

2017年08月22日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

直升机龙头持续落子布局全谱系

战略性重视行业需求快速释放

——中直股份（600038）动态点评

研究所

证券分析师：

0755-83473923

联系人：

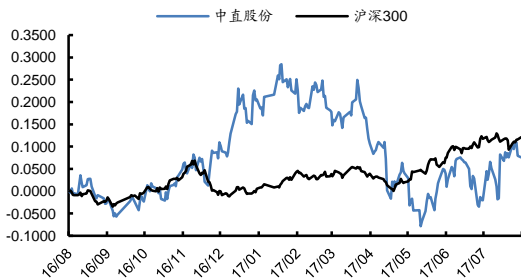
谭倩 S0350512090002

tanq@ghzq.com.cn

苏立赞

sulz@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|-----|------|
| 中直股份 | 10.1 | 3.7 | 6.4 |
| 沪深300 | -0.1 | 9.4 | 10.7 |

市场数据 2017-08-21

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 45.91 |
| 52周价格区间（元） | 37.90 - 55.27 |
| 总市值（百万） | 27062.88 |
| 流通市值（百万） | 27062.88 |
| 总股本（万股） | 58947.67 |
| 流通股（万股） | 58947.67 |
| 日均成交额（百万） | 234.94 |
| 近一月换手（%） | 33.85 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **直升机龙头持续落子布局全谱系。**中直股份是国内直升机行业的最主要供应商，为军、民两个市场提供国产直升机整机和零部件的设计与制造能力。2016年，整机业务占收入约80%，较为稳定，零部件业务约占20%，维持较快增长。公司肩负军用直升机交付保障，同时定位民用直升机工业的脊梁，近年通过持续发展新型号，不断完善型号谱系。其中，军用国产新型10吨级通用直升机稳步推进，对标占比美国军用直升机一半份额的黑鹰直升机，有望不久贡献增量市场空间；公司与国外合作新民用直升机型号，以中法合作AC352为代表的6-7吨级中型多用途直升机为例，因在安全性、空间、操纵性、经济性等方面表现优秀，用途广泛，目标生产1000架，未来产值有望达100亿欧元，国内预计2018年交付首架；同时，AC311A、AC312E等多个民直型号的改进型不断推进，与进口民直相比，性能和可靠性不断提升，竞争力进一步增强。

■ **多层次行业需求构建广阔市场空间。**军用方面：军用直升机数量与美国差距明显，仅为其1/7，其中国产型号约一半份额，绝对数量和国产化率方面带来硬性需求。军改带来军兵种优化契机，本着立体作战，多栖机动的方向，未来陆航部队、海军陆战队加强编制，短期需求迫在眉睫。民用方面：国内民用直升机数量不足千架，尚不及美国1/10，国产型号约5%份额。国内自然灾害多发，带来应急救援领域较大需求，同时巡线、运输、消防、警务等方面需求也在逐步增长，国产民用直升机将不断开拓市场份额，中长期市场潜力较大。公司多项新型直升机型号进展顺利，有利于充分对接和满足国内军民用市场需求，连同国外市场不断斩获订单，未来有望开启新一波直升机交付景气周期。

■ **上市平台地位明确，注入可期；改革契机，机制体制有望进一步提升。**直升机板块证券化率约60%，上市公司体外还有近40%的军机总装资产。近期直升机板块新帅到位，型号推进和管理增效值得期待。同时，上市公司体内非航空业务存在进一步优化可能，航空民用直升机业务或将受益于新一轮国企改革进程，对民族直升机工业发展的规模、速度与质量有积极意义。

■ **盈利预测和投资评级：增持评级。**基于公司布局全面，型号快速推

进，市场需求旺盛，首次推荐，给予增持评级。预计 2017-2019 年归母净利润分别为 5.36 亿元、6.45 亿元及 8.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.09 元及 1.36 元，对应当前股价 PE 分别为 51 倍、42 倍及 34 倍。

- **风险提示：** 1) 军机订单慢于预期； 2) 通航发展对国产直升机需求低于预期； 3) 国企改革落地低于预期； 4) 业绩增长不及预期。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 12522 | 14059 | 17138 | 20383 |
| 增长率(%) | 0% | 12% | 22% | 19% |
| 净利润（百万元） | 439 | 536 | 645 | 802 |
| 增长率(%) | 0% | 22% | 20% | 24% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.75 | 0.91 | 1.09 | 1.36 |
| ROE(%) | 6.21% | 7.24% | 8.29% | 9.70% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 中直股份盈利预测表

| 证券代码: | 600038.SH | | | | 股价: | 45.91 | 投资评级: | 增持 | 日期: | 2017-08-21 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 6% | 7% | 8% | 10% | EPS | | 0.75 | 0.91 | 1.09 | 1.36 |
| 毛利率 | 14% | 14% | 14% | 14% | BVPS | | 11.64 | 12.18 | 12.85 | 13.67 |
| 期间费率 | 10% | 10% | 10% | 10% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 4% | 4% | 4% | 4% | P/E | | 61.62 | 50.49 | 41.93 | 33.73 |
| 成长能力 | | | | | P/B | | 3.95 | 3.77 | 3.57 | 3.36 |
| 收入增长率 | 0% | 12% | 22% | 19% | P/S | | 2.16 | 1.92 | 1.58 | 1.33 |
| 利润增长率 | 0% | 22% | 20% | 24% | 利润表 (百万元) | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 营业收入 | | 12522 | 14059 | 17138 | 20383 |
| 总资产周转率 | 0.63 | 0.64 | 0.68 | 0.71 | 营业成本 | | 10760 | 12093 | 14742 | 17489 |
| 应收账款周转率 | 6.45 | 5.93 | 5.84 | 5.84 | 营业税金及附加 | | 11 | 12 | 15 | 18 |
| 存货周转率 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 销售费用 | | 131 | 147 | 179 | 213 |
| 偿债能力 | | | | | 管理费用 | | 1050 | 1179 | 1438 | 1710 |
| 资产负债率 | 64% | 66% | 69% | 71% | 财务费用 | | 4 | 2 | 7 | 12 |
| 流动比 | 1.35 | 1.31 | 1.25 | 1.21 | 其他费用/(-收入) | | (52) | 0 | 0 | 0 |
| 速动比 | 0.48 | 0.45 | 0.40 | 0.36 | 营业利润 | | 512 | 626 | 758 | 940 |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业外净收支 | | 9 | 10 | 8 | 12 |
| 现金及现金等价物 | 2610 | 2460 | 1983 | 1529 | 利润总额 | | 521 | 636 | 766 | 952 |
| 应收款项 | 1940 | 2371 | 2937 | 3493 | 所得税费用 | | 82 | 100 | 120 | 149 |
| 存货净额 | 10499 | 11811 | 14398 | 17081 | 净利润 | | 440 | 536 | 646 | 803 |
| 其他流动资产 | 1268 | 1424 | 1736 | 2065 | 少数股东损益 | | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 流动资产合计 | 16317 | 18066 | 21055 | 24168 | 归属于母公司净利润 | | 439 | 536 | 645 | 802 |
| 固定资产 | 2417 | 2705 | 3136 | 3626 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 在建工程 | 198 | 234 | 228 | 198 | 经营活动现金流 | | (298) | 509 | 324 | 436 |
| 无形资产及其他 | 577 | 577 | 570 | 564 | 净利润 | | 440 | 536 | 646 | 803 |
| 长期股权投资 | 47 | 47 | 47 | 47 | 少数股东权益 | | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 19826 | 21898 | 25305 | 28872 | 折旧摊销 | | 316 | 132 | 147 | 168 |
| 短期借款 | 390 | 400 | 420 | 470 | 公允价值变动 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 8406 | 9457 | 11529 | 13677 | 营运资金变动 | | (1055) | (3637) | (6462) | (6599) |
| 预收帐款 | 2462 | 3150 | 4074 | 4957 | 投资活动现金流 | | (161) | (324) | (425) | (460) |
| 其他流动负债 | 807 | 807 | 807 | 807 | 资本支出 | | 42 | (324) | (425) | (460) |
| 流动负债合计 | 12065 | 13813 | 16830 | 19911 | 长期投资 | | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 75 | 75 | 75 | 75 | 其他 | | (243) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 612 | 612 | 612 | 612 | 筹资活动现金流 | | 309 | (202) | (235) | (267) |
| 长期负债合计 | 687 | 687 | 687 | 687 | 债务融资 | | (50) | 10 | 20 | 50 |
| 负债合计 | 12752 | 14500 | 17516 | 20598 | 权益融资 | | 200 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 589 | 589 | 589 | 589 | 其它 | | 159 | (212) | (255) | (317) |
| 股东权益 | 7074 | 7398 | 7789 | 8275 | 现金净增加额 | | (150) | (17) | (336) | (292) |
| 负债和股东权益总计 | 19826 | 21898 | 25305 | 28872 | | | | | | |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【军工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

苏立赞，负责军工行业上市公司研究。清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5 年军工领域从业经验，逾一年基金买方研究经历。

【分析师承诺】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。