

中直股份(600038)

报告日期: 2022 年 11 月 29 日

军民用直升机龙头, “内生+外延”双驱动

——中直股份公司点评报告

投资要点

- 公司为中国直升机行业龙头, 未来订单预期乐观, 业绩有望重回成长通道。公司是国内直升机领军企业, 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。公司未来有望受益于(1)内生: 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, 直 20 系列有望迎来大额订单下达及定价机制改善带来的利润率提升, 实现业绩快速放量; (2)外延: 直升机总装资产未来有望整合, 公司直升机主机厂地位进一步巩固。
- 军用: 加快国防和军队现代化建设, 直 20 有望填补 10 吨级国产军用直升机装备需求。1) 总体保有量低, 直升机是我军装备短板, 数量、结构均与美军相差较大。根据《World Air Forces 2023》数据显示, 我国军用直升机数量仅为美国 1/6, 提升空间大; 2) 重型直升机少, 我国 10 吨级军用直升机与美军同级别军用直升机存在至少 3000 架数量差距; 3) 航空装备进入“三 20”时代, 直 20 具有强大环境适应性、可通过改装快速适应不同任务; 4) 军机采购预期向好, 随着国内其他主机厂大额订单下达, 军用直升机订单后期有望兑现, 公司以直 20 为代表的 10 吨级军用直升机订单未来存在量价齐升预期; 5) 航展亮点, 珠海航展陆军航空兵首次派出现役直升机直 20、直 8L 和直 10 参展, 军机装备更新换代有望推进。
- 资产整合: 5 月 27 日, 国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》, 明确央企上市公司作用, 着力打造旗舰龙头、专业领航上市公司; 集团下属中航科工、中直股份涉及同类直升机制造业务, 未来直升机总装资产有望整合, 打开公司长期发展天花板, 直升机主机厂地位进一步巩固。
- 民用: 中长期民用直升机市场潜力大。根据航空工业发展研究中心预测, 预计到 2025 年我国民用直升机将达到 1874 架, 到 2040 年将超过 1 万架; 目前国内市场民用直升机主要以进口机型为主, 国产民用直升机市占率仅 5%, 未来国产替代空间大; 公司重点产品 AC352 是国内首款按新修订 CCAR29R2 适航规章完成设计、试验、研制的直升机, 具备了进入国内民用市场的条件, 填补了我国民用直升机谱系空白, 未来有望在民用直升机领域持续放量。
- 盈利预测与投资建议: 今年以来行业回调较多, 公司目前股价/市值处于相对底部, 安全边际高。预计公司 2022-2024 年归母净利润 0.8/10.2/14.3 亿, 2023、2024 年同比增长 1161%/39%, PE27/19 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 军用直升机订单不及预期、民用直升机系列化进度不及预期等风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 杨雨南

 执业证书号: S1230522110003
 yangyunan@stocke.com.cn

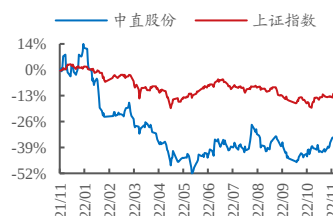
分析师: 王浩若

 执业证书号: S1230522110002
 wangjieruo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 45.34
总市值(百万元)	267,268.74
总股本(百万股)	589.47

股票走势图



相关报告

- 1 《三季度公司扣非业绩增长 27%, 直升机龙头期待飞向“新高度”》 2021.11.01
- 2 《【中直股份】深度: 中国直升机龙头, 军民市场广阔, 新机列装景气【浙商国防】》 2021.07.26
- 3 《短期下滑不改高景气趋势》 2020.04.30

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	21790	24893	38487	43331
(+/-) (%)	11%	14%	55%	13%
归母净利润	913	81	1024	1427
(+/-) (%)	30%	-91%	1161%	39%
每股收益(元)	1.55	0.14	1.74	2.42
P/E	30	342	27	19

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 可比公司盈利预测和估值

代码	证券简称	总市值	归母净利			PE			PB
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	MRQ
600760.SH	中航沈飞	1268	22.1	28.7	36.1	57	44	35	10.2
600893.SH	航发动力	1200	14.8	19.5	26.4	68	52	38	3.1
000768.SZ	中航西飞	719	10.1	14.9	19.4	76	52	40	4.4
600316.SH	洪都航空	188	2.3	3.6	5.2	94	61	41	3.6
	平均值	844	12.3	16.7	21.8	74	52	39	5.3
600038.SH	中直股份	278	0.8	10.2	14.3	342	27	19	2.8

注: 市值截止日期为 11 月 28 日, 航发动力、中直股份、中航沈飞、中航西飞、洪都航空均为浙商国防已覆盖标的

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

风险提示: 军用直升机订单不及预期、民用直升机系列化进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	23603.54	31152.81	39224.91	42693.15
现金	3520.29	3627.45	3390.84	3512.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	3456.68	3650.22	5421.80	5627.02
其它应收款	7.79	11.15	15.34	17.39
预付账款	412.52	447.79	676.00	762.05
存货	13004.83	21817.98	27711.22	30504.04
其他	3201.44	1598.23	2009.71	2269.79
非流动资产	3423.72	2956.55	2976.61	2947.70
金融资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	26.64	25.68	25.88	26.07
固定资产	1795.90	1703.09	1605.21	1503.27
无形资产	527.69	505.97	484.47	462.71
在建工程	100.34	80.27	64.22	51.37
其他	973.15	641.53	796.82	904.28
资产总计	27027.26	34109.36	42201.52	45640.85
流动负债	16107.58	23244.60	30284.07	32269.75
短期借款	252.21	2142.95	3751.97	2617.63
应付款项	12378.27	15332.70	20730.23	24038.49
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3477.10	5768.95	5801.86	5613.63
非流动负债	992.00	855.86	884.26	910.71
长期借款	94.08	94.08	94.08	94.08
其他	897.92	761.78	790.17	816.62
负债合计	17099.58	24100.47	31168.32	33180.46
少数股东权益	301.99	302.02	302.34	302.78
归属母公司股东权	9625.69	9706.87	10730.86	12157.61
负债和股东权益	27027.26	34109.36	42201.52	45640.85

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1449.73	(1827.74)	(1735.64)	1402.26
净利润	913.50	81.21	1024.31	1427.19
折旧摊销	218.45	134.58	135.43	136.56
财务费用	2.74	20.51	110.71	123.86
投资损失	1.26	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2332.99)	6355.17	2617.36	1999.64
其它	2646.76	(8419.22)	(5623.45)	(2284.99)
投资活动现金流	(476.54)	54.74	(9.20)	(12.12)
资本支出	181.69	1.49	(0.28)	(0.31)
长期投资	(79.76)	53.25	(8.92)	(11.81)
其他	(578.47)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(355.48)	1880.15	1508.23	(1268.13)
短期借款	(55.05)	1890.74	1609.02	(1134.34)
长期借款	(72.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(228.37)	(10.59)	(100.79)	(133.79)
现金净增加额	617.71	107.16	(236.60)	122.01

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21789.85	24892.92	38486.51	43331.01
营业成本	19080.85	23687.27	33488.05	37657.07
营业税金及附加	19.35	25.03	37.15	99.66
营业费用	156.63	74.68	219.81	303.32
管理费用	932.94	248.93	1193.08	1863.23
研发费用	576.44	497.86	1962.81	1148.27
财务费用	2.74	20.51	110.71	123.86
资产减值损失	16.50	298.72	384.87	563.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.26)	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	12.40	51.36	51.28	20.94
营业利润	1015.54	91.29	1141.31	1593.23
营业外收支	(0.83)	0.00	0.00	0.00
利润总额	1014.72	91.29	1141.31	1593.23
所得税	101.21	10.08	117.00	166.05
净利润	913.50	81.21	1024.31	1427.19
少数股东损益	0.29	0.02	0.32	0.44
归属母公司净利润	913.21	81.19	1023.99	1426.74
EBITDA	1198.62	241.39	1380.72	1846.49
EPS（最新摊薄）	1.55	0.14	1.74	2.42

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	10.86%	14.24%	54.61%	12.59%
营业利润增长率	28.69%	-91.01%	1150.21%	39.60%
归属母公司净利润	29.53%	-91.11%	1161.27%	39.33%
获利能力				
毛利率	12.43%	4.84%	12.99%	13.09%
净利率	4.19%	0.33%	2.66%	3.29%
ROE	9.56%	0.81%	9.73%	12.15%
ROIC	8.46%	0.77%	7.46%	10.02%
偿债能力				
资产负债率	63.27%	70.66%	73.86%	72.70%
净负债比率	2.38%	9.57%	12.60%	8.38%
流动比率	1.47	1.34	1.30	1.32
速动比率	0.66	0.40	0.38	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.81	1.01	0.99
应收帐款周转率	6.96	7.03	8.01	6.98
应付帐款周转率	2.63	2.61	2.79	2.55
每股指标(元)				
每股收益	1.55	0.14	1.74	2.42
每股经营现金	2.46	(3.10)	(2.94)	2.38
每股净资产	16.33	16.47	18.20	20.62
估值比率				
P/E	30.44	342.34	27.14	19.48
P/B	2.89	2.86	2.59	2.29
EV/EBITDA	37.48	112.25	20.98	15.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>