

中直股份(600038)

报告日期: 2022年12月13日

美陆军下 40 年来最大直升机订单; 中国直升机需求向好

——中直股份公司点评报告

投资要点

- 事件: 近日贝尔公司赢得了美国陆军 40 年来最大一次直升机采购竞标。**
 据美国《防务新闻网》12月6日报道, 贝尔公司的贝尔 V-280“英勇”倾转旋翼机打败西科斯基公司, 赢得了“未来远程突击飞机”(FLRAA)项目订单。这是美国陆军 40 年来最大一次直升机采购竞标, 包括潜在外贸订单在内, 该项目总价值将超过 700 亿美元, 2030 年以后将取代现有的约 2000 架“黑鹰”直升机和 1200 架“阿帕奇”武装直升机。
- 中美军机: 中国军用直升机 913 架约为美国 1/6, 10 吨级军用直升机差距最大。**
 根据《World Air Forces 2023》数据, 美国军用直升机 5584 架, 我国军用直升机 913 架, 数量约为美国 1/6。其中 10 吨级军用直升机是全球装备最多的军用直升机, 美国 10 吨级黑鹰直升机 3962 架, 我国同级别机型存在至少 3000 架差距。
- 军机产品: 直 20 将填补我国 10 吨级军用直升机空缺, 业绩有望重回成长通道。**
 - 1) **重点产品直 20**, 我军装备已进入“20”时代, 直 20 为 10 吨级战术通用直升机, 具有强大环境适应性、可通过改装快速适应不同任务;
 - 2) **军机采购预期向好**, 随着国内各主机厂战斗机和运输机订单到位, 军用直升机订单有望兑现。在美国军用直升机采购竞标催化下, 我国军用直升机更新换代或将提速, 军用直升机采购预期向好;
 - 3) **预计军机量价齐升**, 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。以直 20 为代表 10 吨级军用直升机订单未来存在量价齐升预期。
- 民机产品: 中长期国内民用直升机市场潜力大, 预计到 2040 年将超过 1 万架。**
 根据航空工业预测, 到 2025 年我国民用直升机将达到 1874 架, 到 2040 年将超过 1 万架; 目前我国国产民用直升机市占率仅 5%, 未来国产替代空间大; 公司产品 AC352 已于今年取得型号合格证。
- 央企提质: 直升机资产有望整合, 打开公司长期发展天花板。**
 在 2022 年国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》, 着力打造旗舰龙头、专业领航上市公司的背景下, 集团下属上市公司已逐步开展资产整合。集团下属中航科工、中直股份均涉及直升机制造业务, 未来军机直升机总装资产有望整合, 打开公司长期发展天花板。
- 盈利预测与投资建议:**
 美国军用直升机采购竞标确定, 我们预计该事件将催化我国军用直升机装备加速更新换代。今年行业回调较多, 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。**

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	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	340	27	19

资料来源: 浙商证券研究所

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	¥ 46.86
总市值(百万元)	27,622.88
总股本(百万股)	589.48

股票走势图



相关报告

- 1 《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》 2022.11.29
- 2 《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
- 3 《【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

附录 1：可比重点公司盈利预测

表 1：可比公司盈利预测和估值

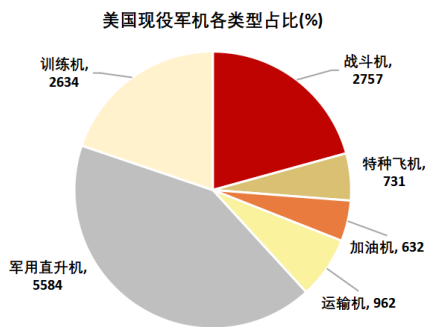
代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	MRQ
600760.SH	中航沈飞	1160	22.1	28.7	36.1	52	40	32	9.4
600893.SH	航发动力	1146	14.8	19.5	26.4	77	59	43	3.0
000768.SZ	中航西飞	716	10.1	14.9	19.4	71	48	37	4.4
600316.SH	洪都航空	179	2.3	3.6	5.2	78	50	34	3.4
	平均值	800	12.3	16.7	21.8	70	49	37	5.1
600038.SH	中直股份	276	0.8	10.2	14.3	340	27	19	2.9

注：市值截止日期为 12 月 13 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

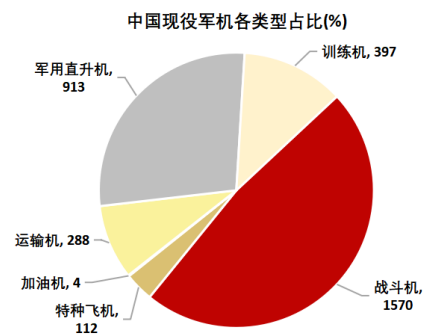
附录 2：美国和中国军机数量统计

图 1：美国现役军机数量统计，其中军用直升机 5584 架



资料来源：《World Air Forces 2023》，浙商证券研究所

图 2：中国现役军机数量统计，其中军用直升机 913 架



资料来源：《World Air Forces 2023》，浙商证券研究所

附录 3：中直股份主要直升机产品

图 3：直 20 是 10 吨级中型多用途军用直升机



资料来源：解放军报，浙商证券研究所

图 4：AC352 是我国第一款 7 吨级先进民用直升机



资料来源：航空工业哈飞，浙商证券研究所

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	23604	31153	39225	42693
现金	3520	3627	3391	3513
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3457	3650	5422	5627
其它应收款	8	11	15	17
预付账款	413	448	676	762
存货	13005	21818	27711	30504
其他	3201	1598	2010	2270
非流动资产	3424	2957	2977	2948
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	27	26	26	26
固定资产	1796	1703	1605	1503
无形资产	528	506	484	463
在建工程	100	80	64	51
其他	973	642	797	904
资产总计	27027	34109	42202	45641
流动负债	16108	23245	30284	32270
短期借款	252	2143	3752	2618
应付款项	12378	15333	20730	24038
预收账款	0	0	0	0
其他	3477	5769	5802	5614
非流动负债	992	856	884	911
长期借款	94	94	94	94
其他	898	762	790	817
负债合计	17100	24100	31168	33180
少数股东权益	302	302	302	303
归属母公司股东权益	9626	9707	10731	12158
负债和股东权益	27027	34109	42202	45641

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1450	(1828)	(1736)	1402
净利润	914	81	1024	1427
折旧摊销	218	135	135	137
财务费用	3	21	111	124
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	(2333)	6355	2617	2000
其它	2647	(8419)	(5623)	(2285)
投资活动现金流	(477)	55	(9)	(12)
资本支出	182	1	(0)	(0)
长期投资	(80)	53	(9)	(12)
其他	(578)	0	0	0
筹资活动现金流	(355)	1880	1508	(1268)
短期借款	(55)	1891	1609	(1134)
长期借款	(72)	0	0	0
其他	(228)	(11)	(101)	(134)
现金净增加额	618	107	(237)	122

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21790	24893	38487	43331
营业成本	19081	23687	33488	37657
营业税金及附加	19	25	37	100
营业费用	157	75	220	303
管理费用	933	249	1193	1863
研发费用	576	498	1963	1148
财务费用	3	21	111	124
资产减值损失	16	299	385	563
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	0	0	0
其他经营收益	12	51	51	21
营业利润	1016	91	1141	1593
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	1015	91	1141	1593
所得税	101	10	117	166
净利润	914	81	1024	1427
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	913	81	1024	1427
EBITDA	1199	241	1381	1846
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	30.25	340.24	26.98	19.36
P/B	2.87	2.85	2.57	2.27
EV/EBITDA	37.48	111.54	20.85	14.92

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>