

投资评级 优于大市 首次覆盖

直升机需求景气持续兑现, 20Q3 营收增长 24%

股票数据

11月04日收盘价(元)	52.42
52周股价波动(元)	39.50-71.07
总股本/流通A股(百万股)	589/589
总市值/流通市值(百万元)	30900/30900

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.4	-6.9	0.5
相对涨幅(%)	-11.3	-7.8	-0.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@htsec.com

证书: S0850517110002

分析师: 张高艳

Tel: 0755-82900489

Email: zgy13106@htsec.com

证书: S0850520060001

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@htsec.com

投资要点:

- **事件: 公司发布2020年三季度报告。**2020年1-9月, 公司实现营收121.87亿元(+15.75%), 归母净利4.90亿元(+21.21%), 扣非后归母净利4.81亿元(+25.55%)。
- **直升机需求景气持续兑现, 20Q3营收同比增长24%。**公司是国内直升机制造业的主力军, 核心产品包括直8、直9、直11、AC311、AC312、AC313等型号直升机、零部件等产品及服务, 近年来已逐步推动主要产品型号的更新换代。单季度看, 20Q3公司实现营收45.10亿元(+24.29%), 延续20Q2全面复工复产以来的快速增长趋势, 预计主要是直升机主要产品型号的更新换代逐步落地带动公司业绩持续快速增长。截至20Q3, 公司合同负债52.10亿元(+40.24%), 合同资产9.08亿元(+515.69%), 表明公司订货增长明显, 但交付结算有所迟滞。
- **期间费用率持续下降, 带动净利率稳中有升。**1) **盈利能力:** 20Q1-3公司综合毛利率11.05%, 同比降0.24pct, 或由主要销售机型发生变化导致; 20Q1-3, 公司实现净利率3.96%(+0.17pct), 创下历年新高, 盈利能力改善明显。2) **成本管控:** 20Q1-3, 公司期间费率6.50%(-0.64pct), 其中管理费用率、销售费率、财务费率分别降0.46pct、0.12pct、0.06pct, 管理费用率下降主要是受到新冠疫情影响, 管理人员薪酬、差旅费、水电费等各项费用降低, 销售费率下降则是由于疫情影响差旅费、运输费等各类销售费用降低; 20Q1-3, 公司研发费率1.79%(+0.60pct), 期间研发支出2.18亿元, 同比增长明显(+73.84%)。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司2020-2022年归母净利分别为7.01/8.71/10.38亿元, 对应当前股价(2020/11/4收盘价)的PE分别为44/35/30倍。结合可比公司PE估值情况, 给予公司2020年50-60倍PE估值, 对应合理价值区间为59.46-71.36元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 军品订单波动; 民品市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13066	15795	18603	22100	26259
(+/-)YoY(%)	8.4%	20.9%	17.8%	18.8%	18.8%
净利润(百万元)	510	588	701	871	1038
(+/-)YoY(%)	12.1%	15.3%	19.2%	24.2%	19.2%
全面摊薄EPS(元)	0.87	1.00	1.19	1.48	1.76
毛利率(%)	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	14.0%
净资产收益率(%)	6.6%	7.2%	7.8%	8.8%	9.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
000768.SZ	中航飞机	704.62	0.21	0.29	0.33	79.72	88.61	78.14	1.82	4.15
600893.SH	航发动力	1,037.72	0.48	0.48	0.58	45.27	80.73	67.01	3.60	3.37
600760.SH	中航沈飞	785.48	0.63	0.99	1.10	50.41	56.61	51.12	2.82	7.94
	均值		0.44	0.59	0.67	58.47	75.32	65.42	2.75	5.15

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 11 月 4 日价格, EPS 为 wind 一致预期

- **主要盈利预测假设。**

1) 航空产品: 公司的核心主业, 主要收入和利润来源, 我们预计 2020-2022 年收入增速 18%/ 19%/ 19%, 毛利率 13.90%/ 13.95%/ 14.00%。

2) 风机产品: 预计 2020-2022 年收入增速 3%/ 5%/ 5%, 毛利率维持在 5%。

表 2 公司主营产品收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	15,795.18	18,603.16	22,099.73	26,258.81
航空产品	15,536.80	18,333.42	21,816.77	25,961.96
风机产品	63.99	65.91	69.21	72.67
收入同比增长	20.89%	17.78%	18.80%	18.82%
航空产品	21.41%	18.00%	19.00%	19.00%
风机产品	-13.10%	3.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	13,596.37	16,021.65	19,021.12	22,587.22
航空产品	13,369.68	15,785.08	18,773.33	22,327.29
风机产品	61.01	62.94	65.74	69.03
毛利率	13.92%	13.88%	13.93%	13.98%
航空产品	13.95%	13.90%	13.95%	14.00%
风机产品	4.66%	4.50%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司 2020 年中报, 2020 年三季报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	15795	18603	22100	26259
每股收益	1.00	1.19	1.48	1.76	营业成本	13596	16022	19021	22587
每股净资产	13.87	15.16	16.74	18.61	毛利率%	13.9%	13.9%	13.9%	14.0%
每股经营现金流	1.31	1.00	1.11	1.25	营业税金及附加	18	21	25	30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	118	112	133	171
P/E	52.53	44.08	35.49	29.78	营业费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
P/B	3.78	3.46	3.13	2.82	管理费用	968	1088	1326	1576
P/S	1.96	1.66	1.40	1.18	管理费用率%	6.1%	5.9%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	27.77	25.81	22.42	18.97	EBIT	617	803	932	1108
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-32	-36	-57	-67
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
毛利率	13.9%	13.9%	13.9%	14.0%	资产减值损失	-12	0	0	0
净利润率	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	7.2%	7.8%	8.8%	9.5%	营业利润	674	808	1004	1197
资产回报率	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	营业外收支	6	2	2	2
投资回报率	5.9%	7.4%	7.8%	8.4%	利润总额	680	810	1006	1199
盈利增长 (%)					EBITDA	877	1032	1161	1337
营业收入增长率	20.9%	17.8%	18.8%	18.8%	所得税	91	109	135	161
EBIT 增长率	27.0%	30.0%	16.1%	18.9%	有效所得税率%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
净利润增长率	15.3%	19.2%	24.2%	19.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	588	701	871	1038
资产负债率	67.8%	68.8%	70.3%	71.6%					
流动比率	1.35	1.35	1.34	1.33	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.38	0.35	0.34	0.33	货币资金	4337	4412	5001	5672
现金比率	0.25	0.22	0.21	0.20	应收账款及应收票据	1925	2268	2694	3201
经营效率指标					存货	16341	19256	22861	27146
应收帐款周转天数	37.43	37.43	37.43	37.43	其它流动资产	578	641	720	813
存货周转天数	438.68	438.68	438.68	438.68	流动资产合计	23181	26577	31275	36832
总资产周转率	0.60	0.63	0.65	0.66	长期股权投资	25	25	25	25
固定资产周转率	7.81	9.68	12.12	15.20	固定资产	2022	1921	1823	1727
					在建工程	135	148	162	175
					无形资产	541	522	502	483
					非流动资产合计	3150	3043	2939	2837
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	26331	29620	34214	39669
净利润	588	701	871	1038	短期借款	527	95	95	95
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	9954	11729	13925	16536
非现金支出	260	229	229	229	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	28	20	5	5	其它流动负债	6693	7877	9342	11084
营运资金变动	-107	-360	-449	-534	流动负债合计	17174	19702	23362	27715
经营活动现金流	770	590	656	738	长期借款	6	6	6	6
资产	-89	-60	-60	-60	其它长期负债	677	677	677	677
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	682	682	682	682
其他	0	0	0	0	负债总计	17856	20384	24045	28397
投资活动现金流	-89	-60	-60	-60	实收资本	589	589	589	589
债权募资	627	-432	0	0	归属于母公司所有者权益	8175	8936	9869	10972
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	300	300	301	301
其他	-620	-22	-7	-7	负债和所有者权益合计	26331	29620	34214	39669
融资活动现金流	7	-454	-7	-7					
现金净流量	688	75	589	671					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业
张高艳 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 宏大爆破,中航科工,内蒙一机,柯力传感,中航光电,新光光电,中航电子,中航电测,航天发展,航天电器,中航飞机,钢研高纳,火炬电子,爱乐达,中航机电,康达新材,振华科技,西部超导,中国海防,中航高科,北摩高科,苏试试验,星网宇达

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。