

中直股份(600038.SH)

报告日期: 2021年10月31日

# 三季度公司扣非业绩增长 27%，直升机龙头期待飞向“新高度”

## ——中直股份三季报点评

### 投资要点

#### □ 21Q3 营收同比增长 16.5%，扣非归母净利润同比增长 27%。

1) 21Q3 公司实现营收 142 亿 (+16%)，归母净利润 6.2 亿 (+26%)，扣非归母净利润 6.1 亿 (+27%)；

2) 单三季度公司实现营收 48 亿 (+6%)，归母净利润 2.4 亿 (+23%)，扣非归母净利润 2.3 亿 (+22%)，为今年单季度最高值。

#### □ 21Q3 应收账款同比上涨 135%，合同负债单季下降 13 亿

21Q3 公司账面应收账款 41 亿，同比 20Q3 季度 17 亿增长 135%；单季度上涨 13 亿，主要系本期主要航空整机交付量较大所致；公司合同负债单季下降 13 亿元，可推测公司三季度生产交付了较大批次航空器产品，因结算延后收入端未完全确认，实际公司未来收入确定性高，产品大量交付印证公司业务高景气发展。

#### □ 研发同比上涨 54%，高技术强研发保证公司持续创新力

21Q3 公司研发费用 3.4 亿 (+54%)，持续高研发投入保证公司先进技术水平及持续创新能力不减，有利于公司后期研发多类新型/改型直升机，长期利好公司稳健发展；21Q3 销售/管理/财务费用分别为 0.99/5.66/(0.02) 亿元，费用率分别为 0.7%/4.0%/0，三费整体保持平稳；经营现金流量净额-6.5 亿，同比减少 4.9 亿，主要系本期购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期减少。

#### □ A 股唯一直升机平台，强稀缺性市场需求广阔

公司为中航工业直升机板块 A 股唯一上市平台，产品谱系完善，已形成“一机多型、系列发展”的良好格局。2018 年起航空产品交付量增加，公司业绩加快增长，过去三年净利润复合增速达 19%。

军用直升机：未来 10 年潜在列装需求超 1500 架，中重型机短板较为明显，陆航部队、航母及两栖攻击舰等军队的建设对军用直升机需求较大；民用直升机中美保有量差距达 9 倍，96% 市场份额来自海外制造商，国产替代空间大。

考虑到我国军用海陆空及海军陆战队，民用直升机市场等充分需求，公司长期成长空间广阔，具备强稀缺性，参考同类可比整机企业，公司 PE 估值显著偏低，具备投资价值。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年归母净利润 9.6/12.4/15.7 亿元，同比增长 27%/29%/26%，三年复合增速为 27%，对应的 PE 分别为 33/25/20 倍，维持买入评级。

#### □ 风险提示

军用直升机列装进度不及预期；民用直升机需求增速或进口替代不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	19655	23947	28959	35033
(+/-)	24%	22%	21%	21%
净利润	758	961	1242	1568
(+/-)	29%	27%	29%	26%
每股收益(元)	1.29	1.63	2.11	2.66
P/E	41	33	25	20

### 评级

### 买入

上次评级

买入

当前价格

¥62.82

### 分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

### 联系人：王洁若

电话：18310570500

邮箱：wangjieruo@stocke.com.cn

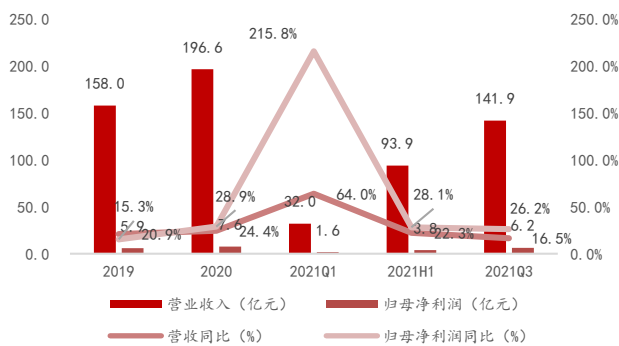


## 1. 公司 2021Q3 实现营收 141.9 亿 (+16.5%)，扣非归母净利润 6.1 亿 (+27%)

2021Q3 公司实现营收 141.9 亿 (+16.5%)，归母净利润 6.2 亿 (+26.2%)，扣非归母净利润 6.1 亿 (+27%)；单三季度公司实现营收 48.02 亿 (+6.47%)，归母净利润 2.36 亿 (+23.28%)，扣非归母净利润 2.33 (+21.87%)，为今年单季度最高值。

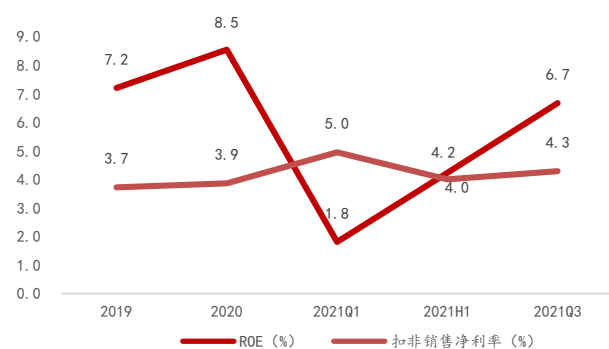
2021Q3 公司权益净利率 ROE 为 6.7%，销售净利率保持平稳为 4.3%。

图 1：21Q3 实现营收/归母净利 142/6 亿，同比增长 17%/26%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：21Q3 公司 ROE/销售净利率分别为 6.7%/4.3%

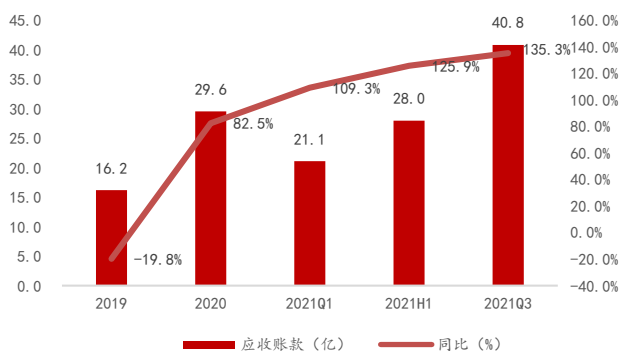


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

21Q3 公司账面应收账款 40.8 亿，同比 20Q3 季度 17.4 亿增长 135%；单季度上涨 13 亿，主要系本期主要航空整机交付量较大所致；公司合同负债单季下降 12.8 亿元，可推测公司三季度生产交付了较大批次航空器产品，因结算延后收入端未完全确认，实际公司未来收入确定性高，产品大量交付印证公司业务高景气发展。

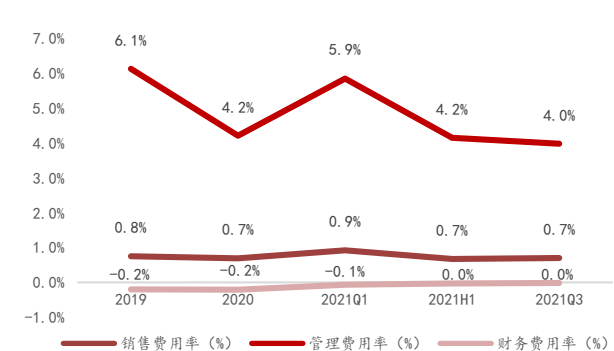
21Q3 销售/管理/财务费用分别为 0.99/5.66/(0.02) 亿元，费用率分别为 0.7%/4.0%/0.0%，三费整体保持平稳；21Q1\H1\Q3 公司管理费用率分别为 5.9%\4.2%\4%，管理费用率水平逐渐下降，公司管理效率有一定提升；近三年公司销售费用率维持在 0.7%-0.9% 之间稳定发展，财务费用占比几乎为零，公司债务负担小。

图 3：21Q3 应收账款 41 亿，同比+135.3%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：21Q3 公司管理费用率 4%，三费率水平逐渐下降



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 1：中直股份可比公司估值表**

证券代码	证券简称	股价	市值	EPS				PE				2020	
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
600760	中航沈飞	75.5	1,480	1.06	1.00	1.29	1.66	74	76	58	46	13.89	15.72%
000768	中航西飞	30.3	839	0.28	0.37	0.48	0.61	131	81	63	50	5.44	4.88%
600893	航发动力	59.2	1,577	0.43	0.57	0.74	0.92	138	103	80	64	4.31	3.54%
600316	洪都航空	37.91	272	0.18	0.33	0.53	0.80	308	115	71	47	5.29	2.63%
	平均值	50.7	1,042	0.49	0.57	0.76	1.00	163	94	68	52	7.23	6.69%
600038	中直股份	62.8	370	1.29	1.63	2.11	2.66	41	33	25	20	3.50	8.89%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	23212	31519	36264	41686	<b>营业收入</b>	19655	23947	28959	35033
现金	3025	7820	7382	7062	营业成本	17400	21116	25448	30716
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	20	24	29	35
应收账款	3293	3869	4989	6066	营业费用	137	188	215	260
其它应收款	8	18	17	20	管理费用	827	1006	1216	1471
预付账款	349	436	473	607	研发费用	530	635	767	911
存货	15309	18578	22390	27025	财务费用	(41)	(40)	(71)	(66)
其他	1229	797	1013	905	资产减值损失	(26)	(37)	(28)	(45)
<b>非流动资产</b>	3094	2881	2672	2478	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	25	28	31	34	其他经营收益	33	34	29	30
固定资产	1887	1676	1459	1238	<b>营业利润</b>	842	1090	1411	1781
无形资产	530	494	457	422	营业外收支	(8)	2	1	1
在建工程	193	167	145	128	<b>利润总额</b>	834	1092	1411	1782
其他	458	517	580	655	所得税	76	131	169	214
<b>资产总计</b>	26306	34401	38936	44164	<b>净利润</b>	758	961	1242	1568
<b>流动负债</b>	16261	23671	27331	31431	少数股东损益	0	0	0	1
短期借款	307	398	411	372	<b>归属母公司净利润</b>	758	961	1242	1568
应付款项	9763	16470	19850	23958	<b>EBITDA</b>	1047	1185	1474	1849
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.3	1.6	2.1	2.7
其他	6191	6803	7070	7100	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	877	895	912	943		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	166	166	166	166	<b>成长能力</b>				
其他	711	729	746	777	营业收入增长率	24%	22%	21%	21%
<b>负债合计</b>	17138	24566	28242	32374	营业利润增长率	25%	29%	29%	26%
少数股东权益	301	301	302	302	归属母公司净利润	29%	27%	29%	26%
归属母公司股东权益	8867	9533	10392	11488	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	26306	34401	38936	44164	毛利率	11%	12%	12%	12%
					净利率	4%	4%	4%	4%
					ROE	9%	10%	12%	14%
					ROIC	8%	9%	10%	12%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	65%	71%	73%	73%
					净负债比率	3%	3%	2%	2%
					流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3
					速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收帐款周转率	8.6	7.6	7.5	7.3
					应付帐款周转率	2.6	2.5	2.3	2.3
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.3	1.6	2.1	2.7
					每股经营现金	(1.2)	8.3	(0.5)	(0.0)
					每股净资产	15.0	16.2	17.6	19.5
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41	33	25	20
					P/B	3.5	3.3	3.0	2.7
					EV/EBITDA	34	21	17	14

资料来源：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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区太平金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>