

2019年10月25日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

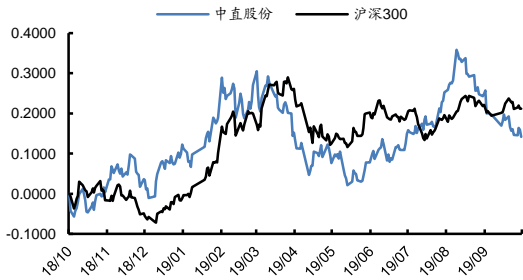
证券分析师： 苏立赞 S0350519090001

证券分析师： 邹刚 S0350519090002
zoug@ghzq.com.cn

产量大幅增长，业绩持续超预期

——中直股份（600038）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中直股份	-8.6	-0.6	13.1
沪深300	-0.0	0.5	21.2

市场数据

2019-10-24

当前价格（元）	42.84
52周价格区间（元）	34.76 - 51.49
总市值（百万）	25253.18
流通市值（百万）	25253.18
总股本（万股）	58947.67
流通股（万股）	58947.67
日均成交额（百万）	247.19
近一月换手（%）	15.29

相关报告

《中直股份（600038）事件点评：新机型加速业绩增长》——2019-08-26

《中直股份（600038）事件点评：军民需求向好，直升机龙头加速成长》——2019-03-22

《中直股份（600038）动态点评：业绩稳定增长，发展不断向好》——2018-10-26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

中直股份发布三季报：年初至报告期末，公司实现营业收入105.29亿元，同比增长28.63%；实现归母净利润4.05亿元，同比增长32.12%。

投资要点：

- **三季度继续高速增长，存货新高业绩有望持续超预期。**公司三季度实现销售收入36.28亿元，同比增长28.39%；实现归母净利润1.63亿元，同比增长27.43%；业绩表现持续超预期。收入高速增长的同时，公司存货达到156.74亿元，相比去年同期增长12.25%，以销定产模式下，一方面凸显公司生产的持续旺盛；另一方面，预示四季度营收增长趋势进一步向好。
- **陆军海军骨干装备，新机型加速业绩释放。**陆军领域，直升机是陆航部队支撑装备，是陆军向全域机动转型的重点所在；海军领域，直升机承担侦察反潜、空重预警等多种任务，是舰船战斗力的重要延伸。当前我国仅拥有军用直升机884架，仅为美国的1/6，随着重点亟需型号直-20的服役，我国军用直升机需求将加速释放，迎来高速发展期。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**陆军海军转型发展下，直升机需求明确；重点型号直-20服役，生产交付持续攀升。预计2019-2021年归母净利润分别为6.58亿元、7.93亿元及9.44亿元，对应EPS分别为1.12元、1.35元及1.60元，对应当前股价PE分别为38倍、32倍以及27倍，维持买入评级。
- **风险提示：**1) 新机型交付不及预期；2) 成本控制不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	13066	16027	19192	22610
增长率(%)	8%	23%	20%	18%
归母净利润（百万元）	510	658	793	944
增长率(%)	12%	29%	21%	19%
摊薄每股收益（元）	0.87	1.12	1.35	1.60
ROE(%)	6.36%	7.77%	8.80%	9.78%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中直股份盈利预测表

证券代码:	600038.SH				股价:	42.84	投资评级:	买入	日期:	2019-10-24
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	8%	9%	10%	EPS	0.87	1.12	1.35	1.60	
毛利率	14%	14%	14%	14%	BVPS	13.09	13.85	14.77	15.86	
期间费率	8%	9%	9%	9%	估值					
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E	49.48	38.40	31.85	26.74	
成长能力					P/B	3.27	3.09	2.90	2.70	
收入增长率	8%	23%	20%	18%	P/S	1.93	1.58	1.32	1.12	
利润增长率	12%	29%	21%	19%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.54	0.59	0.64	0.68	营业收入	13066	16027	19192	22610	
应收账款周转率	5.23	6.11	6.67	7.34	营业成本	11245	13782	16505	19444	
存货周转率	0.84	0.90	0.98	1.06	营业税金及附加	18	22	27	32	
偿债能力					销售费用	119	128	154	181	
资产负债率	67%	69%	70%	71%	管理费用	890	1314	1574	1854	
流动比	1.36	1.31	1.28	1.26	财务费用	(13)	(10)	(9)	(10)	
速动比	0.48	0.46	0.45	0.46	其他费用/(-收入)	(12)	(22)	(20)	(14)	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	591	768	922	1096	
现金及现金等价物	4218	4666	5261	6287	营业外净收支	4	(1)	3	6	
应收款项	2497	2624	2879	3082	利润总额	595	767	925	1102	
存货净额	13362	15269	16926	18340	所得税费用	84	109	131	156	
其他流动资产	659	809	969	1141	净利润	510	658	794	945	
流动资产合计	20737	23367	26034	28850	少数股东损益	0	1	1	1	
固定资产	2182	2482	2924	3425	归属于母公司净利润	510	658	793	944	
在建工程	121	157	151	121	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	561	561	555	549	经营活动现金流	955	983	1283	1820	
长期股权投资	25	25	25	25	净利润	510	658	794	945	
资产总计	24035	27002	30098	33379	少数股东权益	0	1	1	1	
短期借款	360	460	560	660	折旧摊销	271	120	135	157	
应付款项	8560	10508	12583	14825	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	439	789	1053	营运资金变动	174	(4571)	(4497)	(4295)	
其他流动负债	6370	6370	6370	6370	投资活动现金流	(103)	(336)	(436)	(471)	
流动负债合计	15289	17777	20302	22907	资本支出	179	(336)	(436)	(471)	
长期借款及应付债券	42	72	102	132	长期投资	47	0	0	0	
其他长期负债	686	686	686	686	其他	(328)	0	0	0	
长期负债合计	728	758	788	818	筹资活动现金流	(404)	(79)	(122)	(170)	
负债合计	16017	18535	21090	23725	债务融资	6	130	130	130	
股本	589	589	589	589	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	8018	8467	9009	9654	其它	(411)	(209)	(252)	(300)	
负债和股东权益总计	24035	27002	30098	33379	现金净增加额	448	569	725	1179	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【军工组介绍】

苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5年军工领域产业经验，3年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究

邹刚，上海交通大学硕士，三年军方装备研究所工作经验，负责军工行业上市公司研究。

【分析师承诺】

邹刚、苏立赞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。