

中直股份 (600038)

证券研究报告

2019年10月25日

Q3 单季度归母净利润增近 35%，全年业绩再得支持

事件：三季报公布，公司 Q3 单季度归母净利润同比增长近 35%

10月24日收盘后公司发布19Q3季报，前三季度营收105.29亿元，同比+28.63%，归母净利润4.05亿元，同比+32.12%，研发费用1.26亿元，占营收比例1.19%，同比+0.04个百分点，净利率3.79%，同比+0.14个百分点；单季度营收36.28亿元，同比+28.39%，归母净利润1.63亿元，同比+27.43%。从资产负债表来看，存货156.74亿元，同比+12.25%，应收票据及应收账款总额为14.88亿元，同比+18.61%，应付票据及应付账款总额为108亿元，同比+16.04%。我们认为，三季度业绩延续了二季度的中高速增长趋势，各项利润表、资产负债指标均稳健增长，全年业绩再得支持。

我国直升机制造业的主力军，自主研发助推新品交付与民品替代

公司主营航空产品直升机，是国内航空制造业中少数能够依托自主研发、引进、消化国际先进技术，实现产品国际取证和销售的生产企业，现有核心产品包括直8、直9、直11、AC311、AC312、AC313等型号直升机及零部件。经过近年来产品结构的调整和发展，已逐步完成主要型号更新换代。

据东方网10月1日消息，在我国国庆70周年阅兵表演中直20首次公开亮相。该次正式亮相意味着我国在中型通用直升机方面完成了重要的突破，直20将和武直10、武直19一起，向全世界展示我国在直升机领域的巨大进步。据新华网，航空工业集团直升机所技术专家介绍，直20是由航空工业自主研制的中型双发多用途直升机，配装两台国产的先进涡轴发动机，应用电传飞控，旋翼防/除冰等新技术，能在昼、夜复杂气象条件下，遂行机降和运输等多样化任务。此外，该机兼具良好的平原和高原使用性能，具有良好的扩展兼容性，基本运输型平台可快捷拓展为其他任务状态。

2019 国防白皮书《新时代的中国国防》发布，空军地位举足轻重，要构建现代化武器装备体系，军费将继续保持适度稳定增长

《新时代的中国国防》明确指出，空军在国家和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用，我国要加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力。《白皮书》打破军费或将下降的谣言，指出国防开支将与国家经济协调，继续保持适度稳定增长。

《新时代的中国国防》还提及，我国国防费中的装备费用占比已从2014年的33.2%提高至2017年的41.1%，未来要构建现代化武器装备体系，加大淘汰老旧装备力度，形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。我们认为，未来装备费用占比有望进一步提升，公司作为我国直升机和通用、支线飞机科研生产基地将充分受益我国空军装备发展。

盈利预测与评级：维持营收增速预测，19-21 年公司营收为 164.6/204.1/249.0 亿元，新机型交付或加速，毛利率从 14.2%/14.3%/14.5% 调整至 13.95%/14.12%/14.3%，净利润为 6.19/7.65/9.30 亿元，EPS 为 1.05/1.3/1.58 元，按照 10 月 24 日收盘价 42.84 元，对应 PE 为 40.79/33.03/27.15x。

风险提示：新品补价进度放缓，特定客户采购订单确认不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,048.11	13,065.51	16,462.04	20,412.63	24,903.49
增长率(%)	(3.78)	8.44	26.00	24.00	22.00
EBITDA(百万元)	1,237.13	1,050.82	830.48	996.20	1,168.35
净利润(百万元)	455.38	510.33	619.07	764.59	930.29
增长率(%)	3.69	12.07	21.31	23.51	21.67
EPS(元/股)	0.77	0.87	1.05	1.30	1.58
市盈率(P/E)	55.46	49.48	40.79	33.03	27.15
市净率(P/B)	3.50	3.27	3.17	2.97	2.76
市销率(P/S)	2.10	1.93	1.53	1.24	1.01
EV/EBITDA	19.61	17.26	25.81	20.38	16.87

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	42.84 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)	25,253.18
流通 A 股市值(百万元)	25,253.18
每股净资产(元)	13.56
资产负债率(%)	66.09
一年内最高/最低(元)	51.49/34.98

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

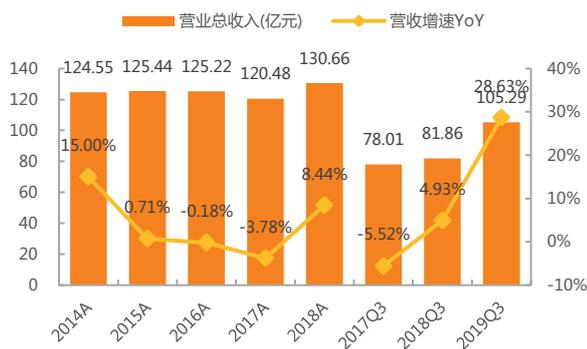


资料来源：贝格数据

相关报告

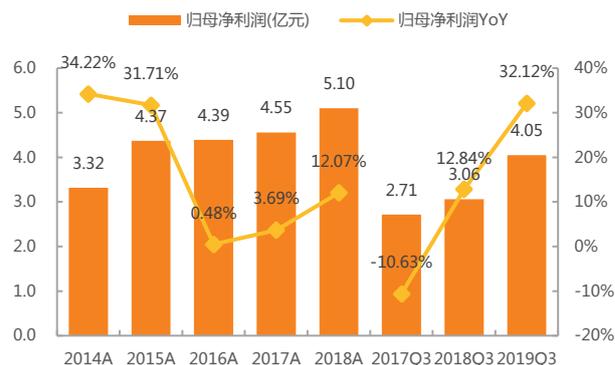
- 《中直股份-半年报点评:新型航空装备高景气逻辑验证，归母净利润同比+35.5%》2019-08-23
- 《中直股份-公司点评:我国直升机制造主力军，持续构建现代化武器装备体系》2019-07-30
- 《中直股份-半年报点评:直升机龙头业绩稳步上升，受益高景气航空产业》2018-08-27

图 1：2019 前三季度公司总营收 105.29 亿元，同比+28.93%



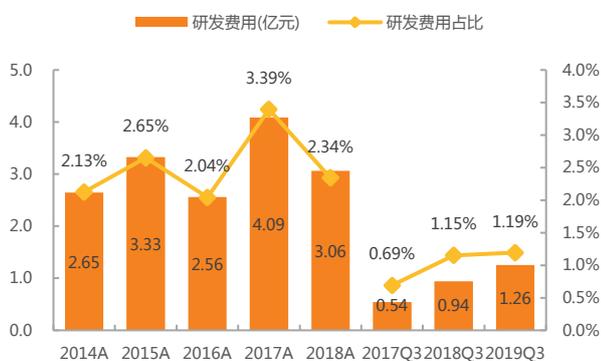
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 前三季度公司归母净利润 4.05 亿元，同比+32.12%



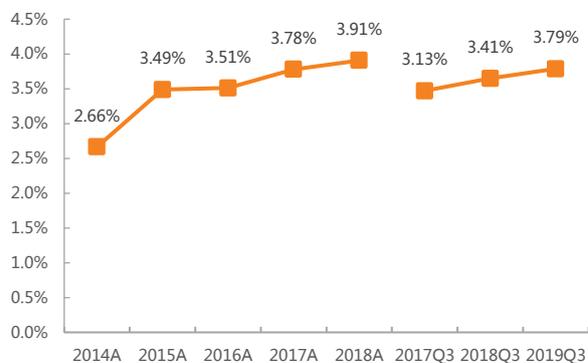
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2019Q3 公司研发费用 1.26 亿元，占营收比例为 1.19%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019Q3 公司净利率 3.79%，同比上升 3.8 个百分点



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：直-20 亮相 2019 年 10 月第五届中国天津国际直升机博览会



资料来源：新华网，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,535.85	4,218.15	4,248.37	5,347.61	5,979.72	营业收入	12,048.11	13,065.51	16,462.04	20,412.63	24,903.49
应收票据及应收账款	1,988.70	2,479.78	3,007.57	3,569.84	4,454.62	营业成本	10,199.38	11,245.25	14,165.58	17,530.37	21,342.29
预付账款	391.62	302.71	877.75	680.50	1,453.72	营业税金及附加	20.63	18.25	23.05	28.58	34.86
存货	12,838.33	13,362.33	18,825.02	20,131.35	22,434.66	营业费用	117.22	119.38	151.45	187.80	249.03
其他	213.53	373.81	386.62	390.35	409.36	管理费用	731.74	890.39	1,022.29	1,245.17	1,568.92
流动资产合计	18,968.04	20,736.79	27,345.33	30,119.66	34,732.08	研发费用	408.96	306.16	400.03	551.14	664.92
长期股权投资	71.30	24.59	24.59	24.59	24.59	财务费用	0.69	(12.94)	(24.99)	(32.11)	(43.66)
固定资产	2,358.34	2,182.57	2,133.61	2,083.84	2,020.59	资产减值损失	30.70	11.94	12.00	20.00	25.00
在建工程	124.02	121.48	108.89	113.33	98.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	574.71	560.98	539.69	518.39	497.09	投资净收益	1.07	(0.24)	0.00	0.00	0.00
其他	404.96	408.72	357.17	310.38	273.58	其他	(9.89)	(103.63)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3,533.33	3,298.34	3,163.95	3,050.53	2,913.85	营业利润	547.61	590.95	712.63	881.68	1,062.12
资产总计	22,501.37	24,035.12	30,509.27	33,170.19	37,645.93	营业外收入	2.38	6.77	12.00	12.00	25.00
短期借款	340.00	360.00	450.00	360.00	360.00	营业外支出	1.63	2.93	3.10	2.55	2.86
应付票据及应付账款	8,552.36	8,559.64	9,619.52	14,338.65	20,046.15	利润总额	548.36	594.79	721.53	891.13	1,084.26
其他	5,354.78	6,369.76	11,486.02	8,997.59	7,139.63	所得税	92.98	84.45	102.46	126.54	153.96
流动负债合计	14,247.14	15,289.40	21,555.54	23,696.24	27,545.78	净利润	455.38	510.34	619.07	764.59	930.29
长期借款	55.11	41.51	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	455.38	510.33	619.07	764.59	930.29
其他	680.02	686.43	680.00	665.00	640.00	每股收益(元)	0.77	0.87	1.05	1.30	1.58
非流动负债合计	735.13	727.94	680.00	665.00	640.00						
负债合计	14,982.27	16,017.35	22,235.54	24,361.24	28,185.78						
少数股东权益	300.01	300.02	300.02	300.02	300.02	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	589.48	589.48	589.48	589.48	589.48	成长能力					
资本公积	4,232.72	4,312.12	4,312.12	4,312.12	4,312.12	营业收入	-3.78%	8.44%	26.00%	24.00%	22.00%
留存收益	6,474.14	6,950.89	7,384.24	7,919.45	8,570.66	营业利润	6.86%	7.91%	20.59%	23.72%	20.46%
其他	(4,077.24)	(4,134.73)	(4,312.12)	(4,312.12)	(4,312.12)	归属于母公司净利润	3.69%	12.07%	21.31%	23.51%	21.67%
股东权益合计	7,519.10	8,017.78	8,273.73	8,808.95	9,460.15	获利能力					
负债和股东权益总	22,501.37	24,035.12	30,509.27	33,170.19	37,645.93	毛利率	15.34%	13.93%	13.95%	14.12%	14.30%
						净利率	3.78%	3.91%	3.76%	3.75%	3.74%
						ROE	6.31%	6.61%	7.76%	8.99%	10.16%
						ROIC	9.62%	12.24%	15.41%	17.53%	24.57%
						偿债能力					
						资产负债率	66.58%	66.64%	72.88%	73.44%	74.87%
						净负债率	-40.74%	-47.15%	-45.43%	-56.11%	-58.88%
						流动比率	1.33	1.36	1.27	1.27	1.26
						速动比率	0.43	0.48	0.40	0.42	0.45
						营运能力					
						应收账款周转率	6.17	5.85	6.00	6.21	6.21
						存货周转率	1.03	1.00	1.02	1.05	1.17
						总资产周转率	0.57	0.56	0.60	0.64	0.70
						每股指标(元)					
						每股收益	0.77	0.87	1.05	1.30	1.58
						每股经营现金流	1.04	1.62	0.64	2.48	1.55
						每股净资产	12.25	13.09	13.53	14.43	15.54
						估值比率					
						市盈率	55.46	49.48	40.79	33.03	27.15
						市净率	3.50	3.27	3.17	2.97	2.76
						EV/EBITDA	19.61	17.26	25.81	20.38	16.87
						EV/EBIT	25.55	23.25	31.18	23.89	19.35

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	455.38	510.34	619.07	764.59	930.29
折旧摊销	287.63	270.76	142.85	146.62	149.89
财务费用	45.83	27.21	(24.99)	(32.11)	(43.66)
投资损失	(1.07)	0.24	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	364.42	5,597.15	(361.03)	582.40	(123.99)
其它	(538.60)	(5,451.03)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	613.59	954.66	375.89	1,461.51	912.54
资本支出	108.11	25.59	66.43	95.00	75.00
长期投资	24.13	(46.71)	0.00	0.00	0.00
其他	(253.35)	(81.85)	(126.43)	(175.00)	(125.00)
投资活动现金流	(121.11)	(102.97)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	472.41	437.55	490.00	405.00	410.00
股权融资	40.03	114.26	(152.40)	32.11	43.66
其他	(628.32)	(695.27)	(623.27)	(719.38)	(684.09)
筹资活动现金流	(115.87)	(143.46)	(285.68)	(282.27)	(230.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	376.61	708.23	30.22	1,099.24	632.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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