

评级：买入（维持）

市场价格：18.60

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

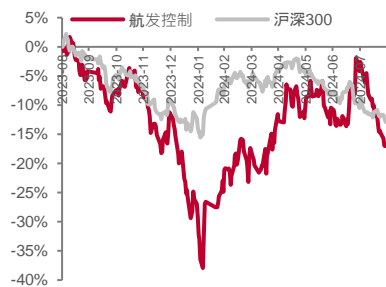
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 1,315 |
| 流通股本(百万股) | 1,315 |
| 市价(元) | 18.60 |
| 市值(百万元) | 24,462 |
| 流通市值(百万元) | 24,462 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,942 | 5,324 | 5,800 | 6,529 | 7,312 |
| 增长率 yoy% | 19% | 8% | 9% | 13% | 12% |
| 净利润(百万元) | 688 | 727 | 827 | 994 | 1,188 |
| 增长率 yoy% | 41% | 6% | 14% | 20% | 20% |
| 每股收益(元) | 0.52 | 0.55 | 0.63 | 0.76 | 0.90 |
| 每股现金流量 | 0.60 | 0.75 | 0.26 | 1.00 | 0.50 |
| 净资产收益率 | 6% | 6% | 6% | 7% | 8% |
| P/E | 35.5 | 33.7 | 29.6 | 24.6 | 20.6 |
| P/B | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |

备注：股价为8月29日收盘价

投资要点

■ **事件：**公司发布2024年半年报，公司2024年上半年实现营收28.06亿元，同比增长2.61%；实现归母净利润4.70亿元，同比增长4.46%；实现扣非归母净利润4.57亿元，同比增长3.73%。

■ **主业稳步增长，“一利五率”指标实现“一增一稳三提升”。1) 收入及利润端，**24Q2公司实现营收13.90亿元，同比减少0.21%；实现归母净利润2.09亿元，同比增加1.60%。报告期内营业收入增长主要系航发发动机及燃气轮机控制系统批产产品及国际合作订单及交付增加；利润增长主要受订单拉动，公司营收规模增加带来毛利增加及公司期间费用减少所致。**2) 盈利能力方面，**2024H1公司销售毛利率为31.09%，同比提升0.36pct；销售净利率为16.82%，同比提升0.26pct。**3) 分业务看，**2024H1①**两机控制系统**实现营收25.15亿元，同比增长3.23%；毛利率为31.42%，同比增长0.19pct；②**国际合作**实现营收1.83亿元，同比增长12.21%；毛利率为22.85%，同比提升1.34pct；③**控制系统技术衍生品**实现营收1.08亿元，同比下降20.17%；毛利率为37.42%，同比提升4.48pct。**4) 子公司看，**2024H1①**西控科技**实现营业收入12.08亿元，同比增长1.7%；实现净利润1.87亿元，同比增长9.6%；②**贵州红林**实现营业收入9.22亿元，同比增长0.8%；实现净利润1.94亿元，同比增长0.3%；③**北京航科**营业收入4.41亿元，同比增长5.7%；实现净利润0.64亿元，同比减少2.4%；④**长春控制**营业收入1.88亿元，同比增长0.8%；实现净利润0.12亿元，同比增长6.6%。**5) “一利五率”方面，**报告期内公司实现营业收入同比增长2.61%；利润总额同比增长4.3%，资产负债率22.39%，控制在合理区间；研发经费投入强度10.94%，较上年同期提升0.26个百分点；全员劳动生产率22.48万元/人，同比增长8.49%；营业现金比率6.58%，同比改善，“一利五率”指标实现“一增一稳三提升”。

■ **费用管控能力持续增强，研发投入持续加大。1) 费用方面，**2024H1公司销售期间费用率9.88%，同比减少0.51pct，其中销售费用为0.23亿元，同比增长31.80%，主要系强化服务保障，提升客户满意度所致；财务费用为-0.19亿元，主要系利息收入和汇兑收益同比减少所致；管理费用为2.13亿元，同比减少1.85%。**2) 研发层面，**公司2024H1研发投入3.07亿元，同比增长5.11%，主要是国拨投入增加所致。公司期间费用率持续降低，同时研发投入持续扩大，为稳固核心竞争力及持续提升经营业绩打下坚实基础。

■ **定增产能建设处于爬坡期，推进民用、低空及军品修理协同发展。1)**截至报告期末，公司定增项目累计使用募集资金20.45亿元，占总募集资金的61%；**2)**2024年度营业收入预算56亿元（预计值，并非业绩承诺），较23年实际增长5.2%。2024年公司将**①积极拓展市场，推进军民燃协同发展。加快推进民用两机业务；围绕通航和无人机动力控制，抓住低空经济机遇，开拓新的经济增长点；着力拓展民用燃机市场，助力民用燃机进军分布式能源业务；积极配合主机开展双燃料、氢燃料等新一代航空动力的研制配套；加快修理配套能力建设。②提升自主创新能力。**持续打造燃油控制系统科技创新平台，联合高校和科研院所大力推进重点实验室、UTC联合实验室的建设工作，全

方位提升燃油控制系统产品协同创新能力。

- **投资建议：**考虑产品交付进度及经营计划，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入为 58.00 亿元、65.29 亿元、73.12 亿元（原值 61.45 亿元、70.25 亿元、79.11 亿元），归母净利润为 8.27 亿元、9.94 亿元、11.88 亿元（原值 8.78 亿元、10.61 亿元、12.71 亿元）。对应 EPS 分别为 0.63 元、0.76 元、0.90 元，对应 PE 分别为 30X、25X、21X，公司是国内从事航空发动机控制系统研制生产的龙头企业，技术壁垒高、研发生产难度大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期；产品交付不及预期；募投项目进展不及预期；盈利预测不及预期；研报信息更新不及时风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 3,905 | 4,255 | 4,789 | 5,363 | 营业收入 | 5,324 | 5,800 | 6,529 | 7,312 |
| 应收票据 | 2,478 | 3,142 | 3,537 | 3,961 | 营业成本 | 3,862 | 4,152 | 4,644 | 5,185 |
| 应收账款 | 1,557 | 1,694 | 1,908 | 2,136 | 税金及附加 | 38 | 38 | 39 | 40 |
| 预付账款 | 74 | 79 | 89 | 99 | 销售费用 | 63 | 58 | 69 | 73 |
| 存货 | 1,446 | 1,605 | 1,449 | 1,891 | 管理费用 | 438 | 464 | 513 | 556 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 172 | 186 | 215 | 241 |
| 其他流动资产 | 1,622 | 1,740 | 1,921 | 2,115 | 财务费用 | -91 | 62 | -55 | -113 |
| 流动资产合计 | 11,083 | 12,515 | 13,693 | 15,566 | 信用减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期投资 | 10 | 10 | 10 | 10 | 资产减值损失 | -39 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,914 | 3,003 | 2,998 | 2,904 | 投资收益 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 447 | 397 | 397 | 447 | 其他收益 | 18 | 100 | 30 | 30 |
| 无形资产 | 808 | 878 | 886 | 898 | 营业利润 | 826 | 943 | 1,137 | 1,362 |
| 其他非流动资产 | 515 | 514 | 514 | 514 | 营业外收入 | 22 | 21 | 22 | 22 |
| 非流动资产合计 | 4,694 | 4,802 | 4,805 | 4,772 | 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 资产合计 | 15,777 | 17,317 | 18,498 | 20,338 | 利润总额 | 845 | 961 | 1,156 | 1,381 |
| 短期借款 | 7 | 987 | 984 | 1,581 | 所得税 | 115 | 130 | 157 | 187 |
| 应付票据 | 822 | 882 | 990 | 1,123 | 净利润 | 730 | 831 | 999 | 1,194 |
| 应付账款 | 1,333 | 1,211 | 1,478 | 1,581 | 少数股东损益 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 727 | 827 | 994 | 1,188 |
| 合同负债 | 392 | 427 | 481 | 538 | NOPLAT | 651 | 885 | 951 | 1,096 |
| 其他应付款 | 38 | 38 | 38 | 38 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.55 | 0.63 | 0.76 | 0.90 |
| 一年内到期的非流动负债 | 10 | 11 | 11 | 11 | | | | | |
| 其他流动负债 | 251 | 262 | 283 | 301 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 2,852 | 3,818 | 4,264 | 5,174 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 7.7% | 8.9% | 12.6% | 12.0% |
| 其他非流动负债 | 721 | 721 | 721 | 721 | EBIT增长率 | 1.1% | 35.8% | 7.5% | 15.2% |
| 非流动负债合计 | 721 | 721 | 721 | 721 | 归母公司净利润增长率 | 5.5% | 13.8% | 20.2% | 19.5% |
| 负债合计 | 3,574 | 4,540 | 4,986 | 5,895 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 11,820 | 12,390 | 13,121 | 14,045 | 毛利率 | 27.5% | 28.4% | 28.9% | 29.1% |
| 少数股东权益 | 383 | 387 | 392 | 398 | 净利率 | 13.7% | 14.3% | 15.3% | 16.3% |
| 所有者权益合计 | 12,203 | 12,777 | 13,513 | 14,443 | ROE | 6.0% | 6.5% | 7.4% | 8.2% |
| 负债和股东权益 | 15,777 | 17,317 | 18,498 | 20,338 | ROIC | 6.1% | 7.4% | 7.5% | 7.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 22.7% | 26.2% | 27.0% | 29.0% |
| | | | | | 债务权益比 | 6.0% | 13.5% | 12.7% | 16.0% |
| | | | | | 流动比率 | 3.9 | 3.3 | 3.2 | 3.0 |
| | | | | | 速动比率 | 3.4 | 2.9 | 2.9 | 2.6 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 经营活动现金流 | 983 | 340 | 1,313 | 657 | 应收账款周转天数 | 89 | 101 | 99 | 100 |
| 现金收益 | 1,131 | 1,435 | 1,507 | 1,643 | 应付账款周转天数 | 102 | 110 | 104 | 106 |
| 存货影响 | -82 | -158 | 156 | -443 | 存货周转天数 | 131 | 132 | 118 | 116 |
| 经营性应收影响 | -164 | -806 | -618 | -662 | 每股指标 (元) | | | | |
| 经营性应付影响 | 482 | -62 | 375 | 236 | 每股收益 | 0.55 | 0.63 | 0.76 | 0.90 |
| 其他影响 | -385 | -69 | -107 | -118 | 每股经营现金流 | 0.75 | 0.26 | 1.00 | 0.50 |
| 投资活动现金流 | -503 | -650 | -566 | -530 | 每股净资产 | 8.99 | 9.42 | 9.98 | 10.68 |
| 资本支出 | -1,069 | -651 | -566 | -531 | 估值比率 | | | | |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 34 | 30 | 25 | 21 |
| 其他长期资产变化 | 566 | 1 | 0 | 1 | P/B | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 融资活动现金流 | -80 | 659 | -212 | 447 | EV/EBITDA | 75 | 60 | 56 | 51 |
| 借款增加 | -15 | 981 | -3 | 597 | | | | | |
| 股利及利息支付 | -76 | -321 | -401 | -483 | | | | | |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他影响 | 11 | -1 | 192 | 333 | | | | | |

数据来源: 中泰证券研究所, wind

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。