

中直股份 (600038)

2022 年年报点评: 产品结构调整致业绩短期承压, 重大资产重组促高质量发展

买入 (维持)

2023 年 03 月 17 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	19,473	24,786	30,463	37,317
同比	-11%	27%	23%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	387	894	1,146	1,389
同比	-58%	131%	28%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.66	1.52	1.94	2.36
P/E (现价&最新股本摊薄)	68.18	29.53	23.03	19.00

事件: 2023 年 3 月 16 日, 公司发布 2022 年报, 2022 年营收 194.73 亿元, 同比减少 10.63%, 归母净利润 3.87 亿元, 同比减少 57.61%。

投资要点

■ **2022 年产品结构调整业绩短期承压, 2023 年关联交易大增体现市场信心。** 2022 年受产品结构调整以及部分产品订单减少的影响, 公司营收及利润均出现同比下滑, 2022 年公司实现营收 194.73 亿元, 同比减少 10.63%, 归母净利润 3.87 亿元, 同比减少 57.61%, 扣非净利润 3.43 亿元, 同比减少 62.06%。分季度来看, 公司 2022 年第四季度相比于前三季度利润亏损有所收窄, 表明产品结构调整可能接近尾声。公司 2023 年日常关联交易预计额度 854 亿元, 较 2022 年关联交易额调整后额度增长 57%, 其中关联销售 (361 亿元, 增加 51%) 和关联采购 (335 亿元, 增加 108%), 表明 2023 年下游产业链需求旺盛, 直升机订单快速放量, 公司明年业绩预期乐观。

■ **整合两大集团优质直升机总装资产, 打造直升机上市公司旗舰。** 公司拟发行股份购买昌飞集团 100%、哈飞集团 100% 的股权, 交易后, 昌飞集团、哈飞集团成为公司的全资子公司。整合后, 有利于中直股份做精做强主业, 实现资产板块归属清晰, 将资产向优势企业集中, 打造我国直升机上市公司旗舰平台。

■ **军机需求预期向好, 军民用直升机龙头持续发展。** 据 WAF2023 显示, 2022 年我国军用直升机约 995 架; 同年美国军用直升机总量约 5850 架, 中美之间相比仍有较大差距。2023 年我国军费预算 15537 亿元, 同比增长 7.2%, 军工行业高景气, 下游军机快速放量, “十四五”规划中国家大力推进国防军工“国产化”, 以公司的直 20 为代表的 10 吨级军用直升机采购预期向好。同时, 民用方面, 根据航空工业发展研究中心预测, 预计到 2027 年我国民用直升机规模达 3500 架, 目前国内以进口机型为主, 未来国产替代将成大趋势, 以公司重点产品 AC352 为代表的国产民用直升机未来有望持续放量。公司作为国产直升机的唯一供应商, 整合后在直升机领域的龙头地位将进一步巩固。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司在国内直升机产业龙头地位, 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.94 (-0.57) / 11.46 (-1.38) / 13.89 亿元; 对应 PE 分别为 30/23/19 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.77
一年最低/最高价	33.76/54.06
市净率(倍)	2.71
流通 A 股市值(百万元)	26,390.87
总市值(百万元)	26,390.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.54
资产负债率(% ,LF)	63.69
总股本(百万股)	589.48
流通 A 股(百万股)	589.48

相关研究

《中直股份(600038): 2021 年年度报告点评: 营收利润稳步提升, 民机业务有望成新增长点》

2022-04-10

中直股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,234	27,426	33,701	38,309	营业总收入	19,473	24,786	30,463	37,317
货币资金及交易性金融资产	2,117	5,834	4,790	7,217	营业成本(含金融类)	17,468	21,811	26,805	32,833
经营性应收款项	7,226	7,447	10,557	11,503	税金及附加	23	25	31	38
存货	12,657	11,578	15,227	15,782	销售费用	174	235	289	355
合同资产	2,101	2,429	2,985	3,657	管理费用	912	991	1,219	1,493
其他流动资产	132	138	142	150	研发费用	513	744	914	1,120
非流动资产	3,460	3,511	3,571	3,596	财务费用	2	23	-23	-7
长期股权投资	29	29	29	29	加:其他收益	40	25	30	37
固定资产及使用权资产	2,064	2,154	2,195	2,214	投资净收益	-6	-8	-10	-12
在建工程	86	62	47	35	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	510	470	470	470	减值损失	-43	-3	-4	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	134	134	134	134	营业利润	372	970	1,245	1,510
其他非流动资产	636	662	696	715	营业外净收支	11	2	1	1
资产总计	27,694	30,938	37,272	41,905	利润总额	383	972	1,246	1,511
流动负债	16,670	19,020	24,207	27,451	减:所得税	-4	78	100	121
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,112	1,162	1,212	1,262	净利润	387	894	1,146	1,390
经营性应付款项	13,488	14,988	20,007	22,858	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,153	872	536	328	归属母公司净利润	387	894	1,146	1,389
其他流动负债	918	1,997	2,453	3,002	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	1.52	1.94	2.36
非流动负债	968	968	968	968	EBIT	381	1,004	1,236	1,517
长期借款	78	78	78	78	EBITDA	661	1,291	1,527	1,827
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.30	12.00	12.01	12.02
租赁负债	237	237	237	237	归母净利率(%)	1.99	3.61	3.76	3.72
其他非流动负债	653	653	653	653	收入增长率(%)	-10.63	27.28	22.90	22.50
负债合计	17,638	19,988	25,175	28,419	归母净利润增长率(%)	-57.61	130.92	28.23	21.22
归属母公司股东权益	9,752	10,646	11,792	13,181					
少数股东权益	304	304	304	305					
所有者权益合计	10,056	10,950	12,096	13,486					
负债和股东权益	27,694	30,938	37,272	41,905					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1,686	4,064	-678	2,781	每股净资产(元)	16.54	18.06	20.00	22.36
投资活动现金流	-42	-347	-363	-349	最新发行在外股份(百万股)	589	589	589	589
筹资活动现金流	437	0	-3	-5	ROIC(%)	3.50	7.72	8.73	9.73
现金净增加额	-1,292	3,717	-1,044	2,426	ROE-摊薄(%)	3.97	8.40	9.72	10.54
折旧和摊销	280	287	291	310	资产负债率(%)	63.69	64.61	67.55	67.82
资本开支	-136	-301	-303	-302	P/E (现价&最新股本摊薄)	68.18	29.53	23.03	19.00
营运资本变动	-2,430	2,824	-2,181	1,012	P/B (现价)	2.71	2.48	2.24	2.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

