

中直股份 (600038)

证券研究报告

2020年07月09日

直升机主力军产品持续换代, Q1 存货+25%, Q2 业绩望恢复较好增长

我国直升机制造主力军, 产品型号持续更新换代

公司是我国直升机制造业的主力军, 主营直升机航空产品, 现有核心产品包括直 8、直 9、直 11 等型号直升机及零部件, 在国内处于技术领先地位, 产品性价比和技术优势较明显, 综合竞争能力突出。经过近年来产品结构调整和发展, 已逐步推动主要产品型号的更新换代, 进一步完善了直升机谱系, 基本形成“一机多型、系列发展”的良好格局。

据新华社, 19 年国庆阅兵中, 伴随着巨大的轰鸣声, 涵盖陆军航空兵现役所有主战装备的陆航突击梯队 1 日掠过天安门广场上空, 刚刚列装部队的直-20 直升机首次公开亮相。

近两年业绩成长性有望持续, 预计 Q2 将恢复增长, 存货同比+25.34%

近两年公司迎来较好成长期, 营收与净利润均实现中高速增长: 2018 年, 公司归母净利润 5.1 亿元(+12.07%), 2019 年公司营收 157.95 亿元(+20.89%), 归母净利润 5.88 亿元(+15.26%), 主要原因是航空产品交付同比增加。18-19 年公司毛利率相比 2017 年略有下滑, 我们认为这或与航空装备升级换代有关, 我们预计, 随着新品正式定价毛利率将恢复、同时也有望实现相关补价款的回流。

20 年一季度公司营收 19.52 亿元(-18.24%), 归母净利润 0.52 亿元(-34.12%), 我们认为这与 Q1 疫情影响相关, 预计 Q2 业绩将恢复正常中高速增长。据一季报, 公司存货在 Q1 季末为 172.87 亿元, 同比+34.95 亿元(+25.34%), 环比+9.47 亿元(+5.79%), 主要是本期采购增加所致, 业绩望得进一步支撑。

股东科工拟发股收购整机资产, 直升机资产将有望实现深度整合

(1) 中直有限(中航直升机)100%股权: 中直有限主要从事直升机研制、营销、服务、运营, 主营业务包括直升机制造业和通航运营, 可研制和批量生产多种型号直升机和转包生产多种航空零部件。

(2) 哈飞集团 10.21%股权: 哈飞集团主要从事多款直升机和系列飞机的研发、制造与销售, 产品体系包括直 9、直 19 军用直升机, AC312、AC352 民用直升机和运 12E、运 12F 固定翼飞机。

(3) 昌飞集团 47.96%股权: 我国直升机科研生产基地, 具备研制和批产多品种、多系列、多型号直升机和航空零部件生产的能力, 主要产品有直 8、直 10、直 11 等军用直升机, AC310、AC311、AC313 等民用直升机。

盈利预测与评级: 我们认为受疫情影响 20 年营收增速将微降, 随着我国航空装备升级, 相应产品换代有望加速, 21-22 年营收将呈现较好增长。20 年营收增速从 24%下调至 19.53%, 21 年从 22%上调至 23.83%, 预计 22 年营收增速 24.81%, 对应 20-21 年营收 188.80/233.79/291.78 亿元, 对应 20-21 年归母从 7.65/9.30 亿元下调至 7.08/8.79 亿元, 预计 22 年净利润为 10.99 亿元, EPS 1.2/1.49/1.86 元, PE 为 40.7/32.8/26.3, 维持买入评级。

风险提示: 下游需求波动风险, 产线扩充速度放缓, 各类产品需求差异。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,065.51	15,795.17	18,880.16	23,378.52	29,177.60
增长率(%)	8.44	20.89	19.53	23.83	24.81
EBITDA(百万元)	1,050.82	1,366.85	1,152.64	1,479.59	1,880.68
净利润(百万元)	510.33	588.22	708.74	879.13	1,099.18
增长率(%)	12.07	15.26	20.49	24.04	25.03
EPS(元/股)	0.87	1.00	1.20	1.49	1.86
市盈率(P/E)	56.55	49.06	40.72	32.83	26.26
市净率(P/B)	3.74	3.53	3.41	3.18	2.93
市销率(P/S)	2.21	1.83	1.53	1.23	0.99
EV/EBITDA	17.26	17.73	24.52	19.42	16.57

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	48.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	589.48
流通 A 股股本(百万股)	589.48
A 股总市值(百万元)	28,860.78
流通 A 股市值(百万元)	28,860.78
每股净资产(元)	13.97
资产负债率(%)	67.57
一年内最高/最低(元)	51.49/39.50

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中直股份-公司点评:整机资产注入股东科工, 直升机资产将实现深度整合》2019-11-29
- 《中直股份-季报点评:Q3 单季度归母净利润增近 35%, 全年业绩再得支持》2019-10-25
- 《中直股份-半年报点评:新型航空装备高景气逻辑验证, 归母净利润同比+35.5%》2019-08-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,218.15	4,337.25	3,776.03	4,675.70	5,835.52
应收票据及应收账款	2,479.78	1,925.28	2,375.20	3,014.84	3,793.26
预付账款	302.71	204.73	337.53	487.54	552.67
存货	13,362.33	16,340.81	18,996.60	23,371.86	29,332.23
其他	373.81	373.20	322.54	359.14	359.85
流动资产合计	20,736.79	23,181.27	25,807.91	31,909.08	39,873.54
长期股权投资	24.59	25.08	25.08	25.08	25.08
固定资产	2,182.57	2,021.91	2,124.88	2,203.23	2,253.58
在建工程	121.48	134.94	140.97	174.58	206.75
无形资产	560.98	541.45	567.45	591.43	613.38
其他	408.72	426.66	333.56	344.99	314.82
非流动资产合计	3,298.34	3,150.03	3,191.94	3,339.31	3,413.61
资产总计	24,035.12	26,331.30	28,999.84	35,248.40	43,287.15
短期借款	360.00	527.36	2,714.52	3,894.34	6,849.38
应付票据及应付账款	8,559.64	9,953.73	11,736.75	14,576.29	18,433.11
其他	6,369.76	6,692.90	4,648.61	6,060.41	5,911.59
流动负债合计	15,289.40	17,173.99	19,099.88	24,531.05	31,194.09
长期借款	41.51	5.50	445.72	645.27	1,250.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	686.43	676.61	681.02	681.35	679.66
非流动负债合计	727.94	682.11	1,126.74	1,326.63	1,930.38
负债合计	16,017.35	17,856.10	20,226.62	25,857.68	33,124.47
少数股东权益	300.02	300.26	302.40	305.04	308.35
股本	589.48	589.48	589.48	589.48	589.48
资本公积	4,312.12	4,312.12	4,312.12	4,312.12	4,312.12
留存收益	6,950.89	7,385.84	7,881.35	8,496.20	9,264.85
其他	(4,134.73)	(4,112.51)	(4,312.12)	(4,312.12)	(4,312.12)
股东权益合计	8,017.78	8,475.20	8,773.22	9,390.72	10,162.68
负债和股东权益总	24,035.12	26,331.30	28,999.84	35,248.40	43,287.15

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	510.34	588.31	708.74	879.13	1,099.18
折旧摊销	270.76	259.80	315.00	364.05	415.53
财务费用	27.21	20.10	24.63	108.60	204.82
投资损失	0.24	(0.49)	0.00	(0.50)	0.00
营运资金变动	5,597.15	(110.27)	(3,362.83)	(952.51)	(3,070.26)
其它	(5,451.03)	12.61	2.13	2.65	3.31
经营活动现金流	954.66	770.05	(2,312.33)	401.42	(1,347.42)
资本支出	25.59	103.37	445.59	499.67	521.69
长期投资	(46.71)	0.49	0.00	0.00	0.00
其他	(81.85)	(193.35)	(895.59)	(999.17)	(1,041.69)
投资活动现金流	(102.97)	(89.49)	(450.00)	(499.50)	(520.00)
债权融资	437.55	572.72	3,211.31	4,581.94	8,144.52
股权融资	114.26	54.12	(224.25)	(108.60)	(204.82)
其他	(695.27)	(619.72)	(785.95)	(3,475.59)	(4,912.47)
筹资活动现金流	(143.46)	7.12	2,201.11	997.76	3,027.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	708.23	687.68	(561.22)	899.67	1,159.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,065.51	15,795.17	18,880.16	23,378.52	29,177.60
营业成本	11,245.25	13,596.37	16,267.86	20,069.27	24,965.10
营业税金及附加	18.25	17.78	22.66	28.05	35.01
营业费用	119.38	118.43	132.16	165.99	207.16
管理费用	890.39	968.33	1,132.81	1,379.33	1,721.48
研发费用	306.16	476.86	475.02	607.84	773.21
财务费用	(12.94)	(31.90)	24.63	108.60	204.82
资产减值损失	11.94	(12.30)	12.00	13.00	10.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.24)	0.49	0.00	0.50	0.00
其他	(103.63)	(12.91)	0.00	(1.00)	0.00
营业利润	590.95	674.02	813.01	1,006.94	1,260.32
营业外收入	6.77	6.91	7.00	8.60	8.90
营业外支出	2.93	1.39	1.98	2.00	2.00
利润总额	594.79	679.54	818.03	1,013.54	1,267.22
所得税	84.45	91.24	107.16	131.76	164.74
净利润	510.34	588.31	710.87	881.78	1,102.48
少数股东损益	0.01	0.09	2.13	2.65	3.31
归属于母公司净利润	510.33	588.22	708.74	879.13	1,099.18
每股收益(元)	0.87	1.00	1.20	1.49	1.86

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.44%	20.89%	19.53%	23.83%	24.81%
营业利润	7.91%	14.06%	20.62%	23.85%	25.16%
归属于母公司净利润	12.07%	15.26%	20.49%	24.04%	25.03%
获利能力					
毛利率	13.93%	13.92%	13.84%	14.16%	14.44%
净利率	3.91%	3.72%	3.75%	3.76%	3.77%
ROE	6.61%	7.20%	8.37%	9.68%	11.15%
ROIC	12.24%	14.52%	16.99%	12.32%	14.24%
偿债能力					
资产负债率	66.64%	67.81%	69.75%	73.36%	76.52%
净负债率	-47.15%	-44.42%	-6.44%	-1.00%	22.72%
流动比率	1.36	1.35	1.35	1.30	1.28
速动比率	0.48	0.40	0.36	0.35	0.34
营运能力					
应收账款周转率	5.85	7.17	8.78	8.67	8.57
存货周转率	1.00	1.06	1.07	1.10	1.11
总资产周转率	0.56	0.63	0.68	0.73	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.87	1.00	1.20	1.49	1.86
每股经营现金流	1.62	1.31	-3.92	0.68	-2.29
每股净资产	13.09	13.87	14.37	15.41	16.72
估值比率					
市盈率	56.55	49.06	40.72	32.83	26.26
市净率	3.74	3.53	3.41	3.18	2.93
EV/EBITDA	17.26	17.73	24.52	19.42	16.57
EV/EBIT	23.25	21.89	33.74	25.75	21.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com