

前三季度业绩增长超预期， 公司上升发展通道打开

核心观点：

1. 事件

公司前三季度实现营业收入 105.28 亿元，同比增长 28.63%；归母净利润 4.04 亿元，同比增长 32.12%，扣非净利 3.83 亿，同比增长 28.56%，基本 EPS 为 0.69 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩增长超预期，收入和利润齐头并进

公司 2019 前三季度收入端增长 28.63%，主要得益于航空产品交付的增加。Q3 单季收入同比增长 28.39%，虽然比 Q2 的 40.23% 增速有所下滑，但依然是 2013 年以来的次高增速，表明公司业务发展进入快车道。

公司 2019 前三季度和 Q3 单季归母净利润分别增长 32.12% 和 27.34%，表现均超预期。报告期内，虽然公司业务综合毛利率水平有所下滑 (-1.15pct)，但公司期间费用率也同比减少 (-1.28pct)，瘦身健体+提质增效效果显著，最终公司净利率同比提升 0.14pct，ROE 水平提升 0.97pct 至 5.14%，盈利能力有所提升。

展望全年，我们认为随着我国新型通用直升机逐步进入量产阶段，航空产品收入持续增长可期，业绩较快增长有望持续。

(二) 公司未来有望受益于通航产业大发展

国务院《关于促进民航业发展的若干意见》，明确了我国未来将大力发展通用航空产业，通用航空市场的投资热已经在多个城市悄然兴起。

目前，我国正值社会转型期，事故灾难、公共卫生、社会公共安全等突发事件时有发生，但我国航空应急救援体系尚处于初建阶段，与发达国家相比差距较大。以德国为例，德国目前配有 53 个直升机救援站，境内每 50 千米就建有一个直升机起降点，保证直升机在 5-10 分钟内达到任何出现救援需求的地方。而作为航空应急救援的主力装备，目前我国可用于应急救援任务的直升机数量极少，航空应急救援体系建设对直升机的需求十分迫切。

公司作为我国直升机研发制造基地，具备自主研发和批量生产多品种、多系列、多型号直升机的能力。公司已经形成了“生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的产品研发格局，现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等系列直升机，以及运 12 系列轻型多用途飞机，基本形成了“一机多型、系列发展”的良好格局。未来，公司有望受益于国内通航产业大发展。

(三) 直 20 亮相国庆阅兵，耀眼新星正徐徐升起

近期，直 20 先后亮相国庆阅兵和天津航展。作为国内首个自主化

中直股份(600038.SH)

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-66568330

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

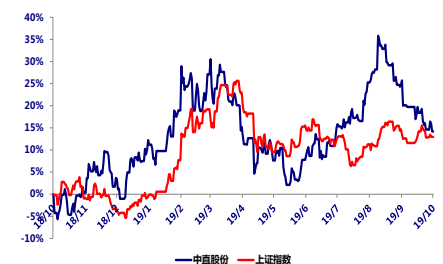
执业证书编号: S0130515090001.

市场数据

2019-10-25

A 股收盘价(元)	42.84
A 股一年内最高价(元)	51.49
A 股一年内最低价(元)	34.76
上证指数	2940.92
市盈率(2019)	38.03
总股本(万股)	58947.67
实际流通 A 股(万股)	58947.67
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	252.53

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

多用途直升机平台，直 20 的面世，将进一步丰富我国直升机家族谱系，意义重大。由于直-20 独特的外观与构型以及先进机载系统的配备，未来它将可以满足解放军多种军事任务需求，也有望在通用航空领域发挥重要作用。

国产直 20 对标美国黑鹰直升机，而后者自诞生之日起至今已经生产数千架，成为世界上生产数量最多的直升机之一。直 20 刚刚崭露头角，未来有望衍生出多种军用和民用型号，发展潜力和市场空间巨大。公司作为国内该型号的唯一生产企业将显著受益。

（四）资产证券化提升预期犹存，公司将受益

公司第三大股东港股公司中航科工去年 10 月份公告拟收购中航直升机有限责任公司 100% 股权，迈出直升机业务整体上市第一步。2019 年 10 月 13 日公告称，公司、中航工业及天津保税投资已经就建议收购的整体方案达成一致，收购进展较为顺利。我们认为公司作为 A 股上市公司，未来有望受益于直升机业务的整体上市。

3. 投资建议

根据公司半年报和季报表现以及对公司未来发展预期的修正，我们调高公司未来三年业绩预测。预计公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 6.64 亿、8.53 亿和 1.09 亿，EPS 为 1.13 元、1.45 元和 1.85 元，当前股价对应 PE 为 38x、29x 和 23x。

参照行业可比公司，公司估值优势较为明显，且作为国内直升机产业龙头，公司估值水平应给予适当溢价。受益于国内通用直升机放量 and 通航产业发展，公司中长期发展前景可期，维持“推荐”评级。

风险提示：产能不足和通航市场发展缓慢的风险。

表 1 主要财务指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(单位:百万元)	13065.51	16795.71	21812.59	28343.28
同比(%)	8.44%	28.55%	29.87%	29.94%
净利润(单位:百万元)	510.33	664.04	852.70	1088.47
同比(%)	12.07%	30.12%	28.41%	27.65%
EPS(单位:元)	0.87	1.13	1.45	1.85
P/E	49.24	38.03	29.62	23.20

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比上市公司估值

代码	简称	PE			PS		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000768.SZ	中航飞机	63.50	53.93	45.48	1.13	1.00	0.89
600967.SH	内蒙一机	27.42	22.76	19.28	1.23	1.06	0.93
600316.SH	洪都航空	79.10	56.30	43.27	3.32	2.69	2.18
600038.SH	中直股份	38.03	29.62	23.20	1.58	1.31	1.10
平均值(剔除公司)		56.67	44.33	36.01	1.90	1.59	1.34

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航空动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、航天动力（600343.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、风帆股份（600482.SH）、等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn