

中直股份(600038)

报告日期: 2019年11月29日

直升机资产加速整合, 新机型助力业绩增长

——中直股份 2019 年三季度报点评报告

点评报告

行业公司研究——国防军工

✍️ : 杨晨 执业证书编号: S1230518120001
☎️ : 021-80105932
✉️ : yangchen2@stocke.com.cn

报告导读

11月28日公司公告, 公司股东中航科工拟发行内资股收购中直有限100%股权、哈飞集团10.21%股权、昌飞集团47.96%股权。交易完成后, 中航科工合计持有中直股份50.80%股份。

投资要点

□ 直升机资产加速整合, 公司中长期受益

本次交易属于上市公司主要股东之间的股权变动, 符合国家军民融合发展和航空强国战略, 中航工业集团整合旗下直升机业务, 整体注入到中航科工港股上市平台。我们认为, 此举彰显了中航工业集团对军民用直升机业务长期发展的信心, 从中直股份业绩可以看出直升机业务正处于高景气周期, 随着集团资产整合的加速推进, 直升机研制及部分总装资产未来有望注入上市公司体内, 增厚业绩同时完善直升机资产完整性, 打造我国直升机龙头上市公司。

□ 直升机需求不断扩大, 军民融合市场空间广阔

军改后陆军航空兵扩编和海军陆战队建设, 我国军用直升机需求不断扩大。公司作为直升机行业龙头, 将受益于整个行业的向好发展。参考美国陆军直升机的编制情况, 我们预测未来我国陆军直升机需求达到1500架, 市场空间约为1800亿元; 根据《通用航空“十三五”规划》, 我们预测国内民用直升机到2020年约有600架的缺口, 公司民机业务有望提升。

□ 盈利预测及估值

根据公司关于日常关联交易的公告, 公司2019年度预计上限同比增长26%左右, 我们预计公司2019-2021年实现营收162.48/206.71/264.68亿元, 同比增长24.35%、27.23%、28.05%, 实现归母净利润分别为6.51/8.61/11.46亿元, 同比增长27.50%、32.31%、33.12%, 对应EPS分别为1.10/1.46/1.94元/股, 目前股价对应2019-2021年PE分别为38.81/29.33/22.04倍, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

航空产品交付节奏慢于预期; 资产整合进度低于预期。

财务摘要

| (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 13066 | 16248 | 20671 | 26468 |
| (+/-) | 8.44% | 24.35% | 27.23% | 28.05% |
| 净利润 | 510 | 651 | 861 | 1146 |
| (+/-) | 12.07% | 27.50% | 32.31% | 33.12% |
| 每股收益(元) | 0.87 | 1.10 | 1.46 | 1.94 |
| P/E | 49.48 | 38.81 | 29.33 | 22.04 |

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥44.07

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.28

2Q/2019

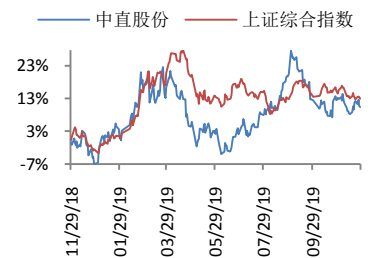
0.27

1Q/2019

0.13

4Q/2018

0.36



公司简介

中航直升机股份有限公司(简称中直股份)隶属于中航工业集团, 是我国直升机制造业的主力军。公司经过近年来产品结构调整, 完善了直升机谱系, 基本形成“一机多型, 系列发展”的格局。

相关报告

- 《业绩持续高增长, 新机型需求空间大》2019.10.25
- 《新机型助力, 中报业绩有望加速增长》2019.07.30
- 《业绩持续增长, 直升机生产有望提速》2019.04.29
- 《景气度趋势向上, 新机型助力公司持续高增长》2019.03.21
- 《加大研发投入, 新机型助力公司业绩增长》2018.10.26

报告撰写人: 杨晨

证券研究报告

1. 直升机资产加速整合，公司中长期受益

本次交易属于上市公司主要股东之间的股权变动，符合国家军民融合发展和航空强国战略，中航工业集团整合旗下直升机业务，整体注入到中航科工港股上市平台。我们认为，此举彰显了中航工业集团对军民用直升机业务长期发展的信心，从中直股份业绩可以看出直升机业务正处于高景气周期，随着集团资产整合的加速推进，直升机研制及部分总装资产未来有望注入上市公司体内，增厚业绩同时完善直升机资产完整性，打造我国直升机龙头上市公司。

2. 直升机需求不断扩大，军民融合市场空间广阔

中直股份隶属于中航工业集团公司，是我国直升机制造业的主力军。公司主营业务是航空产品，收入占比 98%，是我国直升机和通用、支线飞机科研生产基地。主要产品包括直 8、直 9、直 11、AC 系列等型号直升机及零部件、军用直升机零部件，以及 Y12 系列轻型多用途飞机。近年来公司已逐步完成了主要型号的更新换代，完善了直升机谱系，基本形成“一机多型、系列发展”的良好格局。

表 1：公司主营业务

| 分类 | 产品 | 衍生机型 | 图例 |
|----|---------|-----------------------|--|
| 军用 | 直 8 系列 | 直 8-A 直-8J/JA/JH 等 |  |
| | 直 9 系列 | 直-9A、 直-9B 等 |  |
| | 直 10 系列 | 武直-10 |  |
| | 直 11 系列 | 直-11ME1 直-11MB1 等 |  |
| | 直 18 | 直-18 |  |
| | 直 19 | 武直-19 |  |
| 民用 | AC 系列 | AC310、AC311 等 |  |
| | Y12 系列 | 运-12 I、运-12 II 等 |  |

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3. 盈利预测

根据公司关于日常关联交易的公告，公司 2019 年度预计上限同比增长 26%左右，我们预计公司 2019-2021 年实现营收 162.48/206.71/264.68 亿元，同比增长 24.35%、27.23%、28.05%，实现归母净利润分别为 6.51/8.61/11.46 亿元，同比增长 27.50%、32.31%、33.12%，对应 EPS 分别为 1.10/1.46/1.94 元/股，目前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 38.81/29.33/22.04 倍，给予“增持”评级。

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|--------|--------|--------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 单位: 百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 20737 | 24648 | 29864 | 35023 | 营业收入 | 13066 | 16248 | 20671 | 26468 |
| 现金 | 4218 | 5356 | 5747 | 6280 | 营业成本 | 11245 | 13931 | 17679 | 22553 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 18 | 23 | 33 | 39 |
| 应收账款 | 2480 | 2936 | 3789 | 4708 | 营业费用 | 119 | 148 | 189 | 242 |
| 其它应收款 | 17 | 20 | 25 | 33 | 管理费用 | 890 | 1107 | 1409 | 1804 |
| 预付账款 | 303 | 455 | 577 | 693 | 研发费用 | 306 | 381 | 488 | 627 |
| 存货 | 13362 | 15602 | 19447 | 23005 | 财务费用 | (13) | (41) | (55) | (61) |
| 其他 | 357 | 278 | 278 | 304 | 资产减值损失 | (43) | (54) | (68) | (87) |
| 非流动资产 | 3298 | 3031 | 2782 | 2510 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 金额资产类 | 0 | 80 | 80 | 53 | 投资净收益 | (0) | (4) | 0 | (2) |
| 长期投资 | 25 | 48 | 48 | 40 | 其他经营收益 | 49 | 19 | 19 | 19 |
| 固定资产 | 2182 | 1963 | 1725 | 1464 | 营业利润 | 591 | 767 | 1015 | 1369 |
| 无形资产 | 561 | 532 | 503 | 471 | 营业外收支 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 在建工程 | 121 | 86 | 45 | 24 | 利润总额 | 595 | 771 | 1020 | 1373 |
| 其他 | 409 | 322 | 381 | 458 | 所得税 | 84 | 120 | 159 | 226 |
| 资产总计 | 24035 | 27679 | 32645 | 37533 | 净利润 | 510 | 651 | 861 | 1146 |
| 流动负债 | 15289 | 18309 | 22399 | 26143 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 360 | 363 | 350 | 362 | 归属母公司净利润 | 510 | 651 | 861 | 1146 |
| 应付款项 | 8560 | 11056 | 14236 | 18206 | EBITDA | 823 | 879 | 1117 | 1463 |
| 预收账款 | 0 | 3191 | 4057 | 2599 | EPS (最新摊薄) | 0.87 | 1.10 | 1.46 | 1.94 |
| 其他 | 6370 | 3699 | 3756 | 4976 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 728 | 701 | 717 | 715 | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 长期借款 | 42 | 42 | 42 | 42 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 686 | 659 | 675 | 674 | 营业收入增长率 | 8.44% | 24.35% | 27.23% | 28.05% |
| 负债合计 | 16017 | 19010 | 23116 | 26858 | 营业利润增长率 | 7.91% | 29.77% | 32.42% | 34.77% |
| 少数股东权益 | 300 | 300 | 300 | 300 | 归属于母公司净利润 | 12.07% | 27.50% | 32.31% | 33.12% |
| 归属母公司股东权益 | 7718 | 8368 | 9229 | 10375 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 24035 | 27679 | 32645 | 37533 | 毛利率 | 13.93% | 14.26% | 14.47% | 14.79% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 | 3.91% | 4.00% | 4.16% | 4.33% |
| 单位: 百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | ROE | 6.83% | 8.09% | 18.66% | 12.23% |
| 经营活动现金流 | 955 | 1053 | 197 | 279 | ROIC | 5.64% | 6.67% | 8.12% | 9.81% |
| 净利润 | 510 | 651 | 861 | 1146 | 偿债能力 | | | | |
| 折旧摊销 | 271 | 158 | 158 | 158 | 资产负债率 | 66.64% | 68.68% | 70.81% | 71.56% |
| 财务费用 | (13) | (41) | (55) | (61) | 净负债比率 | 2.73% | 2.43% | 1.94% | 1.69% |
| 投资损失 | 0 | 4 | (0) | 2 | 流动比率 | 1.36 | 1.35 | 1.33 | 1.34 |
| 营运资金变动 | 512 | 2510 | 3191 | 2759 | 速动比率 | 0.48 | 0.49 | 0.47 | 0.46 |
| 其它 | (326) | (2229) | (3957) | (3724) | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | (103) | 18 | 151 | 188 | 总资产周转率 | 0.56 | 0.63 | 0.69 | 0.75 |
| 资本支出 | 178 | 118 | 143 | 146 | 应收账款周转率 | 6.98 | 7.32 | 7.52 | 7.66 |
| 长期投资 | 206 | (103) | 0 | 34 | 应付账款周转率 | 2.37 | 2.63 | 2.54 | 2.52 |
| 其他 | (487) | 4 | 8 | 8 | 每股指标 (元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | (143) | 66 | 42 | 65 | 每股收益(最新摊薄) | 0.87 | 1.10 | 1.46 | 1.94 |
| 短期借款 | 20 | 3 | (13) | 12 | 每股经营现金流(最 | 1.62 | 1.79 | 0.33 | 0.47 |
| 长期借款 | (14) | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 13.09 | 14.20 | 15.66 | 17.60 |
| 其他 | (150) | 63 | 55 | 54 | 估值比率 | | | | |
| 现金净增加额 | 708 | 1138 | 391 | 533 | P/E | 49.48 | 38.81 | 29.33 | 22.04 |
| | | | | | P/B | 3.27 | 3.02 | 2.74 | 2.43 |
| | | | | | EV/EBITDA | 22.83 | 23.83 | 18.40 | 13.68 |

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>