

强烈推荐-A (维持)

中直股份 600038.SH

当前股价: 42.84 元

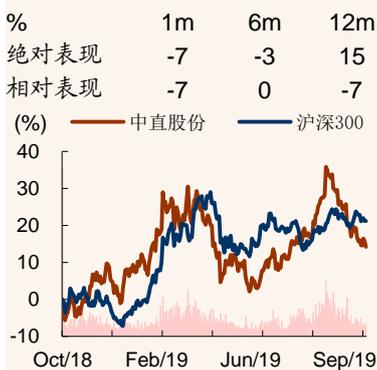
2019 年 10 月 24 日

前三季度持续保持高速增长, 公司进入发展黄金期

基础数据

上证综指	2941
总股本 (万股)	58948
已上市流通股 (万股)	58948
总市值 (亿元)	253
流通市值 (亿元)	253
每股净资产 (MRQ)	13.6
ROE (TTM)	7.6
资产负债率	66.1%
主要股东 哈尔滨航空工业(集团)	
主要股东持股比例	28.21%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中直股份 (600038) 一直升机空间明确, 业绩加速增长》2019-09-09
- 2、《中直股份 (600038) 一航空产品生产交付高速增长, 业绩有望不断加速》2019-08-25
- 3、《中直股份 (600038) 一营收和净利润双位数增长, 看好全年业绩加速》2019-04-29

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
S1090518090007

研究助理

钱佳兴

qianjiexing@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2019 年三季度报告, 实现营业总收入 105.29 亿元, 同比增长 28.63%; 归母净利润 4.05 亿元, 同比增长 32.12%; 扣非后归母净利润 3.83 亿元, 同比增长 28.56%。

评论:

1、收入保持高速增长, 盈利能力持续提升

公司前三季度保持高速增长, 毛利率小幅下滑 1.15 个百分点至 11.29%, 基本保持稳定。随着公司收入规模快速增长, 规模效应逐步显现, 期内发生销售费用 (7485 万, +8.78%); 管理费用 (5.70 亿元, +6.61%); 财务费用 (-1804 万, 减少 962.8 万); 研发费用 (1.26 亿元, +33.12%)。公司在保持大力研发投入的情况下, 期间费用率下降 1.27 个百分点至 7.15%, 净利润率小幅提升至 3.79%, 盈利能力持续提升。

2、季度数据保持高速增长, 看好全年业绩高速增长

2019 年以来, 公司进入业绩高速增长期, 连续三个季度保持高速增长, 公司作为主机单位, 产品交付和收入确认的高峰集中在四季度。2016-2018 年三年间, 公司四季度的收入和净利润平均分部占到全年的 35.55% 和 37.64%。从资产负债表来看, 公司本期末存货余额 156.7 亿, 同比增长 12.25%, 环比增长 15.42%, 创历史新高, 表明公司订单饱满, 看好全年业绩增长。

3、军用直升机需求迫切, 民用空间广阔, 公司高景气度有望长期保持

我国长期以来在 10 吨级通用型直升机产品上存在结构性缺口, 在本次阅兵中直 20 正式亮相, 标志该型号已经成熟列装部队, 预计在陆航和海航都有较大的需求空间, 同时未来在民用转化方面的市场空间亦值得期待。公司作为我国直升机制造领域唯一上市公司和主要制造商, 将充分享受行业增长红利。预计公司业务高景气度有望长期保持。

4、大股东收购中航直升机取得重大进展, 直升机资产整合有望加速

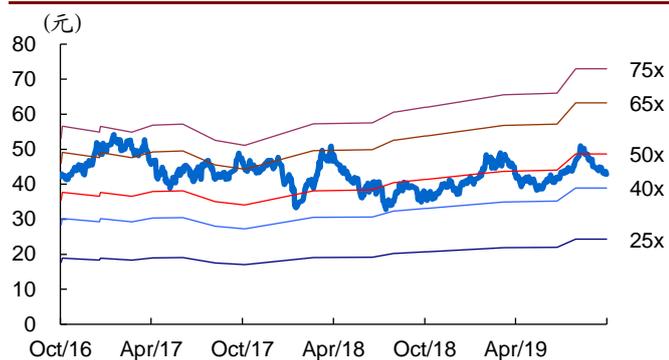
2018 年 10 月 12 日, 公司大股东中航科工与航空工业集团、天津保税投资签订了股权转让框架协议, 拟收购中航直升机 100% 股权。2019 年 10 月 12 日, 中航科工公告称, 三方就建议收购的整体方案达成了一致, 目前正就建议收购的正式交易协议的详细条款进行磋商。公司大股东本次收购标的中航直升机下属的哈飞集团、昌飞集团涵盖我国所有武装直升机的整机业务。收购完成后, 公司大股东中航科工将囊括航空工业直升机板块所有资产, 有利于提升经营管理效率, 未来直升机资产存在进一步资产整合空间。

5、业绩预测

预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 6.58 亿、8.29 亿和 10.27 亿元, 对应估值分别为 38、30、25 倍, 维持“强烈推荐-A”评级!

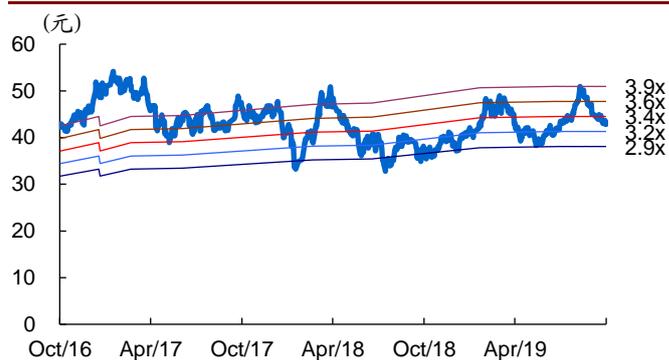
风险提示: 新型号研制进展低于预期, 通用航空开发进展缓慢。

图 1: 中直股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中直股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	18968	20737	25070	30819	37543
现金	3536	4218	3844	3969	4088
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	265	460	594	753	939
应收款项	1724	2020	2584	3271	4080
其它应收款	14	17	22	28	35
存货	12838	13362	17176	21723	27061
其他	591	659	850	1076	1341
非流动资产	3533	3298	3050	2831	2638
长期股权投资	71	25	25	25	25
固定资产	2358	2182	2017	1870	1739
无形资产	575	561	505	454	409
其他	529	530	504	482	465
资产总计	22501	24035	28121	33651	40181
流动负债	14247	15289	19011	23910	29662
短期借款	340	360	0	0	0
应付账款	8552	8560	11009	13923	17345
预收账款	4730	5800	7460	9435	11753
其他	625	570	542	552	564
长期负债	735	728	728	728	728
长期借款	55	42	42	42	42
其他	680	686	686	686	686
负债合计	14982	16017	19739	24638	30390
股本	589	589	589	589	589
资本公积金	4233	4312	4312	4312	4312
留存收益	2397	2816	3180	3811	4590
少数股东权益	300	300	300	300	300
归属于母公司所有者权益	7219	7718	8081	8713	9491
负债及权益合计	22501	24035	28121	33651	40181

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	614	955	323	318	363
净利润	455	510	658	829	1027
折旧摊销	288	271	323	293	268
财务费用	46	27	(18)	(29)	(30)
投资收益	(1)	0	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	(170)	153	(598)	(735)	(864)
其它	(4)	(7)	7	8	10
投资活动现金流	(121)	(103)	(24)	(24)	(24)
资本支出	(119)	(112)	(73)	(73)	(73)
其他投资	(2)	9	49	49	49
筹资活动现金流	(116)	(143)	(673)	(169)	(219)
借款变动	111	53	(396)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	79	0	0	0
股利分配	(295)	(295)	(295)	(197)	(249)
其他	68	19	18	29	30
现金净增加额	377	708	(374)	125	119

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12048	13066	16878	21370	26652
营业成本	10199	11245	14464	18292	22787
营业税金及附加	21	18	24	30	37
营业费用	117	119	154	195	244
管理费用	1141	890	1150	1456	1816
研发费用	0	306	422	534	666
财务费用	1	(13)	(18)	(29)	(30)
资产减值损失	31	(43)	(34)	(28)	(22)
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	9	49	49	49	49
营业利润	548	591	766	968	1203
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	548	595	770	972	1206
所得税	93	84	112	143	179
净利润	455	510	658	829	1027
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	455	510	658	829	1027

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-4%	8%	29%	27%	25%
营业利润	7%	8%	30%	26%	24%
净利润	4%	12%	29%	26%	24%
获利能力					
毛利率	15.3%	13.9%	14.3%	14.4%	14.5%
净利率	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
ROE	6.3%	6.6%	8.1%	9.5%	10.8%
ROIC	5.7%	5.8%	7.5%	8.8%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	66.6%	66.6%	70.2%	73.2%	75.6%
净负债比率	2.1%	1.8%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	6.2	5.8	6.0	5.9	5.9
应付帐款周转率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
每股资料 (元)					
EPS	0.77	0.87	1.12	1.41	1.74
每股经营现金	1.04	1.62	0.55	0.54	0.61
每股净资产	12.25	13.09	13.71	14.78	16.10
每股股利	0.50	0.50	0.34	0.42	0.52
估值比率					
PE	55.5	49.5	38.4	30.5	24.6
PB	3.5	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	50.9	50.2	38.8	33.7	28.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

钱佳兴，北京航空航天大学航空发动机系工学学士、硕士，曾在核工业工作，2018年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。