

公司研究/季报点评

2019年10月25日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 44.77
合理价格区间(元): 53.50~56.71

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

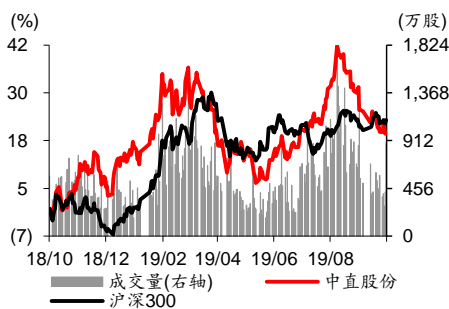
金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbox@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1 《中直股份(600038 SH,买入): 国内直升机龙头, 行业景气度提升》2019.08
- 2 《中直股份(600038,买入): 业绩增长加速, 成长潜力大》2019.03
- 3 《中直股份(600038,买入): 业绩平稳增长, 坚定长期看好》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

直升机龙头, 延续良好增长态势

中直股份(600038)

三季度延续中报增长态势, 行业龙头公司稀缺性标的, 维持“买入”评级
2019年前三季度公司实现营业收入105.29亿元, 同比增长28.63%; 归母净利润4.05亿元, 同比增长32.12%, 业绩符合预期。公司延续今年中报良好增长态势, 归母净利润增速为2014年以来三季度最高。公司是我国唯一规模化直升机研制生产企业, 成长空间较大且有望受益改革, 我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.07元、1.30元、1.55元, 当前公司估值在航空类主机厂中处于较低位置, 维持“买入”评级。

营业收入大幅增长, 期间费用表现良好

2019年前三季度, 公司实现毛利润11.88亿元, 同比增长16.79%, 业务综合毛利率11.29%; 实现营业利润4.51亿元, 同比增长28.61%。期内, 公司期间费用总计7.52亿元(期间费用率7.14%), 同比增长9.14%, 增加6296.58万元。期间费用中, 营业费用7485.56万元, 同比增长8.78%, 增加603.95万元; 管理费用5.70亿元, 同比增长6.61%, 增加3532.30万元; 研发费用1.26亿元, 同比增长33.12%, 增加3123.13万元; 财务费用为负, 实现结余利息收入1805.25万元, 同比增长114.29%, 增加962.8万元。公司2019年前三季度营业收入快速增长带动毛利润提升, 且期间费用表现良好。

国内直升机行业龙头公司, 下游需求旺盛, 新机型增量空间广阔

公司是我国唯一规模化直升机研制生产企业, 产品包括军用直升机和AC系列民用直升机, 产品型谱全、规模大、研发力量强, 已形成“一机多型、军民两用、系列化发展”产品格局。随着我国陆军航空兵建设以及海空军直升机装备建设进入高潮, 公司产品下游需求旺盛。对标美国“黑鹰”的新型10吨级通用直升机直20, 已经在建国70周年阅兵和天津直升机航展中公开亮相。通用直升机是军用直升机的主力机型, 根据《World Air Forces 2019》, 美军5429架军用直升机中3862架是黑鹰及其改型, 因此我们预计未来直20增量空间较大, 且其列装进度有望加快, 对公司业绩增长构成积极因素。

国内直升机行业龙头, 成长空间较大且有望受益改革, 给予“买入”评级

公司作为国内直升机龙头, 直接受益于国内军用直升机装备列装和通航产业发展, 并作为主机厂有望受益于军品定价改革, 提升资产盈利能力。我们维持盈利预测, 预计公司2019~2021年归母净利润分别为6.29亿、7.64亿、9.12亿元, 对应EPS分别是1.07元、1.30元、1.55元。可比公司wind一致预测2019年PE为50.47倍, 考虑到公司的市场地位和成长空间, 三季度表现亮眼, 给予公司2019年PE为50~53倍, 给予目标价格区间为53.50~56.71元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 军费增长低于预期、新产品定型低于预期、通航发展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	589.48
流通A股(百万股)	589.48
52周内股价区间(元)	35.61-50.96
总市值(百万元)	26,391
总资产(百万元)	24,438
每股净资产(元)	13.56

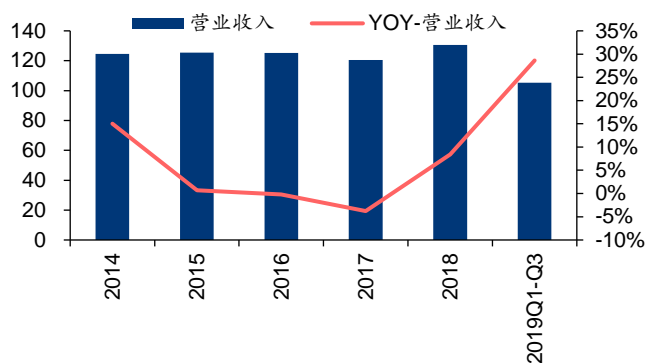
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,048	13,066	16,170	18,515	21,050
+/-%	(3.78)	8.44	23.76	14.50	13.69
归属母公司净利润(百万元)	455.38	510.33	628.81	764.20	912.18
+/-%	3.69	12.07	23.22	21.53	19.36
EPS(元, 最新摊薄)	0.77	0.87	1.07	1.30	1.55
PE(倍)	57.95	51.71	41.97	34.53	28.93

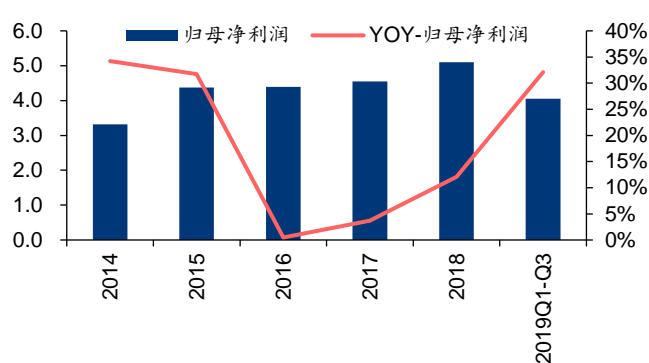
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 中直股份历年营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 中直股份历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

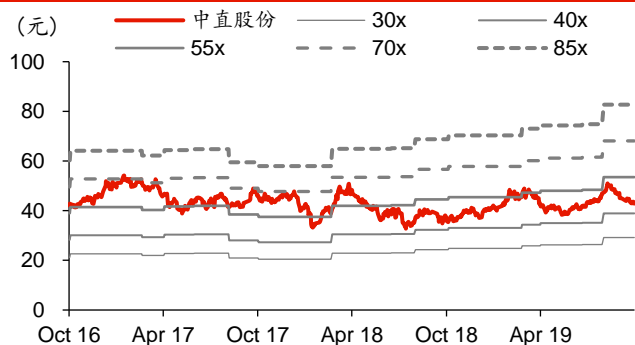
图表3: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	2019年10月25日		EPS				PE			
		收盘价 (元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
600760.SH	中航沈飞	29.82	0.53	0.62	0.74	0.86	56.26	48.10	40.30	34.67	
600893.SH	航发动力	21.41	0.47	0.54	0.65	0.79	45.55	39.65	32.94	27.10	
000768.SZ	中航飞机	15.28	0.20	0.24	0.28	0.34	76.40	63.67	54.57	44.94	
平均							59.41	50.47	42.60	35.57	
002025.SZ	中直股份	44.77	0.87	1.07	1.30	1.55	51.71	41.97	34.53	28.93	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表4: 中直股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 中直股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	18,968	20,737	19,606	23,016	26,050
现金	3,536	4,218	1,281	3,488	4,872
应收账款	1,724	2,020	2,587	3,052	3,368
其他应收账款	13.66	17.11	21.02	24.07	27.37
预付账款	391.62	302.71	384.71	441.04	502.03
存货	12,838	13,362	14,504	15,044	16,223
其他流动资产	464.66	816.84	829.17	967.38	1,059
非流动资产	3,533	3,298	2,926	2,675	2,426
长期投资	71.30	24.59	24.59	24.59	24.59
固定投资	2,358	2,183	1,989	1,760	1,513
无形资产	574.71	560.98	560.98	560.98	560.98
其他非流动资产	528.98	530.19	351.79	329.11	327.52
资产总计	22,501	24,035	22,533	25,691	28,477
流动负债	14,247	15,289	13,281	15,674	17,546
短期借款	340.00	360.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8,552	4,553	10,772	12,510	13,509
其他流动负债	5,355	10,377	2,509	3,164	4,037
非流动负债	735.13	727.94	758.97	758.26	758.02
长期借款	55.11	41.51	41.51	41.51	41.51
其他非流动负债	680.02	686.43	717.46	716.75	716.51
负债合计	14,982	16,017	14,039	16,432	18,304
少数股东权益	300.01	300.02	300.02	300.02	300.02
股本	589.48	589.48	589.48	589.48	589.48
资本公积	4,233	4,312	4,312	4,312	4,312
留存公积	2,241	2,639	3,292	4,056	4,968
归属母公司股东权益	7,219	7,718	8,193	8,959	9,873
负债和股东权益	22,501	24,035	22,533	25,691	28,477

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	613.59	954.66	(2,517)	2,115	1,217
净利润	455.38	510.34	628.81	764.20	912.18
折旧摊销	287.63	270.76	254.24	259.47	262.09
财务费用	0.69	(12.94)	(94.31)	(92.64)	(166.97)
投资损失	(1.07)	0.24	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	323.74	148.47	(3,471)	1,160	189.73
其他经营现金	(452.77)	37.80	165.07	23.96	19.83
投资活动现金	(121.11)	(102.97)	(0.00)	0.00	0.00
资本支出	119.42	111.61	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	(8.59)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1.68)	0.05	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(115.87)	(143.46)	(420.29)	92.64	166.97
短期借款	(50.00)	20.00	(360.00)	0.00	0.00
长期借款	(19.91)	(13.60)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	79.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(45.96)	(229.26)	(60.29)	92.64	166.97
现金净增加额	376.61	708.23	(2,937)	2,207	1,384

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,048	13,066	16,170	18,515	21,050
营业成本	10,199	11,245	13,989	16,038	18,256
营业税金及附加	20.63	18.25	22.64	25.92	29.47
营业费用	117.22	119.38	122.89	133.31	159.98
管理费用	731.74	890.39	1,439	1,583	1,789
财务费用	0.69	(12.94)	(94.31)	(92.64)	(166.97)
资产减值损失	30.70	11.94	24.00	16.00	12.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.07	(0.24)	0.00	0.00	0.00
营业利润	547.68	590.95	720.25	869.61	1,032
营业外收入	2.32	6.77	5.40	5.60	5.80
营业外支出	1.63	2.93	2.88	2.98	3.08
利润总额	548.36	594.79	722.77	872.23	1,034
所得税	92.98	84.45	93.96	109.03	124.12
净利润	455.38	510.34	628.81	764.20	912.18
少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	455.38	510.33	628.81	764.20	912.18
EBITDA	835.99	848.77	880.18	1,036	1,127
EPS (元, 基本)	0.77	0.87	1.07	1.30	1.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(3.78)	8.44	23.76	14.50	13.69
营业利润	6.87	7.90	21.88	20.74	18.62
归属母公司净利润	3.69	12.07	23.22	21.53	19.36
获利能力 (%)					
毛利率	15.34	13.93	13.49	13.38	13.27
净利率	3.78	3.91	3.89	4.13	4.33
ROE	6.31	6.61	7.67	8.53	9.24
ROIC	10.37	11.78	7.38	11.46	13.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.58	66.64	62.31	63.96	64.28
净负债比率 (%)	3.15	2.73	0.54	0.47	0.42
流动比率	1.33	1.36	1.48	1.47	1.48
速动比率	0.42	0.47	0.37	0.50	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.56	0.69	0.77	0.78
应收账款周转率	6.35	6.53	6.67	6.24	6.23
应付账款周转率	1.57	1.72	1.83	1.38	1.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.87	1.07	1.30	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.62	(4.27)	3.59	2.06
每股净资产(最新摊薄)	12.25	13.09	13.90	15.20	16.75
估值比率					
PE (倍)	57.95	51.71	41.97	34.53	28.93
PB (倍)	3.66	3.42	3.22	2.95	2.67
EV_EBITDA (倍)	27.36	26.95	25.99	22.07	20.30

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com