

## 中直股份 (600038)/国防军工

## 营收利润高速增长, 直升机龙头扬帆起航

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 42.84

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

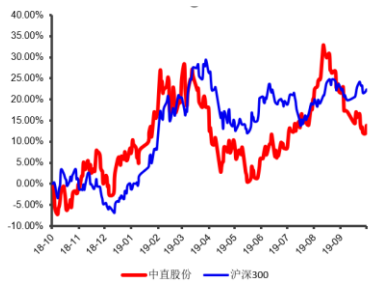
研究助理: 李聪

电话: 010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	589.48
流通股本(百万股)	589.48
市价(元)	42.84
市值(百万元)	25253.18
流通市值(百万元)	25253.18

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 相关报告一: 中直股份半年报点评《哈尔滨分部高速增长, 直升机龙头扬帆起航》2019.08.24
2. 相关报告二: 中直股份一季报点评《业绩符合市场预期, 看好公司全年高速增长》2019.04.29
3. 相关报告三: 中直股份年报点评《哈尔滨分部高速增长, 直升机龙头再起飞》2019.03.20
4. 相关报告四: 中直股份三季报点评《产品交付加速, 业绩符合预期》2018.10.26
5. 相关报告五: 中直股份深度报告《大市场、新装备, 直升机龙头再起飞》2018.09.27

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,048	13,066	16,959	21,383	26,983
增长率 yoy%	-3.78%	8.44%	29.80%	26.08%	26.19%
净利润	455	510	662	835	1,054
增长率 yoy%	3.69%	12.07%	29.79%	26.11%	26.12%
每股收益(元)	0.77	0.87	1.12	1.42	1.79
每股现金流量	1.04	1.62	7.63	-10.02	8.57
净资产收益率	6.31%	6.61%	8.27%	6.15%	7.35%
P/E	55.46	49.48	38.13	30.23	23.97
PEG	2.47	1.81	2.60	1.35	0.88
P/B	3.50	3.27	3.15	1.86	1.76

备注:

**投资要点**

- **事件:** 10月24日, 公司发布2019年三季度业绩报告, 公司前三季度实现营收105.29亿元, 同比增长28.63%; 其中第三季度实现营收36.28亿元, 较去年同期增长28.38%; 前三季度实现归母净利润4.05亿元, 同比增长32.12%。
- **营收利润高速增长, 直升机龙头扬帆起航。** 公司2019年前三季度实现营业收入105.29亿元, 同比增长28.63%, 前三季度公司实现归母净利润4.05亿元, 同比增长32.12%, 我们认为营业收入利润的增加主要是哈尔滨分部的新型产品持续放量。经营活动现金流入同比增加20.47%, 主要是由于本期销售商品、提供劳务的现金增加, 公司回款有所好转。应付票据和账款较去年同期增加了14.93亿, 同时经营现金流同比减少12.19%, 存货同比增长12%, 我们认为这足以说明公司在手订单充足, 生产经营活动饱满, 公司2019年全年业绩值得期待。
- **期间费用有效控制, 研发费用增速显著。** 公司前三季度净利润的增速高于营收增速, 受益于公司与诸多领先企业多方面的合作, 引进了先进的生产制造技术和管理经验, 管理费用仅同比增长10.88%。同时, 由于本期的利息收入增加, 财务费用同比减少153.65%。但报告期内公司研发费用仍然大规模同比增加33.12%, 表明公司对研发创新的重视, 后续预言型号饱满。公司的净利率为3.84%, 增长了12.61%, 我们认为主要是哈尔滨分部交付增加的规模效应带来了净利率的提高。公司加强与世界著名航空制造企业在型号、技术、售后服务等方面的交流合作, 公司核心竞争力有望提升。
- **直-20亮相国庆阅兵, 我国潜在市场广阔。** 直-20相继在国庆阅兵、国际直升机博览会亮相, 公司直升机设计水平向世界前列靠拢。从我国整体情况看, 直升机尚有发展空间, 目前我国军用直升机的数量为902架, 数量仅为美国的1/6; 民用直升机大部分为国外厂家生产, 国内自主品牌市场占有率还不到10%, 国产替代需求迫切。公司目前已经拥有较为完善的AC系列民用直升机谱系, 且产能足够, 我们预计公司未来有望充分收益军民融合, 迎来新一轮增长。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测公司2019-2021年实现收入分别为169.59/213.83/269.83亿元, 同比增长29.08%/26.08%/26.19%; 实现归母净利润6.62/8.35/10.54亿元, 同比增长29.79%/26.11%/26.12%; 对应19-21年P/E分别为38.13/30.23/23.97倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新机型列装不及预期; 宏观经济波动风险; 原材料短缺及价格波动风险; 产品质量与安全生产风险。

图表：财务报表与比率

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,048	13,066	16,959	21,383	26,983
增长率	-3.8%	8.4%	29.8%	26.1%	26.2%
营业成本	-10,199	-11,245	-15,267	-19,251	-24,294
%销售收入	84.7%	86.1%	90.0%	90.0%	90.0%
毛利	1,849	1,820	1,692	2,132	2,688
%销售收入	15.3%	13.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税金及附加	-21	-18	-29	-36	-46
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-117	-119	-176	-222	-283
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
管理费用	-1,141	-890	-687	-875	-1,106
%销售收入	9.5%	6.8%	4.1%	4.1%	4.1%
息税前利润（EBIT）	570	792	800	999	1,253
%销售收入	4.7%	6.1%	4.7%	4.7%	4.6%
财务费用	-1	13	-4	1	2
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	31	12	27	27	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	-4	-4	-4
%税前利润	0.2%	—	—	—	—
营业利润	601	817	819	1,023	1,279
营业利润率	5.0%	6.3%	4.8%	4.8%	4.7%
营业外收支	1	4	7	4	3
税前利润	602	821	826	1,028	1,282
利润率	5.0%	6.3%	4.9%	4.8%	4.8%
所得税	-93	-84	-110	-138	-174
所得税率	15.4%	10.3%	13.3%	13.5%	13.6%
净利润	455	510	662	835	1,054
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	455	510	662	835	1,054
净利率	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	455	510	662	835	1,054
加：折旧和摊销	288	271	282	285	287
资产减值准备	31	-43	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	46	27	4	-1	-2
投资收益	-1	0	4	4	4
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	369	5,593	3,545	-7,030	3,712
经营活动现金净流	614	955	4,496	-5,907	5,055
固定资本投资	133	178	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-121	-103	-50	-50	-40
股利分配	-137	-137	-194	-241	-299
其他	21	-6	-583	5,213	-237
筹资活动现金净流	-116	-143	-777	4,973	-536
现金净流量	377	708	3,670	-984	4,479

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,536	4,218	7,888	6,903	11,382
应收款项	2,002	2,497	3,343	4,020	5,272
存货	12,838	13,362	22,210	22,644	33,961
其他流动资产	591	659	997	905	1,308
流动资产	18,968	20,737	34,438	34,473	51,923
%总资产	84.3%	86.3%	91.9%	92.6%	95.4%
长期投资	231	25	25	25	25
固定资产	2,358	2,183	1,951	1,718	1,482
%总资产	10.5%	9.1%	5.2%	4.6%	2.7%
无形资产	575	561	526	491	456
非流动资产	3,533	3,298	3,036	2,770	2,492
%总资产	15.7%	13.7%	8.1%	7.4%	4.6%
资产总计	22,501	24,035	37,473	37,243	54,415
短期借款	340	360	0	239	0
应付款项	13,615	8,921	22,470	16,433	33,090
其他流动负债	292	6,008	6,008	6,008	6,008
流动负债	14,247	15,289	28,478	22,680	39,098
长期贷款	55	42	0	0	0
其他长期负债	680	686	686	686	686
负债	14,982	16,017	29,165	23,367	39,784
普通股股东权益	7,219	7,718	8,009	13,576	14,331
少数股东权益	300	300	300	300	300
负债股东权益合计	22,501	24,035	37,473	37,243	54,415

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.77	0.87	1.12	1.42	1.79
每股净资产(元)	12.25	13.09	13.59	23.03	24.31
每股经营现金净流(元)	1.04	1.62	7.63	-10.02	8.57
每股股利(元)	0.23	0.23	0.33	0.41	0.51
回报率					
净资产收益率	6.31%	6.61%	8.27%	6.15%	7.35%
总资产收益率	2.02%	2.12%	1.77%	2.24%	1.94%
投入资本收益率	9.62%	12.24%	17.23%	1109.79%	15.22%
增长率					
营业总收入增长率	-3.78%	8.44%	29.80%	26.08%	26.19%
EBIT增长率	4.65%	44.31%	-1.42%	25.88%	26.27%
净利润增长率	3.69%	12.07%	29.79%	26.11%	26.12%
总资产增长率	13.50%	6.82%	55.91%	-0.61%	46.11%
资产管理能力					
应收账款周转天数	52.9	52.0	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	348.7	361.0	377.6	377.6	377.6
应付账款周转天数	165.3	152.2	158.7	155.4	157.1
固定资产周转天数	71.4	62.6	43.9	30.9	21.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-49.82%	-92.92%	-82.65%	-80.04%	-80.04%
EBIT利息保障倍数	786.3	-60.3	200.8	-885.2	-513.7
资产负债率	66.58%	66.64%	77.83%	62.74%	73.11%

来源：中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。