中直股份（600038）

公司研究/点评报告

Q2 业绩增速 51.93%，新机型推动长期发展

—中直股份（600038）2020 年半年报点评

点评报告/国防军工　　2020 年 8 月 24 日

一、事件概述

8 月 21 日，公司发布 2020 年半年报，实现营业收入 76.77 亿元，同比增加 11.26%；实现归母净利润 2.99 亿元，同比提升 23.82%。

二、分析与判断

➢ Q2 业绩大幅增长，ROE 小幅提升

2020 年上半年，公司实现营业收入 76.77 亿元，同比增加 11.26%；实现归母净利润 2.99 亿元，同比提升 23.82%。单季度来看，Q2 实现营业收入 57.25 亿元，同比增长 26.86%；归母净利润为 2.47 亿元，同比增长 51.93%，二季度业绩大幅增长。报告期内，期间费用率为 6.09%，同比下降 1.33pct，受疫情影响销售费用、管理费用均同比下降，另外研发项目进度放缓导致研发投入同比下降 18.73%。利润率方面，公司毛利率为 10.56%，同比下降 0.72pct；ROE 为 3.58%，同比增加 0.51pct。公司上半年合同资产同比增长 354.15%，主要原因为航空整机收入增加。

➢ 直升机谱系逐步完善，新机型列装加快

公司是国内直升机制造业的主力军，核心产品包括直 8、直 9、直 11、直-20、AC311、AC312、AC313 等型号直升机，在国内处于技术领先地位。经过近年来产品结构调整和发展，已逐步完成主要产品型号的更新换代，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。随着新机型的逐步成熟和加速列装，公司业绩有望快速增长。

➢ 直-20 进入批产阶段，有望推动业绩增长

直-20 在建国 70 周年阅兵中首次公开亮相。作为直-20 的生产基地，报告期内，哈尔滨分部实现营收 25.95 亿元，同比增长 40.6%；景德镇分部实现营收 46.96 亿元，同比下降 1.6%，我们认为公司销售机型已发生变化，直-20 批产进度加快。我国目前装备的 10 吨级直升机为美国西科斯基公司生产的黑鹰 S-70 直升机，数量仅有 23 架，在我国的直升机占比非常小。反观美国的直升机，10 吨级直升机占比最大，其拥有 2307 架 10 吨级直升机，占总直升机数量的 43%。作为可以适应任何战场的通用型直升机，我们认为直-20 市场需求将超过 1000 架。

➢ 通航市场迎快速发展，民机需求逐步加大

在“十三五”经济建设中，以直升机、固定翼飞机为代表的通用航空基础产业作为装备制造业的重要组成部分，是我国实现产业转型升级的重要依靠。国务院《关于促进民航业发展的若干意见》，明确了我国未来将大力发展通用航空产业，支持国产民机制造。在大力发展通航市场的趋势下，公司民用直升机业务有望快速发展。

三、投资建议

公司是我国直升机制造龙头企业，直-20 已进入批产阶段，我们看好公司长期发展。预计公司 2020～2022 年 EPS 分别为 1.22、1.48 和 1.79 元，对应 PE 为 49X、41X 和 33X，可比公司平均估值为 65X，维持“推荐”评级。

四、风险提示

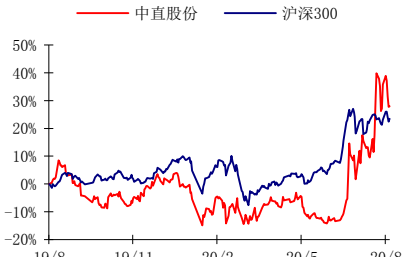
军机订单不达预期；通航市场发展缓慢

推荐　维持评级

当前价格：　59.87 元

交易数据	2020-8-21
近 12 个月最高/最低(元)	64.49/41.52
总股本（百万股）	589.48
流通股本（百万股）	589.48
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	352.92
流通市值（亿元）	352.92

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：王一川

执业证号：　S0100518020001

电话：　(010)85127528

邮箱：　wangyichuan@mszq.com

相关研究

1. 中直股份（600038）简评报告：直-20 进入批产阶段，看好长期发展 20200331
2. 中直股份（600038）简评报告：直-20 已公开亮相，业绩延续高增长 20191025
3. 中直股份（600038）简评报告：新机型加速列装，推动业绩高增长 20190826
4. 中直股份（600038）简评报告：业绩拐点已现，增长势头有望延续 20190321

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,795	20,000	25,436	32,491
增长率（%）	20.9%	26.6%	27.2%	27.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	588	718	871	1,057
增长率（%）	15.3%	22.0%	21.3%	21.5%
每股收益（元）	1.00	1.22	1.48	1.79
PE（现价）	60.0	49.2	40.5	33.4
PB	4.3	4.0	3.6	3.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15,795	20,000	25,436	32,491
营业成本	13,596	17,164	21,878	28,010
营业税金及附加	18	26	32	41
销售费用	118	168	209	265
管理费用	968	1,272	1,602	2,053
研发费用	477	559	730	924
EBIT	617	811	984	1,197
财务费用	(32)	8	8	3
资产减值损失	(12)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	674	833	1,008	1,225
营业外收支	6	4	5	5
利润总额	680	837	1,012	1,230
所得税	91	119	141	172
净利润	588	718	871	1,058
归属于母公司净利润	588	718	871	1,057
EBITDA	877	1,049	1,204	1,399

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4337	4336	5884	5823
应收账款及票据	1925	3034	3768	4874
预付款项	205	393	458	578
存货	16341	20848	22909	28442
其他流动资产	222	222	222	222
流动资产合计	23181	29008	33402	40127
长期股权投资	25	25	26	26
固定资产	2022	1873	1716	1561
无形资产	541	506	470	436
非流动资产合计	3150	2742	2350	1978
资产合计	26331	31591	35592	41945
短期借款	527	527	527	527
应付账款及票据	9954	13036	16423	21022
其他流动负债	13	13	13	13
流动负债合计	17174	21716	24846	30142
长期借款	6	6	6	6
其他长期负债	466	466	466	466
非流动负债合计	682	682	682	682
负债合计	17856	22398	25528	30824
股本	589	589	589	589
少数股东权益	300	300	300	301
股东权益合计	8475	9193	10064	11121
负债和股东权益合计	26331	31591	35592	41945

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	20.9%	26.6%	27.2%	27.7%
EBIT 增长率	27.0%	31.3%	21.3%	21.7%
净利润增长率	15.3%	22.0%	21.3%	21.5%
盈利能力				
毛利率	13.9%	14.2%	14.0%	13.8%
净利润率	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
总资产收益率 ROA	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%
净资产收益率 ROE	7.2%	8.1%	8.9%	9.8%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.2
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	41.5	43.0	40.0	39.0
存货周转天数	393.2	390.0	360.0	330.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	1.0	1.2	1.5	1.8
每股净资产	13.9	15.1	16.6	18.4
每股经营现金流	1.3	(0.5)	2.4	(0.4)
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	60.0	49.2	40.5	33.4
PB	4.3	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	23.3	19.6	15.5	12.9
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	588	718	871	1,058
折旧和摊销	272	238	220	202
营运资金变动	(107)	(1,286)	285	(1,491)
经营活动现金流	782	(311)	1,394	(213)
资本开支	89	(333)	(177)	(175)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(89)	333	177	175
股权募资	0	0	0	0
债务募资	135	0	0	0
筹资活动现金流	7	(23)	(23)	(23)
现金净流量	699	(1)	1,548	(61)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

王一川，军工行业分析师，2018年“金牛奖”国防军工最佳金牛分析师，多年股权投资工作经验，美国福特汉姆大学金融学硕士，2015年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。