

中信证券研究部



李建伟
军工分析师
S1010519060003

核心观点

公司 2019 前三季度实现营收 105.29 亿元（+28.63%），归母净利 4.05 亿元（+32.12%），实现 EPS 0.69 元。其中公司 19Q3 收入同比增长 28.39%，归母净利同比增长 27.43%，收入和净利润均连续两个季度保持 25%以上增长。公司存货 157 亿，环比增长 15.4%，较期初增长 17.3%，表明公司业务景气度持续向好。考虑到公司的行业地位及直-20 产能爬升后带来的业绩弹性，我们上调公司 2019/2021 年 EPS 预测至 1.09/1.30/1.57 元，维持“买入”评级，目标价 55 元。

■ **Q3 净利润同比增长 27.43%，连续两季度保持高增速。**公司 2019 年前三季度实现营收 105.29 亿元，同比增长 28.63%，与半年报基本一致；实现归母净利 4.05 亿元，同比增长 32.12%。其中第三季度实现营业收入 36.28 亿元，同比增长 28.39%，归母净利 1.63 亿元，同比增长 27.43%，收入和净利润均连续两个季度保持单季度 25%以上增长。公司第三季度毛利润同比增长 20.37%，期间费用率下降 1.18pcts；但由于收到的政府补助减少，影响其他收益减少 2365 万元，使得营业利润同比增长 22.9%。

■ **三季度回款进度良好，存货增加预示公司已积极备产。**报告期末公司存货 157 亿，环比增长 15.4%，较期初增长 17.3%，表明公司或订单充足，业务景气度有望保持向好。公司第三季度回款增加，报告期末应收账款为 10.6 亿元，销售收入占比已由半年报的 21.25%下降至 10.06%。公司第三季度销售商品、提供劳务收到的现金 29.7 亿元，同比增长 45.83%，占当期收入比重为 81.8%，比去年同期提升 9.8pcts，阶段收入质量得到提升。

■ **直-20 近期密集亮相，产能有望持续爬升。**2019 年 10 月 1 日国庆阅兵式，国产中型通用直升机直-20 首次亮相，10 日天津直博会上直-20 再次登场，央视也对直-20 进行了专题报道。直-20 在短期的密集亮相，或表明该新型号性能已得到军方认可，其未来产能有望持续爬升。我们认为，随着陆军改制的逐步完成以及陆军航空兵、海军航空兵的大力发展，军队对军用直升机的需求正快速提升，特别是有望成为我军直升机主力机型的直-20，其持续放量或将为公司带来较大的业绩弹性。

■ **风险因素：**军用直升机需求短期未充分显现；型号使用出现重大问题导致采购放缓或中止；型号交付延后等。

■ **投资建议：**考虑到公司订单情况良好，生产任务饱满，我们上调公司 2019/2021 年 EPS 预测至 1.09/1.30/1.57 元（原预测为 1.01/1.21/1.32 元）。当前价 42.84 元，对应 2019/2021 年 PE 分别为 39/33/27 倍。考虑到公司的行业地位及直-20 产能爬升后带来的业绩弹性，维持“买入”评级，目标价 55 元（对应 2019 年 2 倍 PS 估值）。

中直股份	600038
评级	买入（维持）
当前价	42.84 元
目标价	55 元
总股本	589 百万股
流通股本	589 百万股
52 周最高/最低价	50.96/35.61 元
近 1 月绝对涨幅	-8.56%
近 6 月绝对涨幅	-0.88%
近 12 月绝对涨幅	13.08%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,048.11	13,065.51	16,326.11	19,466.85	23,311.41
营业收入增长率	-4%	8%	25%	19%	20%
净利润(百万元)	455.38	510.33	643.36	763.88	926.89
净利润增长率	4%	12%	26%	19%	21%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.77	0.87	1.09	1.30	1.57
毛利率%	15%	14%	13%	13%	14%
净资产收益率 ROE%	6.31%	6.61%	7.84%	8.70%	9.78%
每股净资产（元）	12.25	13.09	13.92	14.89	16.07
PE	55	49	39	33	27
PB	3	3	3	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,048	13,066	16,326	19,467	23,311	货币资金	3,536	4,218	4,735	5,256	5,828
营业成本	10,199	11,245	14,176	16,844	20,101	存货	12,838	13,362	16,855	20,039	23,925
毛利率	15.34%	13.93%	13.17%	13.47%	13.77%	应收账款	1,989	2,480	2,820	3,175	3,579
营业税金及附加	21	18	22	29	33	其他流动资产	605	677	808	927	1,073
销售费用	117	119	114	140	171	流动资产	18,968	20,737	25,217	29,397	34,404
营业费用率	0.97%	0.91%	0.70%	0.72%	0.74%	固定资产	2,358	2,183	2,057	1,934	1,816
管理费用	1,141	890	980	1,197	1,469	长期股权投资	71	25	25	25	25
管理费用率	9.47%	6.81%	6.00%	6.15%	6.30%	无形资产	575	561	561	561	561
财务费用	1	(13)	14	33	27	其他长期资产	529	530	683	869	1,096
财务费用率	0.01%	-0.10%	0.09%	0.17%	0.11%	非流动资产	3,533	3,298	3,326	3,389	3,498
投资收益	1	(0)	3	4	4	资产总计	22,501	24,035	28,543	32,786	37,902
营业利润	548	591	727	864	1,048	短期借款	340	360	1,877	1,299	1,850
营业利润率	4.55%	4.52%	4.45%	4.44%	4.50%	应付账款	8,552	8,560	11,250	13,438	15,763
营业外收入	2	7	7	8	9	其他流动负债	5,355	6,370	6,180	8,245	9,788
营业外支出	2	3	3	4	4	流动负债	14,247	15,289	19,307	22,981	27,401
利润总额	548	595	731	868	1,053	长期借款	55	42	42	42	42
所得税	93	84	88	104	126	其他长期负债	680	686	686	686	686
所得税率	16.96%	14.20%	12.00%	12.00%	12.00%	非流动性负债	735	728	728	728	728
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	14,982	16,017	20,035	23,709	28,129
归属于母公司股东的净利润	455	510	643	764	927	股本	589	589	589	589	589
净利率	3.78%	3.91%	3.94%	3.92%	3.98%	资本公积	4,233	4,312	4,312	4,312	4,312
						归属于母公司所有者权益合计	7,219	7,718	8,208	8,776	9,473
						少数股东权益	300	300	300	300	300
						股东权益合计	7,519	8,018	8,508	9,077	9,773
						负债股东权益总计	22,501	24,035	28,543	32,786	37,902

现金流量表						主要财务指标					
(百万元)											
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	548	595	731	868	1,053	营业收入增长率	-3.78%	8.44%	24.96%	19.24%	19.75%
所得税支出	-93	-84	-88	-104	-126	营业利润增长率	6.86%	7.91%	23.04%	18.76%	21.41%
折旧和摊销	288	271	216	226	237	净利润增长率	3.69%	12.07%	26.07%	18.73%	21.34%
营运资金的变化	324	148	-1,516	547	-623	毛利率	15.34%	13.93%	13.17%	13.47%	13.77%
其他经营现金流	-453	25	64	77	78	EBITDA Margin	0.00%	0.00%	5.89%	5.79%	5.65%
经营现金流合计	614	955	-592	1,613	619	净利率	3.78%	3.91%	3.94%	3.92%	3.98%
资本支出	-119	-112	-190	-219	-251	净资产收益率	6.31%	6.61%	7.84%	8.70%	9.78%
投资收益	1	0	3	4	4	总资产收益率	2.02%	2.12%	2.25%	2.33%	2.45%
其他投资现金流	-3	9	-53	-71	-94	资产负债率	66.58%	66.64%	70.19%	72.32%	74.21%
投资现金流合计	-121	-103	-240	-286	-341	所得税率	16.96%	14.20%	12.00%	12.00%	12.00%
发行股票	100	0	0	0	0	股利支付率	30.16%	30.03%	30.36%	30.18%	30.19%
负债变化	1,352	1,160	1,517	-578	552						
股息支出	-137	-153	-153	-195	-231						
其他融资现金流	-1,430	-1,150	-14	-33	-27						
融资现金流合计	-116	-143	1,349	-806	294						
现金及现金等价物净增加额	377	708	516	521	572						

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。