

# 哈飞分部增长强劲，直升机军民两用空间广阔

事件：公司 2020 年实现营收 196.55 亿(+24.44%)，归母净利润 7.58 亿(+28.81%)。

## 核心观点

- **营收同比增长 24.44%创历史新高，哈尔滨分部是增长主力。**公司 20 年实现营收 196.55 亿(+24.44%)，其中哈尔滨分部实现营收 94.84 亿元(+42.42%)，景德镇分部 98.69 亿元(+9.31%)，保定分部 7.51 亿元(+28.24%)。哈尔滨分部营收大幅增长或表明相关型号产品交付上量。虽然报告期公司毛利率下滑 2.45pct，但得益于：1) 期间费用率下降 2.31pct，2) 减值损失减少 2689 万元，3) 所得税的同比下降，公司利润端实现快于营收端的增长。
- **合同资产及应收款项同比大幅增长，一定程度上影响公司经营性现金流。**期末存货 153.09 亿元(-6.31%)，其中在产品 108.61 亿元(-6.87%)，说明公司生产产品交付顺利。期末合同资产和应收账款及票据分别为 9.75 和 32.93 亿元，同比大幅增长 589.04%和 71.03%，是由于销售规模增大，应收货款和尚未结算货款增加所致。上述原因导致 20 年经营活动现金流净额由正转负为-6.85 亿元(-188.93%)，但考虑到公司客户多为优质军工企业，现金回款确定性高，预计随着应收款项的收回，公司现金流将有所好转。
- **产业高景气，公司有望迎来快速发展。**20 年公司成果丰硕：1) **应急救援**: AC313 全面进入南北方航空护林市场；2) **外贸**: 全年共交付 2 架 AC311A、6 架 AC312E、2 架 Y12E，在研 4 吨级新型 AC322 已签署采购协议；3) **民机**: 与中国飞龙共同推动 Y12F 商业化运营。而作为保障公司业绩持续增长的基石，新型通用直升机需求量大。参考美国经验，该级别机型具备 1) 空重总重比低 2) 体型适中 3) 通用性强三大优势，黑鹰资金已衍生七大类几十种型号，上山下海可堪大用。美俄两国 10 吨级通用直升机占比超过一半。我国的新型通用直升机的批产上量和改型升级空间广阔。

## 财务预测与投资建议

- 根据公司年报数据，调整 21-22 年 eps 为 1.61、1.97 元（原为 1.47、1.68 元），新增 23 年 eps 为 2.38 元，参考可比公司 21 年平均 46 倍估值，给予目标价 73.93 元，维持增持评级。

## 风险提示

订单和收入确认不及预期；现金回款不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,795	19,655	23,481	27,309	31,140
同比增长(%)	20.9%	24.4%	19.5%	16.3%	14.0%
营业利润(百万元)	674	842	1,084	1,327	1,605
同比增长(%)	14.1%	24.9%	28.8%	22.4%	21.0%
归属母公司净利润(百万元)	588	758	947	1,159	1,401
同比增长(%)	15.3%	28.8%	25.0%	22.3%	20.9%
每股收益(元)	1.00	1.29	1.61	1.97	2.38
毛利率(%)	13.9%	11.5%	12.0%	12.1%	12.2%
净利率(%)	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
净资产收益率(%)	7.4%	8.9%	10.4%	11.7%	12.8%
市盈率	51.0	39.6	31.7	25.9	21.4
市净率	3.7	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月02日)	50.88 元
目标价格	73.93 元
52周最高价/最低价	71.16/40.02 元
总股本/流通A股(万股)	58,948/58,948
A股市值(百万元)	29,993
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年04月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.28	-3.6	-18.86	23.36
相对表现	4.15	-3.06	-25.13	-0.95
沪深300	2.13	-0.54	6.27	24.31



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 王天一  
021-63325888\*6126  
wangtianyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860510120021

**证券分析师** 罗楠  
021-63325888\*4036  
luonan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518100001

**证券分析师** 冯函  
021-63325888\*2900  
fenghan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070002

**联系人** 丁昊  
dinghao@orientsec.com.cn

## 相关报告

营收增速加快，生产备货充足 2020-04-07

## 附：可比公司最新估值

**表 1：中直股份可比上市公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2021/4/2	每股收益 (元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中航西飞	000768	24.51	0.28	0.39	0.48	87.29	62.26	50.91
中航沈飞	600760	66.09	1.06	1.26	1.57	62.53	52.41	42.13
航发动力	600893	45.79	0.43	0.60	0.79	106.51	75.91	58.07
内蒙一机	600967	10.02	0.39	0.45	0.49	25.87	22.36	20.62
中航电测	300114	13.05	0.44	0.60	0.74	29.37	21.93	17.67
	调整后 平均					59.73	45.67	37.89

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,337	3,025	2,113	2,458	2,920	营业收入	15,795	19,655	23,481	27,309	31,140
应收票据、账款及款项融资	1,925	3,315	4,067	4,730	5,393	营业成本	13,596	17,400	20,664	24,005	27,342
预付账款	205	349	416	484	552	营业税金及附加	18	20	23	27	31
存货	16,341	15,309	18,181	19,920	21,322	营业费用	118	137	157	180	202
其他	373	1,215	1,407	1,598	1,789	管理费用及研发费用	1,445	1,357	1,550	1,748	1,962
<b>流动资产合计</b>	<b>23,181</b>	<b>23,212</b>	<b>26,184</b>	<b>29,190</b>	<b>31,977</b>	财务费用	(32)	(41)	30	49	27
长期股权投资	25	25	25	25	25	资产、信用减值损失	1	(26)	0	0	0
固定资产	2,022	1,887	1,783	1,628	1,446	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	135	193	112	71	51	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	541	530	510	489	469	其他	25	33	28	28	29
其他	427	458	134	134	134	<b>营业利润</b>	<b>674</b>	<b>842</b>	<b>1,084</b>	<b>1,327</b>	<b>1,605</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,150</b>	<b>3,094</b>	<b>2,565</b>	<b>2,349</b>	<b>2,126</b>	营业外收入	7	1	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>26,331</b>	<b>26,306</b>	<b>28,748</b>	<b>31,539</b>	<b>34,103</b>	营业外支出	1	9	2	2	2
短期借款	527	307	905	839	307	<b>利润总额</b>	<b>680</b>	<b>834</b>	<b>1,089</b>	<b>1,332</b>	<b>1,610</b>
应付票据及应付账款	9,954	9,763	11,594	13,469	15,341	所得税	91	76	142	173	209
其他	6,693	6,191	6,191	6,191	6,191	<b>净利润</b>	<b>588</b>	<b>758</b>	<b>948</b>	<b>1,159</b>	<b>1,401</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17,174</b>	<b>16,261</b>	<b>18,690</b>	<b>20,499</b>	<b>21,839</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	6	166	166	166	166	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>588</b>	<b>758</b>	<b>947</b>	<b>1,159</b>	<b>1,401</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.00	1.29	1.61	1.97	2.38
其他	677	711	213	213	213						
<b>非流动负债合计</b>	<b>682</b>	<b>877</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>17,856</b>	<b>17,138</b>	<b>19,070</b>	<b>20,878</b>	<b>22,218</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	300	301	301	301	302	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	589	589	589	589	589	营业收入	20.9%	24.4%	19.5%	16.3%	14.0%
资本公积	4,312	4,363	4,363	4,363	4,363	营业利润	14.1%	24.9%	28.8%	22.4%	21.0%
留存收益	3,074	3,654	4,425	5,407	6,631	归属于母公司净利润	15.3%	28.8%	25.0%	22.3%	20.9%
其他	200	260	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,475</b>	<b>9,168</b>	<b>9,679</b>	<b>10,661</b>	<b>11,885</b>	毛利率	13.9%	11.5%	12.0%	12.1%	12.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,331</b>	<b>26,306</b>	<b>28,748</b>	<b>31,539</b>	<b>34,103</b>	净利率	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
						ROE	7.4%	8.9%	10.4%	11.7%	12.8%
						ROIC	6.4%	7.7%	9.4%	10.6%	11.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	67.8%	65.1%	66.3%	66.2%	65.2%
净利润	588	758	948	1,159	1,401	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	229	174	236	246	253	流动比率	1.35	1.43	1.40	1.42	1.46
财务费用	(32)	(41)	30	49	27	速动比率	0.39	0.48	0.42	0.44	0.48
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(614)	(2,072)	(2,078)	(803)	(465)	应收账款周转率	8.7	8.6	7.1	6.9	6.9
其它	599	496	(409)	16	13	存货周转率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>770</b>	<b>(685)</b>	<b>(1,273)</b>	<b>668</b>	<b>1,228</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
资本支出	(40)	(66)	(31)	(31)	(31)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(0)	(0)	0	0	0	每股收益	1.00	1.29	1.61	1.97	2.38
其他	(49)	(94)	0	0	0	每股经营现金流	1.31	-1.16	-2.16	1.13	2.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>(89)</b>	<b>(160)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	每股净资产	13.87	15.04	15.91	17.57	19.65
债权融资	1	233	(0)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	51	0	0	0	市盈率	51.0	39.6	31.7	25.9	21.4
其他	6	(415)	392	(293)	(735)	市净率	3.7	3.4	3.2	2.9	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7</b>	<b>(131)</b>	<b>391</b>	<b>(293)</b>	<b>(735)</b>	EV/EBITDA	31.6	28.3	20.4	17.0	14.6
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.9	34.4	24.7	20.0	16.9
<b>现金净增加额</b>	<b>688</b>	<b>(976)</b>	<b>(912)</b>	<b>345</b>	<b>463</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)