

中直股份 (600038.SH)

拟收购昌飞哈飞，实现直升机业务整体上市

公司评级	增持
当前价格	45.17 元
合理价值	52.47 元
报告日期	2023-01-18

核心观点:

- **事件&点评:** 公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟向中航科工和航空工业集团发行股份购买昌飞集团 100% 股权、哈飞集团 100% 股权，并募集配套资金。拟注入的标的公司昌飞和哈飞集团是我国直升机产业的核心研发及生产企业，本次交易完成后，昌飞和哈飞集团将成为公司全资子公司，直升机业务实现 A 股整体上市。以 2021 年为基准，不考虑单位间抵消，预计交易完成后上市公司营收和利润规模增厚至交易前的 209.91% 和 140.20%。
- **核心投资逻辑:** (1) **直升机主机龙头。** 公司是国内领先的直升机和通用飞机系统集成和整机产品供应商，拥有从 1 吨到 13 吨较为完整的产品谱系和“一机多型、系列发展”的产品格局；(2) **军民需求旺盛。** 军用方面，近年来我国国防战略从“积极防御”开始向“攻守兼备”转变，直接催生出军用直升机的旺盛需求。民用方面，自然环境和社会发展现状决定我国需要强大的直升机产业支撑治安建设、物资投送和应急救援等，同时有望受益国产替代形成新增量；(3) **增厚营收和利润规模，实现直升机业务 A 股整体上市。** 本次交易落实国有企业改革，通过资产注入增强公司业务完整性及独立性，提高资产规模和盈利能力，聚焦高质量发展，打造直升机产业专业化领航上市公司。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.56/1.59/2.06 元/股。综合考虑公司直升机主机龙头地位及下游军民市场需求旺盛，同时考虑公司 2023 年订单和产品交付量有望恢复并实现较快增长，参考可比公司估值，给予公司 23 年 33 倍的 PE 估值，对应合理价值 52.47 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 本次交易相关风险，产业政策风险，生产及质量管控风险，市场发展不足预期风险。

相对市场表现



分析师: 孟祥杰
SAC 执证号: S0260521040002
SFC CE No. BRF275
010-59136693
mengxiangjie@gf.com.cn

分析师: 邱净博
SAC 执证号: S0260522120005
010-59136693
qiuqingbo@gf.com.cn

分析师: 吴坤其
SAC 执证号: S0260522120001
SFC CE No. BRT139
010-59136693
wukunqi@gf.com.cn

请注意，邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测: (预测不包含资产注入部分)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	19,655	21,790	17,413	24,622	31,457
增长率 (%)	24.4	10.9	-20.1	41.4	27.8
EBITDA (百万元)	1,029	1,291	549	1,221	1,540
归母净利润 (百万元)	758	913	331	935	1,215
增长率 (%)	28.8	20.5	-63.7	182.5	29.9
EPS (元/股)	1.29	1.55	0.56	1.59	2.06
市盈率 (x)	48.79	51.83	80.40	28.46	21.91
ROE (%)	8.5	9.5	3.4	9.0	10.8
EV/EBITDA (x)	33.56	34.39	45.35	20.69	16.39

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相关研究:

一、公告事件点评

事件：2023年1月10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预案。公告显示，公司拟向中航科工发行股份购买其持有的昌飞集团92.43%股权、哈飞集团80.79%股权，拟向航空工业集团发行股份购买其持有的昌飞集团7.57%股权、哈飞集团19.21%股权，并拟向中航科工、机载公司在内的不超过35名符合条件的特定投资者发行股票募集配套资金，其中，中航科工拟认购的募集配套资金金额为2亿元，机载公司拟认购1亿元。本次募集配套资金拟用于支付本次交易相关费用、补充上市公司和标的公司流动资金或偿还债务、标的公司相关项目建设等。交易完成后，中直股份将持有昌飞集团100%股权、哈飞集团100%股权，昌飞集团、哈飞集团将成为公司全资子公司。

直升机通用性强，是典型军民两用产品，军民用需求旺盛。相较固定翼飞机，直升机具有垂直起降、空中悬停、前后左右和超低空贴地飞行等特殊能力，极大拓展了飞行器的应用范围，是典型的军民两用产品，已形成应用领域多元化的发展特点和趋势，在航空装备发展、维护国家安全、国民经济建设、社会发展中具有重要战略地位。近年来，国家出台多项政策积极推动航空装备制造业在内的战略新兴产业发展，鼓励航空应急救援体系建设和通用航空产业发展，为直升机产业带来了良好的发展机遇期。军用方面，近年来我国国防战略从“积极防御”开始向“攻守兼备”转变，直接催生出军用直升机的旺盛需求。民用方面，我国独有的自然环境和当前社会发展现状决定了我国需要强大的直升机产业支撑治安建设、物资投送和应急救援等。

增厚营收和利润规模，实现直升机业务A股整体上市。公司作为国内领先的直升机和通用飞机系统集成和整机产品供应商，现有核心产品涵盖直升机零部件制造业务、民用直升机整机、航空转包生产及客户化服务。本次交易标的为昌飞集团和哈飞集团，是我国直升机产业的核心研发及生产企业和航空装备创新发展的骨干力量之一。根据交易预案披露，2021年昌飞集团和哈飞集团的营业收入分别为137.18亿元和102.31亿元，归母净利润分别为2.64亿元和1.03亿元，合计2021年营业收入和归母净利润分别为239.49亿元和3.67亿元，上市公司2021年营业收入和归母净利润分别为217.90亿元和9.13亿元，以2021年为基准，不考虑单位间抵消，预计交易完成后上市公司营收和利润规模增厚至交易前的209.91%和140.20%。与此同时，本次交易将实现直升机业务A股整体上市，公司的业务完整性将得到增强，有利于直升机业务资源整合和提升管理效率，落实国有企业改革，助力提升公司核心竞争力和市场影响力，打造直升机产业专业化领航上市公司。

二、公司简介：直升机主机龙头，军民用需求旺盛

国内领先的直升机和通用飞机系统集成和整机产品供应商。公司是国内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，业务涉及直升机零部件制造、民用直升机整机、航空转包生产及客户化服务。公司拥有从1吨到13吨较为完整的产品谱系和“一机多型、系列发展”的产品格局，主要型号产品包括直8、直9、直10、

直11、直15、直19 等国产直升机零部件；AC301、AC311、AC312、AC332、AC352、AC313等AC系列民用直升机；运12和运12F系列通用飞机等。公司于2000年在主板上市，2013年通过资产重组形成直升机零部件生产加工和民用直升机整机业务。目前，公司拥有3家全资子公司，分别为哈飞航空（直升机零部件制造，主要供应哈飞集团）、昌河航空（直升机零部件制造，主要供应昌飞集团）和惠阳公司（航空螺旋桨研发制造销售），同时通过哈飞航空持有哈尔滨通用飞机（运12和运12F通用飞机制造销售）40%股权、天津直升机公司（AC系列民用直升机）100%股权，通过昌河航空持有景德镇昌航航空（航空机载设备）股权100%股权。

营收和利润呈上升趋势，利润增速大于营收增速。2019-2021年公司营收从2019年的157.95亿元上升至2021年的217.90亿，归母净利润由2019年的5.88亿元上升至2021年的9.13亿元，期间营业收入CAGR为17.45%，归母净利润CAGR为24.60%，整体营收和利润呈上升趋势。2019年-2021年间毛利率和净利率均值为12.61%和3.92%。2022年前三季度，公司营收106.13亿元，同比下降25.23%，归母净利润0.48亿元，同比下降92.28%，主要由于产品结构调整及部分产品订单、公司直升机部分型号订单减少导致。2022年前三季度，毛利率和净利率分别为9.41%和0.37%。

哈尔滨和景德镇分部贡献主要营收和利润，哈尔滨分部近三年营收和利润增速较快。公司业务按产品分为航空产品、风机产品、其他主营业务和其他业务，其中航空产品2022年上半年营收占比98.26%，按部门分为哈尔滨、景德镇、保定和天津四个分部。分部门来看，根据公司历年年报里公布的数据计算，2021年哈尔滨分部营业收入和利润总额分别为105.57亿元和3.26亿元，占比分别为47.81%和26.25%；景德镇分部营业收入和利润总额分别为107.02亿元和6.96亿元，占比分别为48.47%和56.04%；保定分部营业收入和利润总额分别为8.12亿元和0.35亿元，占比分别为3.68%和2.82%；天津分部营业收入和利润总额分别为0.10亿元和1.85亿元，占比分别为0.05%和14.90%。可以看出，哈尔滨分部和景德镇分部贡献主要营收和利润。与此同时，2019-2021年哈尔滨分部营业收入CAGR为25.91%，归母净利润CAGR为29.97%；景德镇分部营业收入CAGR为8.87%，归母净利润CAGR为15.92%，哈尔滨分部近三年的营收和利润增速较快。2022年上半年，哈尔滨、景德镇分部的营业收入分别为42.92亿元，21.80亿元，同比增长34.17%，-63.24%；利润总额分别为2.29亿元，-1.73亿元，同比增长172.62%，-145.53%。

预计2023年产品交付量增加，2023年预计关联交易显著提升。2022年12月15日，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。2022年截至披露日，公司发生关联交易合计205.60亿元，同时调增2022年度交易上限金额，包括调增采购商品/接受劳务33亿元至160.60亿元，调增出售商品/接受劳务40亿元至238.99亿元等。2023年预计日常关联交易合计854.16亿元，较2022年调整前预计金额同比增长83.42%。其中，关联采购334.52亿元，较2022年调整前同比增长162.17%；预计关联销售361.22亿元，较2022年调整前同比增长81.53%，预计金额大幅增加主要由于部分单位2023年预计产品交付量增加，同时适当提高存货储备量以保证产品按期交付。2023年度预计中航财务公司存款余额上限130亿，据公司公告，主要原因是预计将在2023年收到客户大额预付款。

(1) 相较固定翼飞机，直升机通用性强，应用范围广泛，军民两用属性显著。

直升机是以动力驱动的旋翼作为主要升力来源，能垂直起落的航空器，具有大多数固定翼飞机所不具备的垂直起降、空中悬停、前后左右飞行、低空机动能力强的特点，复杂环境下实用性强。相较于其他类型的飞行器，直升机具有三方面的特点：**①机动灵活**：低空低速，可悬停和小面积起降，可广泛应用在运输、巡逻、旅游、救护等多个领域；**②一机多型**：通用性较强，衍生型号众多；**③军民两用**：直升机的发展具有“先军后民，军民同步发展”的特点。纵观直升机发展历史可以看出，国外多型直升机都是先开发军用型，再以此为基础改进，形成民用型产品，最后实现军民同步发展、相互促进。

我国需要强大的直升机产业支撑装备发展、治安建设、物资投送和应急救援。我国直升机产业始于20世纪50年代中期，以“一机多型、系列发展”和“自主发展为主、积极开展国际合作”为主要方针。根据航空工业直升机所于2019年披露的信息，目前我国直升机谱系已形成12个机型约60个改型的产品系列，已具备第三代直升机和第四代直升机的研发能力。根据《中国直升机产业的现状及发展建议》（中国航空研究院等，2021年），由于我国社会发展、自然地理和国际环境具有一定的特殊性，为了维护国家安全统一、社会稳定、经济繁荣，我国在军事装备发展、治安力量建设、物资运输投送和应急救援能力建设等方面都需要强大的直升机产业支撑。

技术发展趋向高速、高机动性能和智能化，产业发展强调产品体系建设。根据公司2021年年报披露，目前全世界有近20个国家能够制造直升机，除美国、欧洲和俄罗斯外，日本、韩国、印度、巴西和波兰等国也纷纷将直升机制造业列为21世纪战略性新兴产业而竞相加速发展。与此同时，世界直升机技术不断创新加速发展，常规构型直升机已经开始从第三代向第四代发展，高速、高机动性能和智能化成为新一代直升机的重要发展方向。与此同时，为了抢占更多市场份额，全球各主要直升机制造商在发展过程中都十分注重产品系列化发展，建立产品体系优势，并不断推陈出新，加快新产品上市。

(2) 军用受益“立体攻防”需求有望快速提升，民用有望受益国产替代形成新增量。

根据公司2021年年报披露，截至2020年末，全球正在使用的直升机超过6万架，其中民用直升机约3.9万架，军用直升机约2.2万架。

军用方面，根据《世界军用直升机装备现状及发展规划》（中国直升机设计研究所，2019年），以直升机数量排名前十的国家为样本，**按机型分类**，军用直升机以运输直升机为主，占比高达66.66%，其次是攻击直升机，占比为18.06%，战勤直升机占比15.28%。**按军种分类**，军用直升机在陆军占比最高，高达61.61%，空军、海军与海军陆战队各占21.37%、11.35%和5.67%。直升机是现代陆军航空兵的主要作战装备。现代陆军航空兵归属于陆军编制序列，简称为陆航，是以各种直升机为基本装备，主要在低空、超低空作战任务的兵种。陆军航空兵作为现代陆战场的重要机动突击力量，是陆军争夺低空超低空控制权、实施非线性非接触全域作战的骨干力量，已成为衡量陆军现代化水平的重要标准。

图1: 全球现役直升机各机型占比

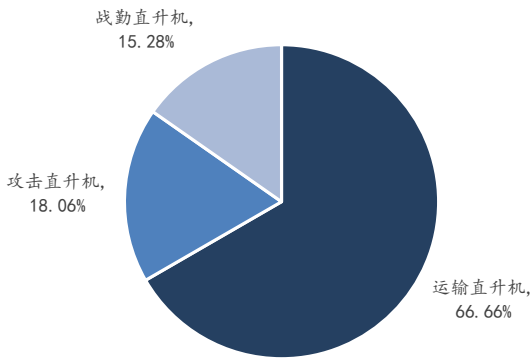
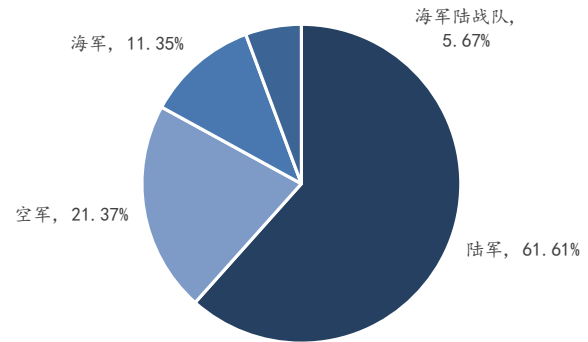


图2: 全球现役直升机各军种占比



数据来源:《世界军用直升机装备现状及发展规划》(中国直升机设计研究所, 2019年), 广发证券发展研究中心

数据来源:《世界军用直升机装备现状及发展规划》(中国直升机设计研究所, 2019年), 广发证券发展研究中心

随着立体攻防的要求逐步明确, 军用直升机需求有望快速提升。现代战争是立体攻防的高技术战争, 传统的依托有利地形构筑防御阵地的线式作战模式已在高新武器装备下转变为非线式作战、机动作战、立体作战、联合作战等作战样式。目前我国国防战略正从“积极防御”向“攻守兼备”转变, 各型军品装备快速发展。随着陆军改制逐步完成, 以及陆军航空兵、海军航空兵的大力发展, 军队对军用直升机的需求有望快速提升。

民用方面, 近年来, 随着国民经济发展对通用航空器需求的不断增长, 我国通航市场航空器规模持续扩大。根据公司2021年年报披露, 据统计, 截至2020年末, 我国通航在役机队规模达到2,892架, 较2019年新增185架, 其中民用直升机机队规模为923架, 约占我国通航市场的32%。从作业分布看, 我国民用直升机主要服务于空中巡查、航空护林、城市消防等作业类飞行和石油服务、空中浏览、公务飞行等载客类飞行, 两类作业的飞行小时占民用直升机飞行小时总数的72.3%。

目前我国民用直升机使用的多数为国外产品, 国内产品占比较少。我国自主研发的在册国产民用直升机主要包括航空工业集团的AC311、AC313、H410、H425等。然而目前我国民用直升机多采购国外的成熟产品, 根据公司2021年年报披露, 罗宾逊是我国民用直升机领域机队规模最大的制造商, 机队规模为340架, 市场份额为36.8%; 空客直升机机队规模为330架, 贝尔直升机机队规模为158架, 三家制造商合计占有我国民用直升机市场份额的77.4%。过去, 我国直升机产业的重心主要在军品, 民用受限于空域限制和通航产业发展不健全等因素, 市场需求较为疲软, 且从产品设计理念、关键核心技术、产品性价比、市场营销、售后服务乃至信贷金融等均没有发展成熟的体系, 导致我国自主研发的民用直升机在国际市场中不具备高性价比优势, 即使是在国内本土市场也难以与国外先进产品抗衡。

(3) 本次交易落实国有企业改革, 打造直升机产业专业化领航上市公司。

国家支持优质资产实现整体上市。近年来, 国务院及国务院国资委等相关部委积极支持优质资产实现整体上市, 鼓励国有控股公司把优质主营业务资产注入下属上市公司。2022年5月, 国务院国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》, 要求打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司, 以优势上市公司

为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚。本次交易是落实国有企业改革和提高上市公司质量的切实举措，拟注入的标的公司昌飞集团和哈飞集团是我国直升机产业的核心研发及生产企业，注入完成后将实现直升机业务A股整体上市。

通过资产注入打造直升机产业专业化领航上市公司。本次交易对公司而言，我们判断主要具有如下三个方面的重要意义：**①增强公司业务完整性及独立性：**一方面，哈飞集团和昌飞集团与公司存在上下游关系，本次交易将有效增强公司业务完整性，另一方面，公司与哈飞集团和昌飞集团存在关联销售和采购等关联交易，本次交易完成后相关关联交易规模将大幅减小，有效增强公司独立性；**②提升公司资源整合和研发创新能力：**昌飞集团和哈飞集团是我国直升机产业的核心研发及生产企业，也是我国航空装备创新发展的骨干力量之一，本次交易有望进一步推动公司直升机业务整合，助力研发创新能力的提升；**③提高公司资产规模和盈利能力：**本次交易有利于提升公司资产规模，进一步拓展未来发展空间，同时通过与现有业务更好地发挥协同作用，提升管理效率，公司盈利能力有望进一步提升。总体而言，本次交易有望助力公司进一步聚焦高质量发展，打造直升机产业专业化领航上市公司。

三、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）**直升机主机龙头。**公司是国内领先的直升机和通用飞机系统集成和整机产品供应商，拥有从1吨到13吨较为完整的产品谱系和“一机多型、系列发展”的产品格局；（2）**军民用需求旺盛。**军用方面，近年来我国国防战略从“积极防御”开始向“攻守兼备”转变，直接催生出军用直升机的旺盛需求。民用方面，自然环境和社会发展现状决定我国需要强大的直升机产业支撑治安建设、物资投送和应急救援等，同时有望受益国产替代形成新增量；（3）**增厚营收和利润规模，实现直升机业务A股整体上市。**本次交易落实国有企业改革，通过资产注入增强公司业务完整性及独立性，提高资产规模和盈利能力，聚焦高质量发展，打造直升机产业专业化领航上市公司。

公司聚焦全谱系直升机研制，引领我国直升机产业发展，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。根据2022年5月21日公司披露的《2021年年度股东大会材料》，2022年预计实现营业收入166.21亿元，同比下降23.72%；预计实现归母净利润3.29亿元，同比下降63.93%。虽然由于产品结构调整和部分型号订单减少，公司预计2022年经营情况呈下降趋势，但近期公司公告调增2022年关联交易预计额度，同时预计2023年关联交易显著提升。综合以上情况，预计公司未来订单和产品交付量有望恢复并实现较快增长，同时本次交易实现直升机业务A股整体上市，有望进一步增厚营收和利润规模，提升产业整合和协同能力，进一步聚焦高质量发展。

综上，我们预计2022-24年公司合并口径营业收入分别为174.13/246.22/314.57亿元，分别同比增长-20.1%/41.4%/27.8%；预计2022-24整体毛利率分别为10.6%/12.5%/12.6%；预计2022-24归母净利润分别为3.31/9.35/12.15亿元，分别同比增长-63.7%/182.5%/29.9%，对应EPS分别为0.56/1.59/2.06元/股。

具体来看：

(1) **航空产品**，考虑公司预计2023年关联交易显著提升，未来订单和产品交付量有望恢复并实现较快增长，预计2022-24年该业务营收分别同比增长-20%/42%/28%，预计毛利率分别为10.6%/12.5%/12.6%。

(2) **风机产品**，近年来该业务规模持续下降，考虑公司对航空主业的持续聚焦，预计2022-24年该业务营收分别同比增长-9%/-9%/-9%，预计2022-24年该业务毛利率分别为3%/3%/3%。

(3) **其他主营业务**，近年来该业务规模持续下降，预计2022-24年该业务营收分别同比增长-30%/-30%/-30%，预计2022-24年该业务毛利率分别为15%/15%/15%。

(4) **其他业务**，近年来该业务规模持续下降，预计2022-24年该业务营收分别同比增长-35%/-35%/-35%，预计2022-24年该业务毛利率分别为13%/13%/13%。

(5) **费用率方面**，结合公司营收增长情况及相关市场开拓与业务整合需求，预计2022-2024年公司销售管理费用率分别5.5%/5.2%/5.2%，研发费用率分别为2.9%/3.0%/3.0%。

表1: 公司分业务拆分 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
航空产品					
收入	19335.59	21576.23	17260.98	24510.59	31373.56
增长率 (%)	24.45%	11.59%	-20.00%	42.00%	28.00%
成本	17113.26	18888.16	15431.32	21441.87	27420.49
毛利	2222.33	2688.07	1829.66	3068.73	3953.07
毛利率 (%)	11.49%	12.46%	10.60%	12.52%	12.60%
风机产品					
收入	58.01	52.23	47.53	43.25	39.36
增长率 (%)	-9.34%	-9.96%	-9.00%	-9.00%	-9.00%
成本	67.01	50.69	46.10	41.95	38.18
毛利	-9.01	1.54	1.43	1.30	1.18
毛利率 (%)	-15.52%	2.95%	3.00%	3.00%	3.00%
其他主营业务					
收入	2.08	0.90	0.63	0.44	0.31
增长率 (%)	-26.04%	-56.49%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
成本	1.00	0.79	0.54	0.38	0.26
毛利	1.07	0.11	0.09	0.07	0.05
毛利率 (%)	51.67%	12.11%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务					
收入	259.07	160.50	104.32	67.81	44.08
增长率 (%)	35.23%	-38.05%	-35.00%	-35.00%	-35.00%
成本	218.38	141.21	90.76	58.99	38.35
毛利	40.69	19.29	13.56	8.82	5.73
毛利率 (%)	15.71%	12.02%	13.00%	13.00%	13.00%
合计					
收入	19654.75	21789.85	17413.46	24622.10	31457.30

增长率 (%)	24.44%	10.86%	-20.08%	41.40%	27.76%
成本	17399.66	19080.85	15568.72	21543.19	27497.28
毛利	2255.09	2709.01	1844.75	3078.91	3960.03
毛利率 (%)	11.47%	12.43%	10.59%	12.50%	12.59%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值: 公司是直升机主机龙头, 可比上市公司为航空装备主机厂, 主要包括中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中无人机和航发动力。在航空装备领域, 各大主机厂深耕不同细分领域, 在产品类别上存在差异。**(1) 格局端,** 公司聚焦全谱系直升机研制, 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;**(2) 市场端,** 相较固定翼飞机, 直升机通用性较强, 是典型军民两用产品, 军用受益“立体攻防”需求有望快速提升, 民用有望受益国产替代形成新增量; 综上, 参考可比公司估值, 考虑公司2023年订单和产品交付量有望恢复并实现较快增长下的边际盈利弹性, 给予公司23年33倍的PE估值, 对应合理价值52.47元/股, 给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值分析

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中航沈飞	600760.SH	航空装备制造	1,153.77	1,695.72	2,195.44	2,855.38	78.67	52.55	40.41
中航西飞	000768.SZ	大中型军民机	691.88	652.91	963.98	1,324.45	154.78	71.77	52.24
洪都航空	600316.SH	教练飞机和通用飞机	188.82	151.41	76.75	106.50	185.00	246.01	177.29
中无人机	688297.SH	大型固定翼长航时无人机系统	315.56	295.74	364.20	580.15	-	83.27	54.39
航发动力	600893.SH	航空发动机及衍生产品制造	1,151.80	1,187.62	1,502.85	1,969.47	142.44	76.74	58.48

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (上述均为 wind 一致预测, 市值选取 2023/1/17 日收盘)

四、风险提示

（一）本次交易相关风险

在本次交易的筹划及实施过程中，可能存在因各类原因导致的交易被暂停、中止或取消，审批未获得批准或核准，募集配套资金未能实施或融资金额低于预期等风险。

（二）产业政策的风险

公司主营业务与我国国防工业事业的建设需要及通用航空发展的顶层规划和产业体系紧密相关，若未来国家政策结构性调整或行业政策发生变化导致客户对公司相关产品的采购规模下降，可能对公司的经营业绩产生不确定性影响。

（三）生产及质量管控的风险

航空产业链生产工艺复杂、质量要求严格，公司已建立完善的供应链管理和质量管理体系，并将持续加强业务管理，确保供应链及质量管理体系有效运行，但仍存在影响供应链和产品质量的因素，可能导致产品交付受到影响，进而对正常生产经营带来潜在风险。

（四）市场发展不足预期的风险

公司核心业务为直升机研发、生产及销售。近年来，国家积极推动航空装备行业的市场化改革，如果未来标的公司不能持续强化技术实力，保持生产管理、产品质量、销售服务的先进性，则可能导致公司产品在激烈的市场竞争中处于不利地位，从而对公司的持续盈利能力造成不利影响。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	23,212	23,604	21,144	28,345	31,364
货币资金	3,025	3,520	3,181	3,163	3,478
应收及预付	3,641	3,869	3,306	4,597	5,544
存货	15,309	13,005	11,819	16,666	17,400
其他流动资产	1,237	3,209	2,839	3,919	4,942
非流动资产	3,094	3,424	3,433	3,442	3,448
长期股权投资	25	27	27	28	29
固定资产	1,887	1,798	1,742	1,684	1,625
在建工程	193	100	100	99	99
无形资产	530	528	519	513	506
其他长期资产	458	971	1,045	1,117	1,189
资产总计	26,306	27,027	24,578	31,786	34,813
流动负债	16,261	16,108	13,469	19,932	21,990
短期借款	307	252	1,002	1,252	1,452
应付及预收	9,763	12,378	9,677	14,858	15,695
其他流动负债	6,191	3,477	2,789	3,822	4,843
非流动负债	877	992	1,099	1,199	1,292
长期借款	166	94	109	119	124
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	711	898	990	1,080	1,168
负债合计	17,138	17,100	14,568	21,131	23,282
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4,363	4,421	4,421	4,421	4,421
留存收益	3,654	4,327	4,409	5,054	5,930
归属母公司股东权益	8,867	9,626	9,708	10,353	11,228
少数股东权益	301	302	302	302	303
负债和股东权益	26,306	27,027	24,578	31,786	34,813

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,655	21,790	17,413	24,622	31,457
营业成本	17,400	19,081	15,569	21,543	27,497
营业税金及附加	20	19	16	25	31
销售费用	137	157	122	172	220
管理费用	827	933	836	1,108	1,416
研发费用	530	576	505	739	944
财务费用	-41	3	4	13	23
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	2	2	3
营业利润	842	1,016	368	1,040	1,351
营业外收支	-8	-1	-1	-1	-1
利润总额	834	1,015	367	1,040	1,351
所得税	76	101	36	104	135
净利润	758	914	331	936	1,216
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	758	913	331	935	1,215
EBITDA	1,029	1,291	549	1,221	1,540
EPS (元)	1.29	1.55	0.56	1.59	2.06

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-685	1,450	-757	135	586
净利润	758	914	331	936	1,216
折旧摊销	233	266	150	152	154
营运资金变动	-1,673	246	-1,284	-1,015	-854
其它	-3	24	46	63	71
投资活动现金流	-160	-477	-157	-157	-157
资本支出	-160	-133	-155	-155	-156
投资变动	0	0	-4	-4	-4
其他	0	-344	2	2	3
筹资活动现金流	-131	-355	644	54	-64
银行借款	698	482	765	260	205
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-829	-837	-121	-206	-269
现金净增加额	-976	618	-270	32	366
期初现金余额	3,609	2,633	3,251	2,981	3,013
期末现金余额	2,633	3,251	2,981	3,013	3,378

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	24.4%	10.9%	-20.1%	41.4%	27.8%
营业利润增长	24.9%	20.6%	-63.8%	182.8%	29.9%
归母净利润增长	28.8%	20.5%	-63.7%	182.5%	29.9%
获利能力					
毛利率	11.5%	12.4%	10.6%	12.5%	12.6%
净利率	3.9%	4.2%	1.9%	3.8%	3.9%
ROE	8.5%	9.5%	3.4%	9.0%	10.8%
ROIC	7.4%	8.8%	3.1%	7.7%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	63.3%	59.3%	66.5%	66.9%
净负债比率	186.9%	172.2%	145.5%	198.3%	201.9%
流动比率	1.43	1.47	1.57	1.42	1.43
速动比率	0.39	0.43	0.46	0.37	0.39
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.81	0.71	0.77	0.90
应收账款周转率	6.65	6.59	6.06	6.25	6.58
存货周转率	1.28	1.68	1.47	1.48	1.81
每股指标 (元)					
每股收益	1.29	1.55	0.56	1.59	2.06
每股经营现金流	-1	2	-1	0	1
每股净资产	15.04	16.33	16.47	17.56	19.05
估值比率					
P/E	48.79	51.83	80.40	28.46	21.91
P/B	4.17	4.92	2.74	2.57	2.37
EV/EBITDA	33.56	34.39	45.35	20.69	16.39

广发军工行业研究小组

- 孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。
- 吴坤其：资深分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。
- 邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 曹一凡：高级研究员，兰卡斯特大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛南街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。