

2017年03月31日

中直股份 (600038)

——直升机放量在即，行业龙头扶摇直上

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年03月30日

收盘价(元)	48.99
一年内最高/最低(元)	55.56/36.98
市净率	4.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	28879
上证指数/深证成指	3210.24/10348.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	11.64
资产负债率%	64.32
总股本/流通A股(百万)	590/590
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中直股份(600038)点评：业绩略超预期，关注通航产业大发展》2016/03/30

《中直股份(600038)点评：业绩符合预期，中航工业直升机业务资产整合平台》2015/10/28

证券分析师

曲伟 A0230515120003
quwei@swsresearch.com

研究支持

韩强 A0230116080004
hanqiang@swsresearch.com
王贺嘉 A0230116060001
wanghj@swsresearch.com

联系人

王贺嘉
(8621)23297818×7334
wanghj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司是中航工业旗下直升机制造平台，是当之无愧的国内直升机行业龙头。2013年，通过并购重组，公司实现了集团民用直升机总装及军民两用零部件业务整体上市，一跃成为国内直升机行业龙头。公司重组完成后，产品线更加丰富、且不断向谱系化发展，形成“一机多型、系列发展”的格局，收入及利润水平实现跨越式增长，国内直升机行业龙头地位明显。
- 我国军用直升机市场空间超千亿，公司未来有望依托新机型列装，实现业务高速发展。1) 从国家层面来看，对比美国军机行业，我国在数量及结构上仍具有上升空间，国内在10吨级中型直升机和重型直升机种类上需求巨大。2) 从公司层面来看，公司新机型相继问世并逐步列装放量，新型国产10吨级直升机实现首飞，将填补我国在10吨通用型直升机种类的空白，新型国产13吨级直升机的不断试飞将拉开军机更新换代的序幕。我们认为，受益军队装备建设快速发展及新机型的列装，公司业务有望扶摇直上。
- 国内民机市场潜力巨大，公司依托技术优势，扩大其民机市场份额。1) 从行业层面来看，受益于“国产化替代+通航政策放开”，民用直升机市场潜力巨大。一方面，我国目前民用直升机市场多以进口为主，国产机型数量仅占到总量的3%，国产替代市场具有较大空间；另一方面，随着我国通航政策文件不断出台，低空通航限制逐步放开，民机市场有望进一步扩大。2) 从公司层面来看，凭借“自主研发+合作研发”方式，公司技术水平领先，新产品不断得以研发并推向市场，行业竞争优势明显。我们认为，未来公司将依托AC352等新机型的研发，持续增强公司竞争能力，扩大公司产品市场份额。
- 公司体外资产规模巨大，未来资产注入预期强烈且前景广阔。集团旗下仍有大量军机总装资产尚未注入到上市公司，以净利润为口径计算，2015年中航工业集团直升机板块的净利润资产证券化率为62.4%，体外仍有38%左右的大量资产。同时，公司为集团直升机板块唯一上市平台，随着集团国企改革的进程不断加快、资产证券化的持续推进，我们认为，未来公司存在军用直升机总装资产注入预期的可能。
- 首次覆盖给予增持评级。我们预计公司2017-2019年将分别实现营业收入128.58亿、162.03亿、187.58亿，归属母公司净利润分别为4.92亿元、6.08亿元、7.04亿元，2017-2019年EPS分别为0.83元/股、1.03元/股、1.19元/股，当前股价对应PE分别为59倍、48倍、41倍，低于行业平均估值水平(行业可比公司2017年平均PE估值为71/58倍)。且考虑到公司为中航工业直升机板块唯一上市公司，平台地位凸显，未来具有强烈的资产注入预期，可以享受较高的估值，首次覆盖给予增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,544	12,522	12,858	16,203	18,758
同比增长率(%)	0.71	-0.18	2.69	26.01	15.77
净利润(百万元)	437	439	492	608	704
同比增长率(%)	31.71	0.48	12.03	23.58	15.63
每股收益(元/股)	0.74	0.75	0.83	1.03	1.19
毛利率(%)	15.3	14.1	16.5	17.3	18.0
ROE(%)	6.7	6.4	6.8	7.8	8.2
市盈率	66	66	59	48	41

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年将分别实现营业收入 128.58 亿、162.03 亿、187.58 亿，归属母公司净利润分别为 4.92 亿元、6.08 亿元、7.04 亿元，2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元/股、1.03 元/股、1.19 元/股，当前股价对应 PE 分别为 59 倍、48 倍、41 倍，低于行业平均估值水平（行业可比公司 2017/2018 年平均 PE 估值为 71/58 倍），且考虑到公司为中航工业直升机板块唯一上市公司，平台地位凸显，未来具有强烈的资产注入预期，可以享受较高的估值，首次覆盖给予增持评级。

关键假设点

- 1) 行业政策不断推行，公司业务保持高速增长；
- 2) 新系列机型研发顺利，列装有序进行；
- 3) 集团政策持续推进，资产注入空间提升。

有别于大众的认识

1) 公司新型国产 10 吨级直升机列装在即，未来将拉动公司业绩快速增长。2013 年 12 月 25 日，新华网转湖北卫视报道，称中国新型军用直升机直-20 首飞成功。新型国产 10 吨级直升机实现首飞将填补我国在 10 吨通用型直升机种类的空白，新型国产 13 吨级直升机的不断试飞将打开军机更新换代的序幕，因此新机型的不断出现有望带动军用直升机市场的发展。

2) 市场认为通航政策不放开是压制直升机发展的因素，我们认同这样的观点但是不能忽视即使如此直升机行业增速仍然保持较高的水平，2009-2015 年 6 年时间，通航政策抑制市场的影响基本没有改变，但市场中直升机数量增长了 160%。直升机可以做低空、低速和机头方向不变的机动飞行，特别是可在小面积场地垂直起降，因此在民用领域具有广泛的使用场景，正是这种用途的多面性使得民用直升机市场需求极高。未来随着通航政策的逐步落地，将会有更大的增长空间，因此我国民机市场具有较高的发展前景。

股价表现的催化剂

- 1) 通航政策、国企改革、院所改制、军民融合等主题相关政策的出台或者持续推进；
- 2) 在研机型实现列装并量产；
- 3) 中航工业积极相应政策号召，资产证券化相关步伐稳步推进。

核心假设风险

相关政策不达预期，新型号机型列装不达预期，资产注入政策出台缓慢。

目 录

1. 集团直升机制造平台，剑指行业龙头地位	6
1.1 背靠中航工业，直升机龙头地位凸显.....	6
1.2 发展军民直升机业务，打造产品谱系化.....	7
1.3 公司业绩及毛利率水平持续提升	8
2. 受益于新机型列装，公司有望掘金千亿军机市场	9
2.1 对比美国军机行业，我国在数量及结构上仍具有上升空间.....	9
2.2 受益军队装备快速发展，我国军机市场有望迎来千亿空间.....	12
2.3 新机型放量在即，助力公司业绩扶摇直上.....	13
3. 依托“自主+合作”研发模式，分享“进口替代+通航政策” 带来民机市场红利.....	16
3.1 国内民机市场仍以进口为主，国产替代市场潜力巨大.....	16
3.2 得益于通航政策陆续出台、低空领域不断放开，民机市场前景广阔.....	18
3.3 公司技术领先，新机型竞争优势明显	20
4. 集团唯一直升机上市平台，资产注入前景可期.....	23
4.1 集团旗下仍有大量体外军机总装资产	23
4.2 资产证券化进程加快，资产注入预期强烈.....	25
5. 盈利预测与估值.....	25
6. 附件	28

图表目录

图 1: 通过并购重组公司逐步成长为国内最大直升机上市公司	6
图 2: 公司控股股东为哈航集团, 实际控制人为中航工业	7
图 3: 公司业务主要分为民用整机和军用配套	8
图 4: 公司重组后, 收入及利润水平不断提升	8
图 5: 航空产品构成公司产品收入主要来源	8
图 6: 直升机可以按照用途、结构和起飞重量进行分类	10
图 7: 2015 年我国军用直升机数量仅为美国的 1/7	11
图 8: 直 10 武装直升机已经列装陆军航空兵所有作战部队	12
图 9: 武直 19 于 2011 年开始服役	12
图 10: 新型国产 10 吨级直升机与“黑鹰”在外型上具有相似之处	14
图 11: 2008 年以来美国国防部对“黑鹰”的采购量总体保持较高规模	14
图 12: 新型国产 13 吨级运输型直升机进行高原试飞	15
图 13: 直升机用途广泛, 我国对直升机的需求旺盛	17
图 14: 我国直升机数量保持持续增长态势	17
图 15: 我国民机市场以进口为主, 国产机型仅占 3%	17
图 16: 公司 2015 年产品图谱中多款在研机型有望实现在产	21
图 17: AC352 主要面向民用和准公共领域的市场应用	22
图 18: AC352 采用无机械化仪表座舱	22
图 19: 直-10 是我国自主研制的首架专用武装直升机	23
图 20: 直-11WB 拥有的强大火力和丰富的侦察监视能力	23
图 21: 直 9WE 为出口型武装直升机	24
图 22: 直 19E 为出口型武装直升机	24
图 23: 直 8 由昌河集团和 602 研究所共同研制	24
图 24: 武直 19 由中航工业哈飞和 602 研究所共同研制	24
图 25: 公司是中航工业唯一上市平台, 具有强烈的资产注入预期	25
表 1: 直升机按照起飞重量分类具有不同的应用场景	10
表 2: 我国在 10 吨级和重型直升机存在空白	11

表 3: 我国军机市场未来有望迎来千亿空间.....	13
表 4: 黑鹰衍生出多种机型, 应用场景广泛.....	15
表 5: 新型国产 13 吨级直升机相比直 8 性能更加优越.....	16
表 6: 通用航空成国家政策支持重点	18
表 7: 未来五年我国民用直升机市场需求在 320 亿元左右.....	20
表 8: 公司自主和合作研发推动公司向全谱系发展	20
表 9: 中直股份盈利预测及估值表.....	26
表 10: 中直股份财务数据及盈利预测表.....	26
表 11: 中直股份可比公司估值表	27
表 12: 中直股份主营业务收入分拆预测表	28
表 13: 中直股份合并损益预测表	28
表 14: 中直股份合并现金流量预测表	28
表 15: 中直股份合并资产负债预测表	29

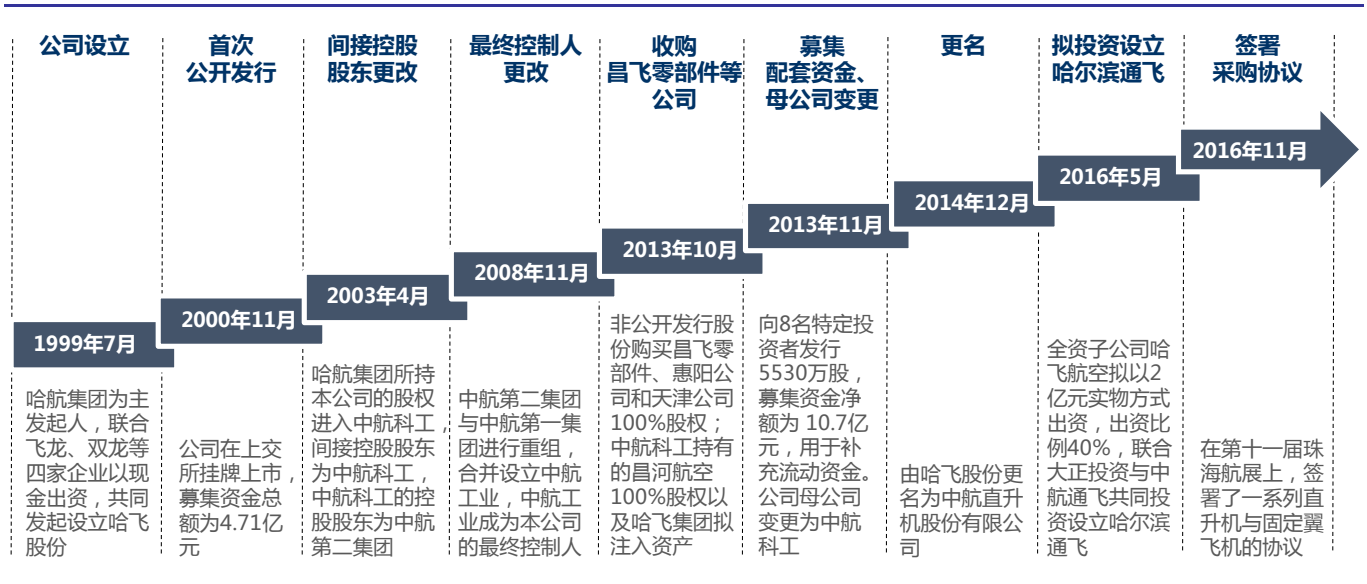
1. 集团直升机制造平台，剑指行业龙头地位

1.1 背靠中航工业，直升机龙头地位凸显

中航直升机股份有限公司（以下简称“中直股份”、“公司”）成立于1999年，于2000年在上交所上市，是直升机和通用、支线飞机科研生产基地。公司背靠中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”、“集团”），旗下拥有直升机和航空零部件生产、加工对应资产，是国内直升机生产制造龙头企业。

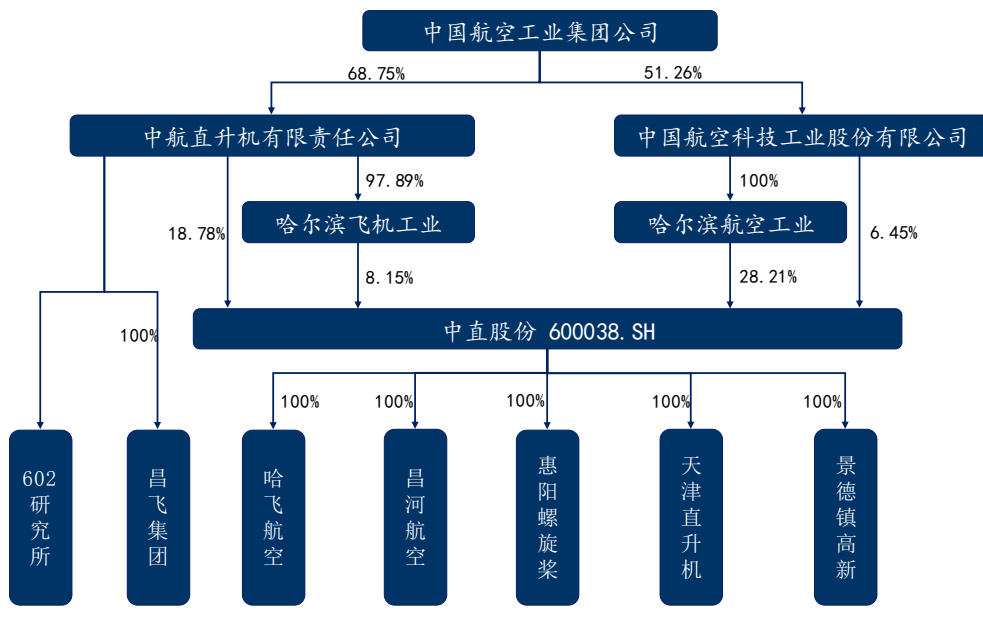
公司通过并购重组，完成中航工业民用直升机总装及军民两用零部件业务整体上市。公司成立之初由哈尔滨工业集团控股，曾用名“哈飞航空工业股份有限公司”，公司在2013年通过收购昌河航空100%股权、昌飞零部件100%股权、惠阳公司100%股权、天津公司100%股权及哈飞集团与直升机零部件生产相关的资产，在扩大公司规模的同时拓展公司产业链，基本完成中航工业民用直升机总装及军民两用零部件业务的整体上市。公司并购重组后，产品的市场占有率和竞争能力显著增强。同时公司是中航工业直升机板块唯一上市平台，战略地位突出，公司基本具有除军机总装以外的全部直升机制造对应的资产，是国内直升机行业龙头。

图 1：通过并购重组公司逐步成长为国内最大直升机上市公司



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司控股股东为哈航集团，实际控制人为中航工业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 发展军民直升机业务，打造产品谱系化

公司重组后产品线丰富，向谱系化发展，形成“一机多型、系列发展”的格局。公司重组前具有直9系列直升机、Y12轻型多用途飞机、EC120直升机、H425直升机及相应直升机零部件生产能力的平台。重组后公司拥有Z系列以及AC系列等直升机生产平台，产品向谱系化发展，形成“一机多型、系列发展”的格局。

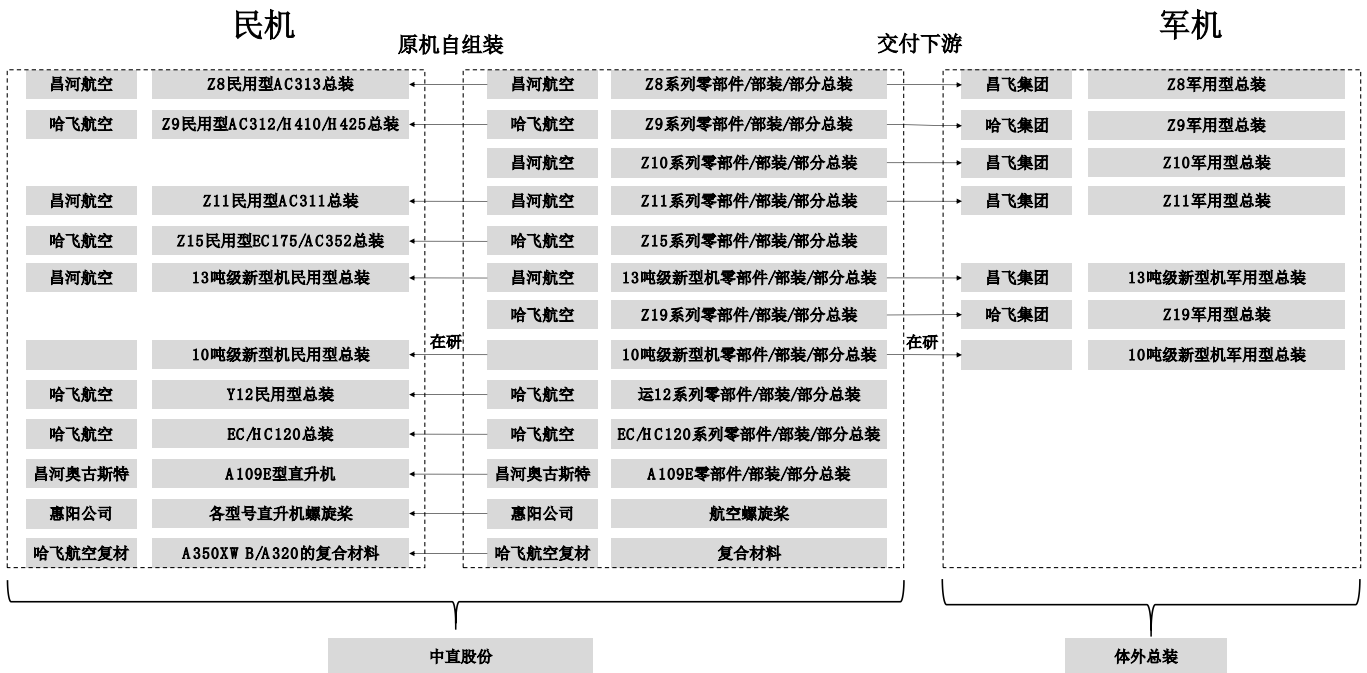
“民用整机+军用配套”构成公司航空业务板块业务。经过对公开资料整理和分析，我们认为公司的业务分为民用整机和军用配套。

(1) 民机业务方面，公司直升机机型包括AC系列、H410、H425、A109E等；固定翼飞机机型包括运12系列运输飞机，运12系列出口交付量占总交付量比例达到66%，是国内民机出口的主力。并购重组完成后，公司体内具有民机整机、航空零部件生产和加工业务对应的资产，基本实现了民用直升机总装及军民两用零部件业务的整体上市，公司直接进行民机总装并销售给民机客户。

(2) 军机业务方面，我国军用直升机为Z系列机型，按照用途分类包括武装直升机、运输直升机和战斗勤务直升机。由于集团军机总装对应的资产仍在公司体外，公司仅为军机提供军用配套业务，公司将其生产加工的零部件、部装和部分总装部件提供给具有总装能力的军工企业，由军工企业总装成军用直升机。

(3) 零部件业务包括航空螺旋桨和复合材料等生产和加工，公司通过并购注入了惠阳公司和哈飞航空复材等航空零部件制造对应的资产，从而具备国内领先的技术，在螺旋桨和复合材料生产应用方面拥有绝对优势。

图 3：公司业务主要分为民用整机和军用配套

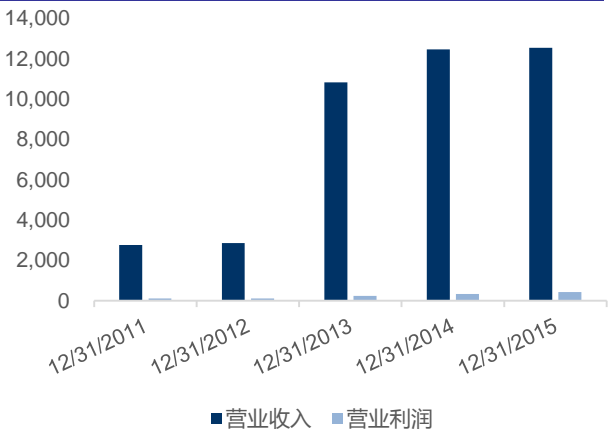


资料来源：公司公告，公司官网，网络资料，申万宏源研究

1.3 公司业绩及毛利率水平持续提升

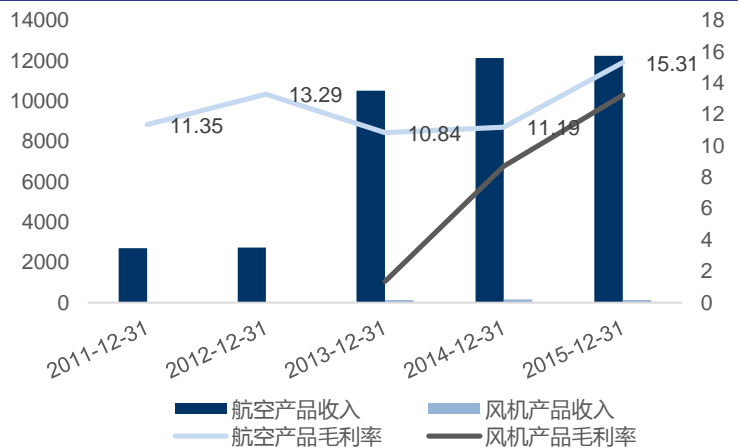
公司重组完成后，收入及利润水平实现跨越式增长。航空产品为公司主要收入来源。近年公司业绩保持不断增长态势，尤其在 2013 年并购重组完成后，公司体量实现跨越式增长，在营业收入方面：2012 年公司实现 28.58 亿，2013 年实现 108.31 亿，增长率为 279%；在营业利润方面：2012 年公司实现 1.16 亿，2013 年实现 2.47 亿，增长率为 114%，公司一跃成为国内首屈一指的直升机上市公司。公司业务中航空产品业务占主导地位，为公司贡献超过 98% 以上的收入及毛利。

图 4：公司重组后，收入及利润水平不断提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：航空产品构成公司产品收入主要来源



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 受益于新机型列装，公司有望掘金千亿军机市场

2.1 对比美国军机行业，我国在数量及结构上仍具有上升空间

（一）军用直升机种类划分

军用直升机种类繁多，通常可以按照用途和重量划分，且可以适用于不同的场景。军用直升机按照用途可以分为武装直升机、运输直升机和战斗勤务直升机，按照起飞重量又可以分成小型、轻型、中型、大型和重型直升机。其中按起飞重量进行分类，能反映直升机在技术、经济、使用等方面的差别，一般来讲，吨位越大的直升机装载量越大，相应的技术水平越高。不同种类的直升机根据其独特的性能特点，可以完成不同场景下的任务，是军队中不可或缺的力量，因此军用直升机型号和种类越加完整就越具有优势。

军机可以按照配备的军种不同进行划分。一般来说，可以将直升机划分为陆军直升机、海军舰载直升机以及空军直升机：

（1）陆军直升机：现代陆军航空兵的主要武器装备是直升机，用以支援地面部队作战的现代陆军高技术兵种。在现代战争中，陆军直升机可执行空中侦察、警戒、巡逻、电子对抗、空中布雷、扫雷、战场补给、救援救护、通信和为炮兵校正射击，以及对敌核武器、化学武器和生物武器实施监测等任务。中国陆军航空兵除担负作战任务外，执行非战争军事任务如参与处突维稳、参与抢险救援、支援国家建设、对外交流与合作等，也是十分重要的内容。

（2）海军舰载直升机：舰载直升机是海军装备中的一个重要门类，海军舰艇受视距限制，视野十分狭窄，通常只有三十多千米，因此海军力量十分依赖飞行器的装备。而固定翼飞机只能应用于航母这一特殊平台，对于其它众多舰艇而言，直升机就显得尤其重要。舰载直升机主要有：驱逐/护卫舰艇-舰载搜救/反潜直升机、大型两栖登陆/攻击舰-舰载武装直升机及其他反潜、预警、搜救、运输型直升机、航空母舰-舰载反潜、搜救、运输、预警等类型直升机，可以执行警戒侦察、反潜、对海对陆攻击、扫雷、搜救、运输等多种任务，并具有较高的机动性。

（3）空军直升机：空军直升机主要装备两类部队，一是部分高原地区部队，装备直升机执行高海拔地区侦查、巡逻、运输和搜救等任务；二是空军空降快速反应部队，装备各型武装、运输直升机执行战时快速反应、对地对海攻击、敌后渗透、特种作战等任务。火箭军也装备有少量直升机，主要执行运输、搜救、警戒、侦查、特种作战等任务。

图 6：直升机可以按照用途、结构和起飞重量进行分类



资料来源：百度文库，申万宏源研究

表 1：直升机按照起飞重量分类具有不同的应用场景

类型	起飞重量	载员	应用场景
小型直升机	2 吨以下	2~4 人	主要用于观测、通信、联络、侦察、指挥等军用领域
轻型直升机	2~4 吨	4~10 人	主要用于执行空降、空投、后勤支持，以及完成小型直升机所能承担的任务
中型直升机	4~13 吨	10~30 人	与轻型直升机相似，但由于其运载能力更大，因此使用范围更为广泛
大型直升机	13~20 吨	30~50 人	主要用于部队人员、装备和各种武器的运输，同时还可用于反潜和扫雷等
重型直升机	20 吨以上	50 人以上	主要用于部队人员、庞大笨重的装备和导弹等各种武器运输，它们具有外部吊运能力，可用于大型机械设备吊运等

资料来源：网络资料，申万宏源研究

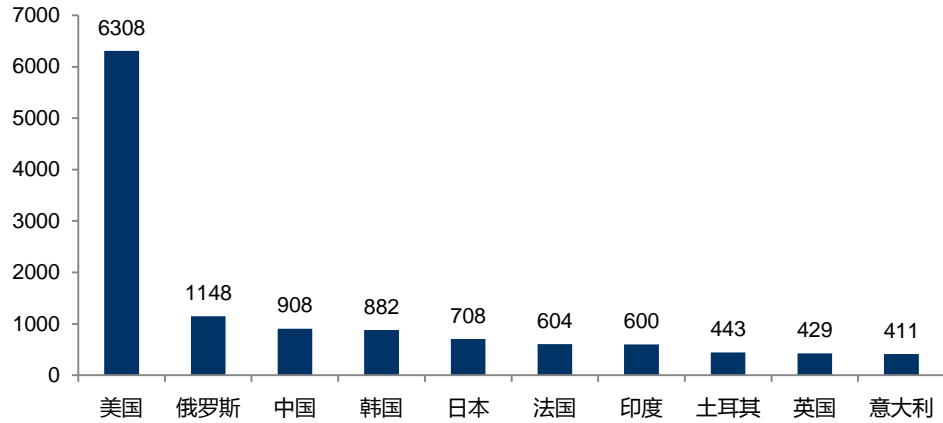
（二）中美对比：规模不足、存在机型空白

中美之间从数量到型号上都存在较大差距。我国军用直升机数量和型号种类远少于美国，因此在军用直升机领域我国与世界领先的水平还有很大的差距，具有较大的向上成长的空间。

（1）美国军机数量处于绝对领先水平，我国军机数量仅为美国的 1/7。根据《Global Military Helicopter 2015-2016 Market Report》统计，从军机总量来看，2015 年美国军用直升机的数量为 6308 架，总量稳居世界第一；我国军用直升机的数量为 908 架，位列世界第三，

但是与美国的直升机数量之间还有巨大的差距，仅为美国的 1/7。从不同军种配备直升机情况来看，美军中陆军配备直升机数量最多为 4668 架，占比为 74%，其次为海军配备直升机 656 架，占比为 10%；我国陆军配备直升机数量最多为 721 架，占比为 79%，其次为海军配备 101 架，占比为 11%。

图 7：2015 年我国军用直升机数量仅为美国的 1/7



资料来源：Global Military Helicopter 2015-2016 Market Report，申万宏源研究

(2) 中美军机型号结构差异明显，我国国产直升机在 10 吨级中型直升机和 20 吨重型直升机种类上尚存在空白。美国军机种类丰富，包括从小型到重型不同吨级的直升机，谱系完整，在技术和应用场景上具有绝对的优势。而目前我国国产的军用直升机只有 2 吨级、4 吨级、6 吨级和 13 吨级，尚未形成谱系，尤其在一些重要的应用机型方面，如 10 吨级的中型直升机、20 吨以上的重型直升机都处于国内制造的空白，因此我国只能采用 13 吨级的直升机去错位弥补 10 吨级通用型直升机的缺失。从直升机分类的结构来看，我国直升机在技术和经济性方面与美国都具有较大的差距，仍有较多应用需求无法得到满足。

表 2：我国在 10 吨级和重型直升机存在空白

吨级	美国	中国	
		中国国产	中国进口
30	CH-53E、CH-53K	--	
20	CV-22、CH-47D/F/MH-47G	--	
13		Z-8、Z-18	Mi-8、Mi-17
12			Ka-31
10	S-70/EH/HH/MH-60G/UAH-64D/ES-72/EH/HH/MH/UH-60	--	S-70、Ka-27、Ka-28
8	AH-1Z、UH-1Y	--	
6	AH-1W	Z-10	
4	UH-1N、UH-1H、EC145	Z-9、Z-19	AS365/565
2	MD500、OH-58A/C/D/F、OH-58	Z-11	AS350、EC-120

资料来源：Global Military Helicopter 2015-2016 Market Report，申万宏源研究

2.2 受益军队装备快速发展，我国军机市场有望迎来千亿空间

（一）政策引导，陆军海军建设驱动军机需求爆发

陆军推进“飞行陆军”建设，大力发展以直升机为主要装备的陆军航空兵。2016年3月解放军报公布陆军建设四大转型方向，其中包括作战领域上向空中拓展以及由“平面陆军”向“立体陆军”的转变方向，同时快速发展以陆航和无人机为主体的“空中多维杀手”，并强调了武装直升机在信息化战争中的作用。陆军对于直升机的重视将对我国陆军军用直升机起到拉动作用。

海军推进近海防御型向近海防御与远海护卫型战略转型。《中国军事战略白皮书 2015》中指出，海军按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变，构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。舰载直升机作为远洋反潜、搜救的主力，在我国未来远洋海军中作用巨大，海军作战战略的转型有望推动舰载直升机市场向高空间发展。

（二）新型军用直升机完成列装，向军队战略转型的目标迈进

直 10 和直 19 作为我国两款新型军用直升机已经实现列装。其中直 10 在 2016 年 8 月完成解放军陆军航空兵全部列装，“专业”的武装直升机代替了“兼职”的通用直升机，逐步实现新型陆军机动作战立体攻防的战略目标。直 19 在技术上源自于直 9W，但具有更高的战斗力，同时可以作为与直 10 配合使用的侦察机型，形成高低搭配。新机型的列装表明我国军队装备建设正快速发展，向着军队战略转型的政策目标不断前进。

图 8：直 10 武装直升机已经列装陆军航空兵所有作战部队



资料来源：凤凰资讯，申万宏源研究

图 9：武直 19 于 2011 年开始服役



资料来源：百度百科，申万宏源研究

（三）未来军机市场空间依旧广阔，有望迎来千亿市场空间。

综合《国际预测》、中国产业信息网、flight global 等多家机构预测，我国军用直升机到 2020 年约有 1000 架增量，未来四年每年将会有 25% 以上的增速，预计每架飞机的价格约为 1 亿元，则未来军用直升机的需求空间在千亿级别。

表 3：我国军机市场未来有望迎来千亿空间

机构	报告	预测
国际预测 Forecast International	《中型/重型军用旋翼机市场》	在 2010 年至 2019 年，未来 10 年内全球预计将总共生产 4319 架旋翼机，生产总值估计为约 923 亿美元
中国产业信息网	《2014-2019 年中国航空发动机市场运营态势与投资前景分析报告》	2014-2019 年，我国空军海军新增的军用飞机总数将超过 3,000 架，预测新增军用直升机 1,800 架。
Flight Global 研究和市场公司 Research and Markets	直升机的亚太地区市场 (2015-2019 年)	我国军用直升机到 2020 年将有 1100 架的增量 亚太地区整体的直升机市场年复合成长率（年复合成长率，2014~2019 年）预计达到 15.74%。

资料来源：中国网，中国产业信息，Flight Global，Global Information，申万宏源研究

2.3 新机型放量在即，助力公司业绩扶摇直上

军队对直升机的迫切需求，使我国不断推进直升机研发项目。2013 年 12 月 25 日，新华网转湖北卫视报道，称中国新型军用直升机直-20 首飞成功。新型国产 10 吨级直升机实现首飞将填补我国在 10 吨通用型直升机种类的空白，新型国产 13 吨级直升机的不断试飞将打开军机更新换代的序幕，因此新机型的不断出现有望带动军用直升机市场的发展。

（一）新型国产 10 吨级直升机：未来市场空间广阔

新型国产 10 吨级直升机总体布局和功能设计与“黑鹰”相仿，未来定位基本相同。西科斯基 UH-60 中型通用直升机（美国陆军将其命名为“黑鹰”）是由美国西科斯基飞行器公司在上世纪七十年代为美国陆军设计生产的四旋翼、双发动机、中型通用直升机，出口型号一般都称作 S-70 直升机。在外形方面，新型国产 10 吨级直升机具有扁平机身和大尾梁的结构特点，后三点式起落架，与“黑鹰”基本一致。在功能设计方面新型国产 10 吨级直升机，与“黑鹰”在定位方面基本相同。产品定位方面，海军用途中，新型国产 10 吨级直升机定位为中型反潜直升机，而“黑鹰”在美国陆海军稳固地占据了三十多年通用直升机的地位，可以执行对海侦察与监视、反舰、搜救、运输等任务，具有相同的战术定位；陆军用途中，新型国产 10 吨级直升机定位为运输和特种作战，与“黑鹰”可以运载士兵，并且具有突击能力的定位相近。

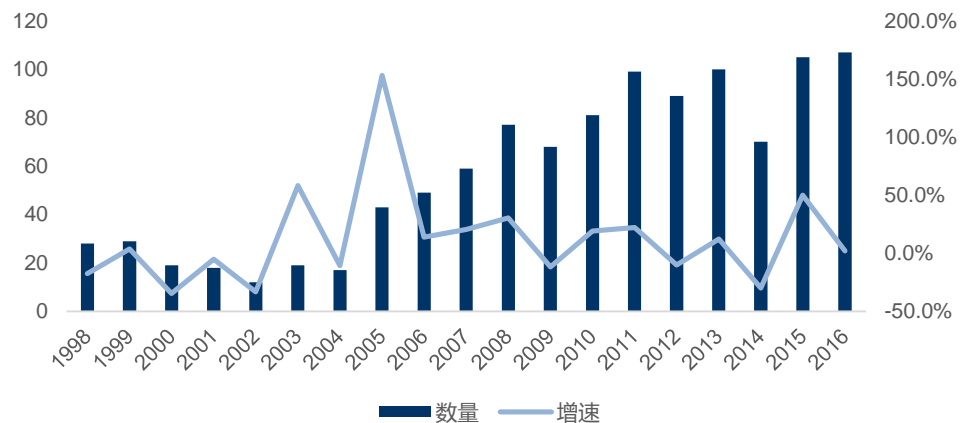
图 10：新型国产 10 吨级直升机与“黑鹰”在外型上具有相似之处



资料来源：百度百科，申万宏源研究

“黑鹰”具有广泛应用场景，市场空间广阔。全球目前已经生产了 4500 多架“黑鹰”直升机，成为世界上生产数量最多的直升机之一，2008 年以来美国国防部对“黑鹰”的采购量总体保持较高的规模，平均年采购量为 80 架左右。据《Global Military Helicopter 2015-16 Market Report》披露，2015 年美国军方拥有黑鹰 2760 架，占到其军用直升机总数的 44%，其中陆军配备最多，其次为海军；我国目前拥有 20 架 S-70，全部配备于陆军。“黑鹰”以其优良的性能和完美的通用型衍生出十多种应用于不同场景的机型，如特种作战、反潜、救援等，具有广阔的市场空间。

图 11：2008 年以来美国国防部对“黑鹰”的采购量总体保持较高规模



资料来源：美国国防部，申万宏源研究

表 4：黑鹰衍生出多种机型，应用场景广泛

型号	应用类型
UH-60A	通用型
UH-60Q	医用型
MH-60A	特种作战型
MH-60K	特种作战改进型
EH-60A/L	电子战型
VH-60N	VIP 运输机
UH-60M	通用型改进版
SH-60B	舰载型
SH-60F	舰载反潜型
SH-60J	日本版 SH-60F
HH-60	救援型
S-70	民用型

资料来源：百度百科，申万宏源研究

对比“黑鹰”，新型国产 10 吨级直升机未来有望满足我国对中型直升机的多种需求，带动未来广阔市场。新型国产 10 吨级直升机吸收“黑鹰”设计理念的同时，加入了中国特色的技术，其性能超过“黑鹰”直升机，未来有望衍生出运输型、突击型、电子战型、加油型等，广泛执行空中突击、特种部队渗透等各种可以执行军事任务的直升机。对比“黑鹰”，新型国产 10 吨级直升机列装后同样具有较多的应用场景，未来有望带动巨大的市场空间发展。

（二）新型国产 13 吨级直升机：带动直 8 更新换代

新型国产 13 吨级直升机是我国自行研制的大型通用直升机，并已经发展出陆军型与海军型。其中，根据百度百科资料，陆军型又细分为直升机基本型、预警直升机，海军型又细分为反潜机型与运输型，海军型于 2013 年中首次露面，预警型和陆军型于 2014 年露面。

图 12：新型国产 13 吨级运输型直升机进行高原试飞



资料来源：中央电视台，申万宏源研究

新型国产 13 吨级直升机比直 8 在性能和参数上有较大更新。该系列直升机的原型是法国 SA-321 超级黄蜂式直升机，它是由昌河集团在直 8 直升机基础上改进而来的。新型国产 13 吨级直升机主旋翼和尾桨改为复合材料、传动系统升级、更换新型大功率发动机、航电系统改进以及船型底改为了平底从而降低了重量。新型国产 13 吨级直升机在青藏高原达到量产型中型直升机突破世界纪录的 9000 米以上飞行高度，且这种直升机的航程长，能有效扩展中国水面舰船对敌军潜艇的防护范围。

表 5：新型国产 13 吨级直升机相比直 8 性能更加优越

参数	直-8	新型国产 13 吨级直升机
引擎	3 台 WZ-6 发动机，每台 1550 轴马力	3 台 WZ-6C 发动机，每台 1752 轴马力
最大起飞重量	13 吨	13.8 吨
极限速度	273 千米/小时	336 千米/小时
空载连续航距	800 千米	900 千米
最大商载	3000 千克	4000 千克
动升限	3050 米	9000 米
系统升级		主旋翼和尾桨改为复合材料，适应更高海拔和极端温度 传动系统升级 航电系统改进 船型底改为了平底，从而降低了重量

资料来源：Military-today，维基百科，申万宏源研究

新型国产 13 吨级直升机已出现多种型号以满足不同场景需要，对比直 8 未来仍有较大应用空间。新型国产 13 吨级直升机目前具有大型通用型、反潜型以及预警型，用于海上或路上活动。对比直 8 目前型号，未来有望衍生远程侦察型、救援型、防卫型等应用机型，实现对直 8 的更新换代。

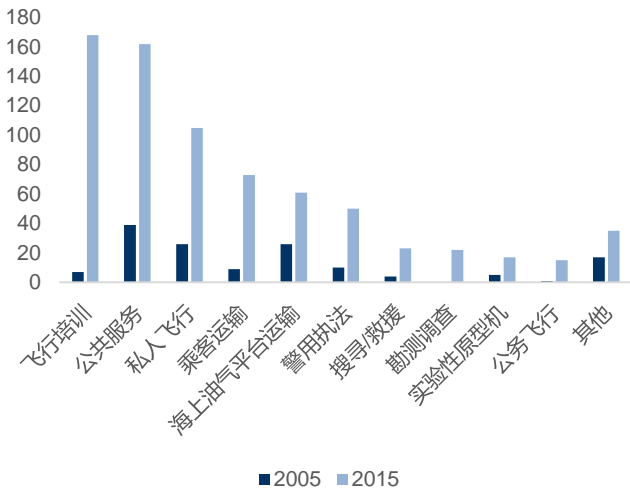
3. 依托“自主+合作”研发模式，分享“进口替代+通航政策”带来民机市场红利

3.1 国内民机市场仍以进口为主，国产替代市场潜力巨大

我国民用直升机需求旺盛，市场发展迅速。由于直升机可以做低空、低速和机头方向不变的机动飞行，特别是可在小面积场地垂直起降，因此在民用领域具有广泛的使用场景，一般应用于短途运输、医疗救护、救灾救生、紧急营救、吊装设备、地质勘探、护林灭火、

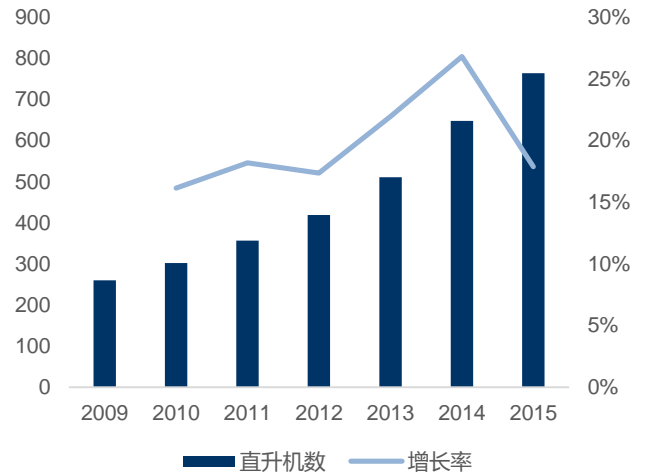
空中摄影等。正是由于民用直升机广泛的用途，虽然受到通航政策限制的影响，但我国民用直升机市场需求始终保持增长的态势，市场发展速度较快。

图 13: 直升机用途广泛，我国对直升机的需求旺盛



资料来源: Flight global, 申万宏源研究

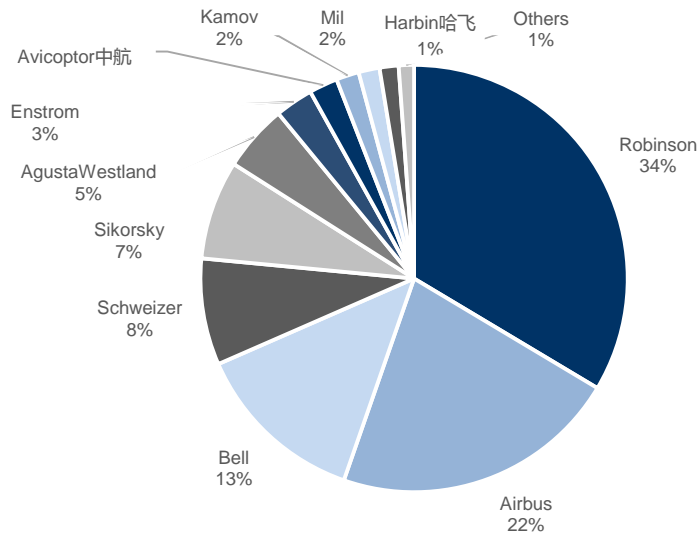
图 14: 我国直升机数量保持持续增长态势



资料来源: 亚翔航空, 申万宏源研究

我国民用直升机市场以进口为主。根据亚翔航空《2015年直升机年度报告》的统计，我国民用直升机总数为 694 架，进口机型占到 97%左右。我国民机市场集中高度较高，前五大民机厂商直升机占比达到 84%，其中罗宾逊直升机占比最高为 34%，其次为空客的直升机占比达 22%，我国国产直升机的占比仅为 3%。因此我国民用直升机市场结构中进口机型占到绝对比重。

图 15: 我国民机市场以进口为主，国产机型仅占 3%



资料来源: 亚翔航空, 申万宏源研究

民机市场国产替代前景广阔。我国进口机型占比较高，具有较大的国产替代市场空间，并且随着国产机型的技术提升以及性价比提高，民机国产机型总量逐年增长，市场占有率每年呈现小幅提升的趋势，从 2013 年的 2% 到 2015 年的 3%。目前国内民用机型基本都为公司生产制造，未来有较大希望通过新机型开拓国内民机市场。

3.2 得益于通航政策陆续出台、低空领域不断放开，民机市场前景广阔

制约我国通航产业发展的原因主要为三点，低空不开放为制约我国通航产业发展的主要因素。借鉴美国、加拿大、澳大利亚和巴西通用航空产业发展的脉络，我们发现制约通用航空产业发展的因素很多，汇总起来主要的瓶颈有三个：

- 1) 低空领域不开放；
- 2) 通用机场建设落后；
- 3) 通用航空专业人员严重不足。

众多因素中，低空不开放为制约我国通航产业发展的主要因素，我国空域属于军管，只有京沪、京广和沪广等 28 条航线以及极其有限的空域由民航来管理，绝大部分的低空领域是不开放的。即使开放的部分，管制也是十分严格的，而且报批手续仍非常繁杂。而在以美国为例的欧美发达国家，低空领域是完全开放的，比如美国，3000 米以下完全开放。我国只有低空域放开，私人飞行变得方便，才能突破通航目前的壁垒，进而提升未来市场空间。

国家航空产业政策逐步向通航行业进行倾斜。2010 年 10 月国务院、中央军委颁布的《关于深化我国低空空域管理改革的意见》首次明确了深化低空空域管理改革的总体目标、阶段步骤和主要任务，这成为了迄今为止最为强劲的发展通用航空的政策信号。这意味着，中国通用航空产业的发展开始进入了一个全新的阶段。

表 6：通用航空成国家政策支持重点

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2016 年 11 月	发改委	近期推进通用航空业发展的重点任务	明确提出了培育通用航空市场、加强通用机场建设、促进产业转型升级、扩大低空领域开放、强化全程安全监管等重点任务。通知在第十七条强调，修改完善低空飞行管理规定，将低空空域真高 1000 米范围调整至真高 3000 米
2016 年 11 月	发改委等	航空运动产业发展规划	要求推进京津冀、长三角、珠三角打造各类航空飞行营地建设。在上述区域中条件成熟的城市或地区初步形成“200 公里航空运动飞行圈”布局

2016 年 6 月	发改委、交通运输部	关于推动交通提质增效提升供给服务能力的实施方案	以通用航空发展集聚地区为支撑，规划建设 30-50 个通用航空综合基地和约 500 个通用机场，增强装备制造自主研发能力，促进交通服务、旅游观光、应急救援、医疗救助飞行以及公务机、无人机等通航服务发展。完善通航配套设施和服务保障体系，提升通航飞行器研发制造维护水平，打造通航产业增长点
2016 年 3 月	民航局	通用航空“十三五”规划	预计“十三五”末，我国通用机场将建成 500 个以上，通用航空器将达到 5000 架以上，年飞行量 200 万小时，产业整体规模将超过 1 万亿元
2015 年 5 月	国务院	中国制造 2025	加快大型飞机研制，适时启动宽体客机研制，鼓励国际合作研制重型直升机；推进干支线飞机、直升机、无人机和通用飞机产业化
2012 年 7 月	国务院	“十二五”国家战略性新兴产业发展规划	1. 发展目标：新型通用飞机、民用直升机发展和应用实现全面突破。航空国际化发展水平显著提高；2. 产业化：实施支线飞机与通用航空重大创新工程；3. 市场培育：开展通用航空基础设施建设，发展通用航空服务。大力拓展包括市场开发、航空租赁、维修服务、通航运营等在内的航空服务业务，推进航空产业链的协调发展；4. 加快制定民用航空工业法律法规，加速推进和落实低空空域管理政策，加大民用航空技术研发和产业化投入；5. 出台支持支线和通用航空发展具体政策
2011 年 5 月	民航局	中国民用航空发展第十二个五年规划	十二五主要目标：1. 安全水平稳步提升；2. 保障能力整体提高；3. 运输能力显著增强；4. 通用航空规模快速扩大；5. 节能减排全面推进
2010 年 10 月	国务院	关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定	1. 高端装备制造产业。重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业；2. 到 2020 年，成为国民经济支柱产业；3. 加强通用航空领域的市场配套基础设施建设
2009 年 7 月	国务院	民用机场管理条例	包括总则、民用机场的建设和使用、民用机场安全和运营管理、民用机场安全环境保护、法律责任、附则
2008 年 7 月	民航局	通用航空经营许可管理规定	通用航空经营条件和筹建流程
2007 年 7 月	国务院	国务院关于通用航空管理的暂行规定	通用航空管理文件
2003 年 1 月	中央军委、国务院	通用航空飞行管制条例	包括总则、飞行空域的划设与使用、飞行活动的管理、飞行保障、升放和系留气球的规定、法律责任

资料来源：公开资料，申万宏源研究

“十三五”规划出炉，通航有望迎来爆发式增长，带动民用直升机市场百亿空间。两会期间，民航局局长冯正霖表示，预计“十三五”期间，通用航空器将达到 5000 架以上。根据《中国通用航空发展报告 2015》统计，2015 年我国通用航空器为 2235 架，则未来五年有望增加 2765 架，以目前的旋转翼和固定翼飞机比例 29:68 估算，则未来有望新增旋转

翼飞机 802 架，固定翼 1963 架，旋转翼飞机的平均价格约为 4000 万元，固定翼飞机的平均价格约为 3000 万元，推算未来五年通航市场的需求空间约为 900 亿元，其中旋转翼飞机的市场空间为 320 亿元。

表 7：未来五年我国民用直升机市场需求在 320 亿元左右

	新增数/架	平均价格/万元	市场空间/万元
旋转翼	802	4000	3,208,000
固定翼	1963	3000	5,889,000
总计	2765		9,097,000
平均每年	553		1,819,400

资料来源：通航委，申万宏源研究

3.3 公司技术领先，新机型竞争优势明显

（一）公司研发能力不断增强，提升在国内直升机领域技术优势

自主研制+合作研发模式拓展公司技术优势，公司产品向全谱系发展。我国直升机产业的设计体系和标准体系与发达国家相比存在一定差距，因此在直升机技术和研究方面有所欠缺，总体来说我国直升机产业处于世界第二方阵。该局面下，公司响应我国近年来强调的自主创新转型升级战略，同时公司加强与国外厂商的合作，不断提高技术和制造能力，使公司产品向更先进型号升级，进一步巩固公司在国内直升机领域的龙头地位。

表 8：公司自主和合作研发推动公司向全谱系发展

型号	原机型	研发生产	具体型号描述	性能
H410	直-9A 直升机的民用型号	公司自主研制		
H410 系列	H410A	H410 升级版	公司自主研制	提高了高空性能，使其具有在高原、多沙地区执行任务的能力
	H410G	H411 升级版	公司自主研制	为满足公安部门需要，加装任务设备而成的公安警用型直升机
AC 系列	AC310		公司自主研制	1 吨级超轻型直升机 国产最轻、体验和价格极佳的私人定制飞机。驾驶舱宽敞明亮、视野开阔、飞行平稳、具备较大的载荷能力
	AC311		公司自主研制	2 吨级轻型直升机 国内占有率最高，同吨位全球市场占比 40% 以上
	AC311A	AC311 升级版	公司自主研制	2 吨级轻型直升机 满足高原用户需求的轻型直升机。换装 ARRIEL 2B1A 发动机，优化全机气动布局。高原能力和综合性能显著提升
	AC312	以直-9 系列直升机为基础	公司自主研制	4 吨级中性直升机 全机采用数字化设计和制造，经过了全机可靠请增长，达到了先进性水平
	AC312A/H425	AC312 升级版	公司自主研制	4 吨级中性直升机 H425 各项指标达到甚至超过国际上同类直升机水平，是目前国内最先进的民用直升机

AC352/EC175	由公司和法国空客直升机公司联合研发	7吨级中型运输直升机	满足全球市场对高性能多任务中型双发旋翼机的要求。AC352 由中航直升机制造，主要满足中国市场；EC175 由空客直升机制造，主要满足全球其他市场
AC313	中航工业直升机公司和昌飞公司自主研发	13吨级重型直升机	整机性能达到国际第三代直升机水平，适合在海洋气候条件和其他各种复杂恶劣环境中使用，可实现野外一般环境起降
HC120/EC120	由中航工业哈飞、法国宇航、新加坡科技宇航联合设计生产		HC120 装有法国透博梅卡 ARRIUS2F 型发动机，视野开阔，安全舒适，噪音低，广泛用于培训、警务、旅游、公务等领域
CA109/AW109E	由昌河航空工业公司与意大利阿古斯特公司共同于 2005 年组建的中意合资公司生茶安	3吨轻型双发直升机	已经纳入国家轻型双发直升机产品序列，填补了中国轻型双发直升机的空白。该机与其他轻型双发直升机相比，飞行速度快，抗风能力强，有效装载能力大，其卓越的飞行性能和安全性能使之成为当今世界上畅销的轻型双发直升机之一，被广泛用于警务执法、新闻采访、搜索救援等

资料来源：公开资料，申万宏源研究

(二) 公司发展将受益于新机型量产

公司具有多款在研机型，在研机型中 AC352 有望成为世界上最先进的中型多用途直升机，是公司未来发展的主要动力。AC352 主要面向民用市场，填补国内产品空白。AC352 是由空客直升机和中航工业直升机下属中航工业直升机所和中航工业哈飞联合研制的 7 吨级中型运输直升机的中方命名，中方代号 AC352，欧方代号 EC175。2005 年立项，2009 年首飞，2012 年首次交付客户使用，该机型的出现填补了中国直升机谱系中 4 吨-13 吨级的空白。AC352 将主要面向民用和准公共领域的市场应用，其主要市场是石油和天然气工业，搜索和救援任务的支持。通用适用于包括准公共行动、国土安全、空中医疗服务、公用事业和企业运输等在内的诸多任务。

图 16：公司 2015 年产品图谱中多款在研机型有望实现在产



资料来源：中航工业直升机，申万宏源研究

AC352 采用国产动力装置，功率超越“黑鹰”配备的发动机，我国 10 吨级通用型直升机有望采用国产动力装置。根据简氏防务报道称，中国中航直升机公司摆脱欧洲直升机公司，做出决定：为中国方面的直-15 系列直升机配备国产动力装置，这款发动机将由中国与法国的透博梅卡公司合作研发。随着 AC352 首飞成功，标志着此款国产动力装置已研发成功，根据百度百科数据，AC352 配备的国产发动机为涡轴 16，功率为 1200-1500 千瓦，而美国“黑鹰”的发动机功率为 1410 千瓦，因此该发动机性能满足 10 吨级通用直升机，我国研制的国产 10 吨级通用直升机有望装配“中国心”。

AC352 有望成为世界上最先进的中型多用途直升机。AC352 是欧洲直升机公司与中航工业哈飞以“世界上最先进的中型多用途直升机”为目标，在汲取现有成熟技术的基础上进行创新后，联合研发和制造的。AC352 性能优势突出，被公认为当今世界最安全、最舒适、最环保、最易驾驶、最经济的中型直升机之一，在同类直升机中创造了速度最快的纪录。

该机型市场空间广阔，将带动公司未来业绩发展。AC352 直升机可广泛应用于近海运输、搜索救援、通用运输、警务执法、医疗救护、物资投送等领域，能满足用户的多样化需求，市场空间广阔。截止 2014 年公司就已经收到 130 余架意向订单以及 45 架确认订单，根据网易新闻报道，AC352 基本型单价约 1000 万欧元，则该新机型有望为公司带来 122 亿左右的收入增长，是公司未来发展的主要动力。AC352 首飞成功后，该型号将加快适航取证进程，预计将在 2018 年实现首架飞机交付用户。

图 17: AC352 主要面向民用和准公共领域的市场应用



资料来源：百度图片，申万宏源研究

图 18: AC352 采用无机械仪表座舱



资料来源：百度百科，申万宏源研究

4. 集团唯一直升机上市平台，资产注入前景可期

4.1 集团旗下仍有大量体外军机总装资产

中航直升机公司旗下还有多项直升机总装资产未注入到公司。以净利润计算的中航工业直升机板块的资产证券化率 2015 年为 62.4%，体外仍有 40%左右的净利润对应的资产。目前除公司外，中航直升机公司旗下的哈飞集团、昌飞集团拥有的武装直升机总装资产，以及中航工业直升机设计研究所（602 所）对应资产，未来军用直升机资产注入空间较大。

（一）昌飞集团：我国直升机科研生产基地

昌飞集团是我国直升机科研生产基地和航空工业骨干企业，主营直升机总装和武器机械加装业务。昌飞集团始建于 1969 年，科研生产技术实力雄厚，是我国直升机科研生产基地和航空工业骨干企业、“中国制造 2025”首批示范单位以及国防科技工业高效数控加工应用中心。

昌飞集团具备生产研制多品种、多系列及多型号直升机能力，旗下产品包括直-8、直-10 及直-11WB 等型武装直升机。昌飞集团官网披露信息，由昌飞集团自主生产研制的直升飞机型号基本覆盖从 1 吨级到 13 吨级，包括直 8、直 10、直 11 以及直 11WB 军用直升机系列。

图 19: 直-10 是我国自主研制的首架专用武装直升机



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 20: 直-11WB 拥有的强大火力和丰富的侦察监视能力



资料来源：公司官网、申万宏源研究

（二）哈飞集团：我国唯一同时具备直升机及定翼机研制能力的航空制造企业

哈飞集团作为国内最早的六大航空工业主机厂之一，拥有核心武装直升机总装资产。集团官网披露，其旗下的军机产品包括直 9 系列、直 19 武装直升机和直 19 武装直升机系列。其中直 9 系列包括直 9WE 出口武装型直升机、直 9EC 出口型舰载反潜直升机等；直 19 系列包括 Z19E 出口武装型直升机等。创建于 1952 年的哈飞集团，目前已累计交付各类直升机、飞机 2500 余架。

哈飞集团是目前国内唯一一家同时具备直升机和定翼机研制能力的大型现代化航空制造企业，已研制生产了多种型号的军用武装直升机。其中，直 9EC 出口型舰载反潜直升机是中航工业哈飞设计制造的单旋翼、涵道尾桨、可收放式起落架的轻型双发舰载反潜直升机。直 9WE 出口武装型直升机配备先进的综合航电系统和火控系统，可携带导弹、火箭、航炮、机枪等多种武器，满足双驾驶、仪表飞行、全天候使用条件，可执行昼夜间作战任务。直 19E 出口武装型直升机是中航工业哈飞设计制造的单旋翼、涵道尾桨、固定式起落架、带短翼的纵列式轻型双发武装直升机。

图 21：直 9WE 为出口型武装直升机

直9WE出口武装型直升机
SWE export type of armed helicopter



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 22：直 19E 为出口型武装直升机

直19E出口武装型直升机
Straight 19E export type of armed helicopter



资料来源：公司官网、申万宏源研究

（三）中航工业直升机设计研究所：在我国直升机技术领域中占据核心主导地位

中航直升机设计研究所与上市公司相配套的直升机设计研发单位，被誉为“中国直升机摇篮”。中航直升机设计研究所成立于 1969 年 12 月，又称为 602 研究所，是我国唯一负责军、民用直升机型号研制和直升机技术预先研究的大型综合性科研单位，拥有景德镇直升机基地和天津直升机研发中心两个部分。研究所以型号需求为牵引、以技术发展为目标，统筹规划直升机型号发展和核心技术的预先研究，引领中国直升机技术不断向世界先进水平迈进。建所 40 多年以来，研究所已先后承担和完成了直 8、直 9、直 11 等多个军用直升机型号及其改进改型研制任务和直升机关键技术的预先研究工作，并已形成“军民融合、一机多型、系列发展”的发展格局，在我国直升机技术研发领域具有核心主导地位。

图 23：直 8 由昌河集团和 602 研究所共同研制



资料来源：昌河集团、602 研究所官网，申万宏源研究

图 24：武直 19 由中航工业哈飞和 602 研究所共同研制



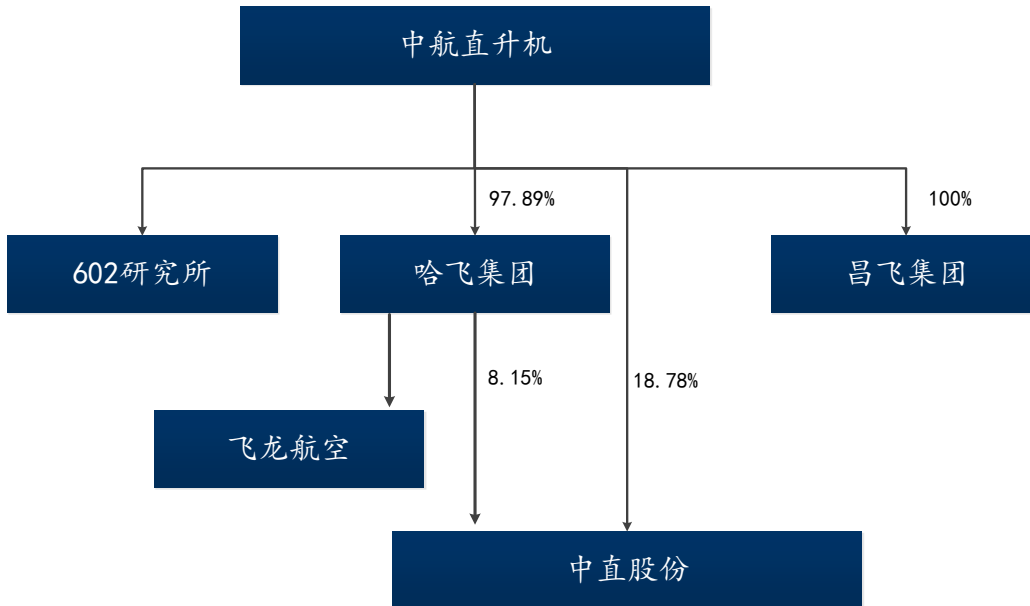
资料来源：哈飞集团、602 研究所官网，申万宏源研究

4.2 资产证券化进程加快，资产注入预期强烈

从中航工业集团层面来看，资产证券化进程有望继续推进。在 2016 年 12 月中航工业集团召开的党组会议上，集团党组副书记谭瑞松强调，要坚定深化国有企业改革这个方向，以《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》为指引，适应市场化、现代化、国际化的新形势发展，并大力推进中国特色现代企业制度建设，最大程度地释放发展动力与活力。因此我们认为从集团层面来看，将进一步推进资产证券化进程。

公司作为中航工业直升机板块唯一上市平台，强烈的集团资产注入预期将打开公司上升空间。中航直升机公司旗下还拥有核心的军用直升机总装资产，随着集团国企改革的过程不断加快、资产证券化持续推进，我们认为，未来存在军用直升机总装资产注入预期的可能。考虑到中航直升机公司旗下还拥有核心的军用直升机总装资产，未来军用直升机资产注入的空间较大，进一步带动公司实现腾飞。

图 25：公司是中航工业唯一上市平台，具有强烈的资产注入预期



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年将分别实现营业收入 128.58 亿、162.03 亿、187.58 亿，归属母公司净利润分别为 4.92 亿元、6.08 亿元、7.04 亿元，2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元/股、1.03 元/股、1.19 元/股，当前股价对应 PE 分别为 59 倍、48 倍、41 倍，低于行业平均估值水平（行业可比公司 2017/2018 年平均 PE 估值为 71/58 倍）。且考虑到公司为中航工业直升机板块唯一上市公司，平台地位凸显，未来具有强烈的资产注入预期，可以享受较高的估值，首次覆盖给予增持评级。

表 9：中直股份盈利预测及估值表

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	12,522	12,858	16,203	18,758
同比增长率（%）	-0.2	2.7	26.0	15.8
净利润（百万元）	440	492	609	704
同比增长率（%）	0.5	12.0	23.6	15.6
每股收益（元/股）	0.75	0.83	1.03	1.19
毛利率（%）	14.1	16.5	17.3	18.0
净利率（%）	3.5	3.8	3.8	3.7

资料来源：Wind、申万宏源研究

公司盈利预测通过对公司现有产品以及未来有望新增产品的预测得到：

(1) 公司现有业务包括民用整机和军用配套，收入的体量较大，2014-2016 年增长率比较平稳。未来几年，随着公司研发进程的加快，公司产品结构有望不断得以优化调整。我们假设 2017-2019 年，公司航空产品收入增速为 4%、26%、16%；

(2) 目前我国新型国产 13 吨级直升机、新型国产 10 吨级直升机以及 AC352 均已实现首飞，根据公开资料我们预计新机型有望在未来三年进行量产，公司作为中航工业旗下民机整机和军机配套制造商，此三款机型将大概率在公司进行零部件的加工或者总装，在传统业务保持比较平稳增长的态势下，公司未来三年的业绩将主要受益于新机型量产带来的增厚。

(3) 由于公司产品结构发生变化，随着新型国产 13 吨级直升机、新型国产 10 吨级直升机和 AC352 等机型未来相继完成研制，公司多款新机型有望通过审核并获得订单，因此，我们认为，公司销售产品的结构从旧机型向新机型转变，新机型相较于旧机型会有较高的毛利率，故假设 2017-2019 年航空产品毛利率为 17%、17%、18%。

表 10：中直股份财务数据及盈利预测表

业务领域	营业收入增速				毛利率			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
航空产品	0%	4%	26%	16%	14%	17%	17%	18%
风机产品	-32%	48%	-11%	-4%	10%	15%	15%	15%
其他	-10%	-10%	-10%	-10%	30%	12%	12%	12%

资料来源：申万宏源研究

公司估值低于行业平均水平，接近中位数：

我们选取行业内总装和配套类龙头企业作为可比公司，得出行业 2017/2018 年平均估值为 71/58 倍，中位数为 61/48 倍。

表 11: 中直股份可比公司估值表

代码	简称	2017/3/30	EPS				PE				PB
		最新股价	15A	16A	17E	18E	15A	16A	17E	18E	
600893.SH	中航动力	33.38	0.53	0.46	0.56	0.69	62.95	73.03	60.01	48.58	4.17
000768.SZ	中航飞机	24.16	0.14	0.15	0.27	0.33	167.20	161.91	87.99	72.68	4.35
600372.SH	中航电子	18.94	0.27	0.26	0.33	0.39	69.85	72.37	57.50	48.92	5.55
002013.SZ	中航机电	16.78	0.31	0.36	0.46	0.55	55.01	46.15	36.47	30.30	3.59
000738.SZ	中航动控	24.22	0.17	0.18	0.20	0.22	141.39	132.86	123.87	108.81	5.62
300424.SZ	航新科技	58.80	0.54	0.45	0.94	1.51	108.37	130.16	62.28	38.96	8.94
	行业平均	29.38	0.33	0.31	0.46	0.62	100.80	102.75	71.35	58.04	5.37
	行业最高	58.80	0.54	0.46	0.94	1.51	167.20	161.91	123.87	108.81	8.94
	行业中位数	24.19	0.29	0.31	0.39	0.47	89.11	101.60	61.14	48.75	4.95
600038.SH	中直股份	48.99	0.74	0.75	0.83	1.03	66.08	65.76	58.70	47.50	4.21

资料来源: Wind、申万宏源研究 注: 除中直股份数据来自于申万预测, 其余公司均来源于最新年报

6. 附件

表 12: 中直股份主营业务收入分拆预测表

单位: 百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,339.61	12,857.55	16,203.10	18,758.24
航空产品	12,248.42	12,728.42	16,088.42	18,648.42
风机产品	80.61	119.61	106.11	102.11
其他	10.58	9.52	8.57	7.71

资料来源: 申万宏源研究

表 13: 中直股份合并损益预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,544	12,522	12,858	16,203	18,758
营业总成本	12,035	11,995	12,277	15,485	17,928
营业成本	10,622	10,760	10,738	13,403	15,385
营业税金及附加	3	11	7	9	12
销售费用	123	131	190	244	283
管理费用	1,114	1,050	1,199	1,566	1,899
财务费用	24	4	158	205	320
资产减值损失	150	38	(16)	58	28
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(14)	0	0	0
营业利润	508	512	581	718	830
营业外收支	14	8	0	0	0
利润总额	522	521	581	718	830
所得税	84	82	89	109	126
净利润	437	440	492	609	704
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	437	439	492	608	703

资料来源: 申万宏源研究

表 14: 中直股份合并现金流量预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	437	440	492	609	704
加: 折旧摊销减值	490	355	145	220	189
财务费用	51	34	158	205	320
非经营损失	(42)	12	18	0	0
营运资本变动	(356)	(1,809)	420	(495)	(470)
其它	0	0	68	(10)	(16)
经营活动现金流	602	(298)	1,302	528	727
资本开支	114	189	0	0	0
其它投资现金流	7	27	0	0	0
投资活动现金流	(106)	(161)	0	0	0

吸收投资	0	200	0	0	0
负债净变化	41	(90)	(101)	(25)	(25)
支付股利、利息	116	174	158	205	320
其它融资现金流	(566)	53	17	11	(13)
融资活动现金流	(641)	(11)	(242)	(219)	(358)
净现金流	(144)	(470)	1,060	309	369

资料来源：申万宏源研究

表 15：中直股份合并资产负债预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19,098	16,317	16,883	20,355	23,202
现金及等价物	3,722	2,610	3,671	3,980	4,349
应收款项	3,929	3,093	2,668	3,191	3,682
存货净额	11,436	10,499	10,497	13,126	15,098
其他流动资产	10	115	47	58	73
长期投资	247	206	206	206	206
固定资产	2,657	2,616	2,454	2,293	2,132
无形资产及其他资产	691	686	668	668	668
资产总计	22,693	19,826	20,212	23,523	26,209
流动负债	15,351	12,065	11,967	14,683	16,703
短期借款	526	466	390	390	390
应付款项	14,256	10,967	10,944	13,660	15,680
其它流动负债	64	52	52	52	52
非流动负债	779	687	794	780	742
负债合计	16,130	12,752	12,761	15,463	17,445
股本	589	589	589	589	589
资本公积	4,233	4,233	4,233	4,233	4,233
盈余公积	320	333	348	361	374
未分配利润	1,310	1,589	2,066	2,661	3,350
少数股东权益	15	215	216	216	217
股东权益	6,564	7,074	7,452	8,060	8,764
负债和股东权益合计	22,693	19,826	20,212	23,523	26,209

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。