

中直股份 (600038. SH) / 国防军

证券研究报告/公司点评

2023年3月19日

评级：买入（维持）

市场价格：44.77

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr@r.qlzq.com.cn

联系人：马梦泽

Email: mamz@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21,790	19,473	23,788	29,682	35,578
增长率 yoy%	11%	-11%	22%	25%	20%
净利润（百万元）	913	387	697	1,017	1,348
增长率 yoy%	21%	-58%	80%	46%	33%
每股收益（元）	1.55	0.66	1.18	1.72	2.29
每股现金流量	2.46	-2.86	10.90	18.12	-13.95
净资产收益率	9%	4%	7%	9%	11%
P/E	28.9	68.2	37.9	26.0	19.6
P/B	2.7	2.7	2.6	2.4	2.1

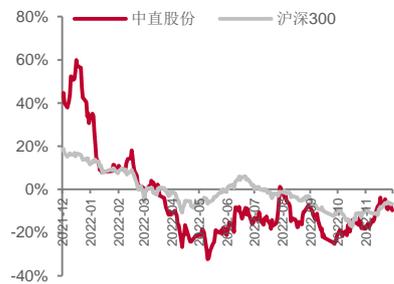
备注：股价为3月17日收盘价

投资要点

- 事件：**3月16日公司发布2022年年报，公司2022年实现营收194.73亿元，同比减少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，同比减少62.06%。公司2022Q4实现营收88.60亿元，同比增加16.64%；实现归母净利润3.39亿元，同比增加15.35%；实现扣非归母净利润3.21亿元，同比增加9.22%。同日，公司发布2022年度日常关联交易实际执行情况，2022年度日常关联交易实际发生总额321.80亿元，2023年预计发生总额860.17亿元。
- 全年业绩短期承压，Q4业绩创单季历史新高。**1) 收入端，2022年公司实现营业收入194.73亿元，同比减少10.63%；2022Q4实现营收88.60亿元，同比增加16.64%。2) 利润端，2022年公司实现归母净利润3.87亿元，同比减少57.61%，主要系产品结构调整及部分产品订单减少导致营业收入和净利润等主要指标短期承压；2022Q4实现归母净利润3.39亿元，同比增加15.35%，单季度同比增速转正且利润创单季历史新高，或表明公司生产交付情况趋于好转。3) 各分部来看，2022年①哈尔滨分部实现营业收入138.15亿元，同比增长30.85%；实现利润总额6.66亿元，同比增长104.43%，或表明先进直升机型号进入批产阶段；②景德镇分部实现营业收入51.41亿元，同比减少51.96%；实现利润总额0.24亿元，同比减少96.62%，或系成熟型号结构调整及订单减少所致；③保定分部实现营业收入9.03亿元，同比增长11.18%；实现利润总额0.41亿元，同比增长19.37%；④天津分部实现营业收入0.55亿元，同比增加474.68%；实现利润总额-0.37亿元，同比减少119.91%。我们认为，直升机产业链长远前景向好，公司是国内直升机制造业中规模最大、产值最高、产品系列最全的主力军，有望优先受益于先进直升机批产，看好公司长期发展。
- 三费率费用率略有增长，研发投入力度有望加大。**盈利能力方面，2022年公司毛利率为10.30%，同比减少2.13pct，净利率为1.99%，同比减少2.20pct。费用方面，2022年公司三费占比为5.58%，同比增加0.57pct，其中销售费用为1.74亿元，同比增加10.82%，主要系销售人员薪酬等增加所致；财务费用为174.35万元，同比减少36.34%；管理费用为9.12亿元，同比减少2.24%，主要系本期发生的修理费较少所致。研发层面，公司2022年研发费用为5.13亿元，同比减少10.98%，随着公司生产经营逐步常态化，研发投入力度有望加大。
- 应付/预付账款同增41%/166%，积极备产备货。**截至报告期末，公司应收账款金额为59.23亿元，较年初增长79.25%，主要系本年部分款项尚未结算所致；应付账款金额为111.09亿元，较年初增长41.10%，主要系本年因生产经营需要加大对部分供应商的采购所致；预付款项10.96亿元，较年初增长165.70%，主要系加大对部分供应商的预付采购。2022年公司经营活动净现金流量为-16.86亿元，较去年同期减少31.36亿元，主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致。
- 2023年预计关联交易总额较2022年真实值大增167%，存款余额提升至130亿元，大额订单落地在即基本面改善可期。**公司预计2023年关联交易发生总额860.17亿元，较2022年真实值增长167.30%，其中出售商品/提供劳务金额较2022年实际发生值

基本状况

总股本(百万股)	589
流通股本(百万股)	589
市价(元)	44.77
市值(百万元)	26,391
流通市值(百万元)	26,391

股价与行业-市场走势对比

相关报告

中直股份：拟注入优质总装资产，直升机龙头迎高质量发展

20221224

2023年预计关联交易额大增，直升机龙头性价比凸显

20221214

业绩短期承压，看好直升机龙头长期发展

20221101

短期业绩承压，看好公司长期发展

20220501

业绩稳步增长，静待军用直升机放量

20211030

提升 77.04%至 321.23 亿元；采购商品/接受劳务金额较 2022 年实际发生值提升 301.98%至 380.52 亿元，主要系考虑部分单位 2023 年预计产品交付量增加，同时为保证产品按期交付，适当提高存货储备量所致。预计 2023 年中航财务公司存款上限金额为 130 亿元，2022 年实际发生金额为 34.82 亿元，主要系预计将在 2023 年收到客户大额预付款所致，或表明公司大额订单落地在即。关联交易额高增长给予公司收入增长保障，直升机龙头基本面改善可期。

- **打造国内直升机旗舰上市公司，军用市场有望快速发展。**公司是国内直升机制造业的领军企业，产品型谱全、研发实力强、生产规模大，已形成“一机多型、系列发展”的产品格局。2022 年 12 月，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，将积极推进国内直升机资产整合，打造具备核心竞争力和市场影响力的直升机旗舰上市公司，大幅提升公司资产质量和运营效率。直升机是我军装备短板，数量、结构均与美军相差较大。随着国防军费装备费占比提升，陆军航空兵及海空军直升机装备建设加快，公司产品下游需求旺盛。受益于先进机型的需求释放，公司业绩有望快速放量。
- **投资建议：**考虑产品结构调整进度对公司交付节奏可能产生影响，我们下调 2023-2024 年收入至 237.88 亿元、296.82 亿元（原值 288.02 亿元、357.10 亿元），新增 2025 年收入 355.78 亿元，归母净利润分别为 6.97/10.17/13.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.18 元、1.72 元、2.29 元，对应 PE 分别为 38X、26X、20X，公司是国内直升机整机稀缺标的，受益于先进直升机需求放量及产品交付量增加带来基本面改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**资产重组实施进度不及预期；军品列装进度不及预期；民用直升机进口替代不及预期；公司产能释放进度不及预期；业绩预测和估值判断不达预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,117	7,216	17,280	10,673	营业收入	19,473	23,788	29,682	35,578
应收票据	205	321	400	480	营业成本	17,468	21,057	26,214	31,350
应收账款	5,923	3,474	4,129	4,842	税金及附加	23	25	30	37
预付账款	1,096	1,195	1,330	1,403	销售费用	174	190	220	249
存货	12,657	18,503	9,017	20,653	管理费用	912	1,118	1,395	1,601
合同资产	2,101	1,802	2,744	3,670	研发费用	513	666	890	1,138
其他流动资产	2,236	2,063	3,070	4,061	财务费用	2	62	-55	-113
流动资产合计	24,234	32,773	35,226	42,112	信用减值损失	-28	-15	-15	-15
其他长期投资	76	76	76	76	资产减值损失	-15	0	0	0
长期股权投资	29	29	29	29	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,762	2,135	2,390	2,529	投资收益	-6	-2	-3	-4
在建工程	86	36	36	86	其他收益	40	27	27	27
无形资产	510	470	436	402	营业利润	372	679	996	1,324
其他非流动资产	997	970	948	931	营业外收入	16	16	16	16
非流动资产合计	3,460	3,716	3,915	4,054	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	27,694	36,489	39,141	46,166	利润总额	383	690	1,007	1,335
短期借款	883	97	226	2,192	所得税	-4	-7	-10	-14
应付票据	2,379	4,073	4,879	5,892	净利润	387	697	1,017	1,349
应付账款	11,109	10,215	11,796	15,547	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	387	697	1,017	1,349
合同负债	1,153	9,087	8,311	7,116	NOPLAT	389	760	962	1,234
其他应付款	122	122	122	122	EPS (按最新股本摊薄)	0.66	1.18	1.72	2.29
一年内到期的非流动负债	229	229	229	229					
其他流动负债	796	955	1,167	1,326	主要财务比率				
流动负债合计	16,670	24,776	26,730	32,424	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	78	228	28	128	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-10.6%	22.2%	24.8%	19.9%
其他非流动负债	890	890	890	890	EBIT增长率	-62.2%	95.4%	26.6%	28.3%
非流动负债合计	968	1,118	918	1,018	归母公司净利润增长率	-57.6%	80.0%	46.0%	32.6%
负债合计	17,638	25,894	27,648	33,442	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,752	10,291	11,189	12,419	毛利率	10.3%	11.5%	11.7%	11.9%
少数股东权益	304	304	304	305	净利率	2.0%	2.9%	3.4%	3.8%
所有者权益合计	10,056	10,595	11,494	12,724	ROE	3.8%	6.6%	8.8%	10.6%
负债和股东权益	27,694	36,489	39,141	46,166	ROIC	3.3%	6.7%	7.9%	8.0%
					偿债能力				
					资产负债率	63.7%	71.0%	70.6%	72.4%
					债务权益比	20.7%	13.6%	11.9%	27.0%
					流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3
					速动比率	0.7	0.6	1.0	0.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转天数	85	71	46	45
					应付账款周转天数	196	182	151	157
					存货周转天数	264	266	189	170
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.66	1.18	1.72	2.29
					每股经营现金流	-2.86	10.90	18.12	-13.95
					每股净资产	16.54	17.46	18.98	21.07
					估值比率				
					P/E	68	38	26	20
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	862	503	410	333

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。