

2017年08月31日

中直股份 (600038.SH)

中报点评：业绩有所下降 看好未来发展

■事件：公司发布2017半年报公告，营收利润同比小幅下滑：公司2017年上半年实现营收53.09亿元，同比下降4.46%，归母净利润1.53亿元，同比下降12.31%。单二季度实现收入32.21亿元，同比增长3.5%，归母净利润8246.79万元，同比下降30.91%。受军改及老机型产量增速放缓影响，公司上半年航空产品交付量减少，营业收入出现小幅下降。本期递延所得税费用同比增长6倍以及研发支出同比增长86.20%，导致净利润降幅大于收入降幅。

■销售毛利率、销售净利率降至历年低位水平，税费调整为主因：公司2017年上半年销售毛利率为9.94%，已连续两年中报毛利率低于10%，公司2016年全年销售毛利率为14.07%，预计2017年全年毛利率将维持该水平。我们认为导致连续两年年中毛利率大幅低于全年数据的原因，为毛利率较高产品集中在年底交付。公司2017年上半年销售净利率为2.90%，为2014年以来最低水平，除受毛利率影响以外，主要原因为税金附加及所得税同比大幅增加1668.23万元，以及研发支出同比增加1285.59万元，我们认为全年销售净利率将维持在3.3%-3.5%。

■在研新机型为公司未来业绩主要增长点：公司作为航空工业集团直升机板块唯一上市平台，以民用直升机整机及军民用直升机零部件为主要产品。公司生产的直-8是我国运输能力最强的直升机，直-9是我国军用直升机中数量最多品类最全的型号，两个机型已批量生产多年目前处于稳定阶段。公司负责提供零配件配套的多个武装直升机型号，预计仍为军队采购配置品种。公司在研新机型将填补国内相关应用领域的空白，列装后预计成为公司未来重要的业绩增长点。

■哈飞集团减持2300万股，为大股东正常资金需求：8月25日，公司披露大股东哈飞集团将自减持公告日起15个交易日至2017年12月31日，计划通过集中竞价、大宗交易等方式减持公司股份2300万股（占比3.91%），截止25日哈飞集团共持有公司4807.08万股（占比8.15%）。我们认为此次减持计划为大股东正常资金需求，或将为布局通航直升机领域做准备，对上市公司未有不不利影响。同时根据8月23日公司公告披露，董事会正式通过公司董事长、总经理等其他高管的任职事项，新帅上任将为公司带来新的发展思路。

■投资建议：考虑到新机型列装预期，军用及民用直升机的广阔市场，以及“十三五”末军品订单的集中体现，我们认为中直股份作为国

公司快报

证券研究报告

航空军工

投资评级 买入-A

维持评级

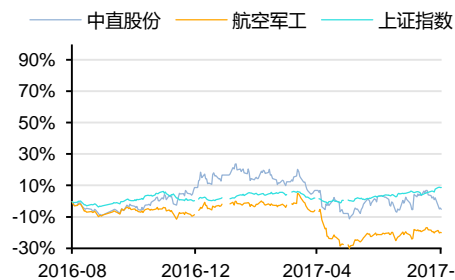
6个月目标价：50.00元

股价(2017-08-31) 41.99元

交易数据

总市值(百万元)	24,752.13
流通市值(百万元)	24,752.13
总股本(百万股)	589.48
流通股本(百万股)	589.48
12个月价格区间	39.55/55.11元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.93	-5.34	-9.3
绝对收益	-2.62	2.73	0.01

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

杨光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517080001
yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

张超

报告联系人

zhangchao@essence.com.cn

余平

报告联系人

yuping1@essence.com.cn

相关报告

中直股份：军用领域缺口巨大，中航工业集团直升机唯一平台前景广阔 2016-10-17

内直升机龙头企业值得关注。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.37 亿、5.40 亿、6.98 亿元,2017-2019 年 EPS 分别为 0.74、0.92、1.18 元,维持“买入-A”评级,6 个月内目标价为 50 元。

■风险提示：新型号进展的不确定性、政策性风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	12,544.1	12,521.5	12,516.7	14,720.8	18,125.0
净利润	437.1	439.2	436.8	539.5	697.8
每股收益(元)	0.74	0.75	0.74	0.92	1.18
每股净资产(元)	11.11	11.64	12.18	13.10	14.28
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.1	56.9	57.2	46.3	35.8
市净率(倍)	3.8	3.6	3.5	3.2	3.0
净利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.7%	3.8%
净资产收益率	6.7%	6.2%	5.9%	6.8%	8.1%
股息收益率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	13.8%	13.6%	9.1%	26.5%	15.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,544.1	12,521.5	12,516.7	14,720.8	18,125.0	成长性					
减:营业成本	10,621.7	10,760.3	10,758.1	12,648.1	15,567.5	营业收入增长率	0.7%	-0.2%	0.0%	17.6%	23.1%
营业税费	3.4	11.0	8.8	10.3	12.7	营业利润增长率	43.6%	0.9%	0.6%	21.7%	30.1%
销售费用	123.5	130.8	137.7	164.9	206.6	净利润增长率	31.7%	0.5%	-0.5%	23.5%	29.3%
管理费用	1,113.6	1,050.4	1,038.9	1,207.1	1,468.1	EBITDA 增长率	32.9%	-4.4%	3.4%	14.2%	19.1%
财务费用	23.5	4.1	12.3	13.3	9.9	EBIT 增长率	46.3%	-2.8%	2.2%	21.3%	28.9%
资产减值损失	149.6	38.4	45.5	50.0	44.3	NOPLAT 增长率		-2.2%	-1.4%	25.3%	28.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.6%	47.9%	-57.0%	121.7%	-24.6%
投资和汇兑收益	-1.1	-14.1	-	-	-	净资产增长率	6.1%	7.8%	4.6%	7.3%	8.8%
营业利润	507.7	512.5	515.5	627.1	815.9	利润率					
加:营业外净收支	14.0	8.7	21.1	14.6	14.8	毛利率	15.3%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
利润总额	521.7	521.1	536.6	641.7	830.7	营业利润率	4.0%	4.1%	4.1%	4.3%	4.5%
减:所得税	84.3	81.6	99.8	102.2	132.9	净利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.7%	3.8%
净利润	437.1	439.2	436.8	539.5	697.8	EBITDA/营业收入	6.9%	6.7%	6.9%	6.7%	6.5%
						EBIT/营业收入	4.2%	4.1%	4.2%	4.4%	4.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	74	71	67	51	36
货币资金	3,722.4	2,610.3	5,164.1	3,242.9	5,042.7	流动营业资本周转天数	12	38	27	29	44
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	513	509	525	520	490
应收账款	45.7	52.2	1,449.8	605.3	1,559.6	应收账款周转天数	21	1	22	25	22
应收票据	120.8	134.1	50.8	190.1	162.3	存货周转天数	326	315	318	321	318
预付账款	360.9	1,153.0	121.2	1,360.6	844.8	总资产周转天数	618	611	621	594	543
存货	11,436.0	10,498.6	11,613.4	14,650.7	17,368.6	投资资本周转天数	92	114	97	80	79
其他流动资产	3,412.2	1,869.0	1,765.8	2,349.0	1,994.6	投资回报率					
可供出售金融资产	159.3	159.3	161.3	159.9	160.2	ROE	6.7%	6.2%	5.9%	6.8%	8.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	2.2%	1.9%	2.1%	2.4%
长期股权投资	87.9	47.2	47.2	47.2	47.2	ROIC	13.8%	13.6%	9.1%	26.5%	15.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,494.7	2,417.4	2,207.9	1,969.0	1,667.9	销售费用率	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
在建工程	162.6	198.2	99.1	19.8	-	管理费用率	8.9%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%
无形资产	584.8	576.7	555.3	534.0	512.6	财务费用率	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.0%	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%
资产总额	22,693.4	19,825.7	23,333.6	25,233.1	29,464.2	偿债能力					
短期债务	415.0	390.0	-	-	-	资产负债率	71.1%	64.3%	68.3%	68.6%	70.7%
应付账款	6,139.4	4,992.4	6,612.7	6,951.9	8,183.2	负债权益比	245.7%	180.3%	215.5%	218.0%	241.3%
应付票据	3,031.3	3,994.1	2,306.5	5,360.6	4,212.2	流动比率	1.24	1.35	1.32	1.34	1.34
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.50	0.48	0.56	0.47	0.48
长期借款	99.9	75.0	-	-	-	利息保障倍数	22.58	127.53	42.92	48.18	83.58
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	16,129.7	12,751.8	15,937.6	17,297.5	20,830.7	DPS(元)	0.25	0.23	-	-	-
少数股东权益	15.0	215.4	215.4	215.4	215.4	分红比率	33.7%	30.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	589.5	589.5	589.5	589.5	589.5	股息收益率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	5,862.6	6,154.3	6,591.1	7,130.7	7,828.7						
股东权益	6,563.6	7,074.0	7,396.0	7,935.6	8,633.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.74	0.75	0.74	0.92	1.18
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	11.11	11.64	12.18	13.10	14.28
净利润	437.4	439.6	436.8	539.5	697.8	PE(X)	57.1	56.9	57.2	46.3	35.8
加:折旧和摊销	340.1	316.4	333.1	343.1	345.9	PB(X)	3.8	3.6	3.5	3.2	3.0
资产减值准备	149.6	38.4	-	-	-	P/FCF	45.7	-21.2	9.4	-13.0	13.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.0	2.0	2.0	1.7	1.4
财务费用	51.5	34.0	12.3	13.3	9.9	EV/EBITDA	31.8	31.7	23.0	22.1	17.0
投资损失	1.1	14.1	-	-	-	CAGR(%)	7.2%	16.7%	9.6%	7.2%	16.7%
少数股东损益	0.3	0.4	-	-	-	PEG	7.9	3.4	6.0	6.4	2.1
营运资金的变动	-3,745.0	-391.7	2,382.3	-2,822.4	769.0	ROIC/WACC	1.2	1.2	0.8	2.4	1.4
经营活动产生现金流量	602.5	-298.4	3,164.5	-1,926.5	1,822.5	REP	6.9	4.5	11.9	2.0	4.2
投资活动产生现金流量	-106.4	-160.6	-5.1	-2.2	-3.7						
融资活动产生现金流量	-640.7	-10.8	-605.5	7.5	-19.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章、杨光声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034