

中直股份(600038)

报告日期: 2023年07月19日

## 资产重组取阶段进展, 看好直升机龙头长期发展

### ——中直股份点评报告

#### 投资要点

□ **事件: 7月18日** 公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)。

1) **标的资产的评估及作价情况:** 本次交易对价为 507,827.88 万元。其中昌飞集团、哈飞集团的交易作价分别为 184,872.79 万元、322,955.09 万元。

2) **发行股份情况:** 本次发行股份购买资产的发行价格相应调整为 35.73 元/股, 发行股份 142,129,270 股, 占本次发行完成后上市公司总股本比例约为 19.43%。

3) **募集配套资金:** 本次募集配套资金总额不超过 30 亿元, 不超过本次拟以发行股份方式购买资产交易价格的 100%, 且发行股份数量不超过本次发行股份购买资产完成后上市公司总股本的 30%。

□ **公司资产、收入规模增加显著, 未来盈利能力有望进一步提升**

1) 以 2022 年数据为基准, 本次交易完成后, 总资产将增加 82.89%、营收增加 16.61%、归母净利润增加 26.59%, EPS 由 0.66 元/股增加至 0.69 元/股。

2) 未来伴随哈飞和昌飞集团各类业务逐步发展, 业绩有望进一步增长。预计本次交易完成后, 未来公司盈利能力和持续经营能力将得到有效提升。

□ **募集配套资金用于无人机、维修能力建设等, 提升公司核心竞争力**

1) 募集资金拟用于新型直升机与无人机研发能力建设项目、航空综合维修能力提升与产业化项目、直升机生产能力提升项目等, 补充流动资金或偿还债务。

2) 通过本次募投项目建设, 可有效提升公司无人机研发能力、直升机维修能力、直升机复合材料部件制造能力、搭建直升机应急救援体系等。

□ **2023 中报业绩预告披露, 业绩低点已过**

1) 预计 2023H1 实现归母净利润为 11,000-13,200 万元, 同比增长 553%-683%; 实现扣非归母净利润为 8,200-10,400 万元, 同比增长 3842%-4900%。

2) 业绩预计高增主要原因是航空产品收入增长, 上年同期基数较小。

□ **投资建议与盈利预测:**

预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.6、11.1、13.5 亿, 同比+123%、+28%、+22%, PE 为 28、22、18 倍。公司目前市值处于相对底部, 安全边际高。考虑到公司实施收购哈飞和昌飞集团, 看好直升机业务长期发展, 维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 资产重组实施进度不及预期、直升机订单不及预期等风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

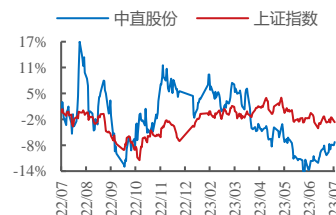
分析师: 王华君  
 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 陈晨  
 chenchen05@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 40.70
总市值(百万元)	23,991.70
总股本(百万股)	589.48

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《一季度业绩增长 24%符合预期, 直升机龙头业绩有望修复》2023.05.02
- 《中国直升机龙头, 受益新机型放量》2023.04.06
- 《2022 年业绩承压符合预期, 看好直升机龙头长期发展》2023.03.17

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19473	25809	32083	40948
(+/-) (%)	-11%	33%	24%	28%
归母净利润	387	862	1105	1345
(+/-) (%)	-59%	123%	28%	22%
每股收益(元)	0.66	1.46	1.87	2.28
P/E	61.98	27.82	21.71	17.84
P/B	2.46	2.26	2.05	1.84
ROE	3.87%	8.22%	9.63%	10.59%

资料来源: 浙商证券研究所

## 附录 1：本次交易对上市公司主要财务指标的影响

**表 1：本次交易完成后，总资产将增加 82.89%、营收增加 16.61%、归母净利润增加 26.59%，EPS 由 0.66 元/股增加至 0.69 元/股**

项目	2023 年 4 月 30 日/2023 年 1-4 月			2022 年 12 月 31 日/2022 年度		
	交易前	交易后 (备考)	变动率 (%)	交易前	交易后 (备考)	变动率 (%)
总资产 (万元)	2,923,808.88	4,682,130.83	60.14	2,769,424.61	5,064,893.47	82.89
总负债 (万元)	1,924,712.11	3,426,920.30	78.05	1,763,833.15	3,806,989.12	115.84
归属于母公司所有者 权益 (万元)	969,118.36	1,223,482.82	26.25	975,210.44	1,225,689.75	25.68
营业收入 (万元)	711,386.90	862,021.44	21.17	1,947,285.85	2,270,734.44	16.61
净利润 (万元)	-6,611.03	-5,118.75	22.57	38,720.68	48,879.03	26.23
归属于母公司股东的 净利润 (万元)	-6,159.60	-4,576.43	25.7	38,707.10	49,000.79	26.59
基本每股收益 (元/ 股)	-0.1	-0.06	38.52	0.66	0.69	4.75
资产负债率 (%)	65.83	73.19	11.18	63.69	75.16	18.02

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 附录 2：募集配套资金主要用途

**表 2：中直股份募集配套资金主要用于新型直升机与无人机研发能力建设项目、航空综合维修能力提升与产业化项目等**

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)	实施主体
<b>1. 新型直升机与无人机研发能力建设项目</b>				
1.1	新型直升机研制保障能力建设项目	2.31	2.31	哈飞集团
1.2	无人机研发及基础能力建设项目	2.38	2.28	
<b>2. 航空综合维修能力提升与产业化项目</b>				
2.1	航空综合维修能力提升与产业化-景德镇维修 基地建设项目	1.49	1.49	昌飞集团
2.2	航空维修能力建设项目	1.42	1.42	哈飞集团
<b>3. 直升机生产能力提升项目</b>				
3.1	哈飞集团直升机生产能力提升项目	3.15	2.65	哈飞集团
3.2	某型机部总装智能化生产项目	2.73	2.73	昌飞集团
3.3	复合材料桨叶智能化生产项目	1.05	1.05	
3.4	复合材料结构件柔性化生产项目	1.36	1.36	
3.5	动部件柔性装配生产项目	1.15	1.15	
<b>4. 应急救援及民用直升机研发能力建设项目</b>				
4.1	航空应急救援重点实验室建设项目	2.22	2.22	昌飞集团
4.2	天津民用直升机研发能力建设项目	1.34	1.34	哈飞集团
	5. 补充流动资金或偿还债务	10.00	10.00	中直股份 (合并范围) 及标的公司
	合计	30.60	30.00	/

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 附录 3：可比重点公司估值

**表 3：中直股份估值 2023-2025 年 PE28、22、18 倍，低于主机厂平均 71、58、44 倍**

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	MRQ
600893.SH	航发动力	1105	15.6	19.6	24.9	71	56	44	2.9
600760.SH	中航沈飞	1240	29.6	37.2	47.3	42	33	26	2.9
000768.SZ	中航西飞	726	8.8	11.1	15.0	82	66	49	1.9
600316.SH	洪都航空	166	1.9	2.2	2.9	89	74	57	2.5
	平均值	809	13.4	16.8	21.7	71	58	44	2.4
600038.SH	中直股份	240	8.6	11.1	13.5	28	22	18	1.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理，市值截止至 7 月 18 日

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	24234	31444	36990	45930
现金	2117	2887	2842	2616
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6128	8098	10046	12782
其它应收款	18	14	19	28
预付账款	1096	796	1122	1648
存货	12657	17432	20415	26529
其他	2218	2216	2545	2327
<b>非流动资产</b>	3460	3033	2986	2832
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	29	27	28	28
固定资产	1762	1583	1416	1253
无形资产	510	477	444	409
在建工程	86	69	55	44
其他	1073	877	1043	1098
<b>资产总计</b>	27694	34477	39976	48762
<b>流动负债</b>	16670	22647	27001	34449
短期借款	883	3309	3662	4866
应付款项	13488	15114	19600	25537
预收账款	0	0	0	0
其他	2300	4224	3739	4047
<b>非流动负债</b>	968	911	952	943
长期借款	78	78	78	78
其他	890	833	874	865
<b>负债合计</b>	17638	23558	27952	35393
少数股东权益	304	304	304	305
归属母公司股东权益	9752	10614	11720	13064
<b>负债和股东权益</b>	27694	34477	39976	48762

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(1686)	(1590)	(311)	(1338)
净利润	387	863	1105	1345
折旧摊销	203	132	133	133
财务费用	2	91	155	195
投资损失	6	2	3	4
营运资金变动	(2629)	1992	1339	3113
其它	344	(4671)	(3046)	(6128)
<b>投资活动现金流</b>	(42)	121	59	76
资本支出	50	86	70	64
长期投资	(0)	27	(18)	3
其他	(92)	8	7	9
<b>筹资活动现金流</b>	437	2240	205	1036
短期借款	630	2427	353	1204
长期借款	(16)	0	0	0
其他	(178)	(187)	(147)	(168)
<b>现金净增加额</b>	(1292)	770	(46)	(226)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19473	25809	32083	40948
营业成本	17468	22877	28248	36024
营业税金及附加	23	26	33	94
营业费用	174	77	204	287
管理费用	912	1133	1428	1846
研发费用	513	686	849	1084
财务费用	2	91	155	195
资产减值损失	43	24	26	54
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(6)	(2)	(3)	(4)
其他经营收益	40	28	27	32
<b>营业利润</b>	372	919	1163	1392
营业外收支	11	0	0	0
<b>利润总额</b>	383	919	1163	1392
所得税	(4)	56	57	47
<b>净利润</b>	387	863	1105	1345
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	387	862	1105	1345
EBITDA	603	1137	1445	1715
EPS (最新摊薄)	0.66	1.46	1.87	2.28

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-10.63%	32.54%	24.31%	27.63%
营业利润	-64.50%	146.92%	26.52%	19.69%
归属母公司净利润	-59.09%	122.79%	28.15%	21.67%
<b>获利能力</b>				
毛利率	10.30%	11.36%	11.95%	12.02%
净利率	1.99%	3.34%	3.45%	3.28%
ROE	3.87%	8.22%	9.63%	10.59%
ROIC	3.57%	6.51%	7.81%	8.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.69%	68.33%	69.92%	72.58%
净负债比率	6.75%	14.94%	13.88%	14.44%
流动比率	1.45	1.39	1.37	1.33
速动比率	0.69	0.62	0.61	0.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.71	0.83	0.86	0.92
应收账款周转率	4.22	3.75	3.64	3.69
应付账款周转率	1.84	2.08	2.24	2.13
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.66	1.46	1.87	2.28
每股经营现金	(2.86)	(2.70)	(0.53)	(2.27)
每股净资产	16.54	18.01	19.88	22.16
<b>估值比率</b>				
P/E	61.98	27.82	21.71	17.84
P/B	2.46	2.26	2.05	1.84
EV/EBITDA	44.98	22.24	17.80	15.84

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>