

# 中直股份 (600038.SH)

## 直升机高景气+集团资产整合加速, 公司成长性与弹性兼具

**直升机高景气+集团资产整合加速, 公司成长性与弹性兼具, 维持“买入”。**我们认为公司作为国内直升机独一无二的龙头, 未来三年内成长性, 源自于直升机升级换代加速与新机型放量, 景气上行支撑高成长, 2019Q3 营收 105 亿元 (+28.6%)、归母净利润 4.05 亿元 (+32.1%), 连续两个季度超市场预期。同时, 公司股东中航科工拟收购整机相关资产, 表明中航工业集团直升机板块资产整合提速, 公司未来也有望受益。在不考虑资产注入情况下, 我们维持盈利预测, 预计 2019-2021 年净利润为 6.43/8.13/9.97 亿元, EPS 为 1.09/1.38/1.69 元, 对应 PE 为 42/33/27 倍, 维持“买入”评级。

**中航科工拟以 56.88 亿元收购军用直升机总装资产, 直升机资产整合加速。**中直股份 11 月 28 日公告, 股东中航科工拟发行内资股, 收购中直有限 100%、哈飞集团 10.21%、昌飞集团 47.96% 股份, 对价 56.88 亿元。我们认为, 1) 本次收购后, 中航工业武装直升机核心资产哈飞、昌飞及中直有限将成为中航科工全资子公司, 同时中航科工间接增持中直股份 16.03% 股份 (共持 50.80%), 具备控股地位。2) 收购标的将完善中航科工直升机业务链条, 优化其资产结构, 进一步促进公司直升机业务的发展。3) 通过此次收购事件, 中航工业部分武装直升机总装资产实现港股上市。标的资产 2018 年扣非净利润约为 3.18 亿元, 占中航科工 2018 年扣非净利润的 31.5%, 有助于提升其盈利能力。

**中航系核心资产整合稳步推进, 公司有望收获改革红利。**虽然此次收购方案仅涉及公司主要股东层面的股权变动, 但我们认为: 1) 中航工业集团旗下 28 家上市公司, 资产证券化程度与市场化机制均走在各大军工集团前列, 2019 年 11 月 5 日中航飞机公告将置入西飞、陕飞等总装业务, 11 月 18 日中航光电推出第二期股权激励方案, 中航工业集团在国企改革、资产整合方面呈加速趋势。2) 根据集团会议内容, 中航工业计划在 2020 年实现资产证券化率超 70%, 继续探索军民融合、打造优质上市公司, 助力集团公司转型升级。3) 在军工改革加速背景下, 作为 A 股唯一的直升机龙头, 中直股份有望受益于中航系核心资产整合, 未来直升机资产证券化可期。

**公司作为国内独一无二的直升机龙头, 将充分受益于直升机行业高景气的到来。**1) 军机方面: 我国军用直升机发展远落后于美国, 需求最大、最急迫的 10 吨级直升机及 20 吨级重型直升机仍主要依赖进口。我国国防现代化建设正加速, 我们认为在军费向航空装备倾斜背景下, 我国军用直升机将迎来新一轮快速成长期。2) 民机方面: 公司深入开展“一机首飞”、“一机论证”、“两机取证”等工作, 各型直升机销售稳中有进, 各主打产品逐步站稳市场, 同时努力推进“一带一路”市场的开拓。我们认为在低空空域开放等政策的扶持下, 民机业务有望受益。

**风险提示:** 1) 军品订单波动性较大; 2) 新机型量产进度不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,048	13,066	15,430	18,285	21,724
增长率 yoy (%)	-3.8	8.4	18.1	18.5	18.8
归母净利润 (百万元)	455	510	643	813	997
增长率 yoy (%)	3.7	12.1	26.1	26.4	22.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.77	0.87	1.09	1.38	1.69
净资产收益率 (%)	6.1	6.4	7.6	8.8	9.9
P/E (倍)	59.2	52.8	41.9	33.2	27.0
P/B (倍)	3.74	3.49	3.29	3.03	2.77

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	航空装备
前次评级	买入
最新收盘价	45.50
总市值(百万元)	26,821.19
总股本(百万股)	589.48
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.92

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张润毅

执业证书编号: S0680519050001

邮箱: zhangrunyi@gszq.com

分析师 张高毅

执业证书编号: S0680518100002

邮箱: zhanggaoyan@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《中直股份 (600038.SH): 中报业绩超预期, 高景气支撑高成长》2019-08-25
- 2、《中直股份 (600038.SH): 业绩符合预期, 新一轮高成长可期》2019-03-21
- 3、《中直股份 (600038.SH): 中国直升机龙头, 开启新一轮高成长》2019-03-03



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	18968	20737	25435	30490	36592
现金	3536	4218	5313	6554	8736
应收账款	1724	2020	2389	2690	3181
其他应收款	14	17	35	25	43
预付账款	392	303	1024	410	1099
存货	12838	13362	15832	19614	22181
其他流动资产	465	817	842	1197	1352
<b>非流动资产</b>	3533	3298	3498	3736	4023
长期投资	71	25	1	-21	-44
固定投资	2358	2183	2430	2710	3034
无形资产	575	561	531	500	468
其他非流动资产	529	530	536	548	565
<b>资产总计</b>	22501	24035	28933	34226	40615
<b>流动负债</b>	14247	15289	19572	23910	29143
短期借款	340	360	369	367	364
应付账款	4953	4553	6929	7908	10495
其他流动负债	8954	10376	12274	15635	18285
<b>非流动负债</b>	735	728	625	639	633
长期借款	55	42	16	-9	-34
其他非流动负债	680	686	610	648	668
<b>负债合计</b>	14982	16017	20197	24549	29777
少数股东权益	300	300	300	300	300
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4233	4312	4312	4312	4312
留存收益	2241	2639	3085	3651	4346
归属母公司股东收益	7219	7718	8435	9377	10538
<b>负债和股东权益</b>	22501	24035	28933	34226	40615

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	614	955	1614	1658	2684
净利润	455	510	644	813	997
折旧摊销	288	271	282	338	405
财务费用	1	-13	-13	-20	-36
投资损失	-1	0	4	1	2
营运资金变动	324	148	698	526	1316
其他经营现金流	-453	38	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-121	-103	-258	-318	-389
资本支出	119	112	300	222	290
长期投资	0	9	24	26	23
其他投资现金流	-2	17	66	-70	-76
<b>筹资活动现金流</b>	-116	-143	-261	-100	-112
短期借款	-50	20	9	-2	-3
长期借款	-20	-14	-26	-25	-25
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	79	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-229	-244	-73	-85
<b>现金净增加额</b>	377	708	1095	1241	2182

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	12048	13066	15430	18285	21724
营业成本	10199	11245	13204	15579	18403
营业税金及附加	21	18	24	27	33
营业费用	117	119	140	177	237
管理费用	1141	890	1312	1560	1907
财务费用	1	-13	-13	-20	-36
资产减值损失	31	12	14	17	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	-4	-1	-2
<b>营业利润</b>	548	591	746	945	1159
营业外收入	2	7	8	6	7
营业外支出	2	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	548	595	750	948	1162
所得税	93	84	106	135	165
<b>净利润</b>	455	510	644	813	997
少数股东收益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	455	510	643	813	997
EBITDA	754	764	912	1130	1359
EPS (元/股)	0.77	0.87	1.09	1.38	1.69

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-3.8	8.4	18.1	18.5	18.8
营业利润 (%)	6.9	7.9	26.2	26.7	22.7
归属母公司净利润 (%)	3.7	12.1	26.1	26.4	22.7
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	15.3	13.9	14.4	14.8	15.3
净利率 (%)	3.8	3.9	4.2	4.4	4.6
ROE (%)	6.1	6.4	7.6	8.8	9.9
ROIC	4.9	5.1	6.1	7.2	7.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	66.6	66.6	69.8	71.7	73.3
净负债比率 (%)	-40.7	-47.2	-57.8	-67.3	-83.6
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.9	7.0	7.0	7.2	7.4
应付账款周转率	2.2	2.4	2.3	2.1	2.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.87	1.09	1.38	1.69
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.11	1.26	2.74	2.81	4.55
每股净资产 (最新摊薄)	12.25	13.09	13.92	15.08	16.53
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	59.2	52.8	41.9	33.2	27.0
P/B	3.74	3.49	3.29	3.03	2.77
EV/EBITDA	32.37	31.0	24.7	18.9	14.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com