

中直股份 (600038.SH)

强烈推荐 (维持)

23年重回高增长趋势，资产重组继续推进

□ 公司发布 2022 年报，报告期内公司实现营业收入 194.73 亿元，同比降低 10.63%；实现归母净利润 3.87 亿，同比比下降 57.61%；扣非归母净利润 3.43 亿元，同比下降 62.06%。EPS 为 0.66，ROE4.09%，同比下降 6.0%。拟每 10 股派 1.97 元。

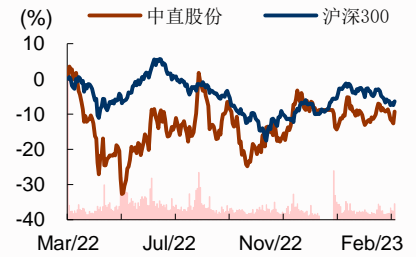
中游制造/军工  
目标估值：NA  
当前股价：46.17 元

基础数据

总股本 (万股)	58948
已上市流通股 (万股)	58948
总市值 (亿元)	272
流通市值 (亿元)	272
每股净资产 (MRQ)	16.5
ROE (TTM)	4.0
资产负债率	63.7%
主要股东	中国航空科技工业股份有限
主要股东持股比例	46.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	0	-12
相对表现	5	-0	-4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中直股份 (600038) —拟注入直升机总装资产，实现直升机业务整体上市》2023-01-30
- 2、《中直股份 (600038) —关联交易大幅上调，直升机龙头恢复增长趋势》2022-12-15
- 3、《中直股份 (600038) —直升机龙头短期业绩蛰伏，看好公司未来调整》2022-11-05

王超 S1090514080007  
wangchao18@cmschina.com.cn

受产品结构调整及部分产品订单增长影响，22年昌飞分部收入利润大幅下降，影响公司整体业绩。期内，公司航空产品实现收入 191.7 亿，同比下降 11.15%，毛利率 10.24%，较上年同期下降 2.22pct。公司哈尔滨分部实现明显增长，收入 (138.14 亿，+32.25%)，毛利率 8.07%，利润总额 (6.66 亿，+104%)；景德镇分部实现收入 (51.41 亿，-52%)，毛利率 12.1%，利润总额 (2354.7 万，-96.6%)，保定分部实现收入 9.03 亿元，利润总额 4134.9 万。期内公司费用情况平稳，销售费用 17,358.47 万元，同比增长 10.82%，管理费用 91,204.20 万元，同比下降 2.24%，研发费用 51,311.54 万元，同比下降 10.98%，财务费用 174.35 万元，较上年同期 273.86 万元减少 99.51 万元。

□ 在公司发布的 23 年关联交易预测中，关联销售及采购上限均大幅提高，存贷款余额上限保持高位，预计 2023 年公司重回快速增长通道。公司航空产品目前主要为对航工业集团关联方销售，22 年公司向航空工业集团关联方销售实际发生金额为 181.4 亿元，23 年预计为 321.2 亿元，大幅增加并为历史新高，预计 2023 年公司销售收入将有明显增长。22 年公司向航空工业集团关联方采购商品/接受劳务的实际发生金额为 94.7 亿元，2023 年预计发生 380.5 亿元，说明公司为交付量提高加大上游备货。另外 22 年公司在中航财务存款余额上限 130 亿元，实际发生 34.8 亿元，23 年维持 130 亿元的高位。

□ 发行股份购买资产方案持续推进，上市公司质量继续提升。上市公司发布公告，拟向中航科工和向航空工业集团发行股份购买其持有的昌飞集团和哈飞集团的 100% 股权，发行股份价格为 35.92 元。同时拟向中航科工、航空工业集团机载公司在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金，其中中航科工拟认购的募集配套资金金额为 2 亿元，机载公司拟认购的募集配套资金金额为 1 亿元。我们认为，本次拟收购的哈飞集团和昌飞集团为直升机产业内核心企业，方案完成后，公司业务完整性将得到有效增强，管理链条缩短，有利于直升机业务的快速发展。

□ 盈利预测：预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 9.07 亿、10.93 亿、13.22 亿，对应估值 29、24、20 倍，维持“强烈推荐”评级！

□ 风险提示：军品采购订单出现波动，资产重组审批及推进不达预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21790	19473	25806	31167	37653
同比增长	11%	-11%	33%	21%	21%
营业利润(百万元)	1016	372	997	1204	1459
同比增长	21%	-63%	168%	21%	21%
归母净利润(百万元)	913	387	907	1093	1322
同比增长	21%	-58%	134%	21%	21%
每股收益(元)	1.55	0.66	1.54	1.85	2.24
PE	29.8	70.3	30.0	24.9	20.6
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 昌飞集团最近两年及一期未经审计的主要财务数据

财务指标	2022 年 1-7 月	2021 年度	2020 年度
资产总计	883,086.04	1,245,470.92	2,049,729.71
负债合计	748,491.50	1,095,669.27	1,922,650.03
所有者权益	134,594.54	149,801.65	127,079.67
归属于母公司所有 者权益	134,594.54	149,801.65	127,079.67
营业收入	405,077.27	1,371,847.28	1,070,195.88
营业利润	-8,482.68	31,351.57	24,019.33
净利润	-8,855.69	26,383.52	20,186.10
归属于母公司所 有者的净利润	-8,855.69	26,383.52	20,186.10

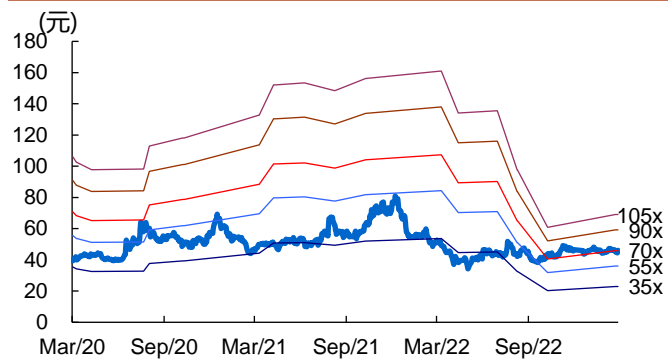
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 哈飞集团最近两年及一期未经审计的主要财务数据

财务指标	2022 年 1-7 月	2021 年度	2020 年度
资产总计	1,590,004.80	1,164,480.26	867,818.94
负债合计	1,421,117.81	999,460.77	743,108.43
所有者权益	168,886.99	165,019.49	124,710.51
归属于母公司所 有者权益	167,927.16	163,876.15	123,544.85
营业收入	503,441.68	1,023,129.51	815,766.94
营业利润	80.73	7,536.11	14,726.57
净利润	-29.88	10,273.92	12,340.93
归属于母公司所 有者的净利润	174.99	10,266.11	12,340.79

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1：中直股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：中直股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	23604	24234	28570	34507	41630
现金	3520	2117	2484	3000	3623
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	152	205	271	328	396
应收款项	3304	5923	4887	5902	7130
其它应收款	8	18	23	28	34
存货	13005	12657	16533	19969	24072
其他	3614	3314	4372	5280	6375
<b>非流动资产</b>	3424	3460	3349	3251	3165
长期股权投资	27	29	29	29	29
固定资产	1798	1762	1729	1698	1671
无形资产商誉	528	510	459	413	372
其他	1071	1159	1132	1110	1093
<b>资产总计</b>	<b>27027</b>	<b>27694</b>	<b>31919</b>	<b>37758</b>	<b>44795</b>
<b>流动负债</b>	16108	16670	20104	25122	31165
短期借款	252	883	48	1086	2377
应付账款	12378	13488	17629	21293	25669
预收账款	2338	1153	1507	1820	2194
其他	1139	1147	920	923	925
<b>长期负债</b>	992	968	968	968	968
长期借款	94	78	78	78	78
其他	898	890	890	890	890
<b>负债合计</b>	<b>17100</b>	<b>17638</b>	<b>21072</b>	<b>26090</b>	<b>32133</b>
股本	589	589	589	589	589
资本公积金	4421	4422	4422	4422	4422
留存收益	4615	4741	5531	6352	7346
少数股东权益	302	304	304	305	305
归属于母公司所有者权益	9626	9752	10543	11363	12357
<b>负债及权益合计</b>	<b>27027</b>	<b>27694</b>	<b>31919</b>	<b>37758</b>	<b>44795</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1450	(1686)	1673	(130)	(155)
净利润	914	387	907	1093	1322
折旧摊销	218	203	255	241	229
财务费用	33	45	16	11	75
投资收益	(1)	(6)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	312	(2306)	529	(1447)	(1755)
其它	(27)	(9)	(1)	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(477)	(42)	(109)	(109)	(109)
资本支出	(134)	(138)	(143)	(143)	(143)
其他投资	(343)	96	34	34	34
<b>筹资活动现金流</b>	(355)	437	(1197)	755	888
借款变动	(369)	719	(1064)	1038	1291
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	58	0	0	0	0
股利分配	(230)	(274)	(116)	(272)	(328)
其他	186	(9)	(16)	(11)	(75)
<b>现金净增加额</b>	618	(1292)	367	515	623

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	21790	19473	25806	31167	37653
营业成本	19081	17468	22832	27577	33243
营业税金及附加	19	23	30	36	44
营业费用	157	174	230	278	336
管理费用	933	912	1054	1273	1538
研发费用	576	513	680	821	992
财务费用	3	2	16	11	75
资产减值损失	(17)	(43)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	13	40	40	40	40
投资收益	(1)	(6)	(6)	(6)	(6)
<b>营业利润</b>	1016	372	997	1204	1459
营业外收入	3	16	16	16	16
营业外支出	4	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	1015	383	1008	1215	1470
所得税	101	(4)	101	122	148
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	913	387	907	1093	1322

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	11%	-11%	33%	21%	21%
营业利润	21%	-63%	168%	21%	21%
归母净利润	21%	-58%	134%	21%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.4%	10.3%	11.5%	11.5%	11.7%
净利率	4.2%	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%
ROE	9.9%	4.0%	8.9%	10.0%	11.1%
ROIC	9.1%	3.5%	8.2%	9.2%	9.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.3%	63.7%	66.0%	69.1%	71.7%
净负债比率	1.5%	4.3%	0.4%	3.1%	5.5%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
存货周转率	1.3	1.4	1.6	1.5	1.5
应收账款周转率	6.5	4.1	4.6	5.5	5.5
应付账款周转率	1.7	1.4	1.5	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.55	0.66	1.54	1.85	2.24
每股经营净现金	2.46	-2.86	2.84	-0.22	-0.26
每股净资产	16.33	16.54	17.88	19.28	20.96
每股股利	0.46	0.20	0.46	0.56	0.67
<b>估值比率</b>					
PE	29.8	70.3	30.0	24.9	20.6
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	37.1	81.5	35.5	31.0	25.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。2022年金牛奖第四名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。