

中直股份 (600038.SH)

公司效率效益稳步增长，直升机行业龙头地位凸显

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,790	19,473	24,692	31,524	41,419
增长率 yoy (%)	10.9	-10.6	26.8	27.7	31.4
归母净利润(百万元)	913	387	518	694	872
增长率 yoy (%)	20.5	-57.6	33.9	33.8	25.7
ROE (%)	9.2	3.9	5.0	6.3	7.5
EPS最新摊薄(元)	1.55	0.66	0.88	1.18	1.48
P/E(倍)	29.8	70.2	52.4	39.2	31.2
P/B(倍)	2.8	2.8	2.7	2.6	2.4

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023年3月24日收盘价

事件: 公司发布 2022 年年度报告。2022 年, 公司 2022 年实现营收 194.73 亿元, 同比下降 10.63%; 实现归母净利润 3.87 亿元, 同比减少 57.61%; 实现扣非归母净利润 3.43 亿元, 同比下降 62.06%。

平衡生产资源, 效率稳步提升。 公司通过科学制定生产计划、合理平衡生产资源, 强化生产全流程管控机制, 确保实现均衡生产目标。第一, 在营业收入、营业成本方面, 公司实现营业收入 194.7 亿元, 较上年同期减少 23.1 亿元, 同比下降 10.63%; 实现营业成本 174.6 亿元, 较上年同期 190.8 亿元减少 16.1 亿元, 同比下降 8.45%。第二, 在期间费用方面, 销售费用较之上年有所增长, 增长的幅度超过了 10%, 管理费用、研发费用以及财务费用较之上年都有所减少, 其中研发费用的下降幅度超过了 10%。随着公司生产经营逐步常态化, 研发投入力度有望加大。第三, 在其他重要影响利润因素方面, 本年的其他收益较之上年有所增加, 体现出政府对其的支持力度的加大。在 2022 年, 公司的生产能力和生产效率进一步提升, 型号科研稳步推进, 并以年度总目标为牵引, 实现了全面创收。

聚焦用户需求, 完善产业谱系。 公司发展以用户需求为基础, 在积极开拓外贸市场的同时, 公司致力于提升客户满意度, 公司主动收集处理用户需求和市场反馈, 以客户需求为导向, 将用户需求置于市场营销战略的重中之重, 有利于在消费者群体中打造更好的口碑。同时, 公司大型多用途直升机 AC313A 在江西景德镇吕蒙机场成功首飞, 产品由试制阶段转入试飞阶段; 中国民用航空局在哈尔滨颁发了先进中型多用途民用直升机 Z15 (AC352) 型“吉祥鸟”直升机型号合格证, 填补了我国民用直升机谱系的空白; 直 8L 宽体直升机首次亮相珠海航展, 引发社会广泛关注; 运 12E+飞机通过详细设计评审, 标志着运 12E+飞机全面进入工程制造阶段。这些在技术层面的成就的取得, 也体现出公司坚持以“科技为第一生产力”, 钻研核心技术, 不断完善自身的产业谱系, 增强自身的竞争力。公司在科技研发方面的任务的顺利推进与高质量的完成, 将会进一步拓宽未来的市场。

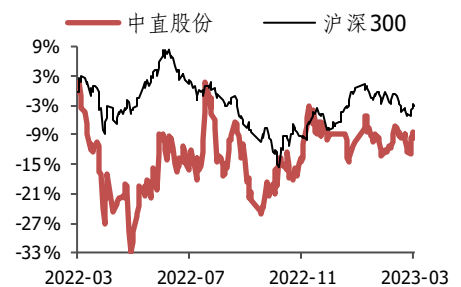
国内直升机领先地位稳固, 军用市场有望突破发展。 公司是国内直升机制造业的龙头, 产业谱系全面、研发实力强劲、生产规模庞大, 如今已形成“一机多型、系列发展”的产业结构。同时在 2022 年 12 月, 公司以公司拟以发行股份的方式购买昌飞集团 100%股权、哈飞集团 100%股权并募集配套资金, 两大直升机总装优质资产的注入, 无疑会对巩固公司的领先地位起到重要的作用, 同时在促进直升机相关资源和资产的整合方面也发挥着重要的作用。直升机是我国的军工资装的短板之一, 也是国防军工的重要建设领域, 具有非常大的需求缺口。公司得益于旺盛的需求, 加之自身在直升机领域实力强劲, 有利于实现业绩的显著增长, 进一步巩固自身在直升机领域的龙头地位。

增持 (首次评级)

股票信息

行业	国防军工
2023年3月24日收盘价(元)	46.09
总市值(百万元)	27,168.98
流通市值(百万元)	27,168.98
总股本(百万股)	589.48
流通股本(百万股)	589.48
近3月日均成交额(百万元)	383.04

股价走势



作者

分析师 于夕滕
执业证书编号: S1070520030003
邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 付浩
执业证书编号: S1070523030001
邮箱: fuhao@cgws.com

联系人 孙培德
执业证书编号: S1070121050045
邮箱: sunpeide@cgws.com

相关研究

股权结构调整，改革发展初有成效。2022年2月22日公告称哈尔滨航空工业（集团）有限公司和中航直升机有限责任公司拟向中航科工按账面净值划转其持有的公司全部股份（分别持有 26.71%和 12.78%的公司无限售流通股）。本次调整后，中航科工直接+间接持有股份数量达到 2.9 亿股，持股比例为 49.30%。2022 年初的股权调整对公司在治理改革方面发挥了重要的作用：公司在战略规划上更加注重自身能力的建设，并推行产品创新战略，持续改善自身的经营效率，实现了全面创收。股权结构的调整使公司在自身发展的道路上走的更为行稳致远，我们也预期其在未来会拥有更好的表现。

投资建议：公司的业务涉猎范围十分广泛，并进入高速发展期，下游市场需求不断提升。同时公司作为我国军用直升机核心供应商，未来有望充分获益、实现收入的提升。根据模型测算，公司的业绩预计将保持稳定增长，预计 2023 年至 2025 归母净利润分别为 5.18 亿元、6.94 亿元、8.72 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.18 元、1.48 元，对应 P/E 为 52.4 倍、39.2 倍、31.2 倍。首次给与“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争风险；国际市场开拓风险；产品质量与安全生产风险；下游需求不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23604	24234	49650	43666	80603
现金	3520	2117	2685	3428	4504
应收票据及应收账款	3457	6128	22679	14099	37031
其他应收款	8	18	8	22	17
预付账款	413	1096	817	1625	1583
存货	13005	12657	19010	20493	30437
其他流动资产	3201	2218	4452	3999	7031
非流动资产	3424	3460	3849	4292	4934
长期投资	27	29	33	37	41
固定资产	1801	1763	2182	2651	3307
无形资产	528	510	474	438	404
其他非流动资产	1068	1158	1160	1166	1183
资产总计	27027	27694	53499	47958	85538
流动负债	16108	16670	42080	36051	72965
短期借款	252	883	23766	12301	44965
应付票据及应付账款	12378	13488	13647	19697	24331
其他流动负债	3477	2300	4667	4053	3669
非流动负债	992	968	961	954	952
长期借款	94	78	71	64	62
其他非流动负债	898	890	890	890	890
负债合计	17100	17638	43041	37004	73917
少数股东权益	302	304	304	304	304
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4421	4422	4422	4422	4422
留存收益	4327	4440	4803	5288	5898
归属母公司股东权益	9626	9752	10154	10649	11317
负债和股东权益	27027	27694	53499	47958	85538

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1450	-1686	-20670	14170	-28726
净利润	914	387	519	694	872
折旧摊销	218	203	232	295	376
财务费用	3	2	690	1020	1639
投资损失	1	6	2	2	3
营运资金变动	120	-2715	-22090	12166	-31601
其他经营现金流	194	431	-22	-7	-16
投资活动现金流	-477	-42	-621	-739	-1021
资本支出	134	138	617	734	1014
长期投资	0	0	-4	-4	-4
其他投资现金流	-343	96	-1	-1	-3
筹资活动现金流	-355	437	-1025	-1223	-1841
短期借款	-55	630	22884	-11465	32664
长期借款	-72	-16	-7	-7	-2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	58	0	0	0	0
其他筹资现金流	-287	-178	-23901	10249	-34503
现金净增加额	618	-1292	-22316	12208	-31588

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21790	19473	24692	31524	41419
营业成本	19081	17468	21556	26890	34668
营业税金及附加	19	23	26	104	66
营业费用	157	174	123	284	178
管理费用	933	912	1123	1400	1839
研发费用	576	513	652	1097	2112
财务费用	3	2	690	1020	1639
资产减值损失	-0	-15	0	0	0
其他收益	13	40	26	27	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-6	-2	-2	-3
资产处置收益	-1	0	1	1	0
营业利润	1016	372	568	761	955
营业外收入	3	16	7	7	8
营业外支出	4	5	5	6	5
利润总额	1015	383	570	763	958
所得税	101	-4	51	69	86
净利润	914	387	519	694	872
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	913	387	518	694	872
EBITDA	1149	581	1479	2061	2953
EPS (元/股)	1.55	0.66	0.88	1.18	1.48

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	10.9	-10.6	26.8	27.7	31.4
营业利润 (%)	20.6	-63.4	52.6	34.1	25.4
归属母公司净利润 (%)	20.5	-57.6	33.9	33.8	25.7
获利能力					
毛利率 (%)	12.4	10.3	12.7	14.7	16.3
净利率 (%)	4.2	2.0	2.1	2.2	2.1
ROE (%)	9.2	3.9	5.0	6.3	7.5
ROIC (%)	8.1	3.4	3.3	6.9	4.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.3	63.7	80.5	77.2	86.4
净负债比率 (%)	-28.5	-7.1	204.5	83.8	350.8
流动比率	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.0	4.2	2.0	2.0	1.9
应付账款周转率	2.6	1.8	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.55	0.66	0.88	1.18	1.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.46	-2.86	-35.07	24.04	-48.73
每股净资产 (最新摊薄)	16.33	16.54	17.23	18.07	19.20
估值比率					
P/E	29.8	70.2	52.4	39.2	31.2
P/B	2.8	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	21.4	46.1	33.0	17.8	23.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686