

## 2023 年预计关联交易大幅上调;当前位置具有性价比

2022 年 12 月 15 日

➤ **事件:** 公司 12 月 14 日发布了《关于调整 2022 年日常关联交易预计额度及预计 2023 年度日常关联交易公告》，公司：1) 拟增加 2022 年关联销售额 40 亿元至 239 亿元，拟增加关联采购额 33 亿元至 161 亿元；2) 预计 2023 年日常关联采购额 335 亿元、关联销售额 361 亿元（较 2022 年调整后的预计额分别增长 109%、51%），**或表明公司 2023 年订单将有所恢复。**我们综合点评如下：

➤ **上调 2022 年关联采购额 40 亿元、关联销售额 33 亿元。**公司：1) 考虑部分产品交付及办理相关手续的情况，拟上调 2022 年关联销售额 40 亿元至 239 亿元，上调关联采购额 33 亿元至 161 亿元；2) 根据业务发展需要，拟增加在中航财务公司的保理、贷款等金融服务业务关联交易额 3.5 亿元；3) 增加在航空工业其他下属公司的贷款 0.4 亿元；4) 增加与航空工业其他下属公司的综合服务 200 万元，增加与哈飞集团的租赁 800 万元等。今年由于产品结构调整及直升机部分型号订单减少，公司业绩短期承压；此次上调 2022 年关联交易额，或表明公司基本面有所恢复，业绩有望逐步回暖。

➤ **披露预计 2023 年关联交易额，2023 年或有潜在大订单落地。**公司：1) 预计 2023 年日常关联采购额 335 亿元、关联销售额 361 亿元（2022 年预计额分别为 161 亿元、239 亿元），主要考虑部分单位 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；2) 预计存款余额为 130 亿元（2022 年预计存款额为 130 亿元，截至公告披露日，实际发生额为 9 亿元），**主要是预计将在 2023 年收到客户大额预付款；**3) 预计贷款余额为 21 亿元（2022 年预计贷款额为 5.4 亿元）。今年 5 月股东大会，公司下调全年业绩（营业收入较 2021 年同比减少 23.72%至 166.21 亿元，归母净利润较 2021 年同比减少 63.93%至 3.29 亿元），主要因为产品结构调整及直升机部分型号订单减少。**我们认为，公司此次上调 22 年关联交易额，并披露 23 年日常关联采购额 335 亿元、关联销售额 361 亿元（较 22 年调整后的预计额分别增长 109%、51%），或表明公司订单将有恢复式增长；此外，公司公告预计将在 23 年收到客户大额预付款，或预示可能有潜在大订单落地。**

➤ **投资建议:** 公司是国内目前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。公司此次上调 2022 年关联交易额，并披露了预计 2023 年日常关联采购、关联销售及存款额，或表明公司产品结构调整接近尾声，未来订单或将恢复且有望实现较大增长。根据下游需求变化，我们调整公司 2022~2024 年归母净利润分别为 3.33 亿元、5.48 亿元、7.47 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 84x/51x/38x。**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 下游需求恢复缓慢；订单增长不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21790	15347	19407	24145
增长率 (%)	10.9	-29.6	26.4	24.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	913	333	548	747
增长率 (%)	20.5	-63.5	64.4	36.3
每股收益 (元)	1.55	0.57	0.93	1.27
PE	31	84	51	38
PB	2.9	2.8	2.7	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 12 月 15 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

47.61 元



## 分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

电话: 010-85127667

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

## 研究助理 孔厚融

执业证书: S0100122020003

电话: 010-85127664

邮箱: konghourong@mszq.com

## 研究助理 赵博轩

执业证书: S0100122030069

电话: 010-85127668

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

## 相关研究

1. 中直股份 (600038.SH) 2022 年三季报点评: 业绩短期承压但符合市场预期; 继续关注公司变化-2022/10/31
2. 中直股份 (600038.SH) 2022 年中报点评: 订单减少导致 1H22 业绩下滑; 股份划转完成-2022/09/05
3. 中直股份 (600038.SH) 2022 年一季报点评: 受疫情及产品结构影响, 1Q22 业绩低于预期-2022/05/05
4. 中直股份 (600038.SH) 2021 年报及关联交易点评报告: 业绩增长符合预期; 产品结构优化利润率提升-2022/04/03

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21790	15347	19407	24145
营业成本	19081	13629	17125	21306
营业税金及附加	19	20	25	30
销售费用	157	139	176	212
管理费用	933	746	916	1094
研发费用	576	424	515	622
EBIT	1025	388	650	882
财务费用	3	11	21	26
资产减值损失	0	-2	-2	-2
投资收益	-1	9	12	13
<b>营业利润</b>	<b>1016</b>	<b>386</b>	<b>646</b>	<b>880</b>
营业外收支	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>1015</b>	<b>385</b>	<b>645</b>	<b>879</b>
所得税	101	62	97	132
净利润	914	324	548	747
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>913</b>	<b>333</b>	<b>548</b>	<b>747</b>
EBITDA	1291	636	833	1065

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3520	3526	3857	4373
应收账款及票据	3457	2906	3604	4398
预付款项	413	477	599	746
存货	13005	12955	15464	18470
其他流动资产	3209	2327	2883	3532
<b>流动资产合计</b>	<b>23604</b>	<b>22190</b>	<b>26408</b>	<b>31518</b>
长期股权投资	27	28	29	31
固定资产	1798	1886	1962	2029
无形资产	528	525	523	520
<b>非流动资产合计</b>	<b>3424</b>	<b>3897</b>	<b>3948</b>	<b>3999</b>
<b>资产合计</b>	<b>27027</b>	<b>26087</b>	<b>30356</b>	<b>35518</b>
短期借款	252	1009	1261	1513
应付账款及票据	12378	10891	13685	17025
其他流动负债	3477	2662	3369	4228
<b>流动负债合计</b>	<b>16108</b>	<b>14562</b>	<b>18315</b>	<b>22767</b>
长期借款	94	59	59	59
其他长期负债	898	1243	1243	1243
<b>非流动负债合计</b>	<b>992</b>	<b>1302</b>	<b>1302</b>	<b>1302</b>
<b>负债合计</b>	<b>17100</b>	<b>15864</b>	<b>19617</b>	<b>24069</b>
股本	589	589	589	589
少数股东权益	302	292	292	293
<b>股东权益合计</b>	<b>9928</b>	<b>10223</b>	<b>10739</b>	<b>11448</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>27027</b>	<b>26087</b>	<b>30356</b>	<b>35518</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	10.86	-29.57	26.45	24.42
EBIT 增长率	28.90	-62.12	67.41	35.62
净利润增长率	20.53	-63.51	64.41	36.26
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	12.43	11.19	11.75	11.76
净利率	4.19	2.11	2.82	3.09
总资产收益率 ROA	3.38	1.28	1.80	2.10
净资产收益率 ROE	9.49	3.36	5.24	6.69
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.47	1.52	1.44	1.38
速动比率	0.45	0.46	0.42	0.40
现金比率	0.22	0.24	0.21	0.19
资产负债率 (%)	63.27	60.81	64.62	67.77
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	55.35	66.42	65.10	63.79
存货周转天数	248.77	347.00	329.65	316.46
总资产周转率	0.81	0.59	0.64	0.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.55	0.57	0.93	1.27
每股净资产	16.33	16.85	17.72	18.92
每股经营现金流	2.46	-0.52	0.61	0.93
每股股利	0.47	0.47	0.47	0.47
<b>估值分析</b>				
PE	31	84	51	38
PB	2.9	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	19.46	41.16	31.35	24.28
股息收益率 (%)	0.98	0.98	0.98	0.98

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	914	324	548	747
折旧和摊销	266	248	183	183
营运资金变动	246	-901	-404	-413
<b>经营活动现金流</b>	<b>1450</b>	<b>-306</b>	<b>358</b>	<b>551</b>
资本开支	-133	-257	-34	-34
投资	0	-266	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-477</b>	<b>-513</b>	<b>-24</b>	<b>-22</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-131	1067	252	252
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-355</b>	<b>825</b>	<b>-3</b>	<b>-13</b>
<b>现金净流量</b>	<b>618</b>	<b>6</b>	<b>331</b>	<b>516</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026