



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中直股份（600038）：直20为中直股份插上新翅膀

2019年10月13日

强烈推荐/维持

中直股份 公司报告

报告摘要：

在2019年10月1日阅兵式直20直升机首次亮相阅兵场；随后的天津航展中，直20近距离亮相，较为详细地展示了其诸多技术细节。作为我国最先进的通用无人机，直20的亮相和服役意义重大。**我们将对直20的技术特点进行梳理并简单测算其需求量和市场空间。**

直20将解决此前我国直升机领域的诸多痛点。我国于上世纪80年代引进了24架美国黑鹰直升机，迄今为止依然是我国高原地区重要航空装备，但随着装备老化，需求激增等问题，我国迫切需要一款能够替代黑鹰的直升机，直20的出现很好的解决了这一问题；直20的服役将补足直9太轻，直8太重的间隙，这种10吨重直升机十分适合搭载在驱逐舰、航母等海上作战平台。其强大的适应能力和平台型定位将会推动我国整体作战水平上升一个台阶。

多项先进技术加持，完美演绎青出于蓝而胜于蓝。从外观上看直20像黑鹰，但细看直20远比黑鹰要更加优秀。直20的特点包括低阻气动外形、低位后置全动平尾、高性能旋翼、倾斜尾桨、现代化电传飞控系统、基本的自卫系统、旋翼防结冰系统等等。直20采用了全玻璃化座舱，取消了指针式仪表，内部座舱由5个多功能液晶显示器组成，周围有输入按键，飞行员可以方便、快捷获得相关信息，人机工程良好；系统还可以根据需要增加设备，扩展直升机用途，从而进一步提高直升机作战效能。

投资建议：我们预测公司2019年~2021年公司营收分别为157亿元、196亿元和248亿元；净利润分别为6.1亿元、7.8亿元和10.4亿元，EPS分别为1.03元、1.32元、1.76元，对应PE分别为43X、34X、25X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产能扩展进度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,048.1	13,065.51	15,674.0	19,579.1	24,841.3
增长率（%）	-3.78%	8.44%	19.97%	24.91%	26.88%
归母净利润（百万元）	455.38	510.33	605.23	776.71	1,038.43
增长率（%）	3.69%	12.07%	18.60%	28.33%	33.70%
净资产收益率（%）	6.31%	6.61%	7.60%	9.14%	11.28%
每股收益（元）	0.77	0.87	1.03	1.32	1.76
PE	57.50	51.31	43.26	33.71	25.22
PB	3.63	3.39	3.29	3.08	2.84

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

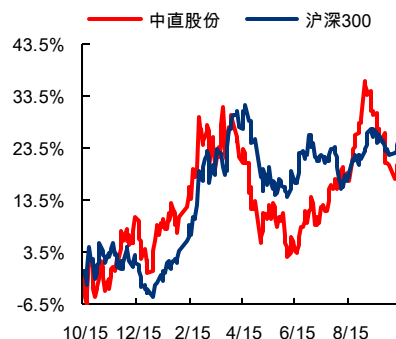
公司是我国直升机和通用、支线飞机科研生产基地，目前已经发展成为一个拥有Y12轻型多用途飞机、Z9系列直升机、EC120直升机和转包国外航空产品四大系列产品的外向型航空骨干企业。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间（元）	44.42-35.8
总市值（亿元）	261.85
流通市值（亿元）	261.85
总股本/流通A股（万股）	58948/58948
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.95

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：朱雨时

需求测算。美军黑鹰直升机在军用直升机中数量占比约为 35%，考虑到我国直升机种类较少且谱系还不够完备，作为三军通用的直升机，未来直 20 的装备数量应超过 1000 架，市场空间在整体军用直升机中超过 45%。根据新浪军事报道，直-20 海军型以进行了上舰测试，定位反潜+舰载运输，明年定型可期。产能问题方面我们预计航空工业原本计划在哈飞和昌飞两大基地同时建立的两条生产线即将动土，已满足直 20 后续的产能问题。此外重型直升机的研制工作也或将开始，其也是我国新一代军用直升机家族十分重要的一块拼图。

1、直 20 的出现解决了黑鹰直升机步入老年的窘境

1984 年 7 月-1985 年 11 月，中国从美国西科斯基公司陆续购买了 24 架 S-70 民用黑鹰直升机，总价 1.5 亿美元。包括 24 架单价 600 万美元的飞机、3 套单价 78 万美元的外挂式副油箱系统，以及维护工具备件等。黑鹰直升机是解放军序列中不多的美式装备之一，也是我军曾经拥有的高原性能最优秀的通用直升机，迄今为止还未完全退役。

图 1: 吊起吉普车的中国“黑鹰”直升机



资料来源：公开网络、东兴证券研究所

图 2: 依然活跃在抗灾前线的“黑鹰”



资料来源：公开网络、东兴证券研究所

随美军在武器出口方面设定的越来越多限制,这批黑鹰得不到原厂家的维保,日渐衰老,但依然是我军高原地区的关键装备。造飞机难高,仿制也不易,并且由于我国军用飞机谱系不够完备,需要研制的型号太多排不上号,导致我国在这 35 年间始终缺乏一款能够替代黑鹰直升机的通用型直升机。而在今年国庆阅兵,“中国黑鹰”——直-20 战术级通用直升机横空出世。

图 3: 国庆阅兵正式亮相的直-20



资料来源：CCTV，东兴证券研究所

2、直20的平台型定位使其成为三军中的“万金油”

直-20最大亮点有两个：一是它本身技术很先进；二是它吨位很合适，是扩展性很强的通用平台。

图4：美丽的直20



资料来源：公开网络、东兴证券研究所

图5：外部细节强于黑鹰



资料来源：约克摄影、东兴证券研究所

其先进技术包括：低阻气动外形、低位后置全动平尾、高性能旋翼、倾斜尾桨、电传飞控系统、旋翼防结冰系统等等。

与黑鹰直升机一样，直-20采用了倾斜尾桨，与垂直尾桨相比，除了能够提供后者反扭矩和航向操纵能力之后，还能够为旋翼提供一部分升力，增加直升机飞行和机动性能。此外，直-20采用五桨叶旋翼设计同时配备旋翼防除冰系统，相对于“黑鹰”四桨叶旋翼更加复杂，使得高原性能更加优异，减少旋翼振动增加升力，乘员舒适性和飞行速度得以提升。

图6：直-20的五桨叶旋翼



资料来源：公开网络、东兴证券研究所

图7：黑鹰的四桨叶旋翼



资料来源：公开网络、东兴证券研究所

直-20还配备了全玻璃化座舱，取消了指针式仪表，实现了通信、导航、飞行等功能一体化，信息统一处理和综合显示。

图8：充满现代化的座舱



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

直-8 适合运送兵员，但是由于其机体太窄，装不下全地形车，只能吊运，非常不便。而直-20 采用宽扁机身，一方面很容易装进舰上的机库，适合上舰，另一方面很容易装载全地形车，适合投运装备。

图 9:直-9 太轻



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

图 10:直-8 太重



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

4 吨级的直-9 太轻，13 吨级的直-8 又太重。直-20 这种 10 吨级的直升机搭载在驱逐舰、两栖攻击舰、航空母舰上面十分合适，其强大的适应能力和平台型定位将会推动我国整体作战水平上升一个台阶。

根据天津直博会上的展板介绍，直-20 在陆航部队要发挥空中突击作用。战时突击工作包含兵力投送、火力压制、目标摧毁等多项任务，可以看出直 20 战场应用范围十分广泛。根据新浪军事报道，直-20 海军型已进行了上舰测试，定位反潜+舰载运输，明年定型可期，可以说直 20 将会在海陆空三军中都有作为。

3、南北两大基地或将同时开造，产能问题即将解决

1979 年至今，美国黑鹰生产了 4500 多架，出口了 20 多个国家。《World Air Force 2019》显示，美国陆、海、空和海岸警卫队目前共装备了 2833 架黑鹰直升机，任务涵盖运输、渗透、反潜、救援、电子战、炮兵支援、攻击控制以及和平用途等等。

表 1:中美两国军用直升机数量对比

国家	分类	机型	数量	占比
----	----	----	----	----

美国	重型直升机	CH-47	486	5.86%
		CH-53	170	2.05%
	大型通用直升机	V-22	316	3.81%
		S-70	2833	34.21%
		大型武装直升机	AH-64	801
	其他	其他	3676	44.39%
	合计		8282	100%
中国	重型直升机	-	-	-
	大型通用直升机	S-70	23	1.81%
		Ka-28/31	26	2.04%
	大型武装直升机	直-8	130	10.24%
		-	-	-
	其他		1091	85.91%
合计		1270	100%	

资料来源：《World Air Force 2019》，东兴证券研究所

美军黑鹰的占比约为 35%。考虑到我国直升机种类较少且谱系还不够完备，作为三军通用的直升机，未来直-20 的装备数量至少 1000 架，占整体军用直升机市场空间的比例为 45%。

表 2: 我国军用直升机市场空间测算

机型	估算单价（亿元）	估算缺口（架）	估算总价值（亿元）	占比
直-10	1.6	300	480	16%
直-11	0.16	200	32	1%
直-18	1.4	100	140	5%
直-19	0.65	200	130	4%
直-20	1.4	1000	1400	45%
38 吨多用途直升机	4.5	200	900	29%
总计		2000	3082	16%

资料来源：东兴证券研究所

在 2016 年各大媒体就有报道称，航空工业将在哈飞和昌飞同时建立两条生产线，同时生产陆军型和海军舰载型，但介于当时直升机涡轴发动机技术瓶颈问题而一度搁置，而随着涡轴-10 发动机技术突破，结合中航工业给出的直 20 全国产化的信息，我们推测哈飞和昌飞的两条生产线或将正式开建，直-20 也将成为中国第一款同时在南北两大基地大规模生产的直升机型号。

投资建议：

根据上述分析我们预测公司 2019 年~2021 年公司营收分别为 157 亿元、196 亿元和 248 亿元；净利润分别为 6.1 亿元、7.8 亿元和 10.4 亿元，EPS 分别为 1.03 元、1.32 元、1.76 元，对应 PE 分别为 43X、34X、25X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

产能扩展进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	18968	20737	23617	28640	35392	营业收入	12048	13066	15674	19579	24841
货币资金	3536	4218	5060	6321	8020	营业成本	10199	11245	13222	16460	20760
应收账款	1724	2020	2333	2914	3697	营业税金及附加	21	18	22	27	35
其他应收款	14	17	21	26	33	营业费用	117	119	141	178	224
预付款项	392	303	-243	-923	-1779	管理费用	1141	890	862	1077	1366
存货	12838	13362	15711	19559	24668	财务费用	1	-13	-21	-6	45
其他流动资产	200	173	103	0	-140	研发费用	0	306	784	979	1242
非流动资产合计	3533	3298	3069	2847	2632	资产减值损失	30.70	11.94	11.94	11.94	11.94
长期股权投资	71	25	25	25	25	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2358	2182	1985	1791	1597	投资净收益	1.07	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24
无形资产	575	561	527	496	466	加:其他收益	7.76	49.12	49.12	49.12	49.12
其他非流动资产	9	9	9	9	9	营业利润	548	591	702	901	1206
资产总计	22501	24035	26686	31487	38025	营业外收入	2.38	6.77	6.77	6.77	6.77
流动负债合计	14247	15289	17525	21793	27618	营业外支出	1.63	2.93	2.93	2.93	2.93
短期借款	340	360	381	1224	2557	利润总额	548	595	705	905	1210
应付账款	4953	4553	5280	6572	8289	所得税	93	84	100	129	172
预收款项	4730	0	784	1763	3005	净利润	455	510	605	777	1038
一年内到期的非流	77	36	36	36	36	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	735	728	728	728	728	归属母公司净利润	455	510	605	777	1038
长期借款	55	42	42	42	42	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	14982	16017	18253	22521	28346	成长能力					
少数股东权益	300	300	300	300	300	营业收入增长	-3.78%	8.44%	19.97%	24.91%	26.88%
实收资本(或股本)	589	589	589	589	589	营业利润增长	6.86%	7.91%	18.72%	28.49%	33.84%
资本公积	4233	4312	4312	4312	4312	归属于母公司净利润	18.60%	28.33%	18.60%	28.33%	33.70%
未分配利润	1894	2277	2676	3187	3871	获利能力					
归属母公司股东权	7219	7718	7964	8497	9210	毛利率(%)	15.34%	13.93%	15.64%	15.93%	16.43%
负债和所有者权益	22501	24035	26686	31487	38025	净利率(%)	3.78%	3.91%	3.86%	3.97%	4.18%
现金流量表						ROE(%)					
单位:百万元						总资产					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2.02%	2.12%	2.27%	2.47%		
经营活动现金流	614	955	1034	705	790	偿债能力					
净利润	455	510	605	777	1038	资产负债率(%)	67%	67%	68%	72%	
折旧摊销	841.45	810.18	0.00	208.98	210.50	流动比率	1.33	1.36	1.35	1.31	1.28
财务费用	1	-13	-21	-6	45	速动比率	0.43	0.48	0.45	0.42	0.39
应收账款减少	0	0	-313	-581	-783	营运能力					
预收帐款增加	0	0	784	979	1242	总资产周转率	0.57	0.56	0.62	0.67	0.71
投资活动现金流	-121	-103	-44	-49	-54	应收账款周转率	7	7	7	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.57	2.75	3.19	3.30	3.34
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.87	1.03	1.32	1.76
筹资活动现金流	-116	-143	-148	604	963	每股净现金流(最新)	0.64	1.20	1.43	2.14	2.88
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.25	13.09	13.51	14.42	15.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	57.50	51.31	43.26	33.71	25.22
资本公积增加	0	79	0	0	0	P/B	3.63	3.39	3.29	3.08	2.84
现金净增加额	377	708	842	1261	1699	EV/EBITDA	16.64	16.14	23.41	18.63	13.95

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	中直股份（600038）年报点评：新机型服役临近，18年迎来业绩拐点	2018-03-20
公司	中直股份（600038）事件点评：一论中直股份：国内直升机龙头，直升机业务唯一上市平台	2018-08-10
公司	中直股份（600038）事件点评：二论中直股份：从军用直升机角度看中直股份	2018-08-13
公司	中直股份（600038）事件点评：三论中直股份：从民用直升机发展看中直股份	2018-08-15
公司	中直股份（600038）事件点评：四论中直股份：从新型通用直升机直-20看中直股份	2018-08-23
公司	中直股份（600038）年报点评：营收增速转正，通用型直升机量产可期	2019-03-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。