中直股份(600038)

报告日期：2019 年 10 月 25 日

业绩持续高增长，新机型需求空间大

——中直股份 2019 年三季报点评报告

：李锋 执业证书编号：S1230517080001
：021-80108035
：yangchen2@stocke.com.cn

评级	增持
上次评级	增持
当前价格	￥42.84

单季度业绩	元/股
3Q/2019	0.28
2Q/2019	0.27
1Q/2019	0.13
4Q/2018	0.36

报告导读

公司发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业收入 105.29 亿元（+28.63%）；归母净利润 4.05 亿元（+32.12%）；扣非后归母净利润为 3.83 亿元（+28.56%）。

投资要点

❑ **业绩拐点确认，全年有望保持高增长**

受益于航空产品交付增加，公司连续两个季度业绩保持高增长。公司加快回款节奏，2019Q3 应收账款占比有所下降；公司存货处于历史高位且同比增加 12.25%，说明公司生产备货充分，由于军品年末集中交付的特点，我们认为公司全年业绩有望保持高增长。

❑ **直升机需求不断扩大，军民融合市场空间广阔**

军改后陆军航空兵扩编和海军陆战队建设，我国军用直升机需求不断扩大。公司作为直升机行业龙头，将受益于整个行业的向好发展。参考美国陆军直升机的编制情况，我们预测未来我国陆军直升机需求达到 1500 架,市场空间约为 1800 亿元；根据《通用航空“十三五”规划》，我们预测国内民用直升机到 2020 年约有 600 架的缺口，公司民机业务有望提升。

❑ **盈利预测及估值**

根据公司关于日常关联交易的公告，公司 2019 年度预计上限同比增长 26%左右，我们预计公司 2019-2021 年实现营收 162.48/206.71/264.68 亿元，同比增长 24.35%、27.23%、28.05%，实现归母净利润分别为 6.51/8.61/11.46 亿元，同比增长 27.50%、32.31%、33.12%，对应 EPS 分别为 1.10/1.46/1.94 元/股，目前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 38.81/29.33/22.04 倍，给予“增持”评级。

❑ **风险提示**

航空产品交付节奏慢于预期；直升机需求空间不及预期。

财务摘要

（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	13066	16248	20671	26468
(+/-)	8.44%	24.35%	27.23%	28.05%
净利润	510	651	861	1146
(+/-)	12.07%	27.50%	32.31%	33.12%
每股收益（元）	0.87	1.10	1.46	1.94
P/E	49.48	38.81	29.33	22.04

公司简介

中航直升机股份有限公司(简称中直股份)隶属于中航工业集团，是我国直升机制造业的主力军。公司经过近年来产品结构调整，完善了直升机谱系，基本形成“一机多型，系列发展”的格局。

相关报告

1《新机型助力，中报业绩有望加速增长》2019.07.30

2《业绩持续增长，直升机生产有望提速》2019.04.29

3《景气度趋势向上，新机型助力公司持续高增长》2019.03.21

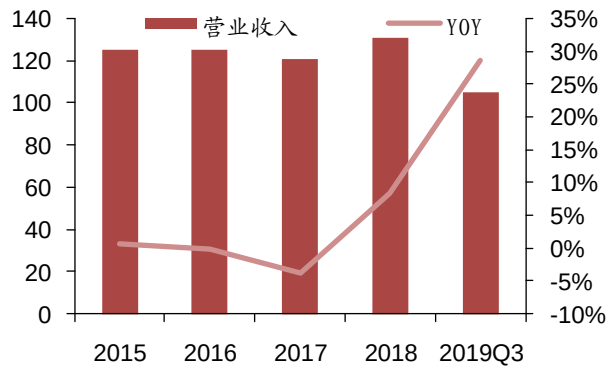
4《加大研发投入，新机型助力公司业绩增长》2018.10.26

5《上半年平稳增长，新会计政策带来积极影响-中直股份 2018 半年报点评》2018.08.25

1. 业绩拐点确认，全年有望保持高增长

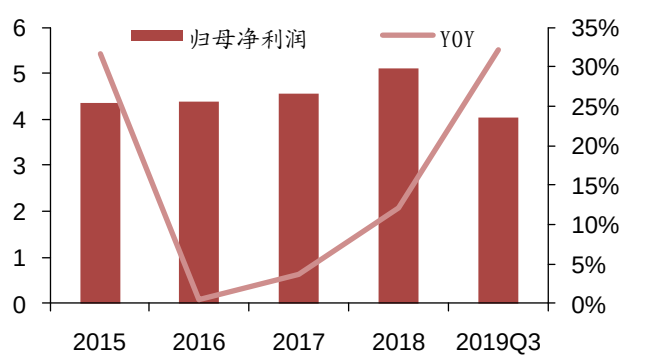
受益于航空产品交付增加，公司连续两个季度业绩保持高增长。公司加快回款节奏，2019Q3 应收账款占比有所下降；公司存货处于历史高位且同比增加 12.25%，说明公司生产备货充分，由于军品年末集中交付的特点，我们认为公司全年业绩有望保持高增长。

图 1：公司 2014-2019H1 年营收及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 2：公司 2014-2019H1 归属母公司净利润及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 直升机需求不断扩大，军民融合市场空间广阔

中直股份隶属于中航工业集团公司，是我国直升机制造业的主力军。公司主营业务是航空产品，收入占比 98%，是我国直升机和通用、支线飞机科研生产基地。 主要产品包括直 8、直 9、直 11、 AC 系列等型号直升机及零部件、军用直升机零部件，以及 Y12 系列轻型多用途飞机。 近年来公司已逐步完成了主要型号的更新换代，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。

表 1：公司主营业务

分类	产品	衍生机型	图例
军用	直 8 系列	直 8-A 直-8J/JA/JH 等	
	直 9 系列	直-9A、 直-9B 等	
	直 10 系列	武直-10	
	直 11 系列	直-11ME1 直-11MB1 等	
	直 18	直-18	
	直 19	武直-19	
民用	AC 系列	AC310、AC311 等	

	Y12 系列	运-12Ⅰ、运-12Ⅱ等	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3. 盈利预测

根据公司关于日常关联交易的公告，公司 2019 年度预计上限同比增长 26%左右，我们预计公司 2019-2021 年实现营收 162.48/206.71/264.68 亿元，同比增长 24.35%、27.23%、28.05%，实现归母净利润分别为 6.51/8.61/11.46 亿元，同比增长 27.50%、32.31%、33.12%，对应 EPS 分别为 1.10/1.46/1.94 元/股，目前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 38.81/29.33/22.04 倍，给予“增持”评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	20737	24648	29864	35023
现金	4218	5356	5747	6280
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	2480	2936	3789	4708
其它应收款	17	20	25	33
预付账款	303	455	577	693
存货	13362	15602	19447	23005
其他	357	278	278	304
非流动资产	3298	3031	2782	2510
金额资产类	0	80	80	53
长期投资	25	48	48	40
固定资产	2182	1963	1725	1464
无形资产	561	532	503	471
在建工程	121	86	45	24
其他	409	322	381	458
资产总计	24035	27679	32645	37533
流动负债	15289	18309	22399	26143
短期借款	360	363	350	362
应付款项	8560	11056	14236	18206
预收账款	0	3191	4057	2599
其他	6370	3699	3756	4976
非流动负债	728	701	717	715
长期借款	42	42	42	42
其他	686	659	675	674
负债合计	16017	19010	23116	26858
少数股东权益	300	300	300	300
归属母公司股东权益	7718	8368	9229	10375
负债和股东权益	24035	27679	32645	37533

现金流量表				
单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	955	1053	197	279
净利润	510	651	861	1146
折旧摊销	271	158	158	158
财务费用	(13)	(41)	(55)	(61)
投资损失	0	4	(0)	2
营运资金变动	512	2510	3191	2759
其它	(326)	(2229)	(3957)	(3724)
投资活动现金流	(103)	18	151	188
资本支出	178	118	143	146
长期投资	206	(103)	0	34
其他	(487)	4	8	8
筹资活动现金流	(143)	66	42	65
短期借款	20	3	(13)	12
长期借款	(14)	0	0	0
其他	(150)	63	55	54
现金净增加额	708	1138	391	533

利润表				
单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13066	16248	20671	26468
营业成本	11245	13931	17679	22553
营业税金及附加	18	23	33	39
营业费用	119	148	189	242
管理费用	890	1107	1409	1804
研发费用	306	381	488	627
财务费用	(13)	(41)	(55)	(61)
资产减值损失	(43)	(54)	(68)	(87)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	(4)	0	(2)
其他经营收益	49	19	19	19
营业利润	591	767	1015	1369
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	595	771	1020	1373
所得税	84	120	159	226
净利润	510	651	861	1146
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	510	651	861	1146
EBITDA	823	879	1117	1463
EPS（最新摊薄）	0.87	1.10	1.46	1.94

主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	8.44%	24.35%	27.23%	28.05%
营业利润增长率	7.91%	29.77%	32.42%	34.77%
归属于母公司净利润	12.07%	27.50%	32.31%	33.12%
获利能力				
毛利率	13.93%	14.26%	14.47%	14.79%
净利率	3.91%	4.00%	4.16%	4.33%
ROE	6.83%	8.09%	18.66%	12.23%
ROIC	5.64%	6.67%	8.12%	9.81%
偿债能力				
资产负债率	66.64%	68.68%	70.81%	71.56%
净负债比率	2.73%	2.43%	1.94%	1.69%
流动比率	1.36	1.35	1.33	1.34
速动比率	0.48	0.49	0.47	0.46
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.63	0.69	0.75
应收账款周转率	6.98	7.32	7.52	7.66
应付账款周转率	2.37	2.63	2.54	2.52
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.10	1.46	1.94
每股经营现金流(最	1.62	1.79	0.33	0.47
每股净资产(最新摊	13.09	14.20	15.66	17.60
估值比率				
P/E	49.48	38.81	29.33	22.04
P/B	3.27	3.02	2.74	2.43
EV/EBITDA	22.83	23.83	18.40	13.68

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20％以上；
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10％～+20％；
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现－10％～+10％之间波动；
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现－10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～+10%以上；
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层
邮政编码：200120
电话：(8621)80108518
传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn