2021 年 03 月 30 日
公司研究●证券研究报告

中直股份（600038.SH）

公司快报

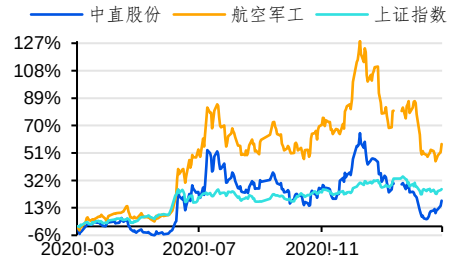
国防军工 | 航空军工 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2021-03-30)	50.43 元

交易数据

总市值（百万元）	29,727.31
流通市值（百万元）	29,727.31
总股本（百万股）	589.48
流通股本（百万股）	589.48
12 个月价格区间	40.21/71.16 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.21	-18.6	-1.14
绝对收益	-4.71	-16.3	23.55

分析师 刘荆
SAC 执业证书编号：S0910520020001
liujing1@huajinsc.cn

相关报告

中直股份：中航三年改革，公司发展受益 2021-02-05

中直股份：2019 业绩稳定增长，直 20 打开成长空间 2020-04-10

中直股份：发展格局保持良好，业绩有望重回上升通道 2017-11-10

中直股份：受益通用航空渐进放开，行业发展空间广阔 2017-09-13

中直股份：中直股份公司快报 2017-06-27

业绩符合预期，未来前景广阔

投资要点

公司披露 2020 年年报，实现营业收入 196.55 亿，同比增长 24.44%，实现归母净利润 7.58 亿，同比增长 28.81%。其中，第四季度实现营业收入 74.68 亿，同比增长 41.8%，实现归母净利润 2.6 亿，同比增长 45.57%。符合预期。

- **毛利率略有下滑，期间费用率下降：** 公司 2020 年综合毛利率 11.47%，同比下滑 2.44 个百分点，期间费用率为 7.39%，同比下降 2.31 给百分点，净利润率 3.86%，同比略有增加。
- **经营性现金流大幅下滑：**公司经营性现金流为-6.85 亿元，相比去年 7.7 亿的经营性现金流入大幅下滑，主要是应收账款的大幅增加。
- **哈尔滨分部增速较快，表明相关产品景气度高：**哈尔滨分部实现收入 94.84 亿元，净利润 2.88 亿元，同比 2019 年 62.37 亿收入、1.93 亿元净利润均大幅增长。表明相关产品景气度高。景德镇分部实现营业收入 98.69 亿元，净利润 5.58 亿元，同比小幅增长。
- **关联交易增长较快：**公司同哈飞集团实现关联交易 74.65 亿元，同比增长 40%，同昌飞集团实现关联交易 95.86 亿，同比增长 13.6%。验证了哈尔滨分部与哈飞集团之间交易的景气度高。
- **加大民用直升机市场开拓：**大力推进 AC312E 直升机产业化落地，加速 AC352 直升机试飞、AC332 直升机研制工作，尽快将天津直升机有限责任公司建设成为以 AC312E、AC332、AC352 系列民用直升机为主要产品，同时具备承接国际合作项目的部件转包生产能力，集研发、制造、销售、客户支援、培训、加改装为一体的民用直升机产业基地。加速 AC313A 换发取证研制进度，开发高原使用特点突出的先进大型民用直升机。继续开展民机运行支持体系建设工作，做好 AC312E、AC352、AC313A 等民用直升机型号和 Y12E+飞机的 AEG 评审。
- **市场需求空间广阔，直升机有望迎来列装加速期：** “十四五”期间国家贯彻执行强军政策，持续推进军队和国防现代化建设，军备“补给性”增长。在军用直升机领域，从规模上看，我国同美军规模差距较大；从结构上看，通用型直升机我国缺口较大。作为主战装备的需求旺盛，且直升机具有军民两用属性，民用用途广泛。公司作为直升机龙头，有望充分享受行业增长红利。
- **投资建议：**预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.61、 2.18 和 3.01 元。对应 PE 分别为 30.4、22.4、16.2 倍，维持买入-A 建议。
- **风险提示：**军工行业景气度变化，新产品开发不及预期，其他收益变化导致业绩不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,795	19,655	24,489	30,773	39,300
YoY(%)	20.9	24.4	24.6	25.7	27.7
净利润(百万元)	588	758	947	1,288	1,776
YoY(%)	15.3	28.8	25.0	36.0	37.9
毛利率(%)	13.9	11.5	12.2	12.9	13.6
EPS(摊薄/元)	1.00	1.29	1.61	2.18	3.01
ROE(%)	6.9	8.3	9.4	11.4	13.9
P/E(倍)	49.0	38.0	30.4	22.4	16.2
P/B(倍)	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3
净利率(%)	3.7	3.9	3.9	4.2	4.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23181	23212	33525	28977	46295
现金	4337	3025	1651	1539	1965
应收票据及应收账款	1925	3293	3238	5079	4746
预付账款	205	349	522	912	1104
存货	16341	15309	27705	21044	38041
其他流动资产	373	1237	409	403	439
非流动资产	3150	3094	3538	4162	5028
长期投资	25	25	26	28	28
固定资产	2022	1887	2202	2603	3158
无形资产	541	530	648	802	1013
其他非流动资产	562	651	661	729	829
资产总计	26331	26306	37062	33139	51322
流动负债	17174	16261	26143	21048	37777
短期借款	527	307	0	1433	3084
应付票据及应付账款	9954	9763	18913	12630	27339
其他流动负债	6693	6191	7229	6984	7354
非流动负债	**682**	**877**	**805**	**812**	**744**
长期借款	6	166	134	102	72
其他非流动负债	677	711	671	710	672
负债合计	17856	17138	26948	21860	38521
少数股东权益	300	301	301	301	301
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4312	4363	4363	4363	4363
留存收益	3074	3654	4317	5218	6460
归属母公司股东权益	8175	8867	9814	10978	12501
负债和股东权益	26331	26306	37062	33139	51322

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	770	-685	-247	-432	514
净利润	588	758	947	1288	1776
折旧摊销	260	233	262	337	435
财务费用	-32	-41	-26	34	129
投资损失	-0	-0	-1	-0	-0
营运资金变动	-657	-2038	-1421	-2094	-1814
其他经营现金流	612	403	-8	2	-13
投资活动现金流	-89	-160	-703	-963	-1288
筹资活动现金流	7	-131	-424	-150	-450
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.29	1.61	2.18	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	-1.16	-0.42	-0.73	0.87
每股净资产(最新摊薄)	13.87	15.04	16.65	18.62	21.21

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15795	19655	24489	30773	39300
营业成本	13596	17400	21507	26812	33974
营业税金及附加	18	20	39	49	63
营业费用	118	137	201	271	299
管理费用	968	827	1029	1262	1611
研发费用	477	530	661	862	1179
财务费用	-32	-41	-26	34	129
资产减值损失	-12	-1	12	18	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	0	0
营业利润	674	842	1100	1495	2066
营业外收入	7	1	6	7	7
营业外支出	1	9	1	2	2
利润总额	680	834	1105	1501	2071
所得税	91	76	158	213	295
税后利润	588	758	947	1288	1776
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	588	758	947	1288	1776
EBITDA	842	1006	1316	1842	2597

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.9	24.4	24.6	25.7	27.7
营业利润(%)	14.1	24.9	30.7	35.9	38.2
归属于母公司净利润(%)	15.3	28.8	25.0	36.0	37.9
获利能力					
毛利率(%)	13.9	11.5	12.2	12.9	13.6
净利率(%)	3.7	3.9	3.9	4.2	4.5
ROE(%)	6.9	8.3	9.4	11.4	13.9
ROIC(%)	5.5	7.2	8.8	10.0	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	67.8	65.1	72.7	66.0	75.1
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.2	7.5	7.5	7.4	8.0
应付账款周转率	1.5	1.8	1.5	1.7	1.7
估值比率					
P/E	49.0	38.0	30.4	22.4	16.2
P/B	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	30.5	26.8	21.2	16.0	11.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn