

## 中直股份 (600038.SH)

强烈推荐 (维持)

## 关联交易大幅上调，直升机龙头恢复增长趋势

事件：公司发布《关于调整 2022 年度日常关联交易预计额度及预计 2023 年度日常关联交易的公告》，公司拟增加 2022 年度与航空工业其他下属公司关联交易并发布 2023 年度日常关联交易预计额。

- **2022 年度预计关联销售、采购上限调整，下游需求不断提升。**公司发布《关于调整 2022 年度日常关联交易预计额度及预计 2023 年度日常关联交易的公告》，考虑部分产品交付及办理相关手续的情况，2022 年公司拟增加与航空工业其他下属公司在提供劳务和销售货物方面的关联交易上限金额 40 亿元，相应增加与航空工业其他下属公司在购买商品、接受劳务方面的关联交易上限金额 33 亿元。22 年公司原预计向航空工业集团关联方销售金额上限为 198.98 亿，较上年预计额度和实际发生额度分别-22.12%和+1.28%；调整后预计向航空工业集团关联方销售金额 238.99 亿，较上年预计额度和实际发生额度分别-6.47%和+21.64%。向航空工业集团关联方采购产品额度原预计为 127.60 亿元，较上年预计和实际发生额度分别-7.84%和+96.92%，调整后预计向航空工业集团关联方采购产品额度为 160.60 亿元，较上年预计额度和实际发生额度分别+15.99%和+147.84%。调整后关联销售及关联采购较去年实际发生额分别提升 21.64%、147.84%，表明下游需求的不断提升，公司作为国内直升机制造业的龙头，预计业绩将有较大程度的恢复。
- **2023 年度预计关联交易高增长，直升机龙头有望冲出阴霾。**23 年公司预计向航空工业集团关联方销售金额 361.22 亿，较上年调整后预计额度+51.15%。向航空工业集团关联方采购产品额度预计为 334.52 亿元，较上年调整后预计额度+108.29%。2023 年度关联销售和关联采购预计金额较 22 年预计额度大幅增加，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。23 年公司在中航财务存款余额上限为 130 亿元，主要原因是预计将在 2023 年收到客户大额预付款。我们认为，公司关联交易预计额度大幅增加，创造历史新高，预示公司 23 年收入增速将大幅提升，营收规模或将同样达到历史新高，预计公司未来将逐步走出产品结构调整和下游需求波动的阵痛期。
- **前三季度业绩受制于产品结构调整有所蛰伏，盈利能力下滑明显。**公司前三季度实现营收（106.13 亿，-25.23%），主要系产品结构调整及公司直升机部分型号订单减少所致；实现归母净利润（0.48 亿，-92.28%），实现扣非归母净利润（0.22 亿，-96.41%）。2022Q3 单季度实现营业收入（38.62 亿，-19.58%），实现归母净利润（0.31 亿，-86.93%），实现扣非归母净利润（0.20 亿，-91.48%）。盈利能力方面，前三季度公司销售毛利率为 9.41%，比去年同期下降 2.53pct。期间费用方面，前三季度公司发生销售费用（0.93 亿，-6.73%）；管理费用（5.35 亿，-5.42%）；财务费用（-0.05 亿，去年同期-0.02 亿）。三项费用率为 5.87%，比去年同期上升 1.20pct。公司研发费用（2.77 亿，-17.42%）。前三季度公司销售净利润率为 0.37%，比去年同期大幅下降 3.92pct，环比中报提升 0.15pct。
- **根据年度预算测算，四季度业绩或将大幅好转。**2022 年 5 月 20 日，公司发布《中航直升机股份有限公司 2021 年年度股东大会资料》，其中显示，2022

中游制造/军工  
目标估值：NA  
当前股价：46.2 元

## 基础数据

总股本（万股）	58948
已上市流通股（万股）	58948
总市值（亿元）	272
流通市值（亿元）	272
每股净资产（MRQ）	16.0
ROE（TTM）	3.6
资产负债率	69.1%
主要股东	中国航空科技工业股份有限
主要股东持股比例	46.05%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	13	-33
相对表现	8	18	-11



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《中直股份（600038）—直升机龙头短期业绩蛰伏，看好公司未来调整》2022-11-05
- 2、《中直股份（600038）—哈尔滨分部收入破百亿，盈利能力持续提升》2022-03-31
- 3、《中直股份（600038）—国内直升机制造业主力军，盈利能力持续向好》2021-11-01

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

芮鹏亮 研究助理

ruipengliang@cmschina.com.cn

年预计实现营业收入 166.21 亿元，比上年同期减少 51.69 亿元，同比下降 23.72%；预计实现净利润 3.29 亿元，比去年同期减少 5.84 亿元，同比下降 63.93%。如果按照该年度预算预计，则四季度单季度至少应实现营收 60.08 亿，同比去年四季度下降 20.91%，环比三季度提升 55.57%；实现净利润 2.90 亿，同比去年四季度下降 4.92%。

- **盈利预测：**预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.97 亿、8.64 亿和 11.21 亿元，对应 PE 估值分别为 69、32、24 倍，维持“强烈推荐”评级！
- **风险提示：**军品采购订单出现波动，产能释放情况低于预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	19655	21790	21348	29590	36934
同比增长	24%	11%	-2%	39%	25%
营业利润(百万元)	842	1016	442	961	1246
同比增长	25%	21%	-56%	117%	30%
归母净利润(百万元)	758	913	397	864	1121
同比增长	29%	21%	-57%	118%	30%
每股收益(元)	1.29	1.55	0.67	1.47	1.90
PE	35.9	29.8	68.6	31.5	24.3
PB	3.1	2.8	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	23212	23604	23720	31986	39724
现金	3025	3520	3669	4462	5473
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	336	152	149	207	258
应收款项	2957	3304	3218	4461	5568
其它应收款	8	8	8	11	13
存货	15309	13005	13123	17929	22278
其他	1578	3614	3553	4917	6134
<b>非流动资产</b>	3094	3424	3261	3117	2991
长期股权投资	25	27	27	27	27
固定资产	1887	1798	1715	1641	1574
无形资产商誉	530	528	475	427	385
其他	651	1071	1044	1023	1006
<b>资产总计</b>	<b>26306</b>	<b>27027</b>	<b>26981</b>	<b>35103</b>	<b>42715</b>
<b>流动负债</b>	16261	16108	15938	23316	30065
短期借款	307	252	0	1927	3745
应付账款	9763	12378	12498	17076	21218
预收账款	5188	2338	2361	3226	4008
其他	1003	1139	1079	1087	1094
<b>长期负债</b>	877	992	992	992	992
长期借款	166	94	94	94	94
其他	711	898	898	898	898
<b>负债合计</b>	<b>17138</b>	<b>17100</b>	<b>16930</b>	<b>24308</b>	<b>31057</b>
股本	589	589	589	589	589
资本公积金	4363	4421	4421	4421	4421
留存收益	3914	4615	4738	5482	6344
少数股东权益	301	302	302	302	303
归属于母公司所有者权益	8867	9626	9748	10493	11355
<b>负债及权益合计</b>	<b>26306</b>	<b>27027</b>	<b>26981</b>	<b>35103</b>	<b>42715</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	(685)	1450	817	(889)	(316)
净利润	758	914	397	864	1121
折旧摊销	233	218	271	252	235
财务费用	31	33	(14)	31	136
投资收益	(0)	(1)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	(1701)	312	176	(2033)	(1805)
其它	(6)	(27)	(1)	10	9
<b>投资活动现金流</b>	(160)	(477)	(96)	(96)	(96)
资本支出	(161)	(134)	(108)	(108)	(108)
其他投资	1	(343)	12	12	12
<b>筹资活动现金流</b>	(131)	(355)	(573)	1777	1423
借款变动	(76)	(369)	(312)	1927	1818
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	51	58	0	0	0
股利分配	(177)	(230)	(274)	(119)	(259)
其他	70	186	14	(31)	(136)
<b>现金净增加额</b>	<b>(976)</b>	<b>618</b>	<b>149</b>	<b>793</b>	<b>1011</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	19655	21790	21348	29590	36934
营业成本	17400	19081	19266	26322	32707
营业税金及附加	20	19	19	26	33
营业费用	137	157	153	213	265
管理费用	827	933	914	1267	1581
研发费用	530	576	565	783	977
财务费用	(41)	3	(14)	31	136
资产减值损失	32	(17)	(15)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	27	13	13	13	13
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>营业利润</b>	842	1016	442	961	1246
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	9	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	834	1015	441	960	1245
所得税	76	101	44	96	124
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	758	913	397	864	1121

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	24%	11%	-2%	39%	25%
营业利润	25%	21%	-56%	117%	30%
归母净利润	29%	21%	-57%	118%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.5%	12.4%	9.8%	11.0%	11.4%
净利率	3.9%	4.2%	1.9%	2.9%	3.0%
ROE	8.9%	9.9%	4.1%	8.5%	10.3%
ROIC	7.7%	9.1%	3.8%	7.8%	8.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.1%	63.3%	62.7%	69.2%	72.7%
净负债比率	2.2%	1.5%	0.3%	5.8%	9.0%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	1.0	0.9
存货周转率	1.1	1.3	1.5	1.7	1.6
应收账款周转率	7.5	6.5	6.3	7.4	7.0
应付账款周转率	1.8	1.7	1.5	1.8	1.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.29	1.55	0.67	1.47	1.90
每股经营净现金	-1.16	2.46	1.39	-1.51	-0.54
每股净资产	15.04	16.33	16.54	17.80	19.26
每股股利	0.39	0.46	0.20	0.44	0.57
<b>估值比率</b>					
PE	35.9	29.8	68.6	31.5	24.3
PB	3.1	2.8	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	40.2	33.6	58.3	32.8	25.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

芮鹏亮，英国克兰菲尔德大学硕士，西北工业大学学士，2021年加盟招商证券，曾就职于中国航发商发。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。