中直股份：拟注入优质总装资产，直升机龙头迎高质量发展

中直股份（600038.SH）/国防军工

证券研究报告/公司点评

2022 年 12 月 24 日

评级：买入（维持）

市场价格：46.41

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email：chendr@r.qlzq.com.cn

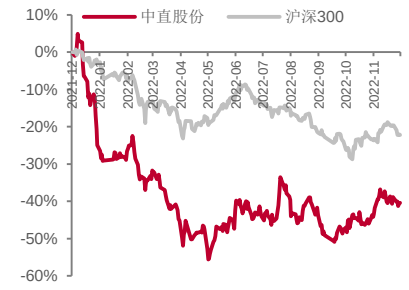
联系人：马梦泽

Email：mamz@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	589
流通股本(百万股)	589
市价(元)	46.41
市值(百万元)	27,358
流通市值(百万元)	27,358

股价与行业-市场走势对比



相关报告

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

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,655	21,790	16,613	28,802	35,710
增长率 yoy%	24%	11%	-24%	73%	24%
净利润（百万元）	758	913	307	952	1,272
增长率 yoy%	29%	21%	-66%	210%	34%
每股收益（元）	1.29	1.55	0.52	1.62	2.16
每股现金流量	-1.16	2.46	-1.10	34.93	-19.49
净资产收益率	8%	9%	3%	9%	11%
P/E	36.1	30.0	89.0	28.7	21.5
P/B	3.1	2.8	2.8	2.6	2.3

备注：股价为 12 月 24 日收盘价

投资要点

- **事件**：12 月 23 日，公司发布《关于筹划重大资产重组事项的停牌公告》。公司**拟发行股份购买昌河飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权、哈尔滨飞机工业集团有限责任公司 100%股权并募集配套资金。**本次重组预计构成《上市公司重大资产重组管理办法（2020 年修订）》规定的重大资产重组，亦构成公司关联交易，本次重组不会导致公司实际控制人变更。因本次重组尚处于筹划阶段，存在不确定性，为保证公平信息披露，维护投资者利益，避免造成公司股价异常波动，经向上海证券交易所申请，公司股票自 2022 年 12 月 26 日（星期一）开市起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。

- **响应国企改革工作方案，理顺股权关系完善产业布局。**继 2020 年《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》出台后，2022 年 5 月，国资委制定印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，按照“做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批”的总体思路和“打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司”的具体目标，中航工业集团积极推进并加强直升机业务的整合和发展，做优存量并做精增量：1）2020 年 12 月，中航科工发行内资股收购中直有限 100%股权、哈飞集团 10.21%股权以及昌飞集团 47.96%股权，中直有限、哈飞集团成为中航科工的全资子公司，中航科工对公司的持股比例增加至 50.80%，成为控股股东；2）2022 年 8 月，哈航集团所持有公司的 26.71%股权及中直有限所持有公司的 12.78%股权已按账面净值过户至控股股东中航科工名下，中航科工总持股比例增加至 49.30%；3）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，有望实现直升机资产整体上市。多次资本运作是中航工业集团进一步整合下属直升机资产、理顺公司股权结构和优化产业链条的重要举措。

- **实现优质资产整合，打造国内直升机旗舰上市公司。**1）昌河飞机工业（集团）有限责任公司是我国多谱系军民用直升机整机和航空零部件科研生产基地，主要产品有直 8、直 10、直 11、AC313、AC311、AC310 等系列直升机。2）哈尔滨飞机工业集团有限责任公司是我国军民用直升机、通用飞机整机和先进复合材料构件研发制造基地，形成了以“直 9 系列、直 19”军用直升机，“AC312 系列、AC352”民用直升机和“运 12E、运 12F”固定翼飞机为代表的产品体系。2019/2020 年哈飞集团实现营业收入 74.32/80.59 亿元，实现归母净利润 1.74/1.23 亿元。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。

- **2022 年受产品结构调整及部分型号订单减少影响业绩短期承压，看好公司长期发展。**收入端，2022 前三季度公司实现营业收入 106.13 亿元，同比减少 25.23%；利润端，2022 前三季度公司实现归母净利润 0.48 亿元，同比减少 92.28%，主要系产品结构调整及公司直升机部分型号订单减少，导致营业收入和净利润等主要指标短期承压。我们认为，直升机产业链长远前景向好，公司作为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。

- **2023 年预计关联交易销售额大增 51%，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 年关联交易中向航空工业其他下属公司出售商品/提供劳务金额提升 51.15%至 361.22 亿元；采购商品/接受劳务金额提升 108.29%至 334.52 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，较 2022 年截至披露日已发生余额增加 1326.62%，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。公司在 2019-2021 年实际发生关联交易销售额为 141.52 亿元、178.17 亿元和 196.47 亿元，实际发生关联交易销售额/营收占比为 89.6%、90.6%、90.2%，据此 2023 年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。

- **直升机整机稀缺标的，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。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，展望未来，受益于新机型需求释放，大额预付款落地后公司经营情况将持续改善，业绩有望快速放量。

- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 166.13/288.02/357.10 亿元，归母净利润分别为 3.07/9.52/12.72 亿元，对应 PE 分别为 89X、29X、22X，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。**

盈利预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,520	4,984	22,155	10,713
应收票据	152	326	566	702
应收账款	3,304	2,386	3,907	4,737
预付账款	413	232	246	114
存货	13,005	14,705	8,709	22,865
合同资产	2,975	869	1,781	2,680
其他流动资产	3,209	1,125	2,225	3,230
流动资产合计	23,604	23,759	37,808	42,362
其他长期投资	78	78	78	78
长期股权投资	27	27	27	27
固定资产	1,796	2,154	2,395	2,519
在建工程	100	50	50	100
无形资产	528	486	450	420
其他非流动资产	895	868	846	829
非流动资产合计	3,424	3,663	3,847	3,974
资产合计	**27,027**	**27,422**	**41,654**	**46,336**
短期借款	252	2,900	226	622
应付票据	4,505	3,693	5,659	6,997
应付账款	7,873	6,352	11,498	13,224
预收款项	0	0	0	0
合同负债	2,338	2,293	11,002	10,713
其他应付款	105	105	105	105
一年内到期的非流动负	60	60	60	60
其他流动负债	974	804	1,254	1,510
流动负债合计	16,108	16,206	29,804	33,231
长期借款	94	244	44	144
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	898	898	898	898
非流动负债合计	992	1,142	942	1,042
负债合计	**17,100**	**17,348**	**30,746**	**34,273**
归属母公司所有者权益	9,626	9,772	10,606	11,760
少数股东权益	302	302	302	303
所有者权益合计	9,928	10,074	10,909	12,062
负债和股东权益	**27,027**	**27,422**	**41,654**	**46,336**

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,450	-645	20,593	-11,488
现金收益	1,135	641	1,197	1,477
存货影响	2,304	-1,700	5,996	-14,156
经营性应收影响	-227	924	-1,774	-834
经营性应付影响	2,615	-2,333	7,112	3,064
其他影响	-4,376	1,824	8,061	-1,038
投资活动现金流	-477	-511	-484	-445
资本支出	-32	-537	-505	-462
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-444	26	21	17
融资活动现金流	-355	2,620	-2,937	491
借款增加	-177	2,797	-2,874	496
股利及利息支付	-249	-123	-210	-218
股东融资	0	0	0	0
其他影响	71	-54	147	213

利润表				单位:百万元
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,790	16,613	28,802	35,710
营业成本	19,081	14,864	25,551	31,632
税金及附加	19	18	30	36
销售费用	157	150	230	271
管理费用	933	748	1,238	1,518
研发费用	576	440	760	964
财务费用	3	62	-55	-113
信用减值损失	-16	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	-1
其他收益	13	13	13	13
营业利润	1,016	342	1,059	1,414
营业外收入	3	4	3	3
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	1,015	342	1,058	1,413
所得税	101	34	105	141
净利润	914	308	953	1,272
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	914	308	953	1,272
NOPLAT	916	364	903	1,170
EPS（按最新股本摊薄）	1.55	0.52	1.62	2.16

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	10.9%	-23.8%	73.4%	24.0%
EBIT增长率	28.3%	-60.3%	148.3%	29.6%
归母公司净利润增长率	20.5%	-66.3%	209.8%	33.6%
获利能力				
毛利率	12.4%	10.5%	11.3%	11.4%
净利率	4.2%	1.9%	3.3%	3.6%
ROE	9.2%	3.1%	8.7%	10.5%
ROIC	9.8%	3.0%	8.9%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	63.3%	73.8%	74.0%
债务权益比	13.1%	40.7%	11.3%	14.3%
流动比率	1.5	1.5	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.6	1.0	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	52	62	39	44
应付账款周转天数	137	172	126	141
存货周转天数	267	336	165	180
每股指标（元）				
每股收益	1.55	0.52	1.62	2.16
每股经营现金流	2.46	-1.09	34.93	-19.49
每股净资产	16.33	16.58	17.99	19.95
估值比率				
P/E	30	89	29	22
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	395	724	375	302

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。