中直股份（600038.SH） 2020H1 业绩稳健增长，将受益直升机需求拐点放量

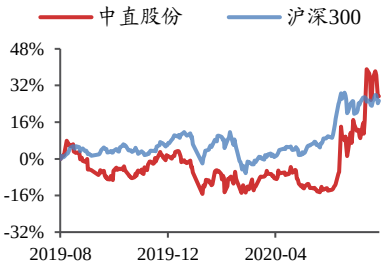
2020 年 08 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/21
当前股价(元)	59.87
一年最高最低(元)	71.07/39.50
总市值(亿元)	352.92
流通市值(亿元)	352.92
总股本(亿股)	5.89
流通股本(亿股)	5.89
近 3 个月换手率(%)	133.24

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-2020Q1 业绩下滑，疫情影响不改直升机龙头长期稳增趋势》-2020.5.11

段小虎（分析师）
duanxiaohu@kysec.cn
证书编号：S0790520020001

李子卓（分析师）
lizizhuo@kysec.cn
证书编号：S0790520030006

● **直升机装备长期建设叠加近期应对国际紧张局势所需，先进直升机有望加速列装，公司作为直升机制造龙头有望充分受益，维持“买入”评级**

2020H1 公司业绩走出疫情负面影响实现稳健增长。“十四五”各型武器装备补缺补强刚性需求持续，且在国际政治遭遇历史性变局下，为保障国家政经、领土安全，包括先进直升机在内的武器装备具有加速放量的必要性。直-20 是中国中型通用战术直升机，填补国内 10 吨级通用直升机空白，是海、陆、空三军急需的通用机型，具备强大的拓展能力，可对标美军直升机中数量占比高达 53%的“黑鹰”系列。直-20 有望成为中国未来直升机主力机型，受益直-20 等先进机型的需求提升，公司业绩或进入快速放量期。我们维持预测 2020/2021/2022 年 EPS 为 1.2/1.5/1.8 元，当前股价对应 PE 为 49/40/34 倍，维持“买入”评级。

● **2020H1 克服疫情影响，实现营收稳定增长，归母净利润稳健增长**

2020H1 实现 **1)营收 76.8 亿元（+11.3%）**，主要系航空产品交付量增加及主要销售机型变化所致；**2)归母净利润 3.0 亿元（+23.8%）**，增速高于营收增速的主要原因：**a.销售费用率**为 0.5%（-0.1pct），主要系差旅费、运输费等受疫情影响降低所致；**b.管理费用率**为 4.9%（-0.9pct），主要系管理人员薪酬、差旅费、水电费等受疫情影响降低所致；**c.研发费用率**为 1.0%（-0.4pct），主要系研发项目进度放缓所致；**3）毛利率**为 10.6%（-0.7pct），主要系销售机型变化所致；**4）其他费用率方面：财务费用率**为-0.30%（+0.02pct），主要系利息费用增加所致；**5）资产负债表方面：合同负债**为 48.5 亿元（+12.8%），反映公司在手订单增长良好。

● **上市公司体外仍有集团直升机资产，值得关注业务整合进程**

航空工业集团直升机板块仍有哈飞集团、昌飞集团的总装直升机整机与试飞业务、直升机运营及维修业务以及中航直升机设计研究所（602 所）等资产在上市公司体外，资产质量相对优质。未来上市公司的体外同类资产有望注入，将带来盈利规模的提升，以及关联交易削减所致的盈利能力增强。

● **风险提示：**军品列装不及预期、民品市场开拓不及预期、研发进度不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,066	15,795	19,117	22,973	27,542
YOY(%)	8.4	20.9	21.0	20.2	19.9
归母净利润(百万元)	510	588	715	873	1,049
YOY(%)	12.1	15.3	21.6	22.0	20.2
毛利率(%)	13.9	13.9	14.0	14.1	14.2
净利率(%)	3.9	3.7	3.7	3.8	3.8
ROE(%)	6.4	6.9	7.9	9.0	9.9
EPS(摊薄/元)	0.87	1.00	1.21	1.48	1.78
P/E(倍)	69.2	60.0	49.4	40.4	33.6
P/B(倍)	4.6	4.3	4.1	3.7	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20737	23181	26164	28247	32435
现金	4218	4337	6034	6480	9433
应收票据及应收账款	2480	1925	2854	3192	3526
其他应收款	17	9	22	24	22
预付账款	303	205	341	424	494
存货	13362	16341	16548	17763	18596
其他流动资产	357	364	364	364	364
非流动资产	3298	3150	3515	3899	4315
长期投资	25	25	26	26	27
固定资产	2183	2022	2406	2801	3225
无形资产	561	541	508	476	444
其他非流动资产	530	562	576	595	619
资产总计	24035	26331	29679	32145	36750
流动负债	15289	17174	19980	21722	25431
短期借款	360	527	527	527	527
应付票据及应付账款	8560	9954	12438	14426	17755
其他流动负债	6370	6693	7015	6768	7149
非流动负债	728	682	686	688	689
长期借款	42	6	9	12	12
其他非流动负债	686	677	677	677	677
负债合计	16017	17856	20666	22410	26120
少数股东权益	300	300	300	301	301
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4312	4312	4312	4312	4312
留存收益	2639	3074	3572	4182	4915
归属母公司股东权益	7718	8175	8713	9435	10329
负债和股东权益	24035	26331	29679	32145	36750

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955	770	2540	1295	3903
净利润	510	588	715	873	1049
折旧摊销	271	260	274	345	425
财务费用	-13	-32	-7	-26	-44
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	148	-657	1558	104	2473
其他经营现金流	38	612	0	0	0
投资活动现金流	-103	-89	-639	-728	-841
资本支出	112	94	365	383	416
长期投资	9	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	17	5	-275	-346	-426
筹资活动现金流	-143	7	-203	-122	-109
短期借款	20	167	0	0	0
长期借款	-14	-36	4	2	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	79	0	0	0	0
其他筹资现金流	-229	-124	-207	-124	-110
现金净增加额	708	688	1697	446	2953

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13066	15795	19117	22973	27542
营业成本	11245	13596	16444	19729	23634
营业税金及附加	18	18	24	32	36
营业费用	119	118	136	161	190
管理费用	890	968	1115	1337	1603
研发费用	306	477	593	743	927
财务费用	-13	-32	-7	-26	-44
资产减值损失	12	-12	0	0	0
其他收益	49	25	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	591	674	837	1022	1221
营业外收入	7	7	7	6	7
营业外支出	3	1	3	2	2
利润总额	595	680	842	1026	1225
所得税	84	91	127	153	176
净利润	510	588	715	873	1049
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	510	588	715	873	1049
EBITDA	764	842	993	1215	1444
EPS(元)	0.87	1.00	1.21	1.48	1.78

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.4	20.9	21.0	20.2	19.9
营业利润(%)	7.9	14.1	24.2	22.0	19.5
归属于母公司净利润(%)	12.1	15.3	21.6	22.0	20.2
获利能力					
毛利率(%)	13.9	13.9	14.0	14.1	14.2
净利率(%)	3.9	3.7	3.7	3.8	3.8
ROE(%)	6.4	6.9	7.9	9.0	9.9
ROIC(%)	5.0	5.5	6.4	7.2	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	66.6	67.8	69.6	69.7	71.1
净负债比率(%)	-43.2	-40.3	-57.1	-57.4	-80.4
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.8	7.2	8.0	7.6	8.2
应付账款周转率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.00	1.21	1.48	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.31	4.31	2.20	6.62
每股净资产(最新摊薄)	13.09	13.87	14.78	16.01	17.52
估值比率					
P/E	69.2	60.0	49.4	40.4	33.6
P/B	4.6	4.3	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	42.1	38.2	30.7	24.7	18.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn