突破。首次覆盖给予“增持-A”的评级 。

- **风险提示：**1，航空发动机研制进度不及预期。2，疫情持续时间和影响高于预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,746	3,092	3,195	3,870	4,854
YoY(%)	7.6	12.6	3.3	21.1	25.4
净利润(百万元)	259	281	290	351	427
YoY(%)	19.2	8.5	2.9	21.4	21.5
毛利率(%)	27.3	25.8	24.2	24.2	24.8
EPS(摊薄/元)	0.23	0.25	0.25	0.31	0.37
ROE(%)	4.5	4.4	4.5	5.1	5.9
P/E(倍)	55.8	51.4	49.9	41.1	33.9
P/B(倍)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2
净利率(%)	9.4	9.1	9.1	9.1	8.8

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

内容目录

一、航发控制（000738）经营业绩持续向好 3
1、2019 年营业收入增长 12.6%，归母净例润增长 8.47% 3
2、2019 年公司发动机控制新型号增加导致毛利率下降 1.5% 3
3、2017-2019 年公司经营效率不断提高 4
二、盈利预测和投资建议 5
1、收入预测及假设 5
2、投资建议：首次覆盖“增持-A” 6
风险提示： 6

图表目录

图 1：2015-2019 年航发控制（000738）营业收入分析 3
图 2：2015-2019 年航发控制（000738）归母净利润分析 3
图 3：2015-2019 年航发控制（000738）毛利率 4
图 4：2015-2019 年航发控制（000738）净利率 4
图 5：2015-2019 年航发控制（000738）期间费用率 4
图 6：2015-2019 年航发控制（000738）研究费用率 4
图 7：2015-2019 年航发控制（000738）ROE 5
图 8：2015-2019 年航发控制（000738）ROIC 5
图 9：2015-2019 年航发控制（000738）存货周转率 5
图 10：2015-2019 年航发控制（000738）应收账款周转率 5

表 1：航发控制（000738）主营业务收入假设表 6

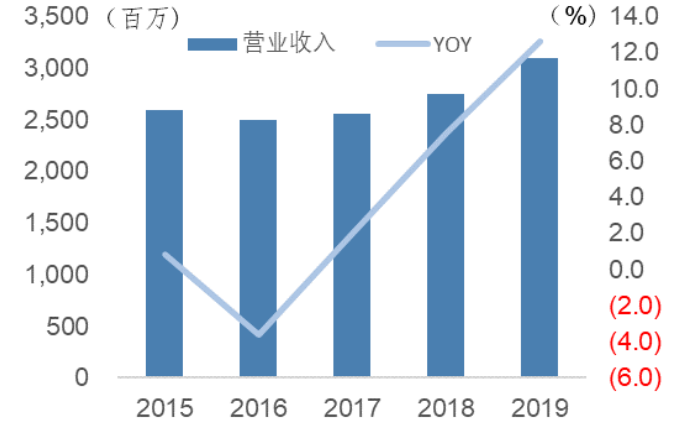
一、航发控制（000738）经营业绩持续向好

航发控制（000738）是中国主要航空发动机控制系统研制生产企业，在军用航空发动机控制系统方面保持领先，与国内各发动机主机单位均有密切合作。公司主要从事航空发动机控制系统及衍生产品、国际合作和非航民品及其他三大业务。

1、2019 年营业收入增长 12.6%，归母净例润增长 8.47%

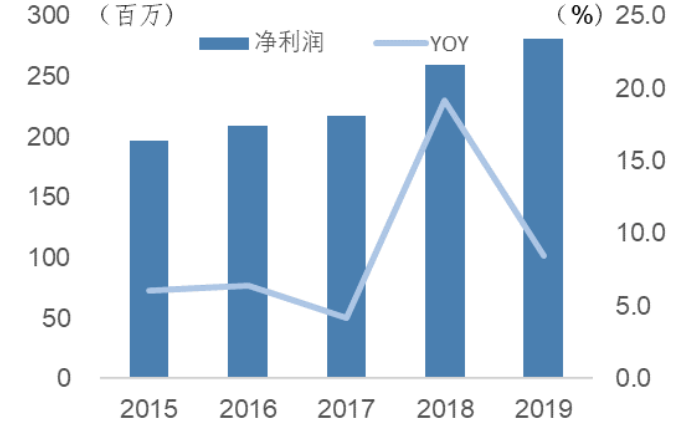
航发控制(000738)2019 年年报显示：2019 年公司实现营业收入 30.9 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3.11 亿元，同比增长 3.81%；实现归属于母公司净利润 2.81 亿元，同比增长 8.47%。

图 1：2015-2019 年航发控制（000738）营业收入分析



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 2：2015-2019 年航发控制（000738）归母净利润分析



资料来源：WIND、华金证券研究所

航空发动机控制主业增速 16.64%，增速明显加快。2019 年按业务类型来看，航空发动机控制系统及衍生产品实现营业收入 25.36 亿元，同比增长 16.64%。发动机控制系统的收入约占公司营业收入的 82.01%。我们注意到，与 2018 年增速仅 6%相比，2019 年航空发动机控制系统收入增速明显加快。我们认为这应该是相关航空发动机型号逐渐稳定，订单增加的结果。

中美贸易增端导致外贸转包业务增速放缓。受累国际合作全年实现收入 3.76 亿元，尽管同比增速依然达到 19.30%。但是受 2019 年中美贸易争端对航空发动机的转包业务的影响，2019 年公司外贸转包业务同比增速还是低于 2018 年的 25%。

公司 2019 年主动减少非航空产品业务，聚焦主业，提升产品利润率。在非航民品领域，2019 年公司进一步优化产品结构，积极开发与主业相关及微型阀、传感器等高附加值产品，其中电液控制产品实现系列化发展，无级驱动市场得到有效拓展。清理与主业关联不高、附加值低的民品业务。全年实现营业收入 1.81 亿元，同比减少 29.71%，但产品利润率实现提升。

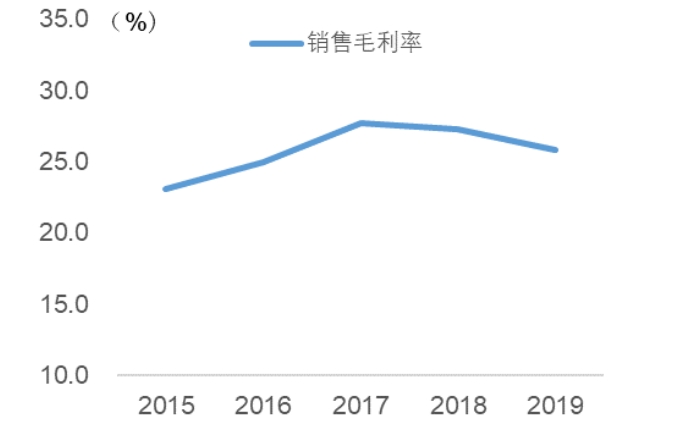
2、2019 年公司发动机控制新型号增加导致毛利率下降 1.5%

新型号增多导致盈利水平略有下降。在盈利能力方面，2019 年公司的毛利率为 25.8%，低于 2018 年的 27.3%。净利润率为 8.49%，低于 2018 年 9.37%的水平。**利润率下降的主要原因**

是航空发动机控制业务板块由于新型号较多，导致该板块毛利率从 2018 年的 28.36%下降到 2019 年的 25.25%。

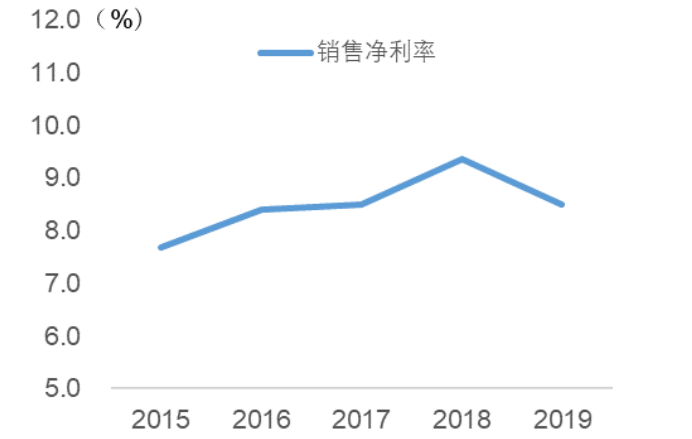
公司 2019 年公司管理费用率为 14.51%，低于 2018 年的 14.72%；销售费用率 1.04%，高于 2018 年的 0.78%；财务费用率为 0.34%，高于 2018 年的 0.07%。**整体而言，2019 年公司三项期间费用率合计 15.89%，与 2018 年的 15.57%基本持平。**

图 3：2015-2019 年航发控制（000738）毛利率



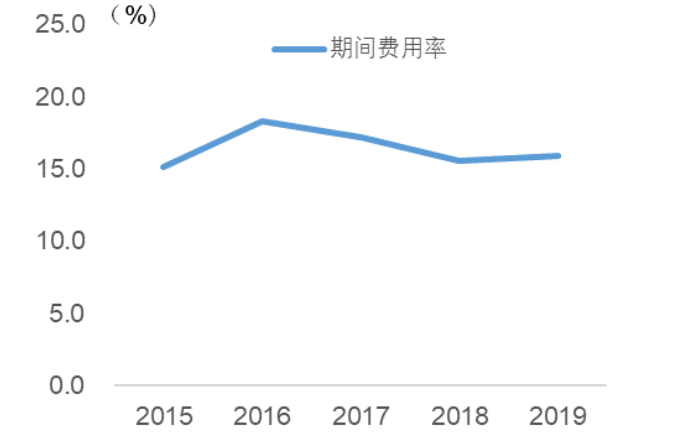
资料来源：WIND、华金证券研究所

图 4：2015-2019 年航发控制（000738）净利率



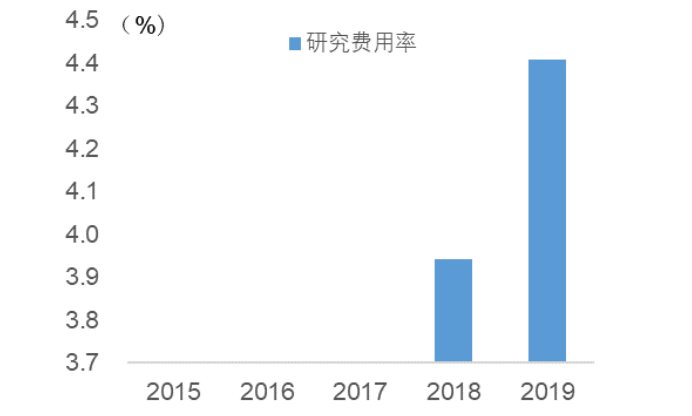
资料来源：WIND、华金证券研究所

图 5：2015-2019 年航发控制（000738）期间费用率



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 6：2015-2019 年航发控制（000738）研究费用率



资料来源：WIND、华金证券研究所

公司研发费用率从 2018 年的 3.94%上升为 2019 年的 4.41%。公司加大了研发领域的投入，由于公司的研发更多集中在生产制造领域，研发费用率提高，也验证了公司现在新型号和新订单的增加。

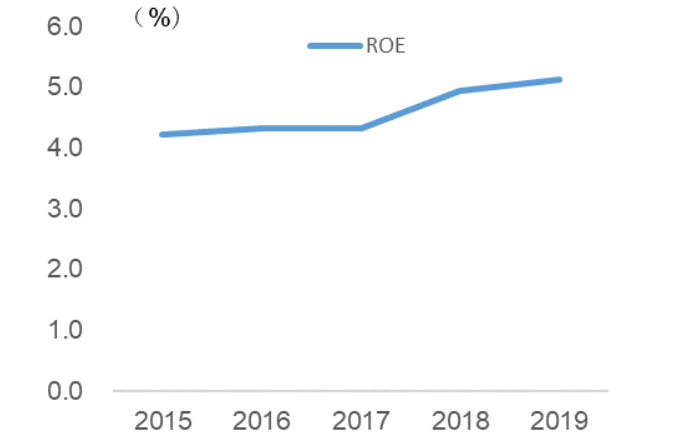
3、2017-2019 年公司经营效率不断提高

我们注意到公司 2017、2018、2019 年 ROE 分别为 4.33%、4.93%、5.12%，公司 ROE 在 2017 年的低点之后，开始稳步提升。公司 2017、2018、2019 年 ROIC 分别为 3.98%、4.48%、4.43%。

在存货周转率方面，公司 2019 年的存货周转率为 3.43，高于 2018 年的 2.88。公司 2019 年应收账款周转率为 0.68，过去 3 年不断提高。

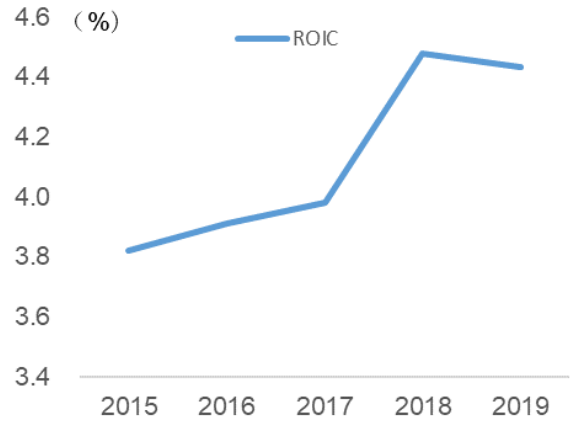
通过分析 ROE、ROIC、存货周转率、应收账款周转率过去 3 年的变化趋势，可以发现，公司的经营效率在稳步提升。

图 7：2015-2019 年航发控制（000738）ROE



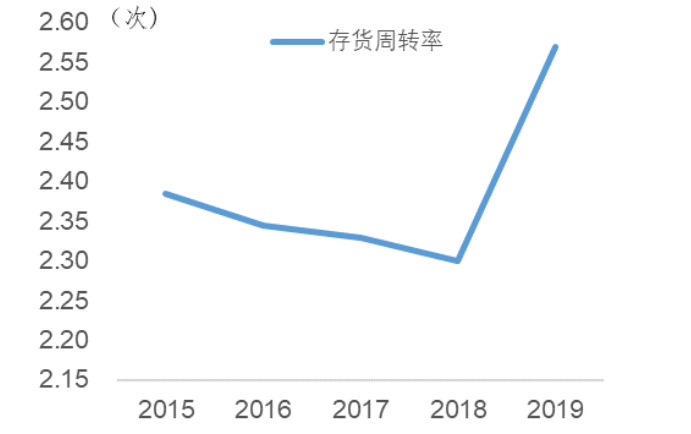
资料来源：WIND、华金证券研究所

图 8：2015-2019 年航发控制（000738）ROIC



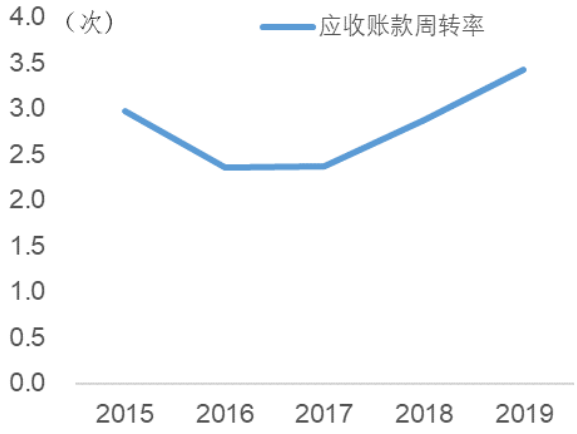
资料来源：WIND、华金证券研究所

图 9：2015-2019 年航发控制（000738）存货周转率



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 10：2015-2019 年航发控制（000738）应收账款周转率



资料来源：WIND、华金证券研究所

二、盈利预测和投资建议

1、收入预测及假设

我们对公司 2020-2022 年的主营业务收入假设如下：

1、航空发动机控制系统：中国航空发动机涡扇 10 衍生型号逐渐稳定，涡扇 15、涡扇 20 等新型号在 2021 年实现突破。因此，2020、2021、2022 年的增速分别为 15%、20%、25%。毛利率稳定在 26%。

2、国际合作业务：受疫情影响，航空发动机转包业务的下游需求和供应链将严重冲击公司2020年的国际业务收入。我们谨慎假设到2022年才会逐渐复苏至2018年的水平。

3、公司非航民用产品：非航民用产品也将受到疫情带来的停工、下游需求下降的影响。2020年收入下降50%，毛利率下降为24%。2021、2022年收入和毛利率维持不变。

表1：航发控制（000738）主营业务收入假设表

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
发动机控制系统及衍生产品	收入（百万）	2,174	2,536	2,916	3,500	4,375
	YOY	6%	17%	15%	20%	25%
	毛利率	28%	25%	26%	26%	26%
国际合作	收入（百万）	315	376	188	235	317
	YOY	25%	19%	-50%	25%	35%
	毛利率	21%	27%	-5%	8%	21%
非航空产品及其他	收入（百万）	257	181	90	90	90
	YOY	1%	-30%	-50%	0%	0%
	毛利率	26%	31%	24%	24%	24%
合计	收入（百万）	2,746	3,092	3,195	3,825	4,782
	YOY	8%	13%	3%	20%	25%
	毛利率	27%	26%	24%	25%	26%

资料来源：WIND、华金证券研究所

2、投资建议：首次覆盖“增持-A”

投资建议：我们预计公司2020、2021、2022年EPS分别是0.25、0.31、0.37元，对应PE分别50、41、34倍。公司是A股市场上航空发动机控制系统的核心资产，未来将受益于中国航空发动机产业的突破。首次覆盖给予“增持-A”的评级 。

风险提示：

1，航空发动机研制进度不及预期。2，疫情持续时间和影响高于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4331	4717	5058	5433	5739
现金	1138	1891	1444	1370	146
应收票据及应收账款	2196	1893	2388	2763	3719
预付账款	38	43	46	60	74
存货	934	852	1138	1207	1752
其他流动资产	25	38	41	34	48
非流动资产	2927	3179	3067	3411	3942
长期投资	0	0	-36	-60	-88
固定资产	2063	2204	2142	2468	2974
无形资产	434	534	565	602	632
其他非流动资产	430	441	395	401	424
资产总计	7258	7895	8125	8845	9681
流动负债	1446	1519	1618	2008	2483
短期借款	400	386	398	483	618
应付票据及应付账款	784	904	877	1280	1406
其他流动负债	262	229	342	245	459
非流动负债	**145**	**429**	**329**	**373**	**375**
长期借款	0	0	-5	7	20
其他非流动负债	145	429	334	366	355
负债合计	1591	1948	1947	2381	2858
少数股东权益	310	316	302	283	261
股本	1146	1146	1146	1146	1146
资本公积	2667	2710	2710	2710	2710
留存收益	1525	1758	1987	2265	2602
归属母公司股东权益	5357	5632	5876	6181	6562
负债和股东权益	7258	7895	8125	8845	9681

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-346	1164	-194	462	-431
净利润	257	263	276	333	405
折旧摊销	213	236	222	253	311
财务费用	2	11	3	24	47
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-869	588	-695	-148	-1193
其他经营现金流	52	67	-0	0	-0
投资活动现金流	-254	-558	-110	-598	-842
筹资活动现金流	-135	149	-142	61	36
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.25	0.31	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.30	1.02	-0.17	0.40	-0.38
每股净资产(最新摊薄)	4.68	4.92	5.13	5.40	5.73

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2746	3092	3195	3870	4854
营业成本	1997	2294	2421	2932	3651
营业税金及附加	9	9	10	12	15
营业费用	21	32	33	40	50
管理费用	296	312	323	391	490
研发费用	108	136	141	171	214
财务费用	2	11	3	24	47
资产减值损失	37	-53	-22	-40	-45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	297	311	326	393	478
营业外收入	4	3	4	3	4
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	299	311	326	393	479
所得税	42	48	50	61	74
税后利润	257	263	276	333	405
少数股东损益	-2	-19	-14	-19	-22
归属母公司净利润	259	281	290	351	427
EBITDA	511	529	535	643	807

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.6	12.6	3.3	21.1	25.4
营业利润(%)	16.3	4.9	4.7	20.7	21.7
归属于母公司净利润(%)	19.2	8.5	2.9	21.4	21.5
获利能力					
毛利率(%)	27.3	25.8	24.2	24.2	24.8
净利率(%)	9.4	9.1	9.1	9.1	8.8
ROE(%)	4.5	4.4	4.5	5.1	5.9
ROIC(%)	4.4	3.8	4.0	4.7	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	21.9	24.7	24.0	26.9	29.5
流动比率	3.0	3.1	3.1	2.7	2.3
速动比率	2.3	2.5	2.4	2.1	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	55.8	51.4	49.9	41.1	33.9
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	27.7	25.9	26.2	22.1	19.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王轶铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn