

国防军工

钢铁旋翼成为陆军转型翅膀，拐点渐近开启未来成长空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	5.89/5.89
总市值/流通(亿元)	237.85/237.85
12个月最高/最低(元)	53.00/32.63

相关研究报告：

《2018年军工行业中期策略——业绩改革双拐点，深耕进口替代关键领域》

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

证券分析师：刘倩倩

电话：010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190514090001

报告摘要

中航工业集团直升机板块唯一上市平台地位凸显。公司是国内从事直升机研制、营销、服务、运营的大型国有航空制造企业，具备研制和批量生产多种型号直升机和转包生产多种航空零部件的能力，现有核心产品包括直8、直9、直11、AC311、AC312、AC313等型号直升机，以及Y12和Y12F系列飞机，基本形成“一机多型、系列发展”的产品格局。公司作为中航工业集团旗下直升机板块的唯一上市平台，还有哈飞集团、昌飞集团的军用直升机总装资产以及中航工业直升机设计研究所（602所）等体外资产，未来存在注入的可能性。

军用直升机需求旺盛，中国版“黑鹰”蓄势待发。我国现役的军用直升机数量与美国相比存在较大差距，“机动作战、立体攻防”的战略要求使得陆军航空兵的扩编扩建成为必然趋势，从而催生了对直升机装备的巨大需求。目前，我军现役的10吨级中型直升机主要依赖进口，中国版“黑鹰”有望填补该型号谱系的空白，成为未来通用直升机的主力机型。随着国产10吨级新机型逐渐进入量产交付期，公司有望迎来业绩拐点。

通航产业方兴未艾，民机市场前景广阔。公司作为我国民用直升机技术水平最高、综合实力最强的企业，已经建立了较为完整的轻、中、重多级别民用直升机研发、试验、生产和服务体系，AC系列产品及运-12系列飞机在国内和国际市场屡获订单，通航产业的快速发展将为公司打开更大成长空间。

盈利预测与投资评级：预计公司2018-2020年的净利润为5.29亿元、6.24亿元、7.55亿元，EPS为0.90元、1.06元、1.28元，对应PE为45倍、38倍、32倍，给予“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,048.11	13,397.50	15,608.08	19,010.65
净利润(百万元)	455.38	529.47	624.23	755.21
摊薄每股收益(元)	0.77	0.90	1.06	1.28

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：

新机型研制进展不及预期；军品定价机制改革存在不确定性。

目录

一、 中航工业集团直升机板块唯一上市平台地位凸显	4
(一) 基本实现整体上市，资产注入预期仍存	4
(二) “一机多型、系列发展”产品格局基本成型	6
(三) 预收账款大幅增长，业绩拐点渐行渐近	7
二、 军用直升机需求旺盛，中国版“黑鹰”蓄势待发	9
(一) 中美对比差距明显，国产替代空间巨大	9
(二) 产品谱系不断完善，10吨级新机型量产在即	12
三、 通航产业方兴未艾，民用直升机前景广阔	22
四、 运-12 开创民机出口先河，国际市场屡获新突破	26
五、 盈利预测及估值	27
六、 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 主要控股子公司	5
图表 4: 公司主要产品	6
图表 5: 中直股份 2013-2017 年营业收入情况	8
图表 6: 中直股份 2013-2017 年净利润情况	8
图表 7: 中直股份 2013-2017 年存货情况	8
图表 8: 中直股份 2013-2017 年预收账款情况	8
图表 9: 全球主要国家军用直升机数量统计	9
图表 10: 全球主要国家军用直升机数量占比	9
图表 11: 美国各军种装备直升机情况	10
图表 12: 中国陆军航空兵部队大事记	11
图表 13: 中国各军种装备直升机情况	12
图表 14: 直-8 主要参数	13
图表 15: 直-8 衍生型号	14
图表 16: 直-9 主要参数	15
图表 17: 直-9 衍生型号	16
图表 18: 直-11 主要参数	18
图表 19: 直-11 衍生型号	19
图表 20: 武直-10 主要参数	20
图表 21: 武直-19 主要参数	21
图表 22: 美国“黑鹰”与国产 10 吨级新机型	21
图表 23: 我国民用直升机数量	22
图表 24: 我国民用直升机用途	22
图表 25: 全球主要国家民用直升机数量	23
图表 26: 我国民用直升机市场格局	23
图表 27: AC 系列民用直升机	23
图表 28: 我国发布的通用航空相关政策	24
图表 29: 民航局“十三五”时期通用航空主要发展指标	25
图表 30: 运-12 衍生型号	26
图表 31: 可比上市公司估值参考	28

一、中航工业集团直升机板块唯一上市平台地位凸显

中航直升机股份有限公司（简称“中直股份”）原名为哈飞航空工业股份有限公司（简称“哈飞股份”），是经国家经贸委国经贸企改[1999]720号文批准，由哈航集团作为主发起人，联合中国飞龙专业航空公司、哈尔滨双龙航空工程有限公司、中国航空工业供销总公司、中国航空技术进出口哈尔滨公司等4家企业以现金出资，共同发起设立的股份有限公司。2000年12月，公司在上海证券交易所上市，股票代码600038。

（一）基本实现整体上市，资产注入预期仍存

2013年，公司完成收购了景德镇昌飞航空零部件有限公司100%股权、惠阳航空螺旋桨有限责任公司100%股权、天津直升机有限责任公司100%股权、江西昌河航空工业有限公司100%股权以及哈飞集团旗下的直升机零部件资产，基本实现了除军用直升机总装之外的民用直升机及零部件业务的整体上市。2014年年公司名称由“哈飞航空工业股份有限公司”变更为“中航直升机股份有限公司”，证券简称更名为“中直股份”。

图表1：公司发展历程

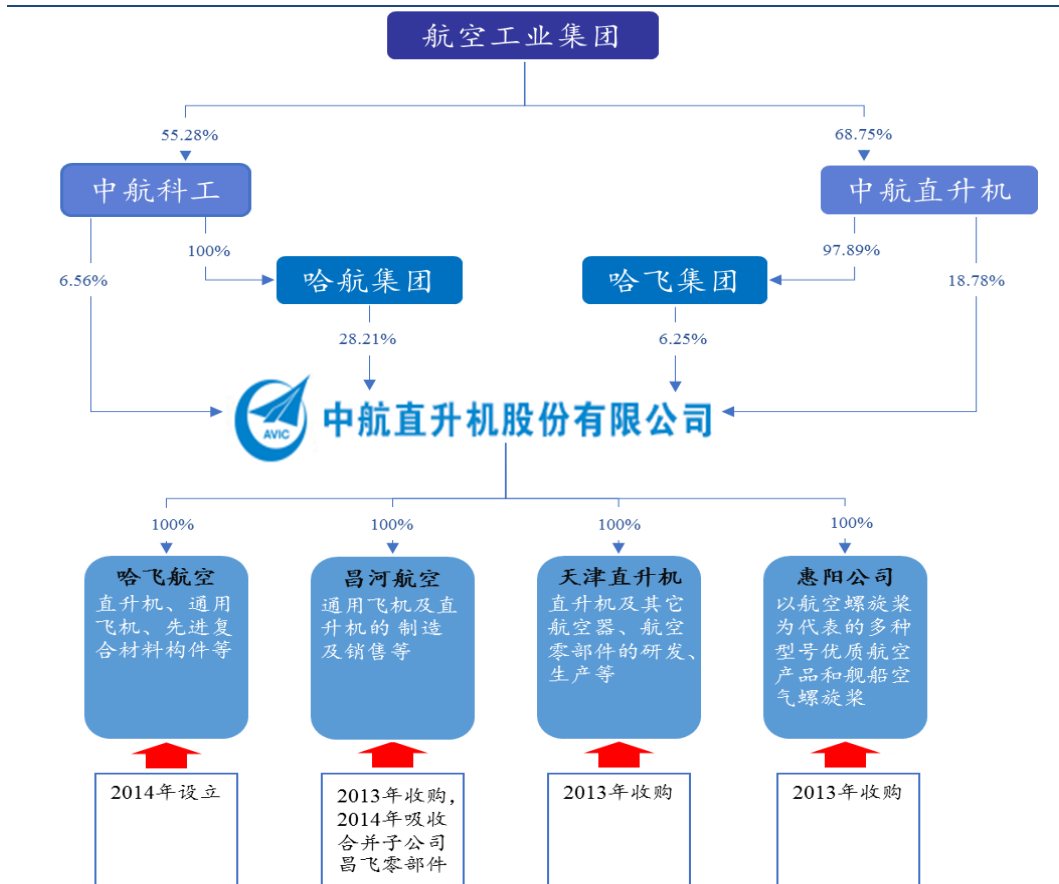


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司的实际控制人中国航空工业集团有限公司通过中国航空科技工业股份有限公司（简称“中航科工”）、中航直升机有限责任公司间接持有中直股份59.80%股权。中航科工（002357.HK）是哈尔滨航空工业（集团）有限公司（简称“哈航集团”）的控股股东，中航直升机有限责任公司是哈尔滨飞机工业集团有限责任公司（简称“哈飞

集团”)的控股股东，中航直升机有限责任公司、哈飞集团与中航科工为一致行动人。

图表 2：公司股权结构



2014 年，公司投资设立全资子公司哈尔滨哈飞航空工业有限责任公司（简称“哈飞航空”）；2014 年，全资子公司江西昌河航空工业有限公司吸收合并景德镇昌飞航空零部件有限公司；2016 年，全资子公司哈飞航空联合大正投资和中航通用飞机有限责任公司共同投资设立了哈尔滨通用飞机工业有限责任公司。目前中直股份主要拥有 6 家控股子公司，直接控股 4 家：哈尔滨哈飞航空工业有限责任公司、江西昌河航空工业有限公司、天津直升机有限责任公司、惠阳航空螺旋桨有限责任公司，间接控股 2 家：景德镇昌航航空高新技术有限责任公司、哈尔滨通用飞机工业有限责任公司。

图表 3：主要控股子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
哈尔滨哈飞航空工业有限责任公司	50,000.00	100%	直 9、AC312、AC352、Y12 等飞机和零部件制造及销售

江西昌河航空工业有限公司	63,042.30	100%	直 8、直 11、AC311、AC313 等飞机和零部件制造及销售
天津直升机有限责任公司	8,683.80	100%	航空螺旋桨、调速器
惠阳航空螺旋桨有限责任公司	25,000.00	100%	直升机及其他航空器、航空零部件的研发、生产、销售、维修服务
景德镇昌航航空高新技术有限责任公司	300.00	100%	航空附件产品、测试设备的研发、试验、制造及维修；航空高新技术产品的研发、销售；航空标准件的制造、加工；民用电子产品、电器、机电及仪表产品的研发、制造、维修、安装；航空技术咨询、服务
哈尔滨通用飞机工业有限责任公司	50,000.00	40%	固定翼通用飞机生产制造、国内外销售及客户服务等



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司作为中航工业集团旗下直升机板块的唯一上市平台，还有哈飞集团、昌飞集团的军用直升机总装资产以及中航工业直升机设计研究所（602 所）等体外资产，未来存在注入的可能性。

（二）“一机多型、系列发展”产品格局基本成型

公司作为国内从事直升机研制、营销、服务、运营的大型国有航空制造企业，具备研制和批量生产多种型号直升机和转包生产多种航空零部件的能力，现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等型号直升机，以及 Y12 和 Y12F 系列飞机，基本形成“一机多型、系列发展”的产品格局。

图表 4：公司主要产品

机型	最大起飞重量 (kg)	简介	部分产品示例
直-8	13,000	以法国SA321“超黄蜂”直升机为基础仿制改进的单旋翼带尾桨多用途直升机，具有飞行性能好、使用寿命长，飞行安全，操纵容易，使用维护方便，应急时可在水面起降等特点	
直-9	3,850	引进法国SA365N“海豚”直升机专利研制生产的双发轻型多用途直升机，可用于人员运输、近海支援、空中摄影、海上巡逻、观测鱼群、护林防火、海上石油	

		油开采等	
直-11	2,200	参照欧洲直升机公司法国分公司的AS350“松鼠”直升机为原型研制的轻型多用途直升机,主要用于教练、通信、联络、救护、边防巡逻等战勤任务	
AC311	2,200	在Z11MB1直升机基础上改进的具有完全自主知识产权的2吨级轻型民用直升机,可广泛应用于客货运输、公安执法、医疗救护、护林防火、观光旅游等	
AC312	4,250	在直-9基础上设计制造的新型单旋翼、涵道尾桨中型双发多用途直升机,可广泛适用于客/货运输、外部吊挂、近海支援、紧急医疗救护、航空摄影、航空旅游、护林防火等	
AC313	13,800	直-8F的民用型号,适合在海洋气候条件和其他各种复杂恶劣环境下使用,被广泛用于人员和货物运输、搜索营救、抢险救灾、医疗救护、旅游观光、公务飞行等	
AC352	7,500	首款7吨级多用途直升机,填补了我国7吨级民用直升机谱系的空白,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	
Y-12	5,300	在Y-11飞机基础上研制的轻型双发多用途运输机,可用作客货运输、空投空降、农林作业、地质勘探等,还可改装成电子情报、海洋监测、空中游览和行政专机等	

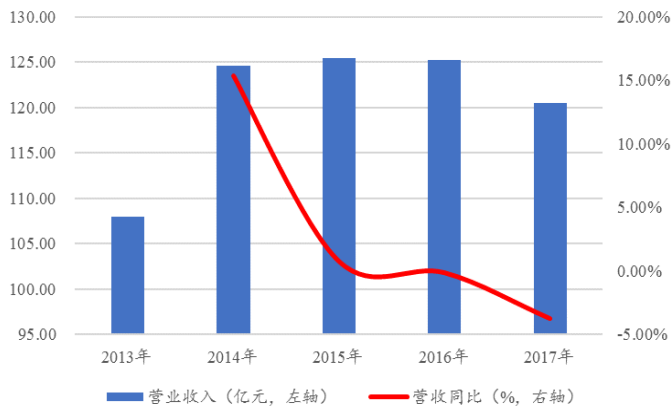
资料来源:公司官网,太平洋证券整理

公司目前主要由哈尔滨分部负责生产和销售直-9、直-19系列直升机、Y-12 轻型多用途飞机、EC120、H425 直升机及相关零部件;景德镇分部负责生产和销售直-8、直-10、直-11、AC 等系列直升机及零部件;保定分部负责生产和销售航空螺旋桨和风机等产品;天津分部主要从事公司管理业务和直升机研发、生产、销售、维修及客户化改装等业务。

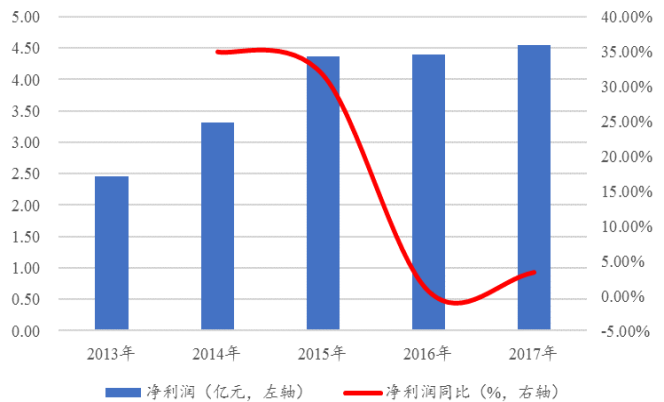
(三) 预收账款大幅增长，业绩拐点渐行渐近

公司 2013 年完成资产重组后，营业收入从不到 30 亿的规模大幅跃升至 120 亿以上，净利润一直呈现稳步增长态势，2017 年达到有史以来的最高峰。受军改影响，公司 2017 年出现产品延迟交付现象，存货较去年同期增长 22.29%，导致营业收入同比去年小幅下降 3.78%。

图表 5：中直股份 2013-2017 年营业收入情况



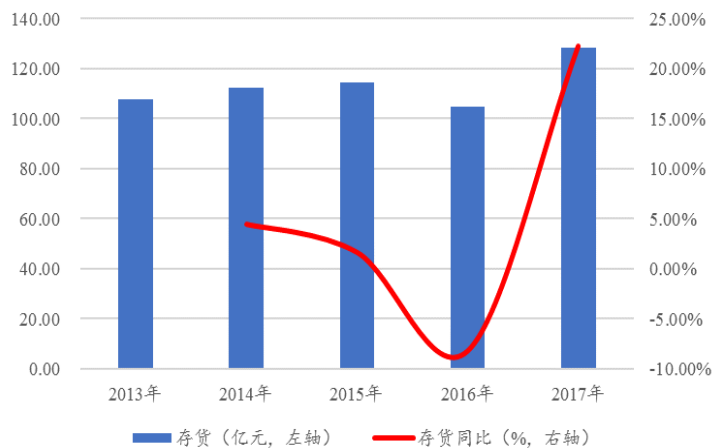
图表 6：中直股份 2013-2017 年净利润情况



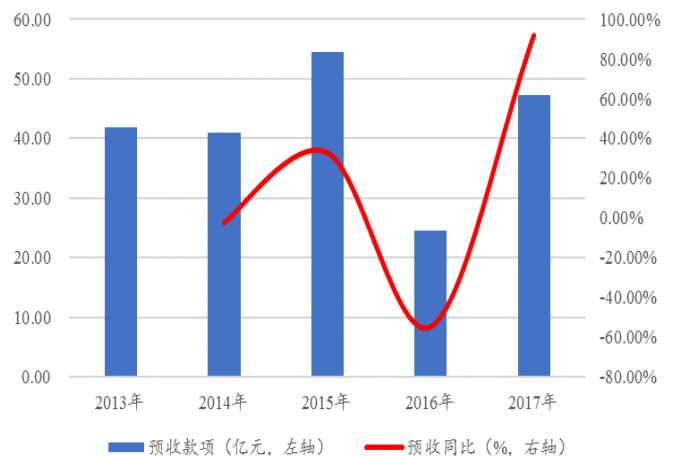
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 7：中直股份 2013-2017 年存货情况



图表 8：中直股份 2013-2017 年预收账款情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

数据来源：公司年报，太平洋证券整理

值得关注的是，公司 2017 年预收账款同比去年大幅增长 92.09%，体现航空产品的需求依然保持旺盛。我们认为，随着军改的加速推进以及延迟订单的逐步释放，公司今年有望迎来业绩拐点。

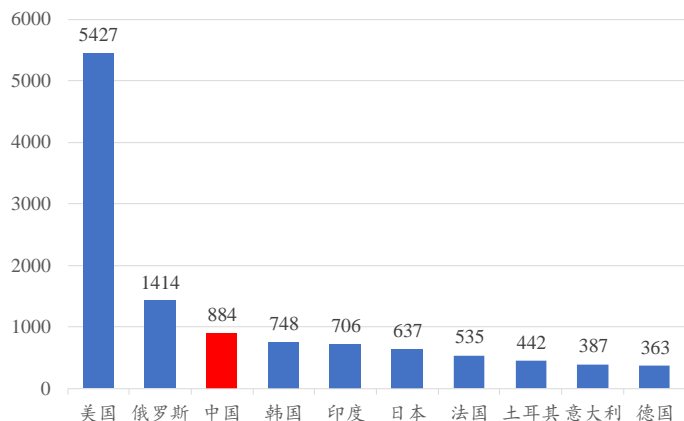
二、军用直升机需求旺盛，中国版“黑鹰”蓄势待发

军用直升机主要装备于陆军航空兵部队，根据作战任务不同可分为武装直升机、运输直升机和战勤直升机三大类。作为陆军实现“机动作战、立体攻防”的关键装备，直升机现已广泛应用于对地攻击、机降登陆、武器运送、后勤支援、战场救护、侦察巡逻、指挥控制、通信联络、反潜扫雷、电子对抗等，在现代局部战争中起到不可替代的重要作用。

(一) 中美对比差距明显，国产替代空间巨大

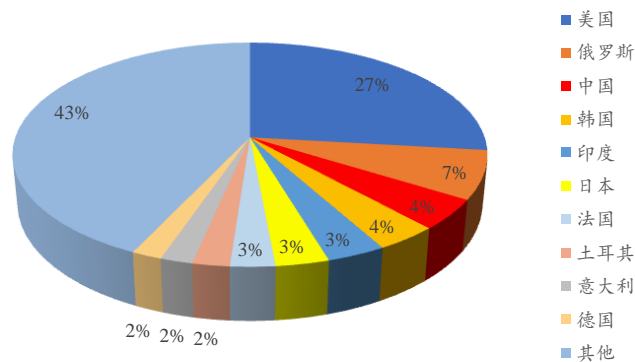
根据《World Air Force 2018》的统计数据显示，全球现役的军用直升机数量共 20231 架，前十大国家数量占比过半，美国拥有 5427 架处于绝对领先地位，约占全球总量的 27%。中国拥有 884 架军用直升机，数量不到美国的 1/6，差距十分明显。

图表 9：全球主要国家军用直升机数量统计



数据来源：World Air Forces 2018，太平洋证券整理

图表 10：全球主要国家军用直升机数量占比



数据来源：World Air Forces 2018，太平洋证券整理

从军兵种分布来看，直升机装备需求的主要来源在于陆军航空兵部队。以美国为例，陆军现役军用直升机数量为 3964 架，占全军总量的 73%。作为以直升机为主要装备的现代陆军高技术前沿性主战兵种，陆军航空兵可为地面部队提供直接空中火力支援，毁伤敌方前沿和战术纵深内的重要目标，并可遂行空中侦察、警戒、巡逻、通信、电子对抗、空中布雷、战场补给、救援救护，以及对敌核武器、化学武器和生物武器实施监测等任务，是陆军实施非线式、非接触、全纵深机动作战的骨干力量。

图表 11：美国各军种装备直升机情况

军种	机型	代号	数量
陆军	AH-64D/E	阿帕奇	796
	CH-47D/F/MH-47G	支奴干	483
	H145(UH-72A)	勒科塔	349
	MD500 (AH/MH-6/I)	防御者	47
	Mi-8/17	河马	7
	S-70/EH/HH/MH/UH-60	黑鹰	2251
	UH-1H	休伊	31
			3964
海军陆战队	AH-1W	超级眼镜蛇	105
	AH-1Z	眼镜蛇	72
	CH-53E	超级种马	142
	UH-1N	双休伊	5
	UH-1Y	超级休伊	138
	MV-22	鱼鹰	253
			715
海军	Bell 407	贝尔	4
	MH-53E	种马	27
	MV-22	鱼鹰	1
	S-70/EH/HH/MH/SH/UH-60	黑鹰	507
			539
空军	CV-22	鱼鹰	44
	Mi-8	河马	1
	S-70/HH-60G/U/W/MH-60G	黑鹰	100
	UH-1N	双休伊	64
			209

资料来源：World Air Forces 2018，太平洋证券整理

鉴于军用直升机在近现代多次局部战争中所发挥的重要作用，我国自 20 世纪 80 年代开始组建陆军航空兵部队，旨在加强陆军的快速反应能力，经过三十多年的建设，目前已成长为具有一定规模的陆军机动作战骨干力量。

图表 12：中国陆军航空兵部队大事记

1986年10月	•中央军委批准组建陆军航空兵部队
1988年1月	•第一个陆军直升机大队宣告成立
1991年10月	•首次陆空协同作战演练
1992年1月	•陆航自行培养首批飞行学员驾机
1996年6月	•边防部队首次使用直升机空中巡逻
1996年8月	•首批国产武装直升机列装
1996年10月	•首次接受军委检阅
1999年6月	•组建陆军航空兵学院
1999年10月	•国产武装直升机首次亮相国庆阅兵式
2001年2月	•第一支直升机试飞大队成立
2005年8月	•亮相“和平使命”中俄联合军事演习
2006年4月	•首次组织军地联合消防演练

资料来源：太平洋证券整理

在 2015 年发布的国防白皮书《中国的军事战略》中指出：“陆军按照机动作战、立体攻防的战略要求，实现区域防卫型向全域机动型转变，加快小型化、多能化、模块化发展步伐，适应不同地区不同任务需要，组织作战力量分类建设，构建适应联合作战要求的作战力量体系，提高精确作战、立体作战、全域作战、多能作战、持续作战能力。”我们认为，“机动作战、立体攻防”的战略要求使得陆军航空兵的扩编扩建成为必然趋势，从而催生了对直升机装备的巨大需求。

图表 13：中国各军种装备直升机情况

军种	机型	最大起飞重量	数量
陆军	Mi-8/17/171	13吨级	239
	S-70	10吨级	23
	Z-8	13吨级	51
	Z-9	4吨级	92
	Z-10	6吨级	106
	Z-11	2吨级	46
	Z-19	4吨级	175
			732
海军	AS365/565	10吨级	6
	Ka-27	13吨级	1
	Ka-28	13吨级	17
	Z-8	13吨级	27
	Z-9	4吨级	29
	Z-18	13吨级	2
			82
空军	Mi-8/17/171	13吨级	16
	Z-8	13吨级	34
	Z-9	4吨级	20
			70

资料来源：World Air Forces 2018，太平洋证券整理

本轮军改调整后，以原 18 个集团军为主的机动作战部队整编为 13 个集团军，又陆续新建了 3 个陆航旅，并改编了 2 个空中突击旅，共 15 个陆航旅/空中突击旅。从装备直升机的数量和类型来看，国产机型 Z-8、Z-9、Z-10、Z11、Z19 等占比超过 60%，10 吨级以上的重型直升机以进口机型为主，未来国产替代空间广阔。

(二) 产品谱系不断完善，10 吨级新机型量产在即

公司核心产品包括直 8、直 9、直 11 三大主力机型，在我国陆、海、空三军列装的直升机总数量占比超过 30%，还有武直-10、武直-19 军用直升机总装资产仍在上市公司体外。

1. 直-8 系列

直-8 是中国在 20 世纪 90 年代以法国 SA321 “超黄蜂” 直升机为基础仿制改进的 13 吨级多用途直升机。作为亚洲最大吨位的多用途直升机，同时也是我国交付部队使用的第一种直升机，直-8 采用单旋翼带尾桨常规气动布局，具有飞行性能好、使用寿命长、“三防” 能力强等优势，可广泛适用于军用、通用航空和准军事领域的需求，可执行武器装备、人员、货物运输，森林防火、抢险救灾、客运航班、医疗救护、搜索救援、物资运输、地质勘探、地理测绘、建筑施工、海洋考察、旅游观光、公务飞行和反恐维稳等任务。

图表 14：直-8 主要参数

产品图例	主要参数	
	旋翼直径	18.90 米
	尾桨直径	4.00 米
	最大起飞重量	10,592 千克
	空机重量	6,980 千克
	动力装置	3 台涡轴 6 发动机
	最大飞行速度	273 千米/小时
	爬升率	11.5 米/秒
	有地效静升限	5,500 米
	无地效静升限	4,400 米
	动升限	6,000 米
	最大航程	800 千米
	续航时间	4 小时 6 分钟

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

直-8 由中航工业集团直升机设计研究所（602 所）和昌河飞机制造厂（372 厂）联合研制，自 1976 年开始设计，首架原型机于 1985 年 12 月 11 日试飞，第 2 架原型机于 1987 年 10 月试飞。1989 年 8 月，直-8 海军运输型直升机交付海军使用，先后完成了军事演习、西沙航班、抢救病员、运输物资、抢险救灾和海防等任务，1994 年 11 月 12 日通过最终设计定型，1997 年获得国家科技进步二等奖。根据军用和民用领域的不同需求，直-8 经过改装衍生出直-8A、直-8F、直-8S 等多种型号，现已广泛装备我国海军、空军、陆航和民航部门。

图表 15：直-8 衍生型号

机型	简介	产品示例
直-8A	直-8A军用运输直升机是根据空军和陆航的需要，对直-8原型机进行了改进，主要包括：减重、增加升力和提高发动机功率3个方面。1993年直-8A正式开始研制，1995年12月22日首飞成功，1999年通过技术鉴定，2002年装备陆军航空兵部队，主要用于部队机队作战、武器装备的空运和后勤物资的输送及战场救护等。	
直-8J/JA/JH	直-8舰载运输直升机是在直-8海军运输直升机的平台和技术储备的基础上开始研制的，2002年12月开始立项，代号直-8J。直-8舰载运输直升机于2004年12月25日首飞成功，主要用于综合登陆舰、大型运输舰和其他大型舰艇，执行运输兵员、武器装备、战场救护和紧急救援等作战任务。	
直-8F	直-8F于2002年8月正式立项研制，2004年8月28日首飞成功，主要改进包括升力系统，以先进的复合材料旋翼和尾桨取代金属旋翼和尾桨，更换性能更好的发动机，全面提高飞机的性能、更新机载电子设备等。直-8F具有运载能力强、安全性好、“三防”能力强、搜索救援能力强的特点及水上起降和漂浮功能，可以满足高温、高原地区和结冰等复杂气象条件下使用，整机的可靠性、经济性、舒适性和适航性比直-8A有了很大的提高，主要用于空军及海航、陆航的救护援助。	
直-8S	直-8搜救型直升机主要用于搜索营救跳伞后的飞行人员、救护伤员、运送兵员等任务，还可以执行一般运输和吊挂运输任务，2004年8月3日交付海军航空兵使用。	
直-8反潜型	直-8反潜型的性能参数与直-8基本相同，可装备吊放声呐、搜索雷达，可采用的武器包括鱼雷或导弹等。执行扫雷任务时可拖曳扫雷具，布雷作战时可携带8枚250千克的水雷。	
直-8K	直-8K搜索营救直升机专门增加了一些搜索设备并安装了救生绞车，可以在昼夜复杂气象条件下，完成陆地、山区、海上搜救任务。	
直-8KA	直-8KA空军型运输直升机是在空军直-8搜索营救直升机交付技术状态的基础上，针对空降兵部队的突击运输等任务需求进行调整的型号，主要改进包括更换超短波电台、增装伞兵索降吊具及信息显示设备、改进环控系统、增装驾驶舱空凋制冷系统、取消救生电台和营救吊架等。直-8KA空军型运输直升机能在昼夜间复杂气候条件下遂行任务，具有一定的自卫防护能力，主要用于实施空降作战地区内的兵力机动，武器装备、弹药和物资的收集前送，伤病员的战地救护和后送转移等任务。	

直-8KH

为满足驻香港部队换装要求，同时提高驻港空军部队执行多样化任务的能力，2010年空军将最新改型的直-8KH型直升机装备给驻港部队使用。



直-8WJS

2009年7月，经国务院、中央军委批准，武警森林指挥部直升机支队在黑龙江省大庆市揭牌成立，主要承担森林防火灭火、抢险救灾、紧急救援等任务，进行远距离快速灭火作战，可进一步提高灭火作战的机动能力。直-8WJS森林灭火直升机作为该部队的标准装备，首次进入消防领域，首批将在大兴安岭日常使用。



直-8预警型

直-8预警型直升机是我国最新研制的舰载直升机，将担负辽宁舰航母的预警直升机任务。其中关键设备二维有源相控阵雷达系统已经实现了对飞机和舰船等目标的识别，该雷达将和数据处理系统、数据链、通信系统一起配备在预警直升机上，从而提高中国海军水面舰艇编队的防空预警与水面目标探测能力。



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

2. 直-9 系列

直-9 是 1980 年 10 月正式引进法国 SA-365N “海豚” 直升机专利，由中航工业哈尔滨飞机制造厂（122 厂）研制生产的双发轻型多用途直升机。作为我国品种最多的直升机，直-9 可用于人员运输、近海支援、空中摄影、海上巡逻、观测鱼群、护林防火、海上石油开采，也可改装为反坦克型、海上搜索救护型、反潜型、侦察校炮型、通信型等军用型直升机。

图表 16：直-9 主要参数

产品图例	主要参数	
	旋翼直径	11.93 米
	尾桨直径	0.90 米
	最大起飞重量	3,850 千克
	空机重量	1,975 千克
	动力装置	2 台阿赫耶 1C 涡轴发动机
	最大飞行速度	324 千米/小时
	爬升率	7.7 米/秒
	有地效静升限	2,200 米
	无地效静升限	1,050 米
	动升限	6,000 米
最大航程	1,000 千米	
续航时间	5 小时	

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

直-9于1982年完成了首架装配；1983年10月，直-9及其涡轴发动机列入中国军队装备系列；1988年，直-9开始实施国产化；1990年底，与法国协议引进组装的50架直升机全部生产完毕；1992年1月16日，国产化率达到72.20%的直-9A-100成功首飞，开始投入批生产。直-9的成功引进和国产化，不仅解决了我国急需中小型舰载直升机的问题，而且可以根据军用和民用领域的不同需求改装为多种衍生型号，现已广泛装备我国海军、空军、陆航和民航部门，并且成功出口多个国家和地区。

图表 17：直-9 衍生型号

机型	简介	产品示例
直-9A	直-9A是以“海豚”SA365N1直升机为原准机仿制的型号，该机与直-9的最大不同是采用了2台透博梅卡公司阿赫耶1C1涡轴发动机，单台功率734轴马力，比直-9采用的阿赫耶1C涡轴发动机功率大24轴马力，因此使直-9A的有效载荷、最大起飞重量等性能参数比直-9大100千克左右。	
直-9B	直-9B是直-9的国产化型号。1992年1月16日，国产化率达到72.20%的直-9A-100成功首飞；1994年，首批8架直-9B交付陆航部队使用；1997年，12架直-9B交付军驻港部队使用。	
直-9鱼叉着舰型	1987年1月8日，海军批复了改装直-9鱼叉着舰系统训练机的任务。增装“鱼叉”系统和动力刹车装置之后，直-9可在规定的条件下进行舰上的安全起降。1989年2月26日，直-9“鱼叉”着舰系统训练机通过设计定型，已经广泛采用，除改装部分早期生产的海军直升机之外，也作为标准配备安装在新制造的海军型直升机上。	
直-9通信型	直-9通信型直升机于1987年开始研制，1989年5通过了科研改装鉴定，改装后的直-9通信型直升机不仅可以为直升机机群提供伴随空中移动通信平台，还可以作为地面部队行进间的空中移动平台，在地面指定区域快速机动开设应急通信枢纽，必要时可运输人员和器材，现已交付陆航部队使用。	
直-9炮兵校射型	直-9炮兵校射型直升机于1991年1月通过了科研改装鉴定，1991年6月获得定型证书。改装后的直-9炮兵校射型直升机可以为己方火炮部队提供敌人纵深30千米区域内的空中侦察、目标识别和定位，能对火炮和火箭炮进行射击校正，现已交付陆航部队使用。	
直-9BZK-101	直-9BZK-101雷达侦察型直升机是在直-9A的基础上发展而来的，2005年3月通过了设计定型审核。为适应新增加的新型侦察雷达和大型雷达天线罩，直-9BZK-101雷达侦察型直升机对机体部分结构进行了加强，并修改了空速管系统的位置，机内也增加了雷达控制台，并相应修改了仪表布置。	

直-9C

直-9C舰载型直升机是以直-9A为基础自行研究改进的舰载反潜和搜救直升机。与直-9A相比，直-9C换装了涡轴-8F发动机，增加了部分功率和悬停使用时间，同时提高了“三防”能力。此外，直-9C还安装了“鱼叉”着舰辅助装置以保障直升机在恶劣海况下安全着舰，增装了悬停压力加油系统，并且对起落架进行了加强。直-9C舰载直升机于1994年12月26日首飞成功，1999年12月30日批准设计定型，2004年6月开始交付海军部队使用。



直-9D

直-9D舰载型直升机是在直-9C舰载型直升机基础上改进的，主要改进包括航电系统的整体性能提升，并且增加了发射飞龙-10反舰导弹能力。



直-9EA

直-9EA是在直-9国产化的基础上，换装了法国透博梅卡公司的阿赫耶2C型发动机，并且对一些导航、通信设备进行修改之后的出口型直升机，现已成功出口马里、毛里塔尼亚、老挝等国家。



直-9EC

直-9EC舰载反潜直升机装备有水面搜索雷达、低频投吊式声呐、雷达告警装置和多普勒导航系统，主要用途是探测并摧毁敌方潜艇，现已成功出口交付巴基斯坦海军。



直-9F

直-9F警用型直升机是在直-9A基础上改进而来，主要用于武警执行平暴任务，也可执行兵力输送、通信联络、指挥、侦察、救援等任务。直-9F警用型直升机于2001年7月31日首飞成功，2001年9月25日交付武警新疆总队。



直-9G

直-9G作为我军拥有专用武装直升机前的一个过渡型号，旨在提早培养陆军航空兵武装直升机队伍，弥补陆军武装反坦克直升机严重不足的局面。直-9G于1998年8月4日首飞成功，10月14日通过技术鉴定交付部队使用，可执行反坦克、压制地面火力、突袭地面零散目标等火力支援任务，也可以用于运输、兵力机动、直升机空战、通信和救护等任务。



直-9W

直-9W是在直-9A基础上研制的，主要改进包括采用抗坠毁吸能座椅、将单驾驶体制改为双驾驶体制、将后舱门改为滑动式、将侧垂尾材料更换为碳纤维复合材料等。直-9W于1995年12月15日通过设计定型审查，1996年5月21日批准设计定型并陆续装备部队，主要用于执行反坦克、压制地面火力、突袭地面零散目标等火力支援任务，也可以用于运输、兵力机动、直升机空战、通信和救护等任务。



直-9WA

直-9WA战术攻击武装直升机是直-9武装型的最新改进型之一，主要改进是换装了新型的弯梁式武器挂梁，具有挂弹多、拆卸方便的优点，大大提高了武装直升机的火控能力及维护性。2004年10月12日，直-9WA战术攻击武装直升机通过设计定型并转入批量生产，现已交付陆航部队使用。

直-9WZ

直-9WZ武装侦察直升机是在直-9WA基础上研制的武装侦察型直升机，主要改进是换装了2台阿赫耶2C涡轴发动机，提高了整体功率和高温、高原性能，增强了侦察、照射、目标识别、图像传输和数据传输能力。直-9WZ于2004年12月29日首飞成功，2006年设计定型并开始交付陆航部队使用。

直-9WE

直-9WE武装直升机是在国产H425型民用直升机平台基础上改装而成的出口型武装直升机，主要改进包括加装了自卫电子对抗系统、综合火控系统及武器系统等，同时新增了电缆切割器、抗坠毁防弹座椅、抗坠毁自密封油箱燃油系统、应答机系统。



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

3. 直-11 系列

直-11 是由中国直升机设计研究所（602 所）设计、昌河飞机制造厂（372 厂）生产，参照欧洲直升机公司法国分公司的 AS350 “松鼠” 直升机自行设计研制的第一个具有自主知识产权的轻型直升机。作为部队服役出勤率最高的机型，直-11 可广泛用于空中巡逻、空中指挥、通讯联络、公务运输、交通监理、消防灭火、紧急救援、缉私缉毒、防爆反恐、火力支援和边境巡逻等领域。

图表 18：直-11 主要参数

产品图例	主要参数	
	旋翼直径	10.89 米
	尾桨直径	1.86 米
	最大起飞重量	2,200 千克
	空机重量	1,258 千克
	动力装置	1 台涡轴 8D 发动机
	最大飞行速度	278 千米/小时
	爬升率	9.5 米/秒
	有地效静升限	3,700 米
	无地效静升限	2,930 米
	动升限	5,240 米
最大航程	600 千米	
续航时间	3.7 小时	

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

直-11 于 1989 年批准立项，1992 年进入全面研制，2000 年完成试飞大纲所规定的全部设计定型试飞科目，开始批量生产并交付部队使用。直-11 是我国从专利引进、测绘仿制迈向独立设计的关键机型，也是从开始设计到实现首飞所用时间最短的直升机。除了主要用于教练以外，直-11 还可作为发展其它战勤直升机的一个平台，现已衍生出多种改进型号，具有军民通用性强等优势。

图表 19：直-11 衍生型号

机型	简介	产品示例
直-11ME1	直-11ME1 中继航拍直升机主要用于航空拍摄、新闻采访、空中指挥等，在紧急状态下也可用于抗洪救灾，救援时作为空中平台建立空中指挥系统。直-11ME1 于 2002 年 7 月完成试飞，8 月获得中国民用航空总局颁发的适航证，2002 年 8 月 25 日交付给中央电视台使用。	
直-11MB1	直-11MB1 高原型直升机换装了 1 台法国透博梅卡公司生产的阿赫耶 2B1A 发动机，提高了发动机储备功率、可靠性水平，改善了整机的高温、高原性能。直-11MB1 高原型直升机于 2003 年 3 月 8 日首飞成功，2003 年 12 月 24 日获得中国民用航空总局颁发的型号合格证，2004 年 12 月 19 日获得中国民用航空总局颁发的生产许可证。 直-11MB1 高原型直升机可用于边防巡逻、公安执法、抢险救灾、紧急救护、打捞救生、网线巡检、线路勘探、交通运输、行政公务、空中观光、海上运输、空中指挥、森林灭火、航空拍摄、新闻采访等，特别适合地面基础设施差、地形复杂、地势险峻、环境恶劣的西部地区使用。在军用方面，可配置火控系统，安装瞄准系统和武器，改型为武装直升机和侦察直升机。	
直-11WA/WB	直-11WA/WB 属于轻型武装直升机，能挂载 4 枚红箭-8 反坦克导弹、火箭弹和机枪等武器。通过增加武器配置，安装武器火控系统和昼夜间观瞄系统，可在昼夜间作战，具有搜索、识别、跟踪目标及对地攻击能力，用于对地火力支援、攻击地面固定和移动目标；同时可作为教练型，用于培训武装直升机飞行员。	
直-11J	直-11J 警用直升机是在直-11MB1 基础上改型研制的，主要改进包括增装了航空机枪、电动绞车、扬声器、搜索灯、红外望远镜、后视镜、速降吊具和担架等 8 项设备，可用于边防巡逻、公安执法、抢险救灾、紧急救护、打捞救生等，特别适合在地形复杂、地势险峻、环境恶劣的西部地区使用。	
直-11 换发型	直-11 换发型的主要改进项目包括重新构建直升机总体外形、对全机结构进行数字化设计和制造、换装 LTS101-700D-2 发动机、航电系统升级换代、自主研制复合材料旋翼系统以及飞行控制系统改进等。改进后的直-11 换发型能够满足民用飞机对安全、舒适性、维修性等方面的要求，提升了整机的发动机功率储备和可靠性水平，可用于边防巡逻、公安执法、抢险救灾、紧急救护、线路勘探、交通运输、航空拍摄、新闻采访等。	

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

4. 武直-10

武直-10是我国自主研制的第一种专用武装直升机，结束了我国陆军航空兵长期依赖法国“海豚”直升机的改型兼当武装直升机的历史，大大提高了我军的航空突击与反装甲能力。武直-10采用单旋翼带尾桨构型，窄机身串列式驾驶舱、后三点式起落架布局，具有优良的飞行性能、较高的战场生存力、多机空地信息化协同、连续、快速攻击多目标能力，可在全天候、复杂战场环境和野外保障条件下遂行多种作战任务，综合作战效能与国外现役先进武装直升机相当，2012年开始列装中国人民解放军陆航部队，2016年完成全部列装。

图表 20：武直-10 主要参数


产品图例	主要参数	
	机长	14.10 米
	机高	3.84 米
	旋翼直径	13 米
	最大起飞重量	6,000 千克
	空机重量	5,100 千克
	动力装置	2 台涡轴 9 发动机
	巡航速度	115 千米/小时
	最大飞行速度	295 千米/小时
	爬升率	11 米/秒
	动升限	6400 米
续航时间	3 小时 45 分钟	

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

5. 武直-19

武直-19是由中航工业哈尔滨飞机制造公司研制的武装直升机兼侦察直升机。作为我军陆航装备主力机型武直-10的有效补充，武直-10与武直-19形成高低搭配，能够弥补前者数量上的不足。武直-19在技术上完全源自直-9W，但是比直-9W的战斗能力更强，配备了先进的综合航电系统和火控系统，可携带导弹、火箭、机枪等多种武器，主要用于攻击敌方坦克、装甲车辆、坚固工事等地面目标，还可用于攻击敌方直升机等低空飞行目标，具有在野战保障和复杂战场环境下遂行多种任务的能力。

图表 21：武直-19 主要参数

产品图例	主要参数	
	机长	12 米
	机高	4.01 米
	旋翼直径	12.01 米
	最大起飞重量	4,250 千克
	空机重量	2,350 千克
	动力装置	2 台涡轴 8C 发动机
	最大飞行速度	305 千米/小时
	爬升率	9 米/秒
	最大航程	800 千米
	续航时间	4 小时

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

6. 国产 10 吨级新机型

我国目前正在研制一款 10 吨级中型多用途直升机，主要参照的是全球生产数量最多、应用范围最广的美国 UH-60“黑鹰”系列直升机。根据《World Air Force 2018》的统计数据显示，美国陆军现役直升机共 3964 架，其中“黑鹰”系列直升机数量为 2251 架，占比 56.79%；美国海军现役直升机共 539 架，其中“黑鹰”系列直升机数量为 507 架，占比 94.06%；美国空军现役直升机共 209 架，其中“黑鹰”系列直升机数量为 100 架，占比 47.85%。总体来看，“黑鹰”系列直升机占据美国军用直升机数量的 52.66%，超过一半。目前，我军现役的 10 吨级中型直升机主要依赖进口，新机型有望填补该型号谱系的空白，成为未来通用直升机的主力机型。

图表 22：美国“黑鹰”与国产 10 吨级新机型



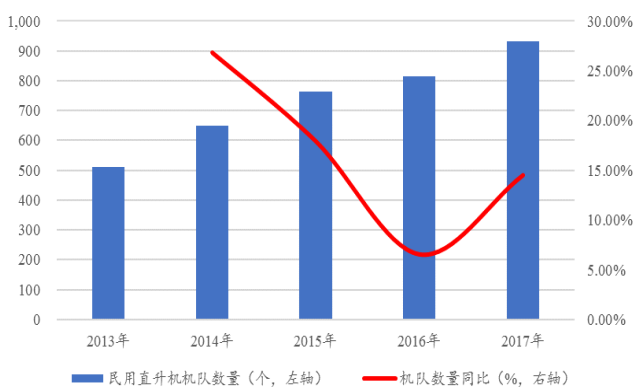
数据来源：百度百科，太平洋证券整理

2013年12月23日，新型国产10吨级直升机在我国东北北部某机场首飞成功。从外形上看，该直升机与我国进口的S-70“黑鹰”比较相似，但是机头设计和“黑鹰”有很大不同，不仅是双面风挡而且中间突出，可用于布置气象和地形规避雷达。此外，新型国产10吨级直升机采用气动效率更好的五叶桨，将后起落架后移并放在整流罩中，整体机身更加方正，在运输人员和物资方面具备更大空间。借助该直升机和运-20的投送能力，我国陆军武装力量能够快速到达热点地区，形成机动突击作战能力。由于10吨级中型通用直升机相比其他型号具备较大改装潜力，该直升机既可以用于陆军运输、对敌打击，也可以作为舰载直升机，在驱逐舰上进行巡逻、反潜、反舰，或者在航母上承担警戒、侦察、补给等任务，未来应用前景十分广阔。

三、通航产业方兴未艾，民用直升机前景广阔

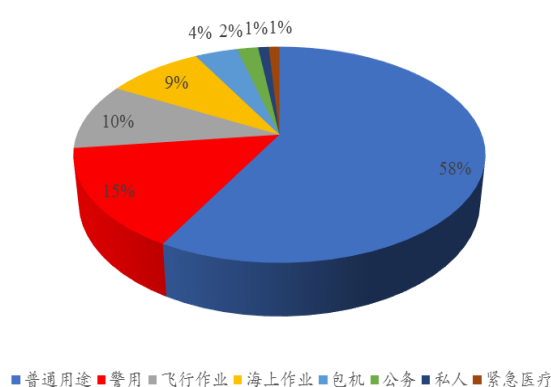
由于直升机具有可低空、低速、悬停飞行，以及可在小面积场地垂直起降的特点，目前已广泛应用于客货运输、农林作业、搜索救援、公务飞行、港口调度、城市消防、电力巡检、旅游观光、航拍摄影、海洋监测、地质勘探等多个民用领域。我国的民用直升机产业起步于20世纪90年代，作为通用航空产业的重要组成部分，民用直升机市场需求持续增长，截至2017年底我国民用直升机保有量达到900多架，预计2018年将超过1000架。

图表 23：我国民用直升机数量



数据来源：通航资源网，太平洋证券整理

图表 24：我国民用直升机用途

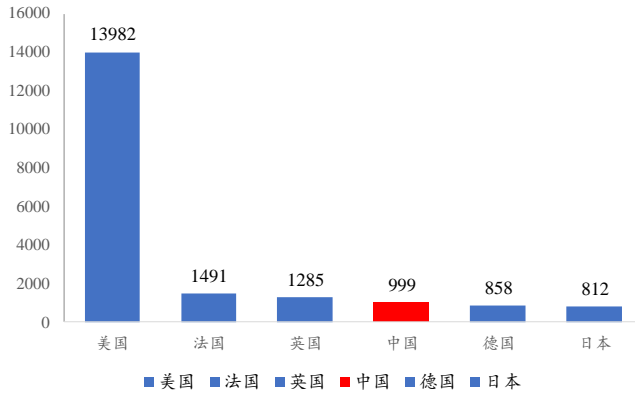


数据来源：通航资源网，太平洋证券整理

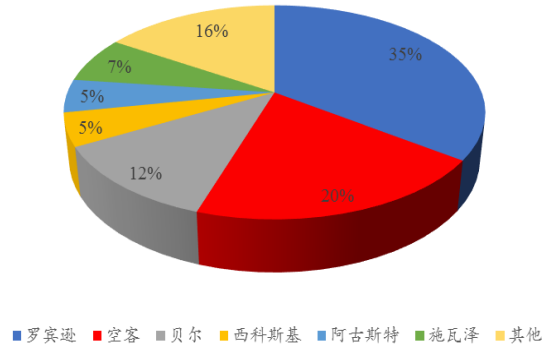
根据 ROTORSPOT 的统计数据显示，美国民用直升机数量达到 13982 架处于绝对领先地位，中国拥有 999 架民用直升机，数量不到美国的 1/13，差距十分明显。从市场格局来看，我国现有的民用直升机仍然以欧美国家的进口机型为主，美国的罗宾逊、

贝尔、西科斯基、法国的空客和意大利的阿古斯特 5 家公司占据 80% 以上的市场份额。国产直升机虽然价格便宜，但是在性能上跟进口机型相比仍存在一定差距，因此在国内市场占有率较小，未来国产化替代空间巨大。

图表 25：全球主要国家民用直升机数量



图表 26：我国民用直升机市场格局





数据来源：ROTORSPOT，太平洋证券整理

数据来源：通航资源网，太平洋证券整理

中直股份是我国民用直升机技术水平最高、综合实力最强的企业，现已形成 2 吨级-4 吨级-7 吨级-13 吨级的 AC311-AC312-AC352-AC313 系列产品线，建立了较为完整的轻、中、重多级别民用直升机研发、试验、生产和服务体系。公司的 AC 系列产品自从亮相 2016 年第十一届珠海航展后，在国内和国际市场屡获订单，已累计交付近千架直升机。

图表 27：AC 系列民用直升机

机型	最大起飞重量	简介	产品示例
AC311	2.2吨	AC311是在Z11MB1直升机基础上改进的2吨级轻型民用直升机，可广泛应用于客货运输、飞行训练、医疗救护、电力巡检、空中执法、航拍摄影、飞播灭虫、护林防火等领域。AC311于2012年6月取得民用型号合格证，10月26日通过AEG审查，成为我国第一个通过AEG审查的直升机产品。	
AC311A	2.25吨	AC311A是在AC311直升机的基础上，换装了法国透博梅卡公司的ARRIEL 2B1A发动机，最大起飞重量由2200千克提升至2250千克，可满足我国大部分地区尤其是高原区域的使用要求，作业范围可覆盖85%的国土面积。AC311A于2014年8月首飞成功，2016年8月获得中国民用航空局型号合格审定。	

AC312A	4.25吨	AC312A直升机是中航工业哈飞在直-9基础上研制的单旋翼、涵道尾桨、可收放式起落架的双发多用途直升机，具备昼夜间及复杂气象条件下飞行能力，可广泛应用于客货运输、搜索救援、海洋监测、交通管理、城市消防、电力巡检、农林作业、资源勘探、港口调度、旅游观光、公务飞行等领域，于2004年取得CCAR29部A类型号合格证。	
AC312E	4.25吨	AC312E是中航工业哈飞在AC312A直升机基础上研制的，主要改进包括换装大功率、低油耗的ARRIEL 2H发动机、高度集成的航电系统、数字式自动飞行控制系统、大功率的直流电源系统等，具有良好的高温高原性能和平原飞行表现。	
AC352	7.5吨	AC352是我国首款7吨级民用直升机，采用双发动机、宽机身设计，符合最新国际适航标准，通过与空中客车直升机公司进行优势互补合作，应用大量成熟先进技术，性能优势突出，可广泛应用于近海运输、搜索救援、警务执法、医疗救护、物资投送等领域，2016年12月20日首飞成功。	
AC313	13.8吨	AC313是直-8F的民用型号，或被称为直-8F100型。该机采用轮式起落架和双驾驶体制，配有高度集成的航电系统，能够满足高温、高寒气候和高原等复杂地区的使用要求，可广泛应用于客货运输、搜索救援、吊挂作业、海洋考察、旅游观光、公务飞行等领域，2010年3月18日首飞成功。	

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

2016年5月，国务院印发了《关于促进通用航空业发展的指导意见》，提出“到2020年，通用航空器达到5000架以上，年飞行量200万小时以上，培育一批具有市场竞争力的通用航空企业；通用航空器研发制造水平和自主化率有较大提升，国产通用航空器在通用航空机队中的比例明显提高”的发展目标。

图表 28：我国发布的通用航空相关政策

时间	部门	文件名称	主要内容
2010年11月	国务院、中央军委	《关于深化我国低空空域管理改革的意见》	明确深化低空空域管理改革的总体目标、阶段步骤和主要任务
2012年5月	民航局	《通用机场建设规范》	规范通用机场建设管理，科学确定通用机场的建设规模和运行设施

2012年7月	国务院	《关于促进民航业发展的若干意见》	提出2020年通用航空实现规模化发展的目标
2012年12月	民航局、财政部	《通用航空发展专项资金管理暂行办法》	明确通用航空发展专项资金的申请条件、支持范围和补贴标准等
2013年1月	国务院	《促进民航业发展重点工作分工方案》	提出要大力发展通用航空,加快把通用航空培育成新的经济增长点等
2013年5月	工信部	《民用航空工业中长期发展规划(2013-2020年)》	将“积极发展通用航空产业”列为重点领域和任务
2013年11月	总参谋部、民航局	《通用航空飞行任务审批与管理规定》	规范通用航空飞行任务的审批主管部门、申请和审批的时限等问题
2016年5月	国务院	《关于促进通用航空业发展的指导意见》	提出2020年通用航空业的发展目标,以及五个方面的重点任务和保障措施
2017年2月	民航局	《通用航空“十三五”发展规划》	提出到2020年通用航空飞行总量达到200万小时,机队规模达到5000架以上等发展目标

资料来源：太平洋证券整理

作为对国务院《关于促进通用航空业发展的指导意见》的具体落实，民航局于2017年初发布了《通用航空“十三五”发展规划》，提出“到2020年，通用航空飞行总量达到200万小时，机队规模达到5000架以上，通用机场达到500个，飞行员数量达到7000人，重大以上飞行事故万时率小于0.09”的发展目标。

图表 29：民航局“十三五”时期通用航空主要发展指标

指标	2015年	2020年	年均增长
总飞行量(万小时)	77.9	200	20.8%
通用航空器(架)	2235	5000	17.5%
通用机场(个)	300	500	10.8%
飞行员数量(人)	3402	7000	15.5%
重大飞行事故万时率	-	<0.09	-

资料来源：民航局《通用航空“十三五”发展规划》，太平洋证券整理




通用航空广阔的市场前景也吸引了中航工业集团的积极布局，作为我国航空装备制造“国家队”，中航工业集团发布了《关于加快通用航空产业发展的决定》，提出“到2020年通航制造业收入挑战100亿元，交付通航产品占全球新增市场份额20%左

右，占国内新增市场份额 40%左右，参与通航运营与服务年飞行量占国内 20%左右”的发展目标。目前我国通用航空器保有量小、机型种类少、国产化率低，进口的轻型和超轻型直升机仍然占据市场主导地位，未来 10 年我国民用直升机的机队规模有望保持 15%左右的增速水平，市场前景十分广阔。

四、运-12 开创民机出口先河，国际市场屡获新突破

运-12 是中航工业哈飞在运-11 基础上研制的轻型双发多用途运输机，针对运-11 商载小、载客少、航程短的局限，运-12 在设计之初就确定了以客货运输为主，兼顾地质勘探、农林作业、空投空降等多方面应用的设计原则，具有使用简单、机动灵活、用途广泛等特点，其综合性能指标与世界同类机型相比竞争优势明显。运-12 先后取得了中国 CAAC、英国 CAA、美国 FAA、法国 DGAC 及澳大利亚、新西兰、印度尼西亚等国家的适航认证，经过改装后可衍生出运-12 I、运-12 II、运-12 III、运-12 IV、运-12 E 和运-12 F 等系列机型产品。

图表 30：运-12 衍生型号

机型	简介	产品示例
运-12 I	运-12 I 是运-12 系列原型机，首次采用美国适航条例作为设计规范，于 1982 年 7 月首次试飞成功后只生产了两架，1984 年 12 月通过技术鉴定，由于考虑到保持起飞重量 5000 千克不变条件下单发性能的需要，改型后定名为运-12 II 型飞机。	
运-12 II	运-12 II 是运-12 系列首批量产型飞机，改型机于 1984 年 5 月首飞成功，1985 年 12 月获得国家型号合格证，1986 年 12 月获得生产合格证，1990 年 6 月获得英国民航局型号合格证，可用于森林防护、空中测量、海上巡逻、地质勘探等领域。	
运-12 III	运-12 III 是在运-12 II 基础上改进研制的军用运输型飞机，增装了跳伞钢索和跳伞信号灯等相应跳伞及空降装备，取消了全部旅客座椅并全新设计了简易伞兵座椅，可运载 17 名全副武装的伞兵进行空降，也可以用于空投其他军用货物和小型装备。除了用于跳伞训练和空投空降外，运-12 III 经过改装也可用于电子侦察、搜索救援等领域。	
运-12 IV	运-12 IV 是哈飞针对美国联邦航空条例 FAR23 进行专门设计、试验和制造的 19 座轻型多用途飞机，采用双发、上单翼、剪切翼尖、单垂尾、固定式前三点起落架的总体布局。该机于 1994 年 7 月获得中国民航局颁发的型号合格证，1995 年 3 月获得美国联邦航空局颁发的型号合格证，可用于客货运输、人工增雨、农林作业、海洋监测、地质勘探、空投空降、航空旅游等领域。	

运-12E

运-12E是在运-12IV基础上为适应高温高原环境设计制造的，适合云、贵、川等西部高原多山地区短途客运市场和旅游用的轻型固定翼飞机。运-12E增加了供氧系统、豪华内部装饰，可用于空中游览和公务飞行，2001年12月获得中国民航局颁发的型号合格证。



运-12F

运-12F是哈飞自主研制的新一代多用途涡桨运输机，采用上单翼、单垂尾、低平尾常规布局。该机于2015年12月获得中国民航局颁发的型号合格证，2016年2月获得美国联邦航空局颁发的型号合格证，可广泛应用于客货运输、海洋监测、空投伞降、航空摄影、地质勘探、医疗救护、人工降雨等领域。



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

运-12 创造了我国民机工业的多项“第一”。1986 年，运-12 开始外销，成为我国第一款出口国外的民用飞机；1990 年，运-12 取得了英国民用航空总局（CAA）颁发的型号合格证，这是中国民用飞机第一次得到国际适航机构颁发的型号合格证；1995 年，运-12 又取得了美国联邦航空局（FAA）的适航证，成为英、美适航机构都认可的机型。目前，运-12 已成功出口美国、俄罗斯、巴基斯坦、马来西亚等 20 多个国家和地区，累计交付 200 多架飞机，创造了中国民机出口范围最广、销售数量最多的记录。

五、盈利预测及估值

公司作为我国从事直升机研制、营销、服务、运营的大型航空制造企业，具备研制和批量生产多种型号直升机和转包生产多种航空零部件的能力。“机动作战、立体攻防”的战略要求使得陆军航空兵的扩编扩建成为必然趋势，从而催生了对直升机装备的巨大需求。目前，我军现役的 10 吨级中型直升机主要依赖进口，中国版“黑鹰”有望填补该型号谱系的空白，成为未来通用直升机的主力机型。随着国产 10 吨级新机型逐渐进入量产交付期，公司有望迎来业绩拐点。在民机方面，公司的 AC 系列直升机和运-12 飞机在国内和国际市场屡获订单，通航产业的快速发展将为公司打开更大成长空间。我们预计公司 2018-2020 年的营业收入为 133.98 亿元、156.08 亿元、190.11 亿元，净利润为 5.29 亿元、6.24 亿元、7.55 亿元，EPS 为 0.90 元、1.06 元、1.28 元。

图表 31：可比上市公司估值参考

公司名称	证券代码	2017	2018E	2019E	2020E
中航飞机	000768.SZ	99.20	80.60	66.19	53.28
中航沈飞	600760.SH	68.97	64.92	53.38	44.41
航发动力	600893.SH	63.07	45.56	38.29	31.35
内蒙一机	600967.SH	38.78	36.30	29.31	23.98
平均值		67.51	56.85	46.79	38.26

资料来源：Wind，太平洋证券整理

我们选取4家军工总装企业作为可比公司，取2018年Wind一致预期的PE平均值，给予公司57倍PE，对应目标价为51.30元，给予“买入”评级。

六、风险提示

新机型研制进展不及预期；军品定价机制改革存在不确定性。

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,535.85	4,183.70	4,560.44	5,423.43	营业收入	12,048.11	13,397.50	15,608.08	19,010.65
应收和预付款项	2,115.53	4,132.15	3,470.80	5,789.60	营业成本	10,199.38	11,341.71	13,213.09	16,093.55
存货	12,838.33	11,537.89	16,860.40	17,728.72	营业税金及附加	20.63	22.94	26.73	32.55
其他流动资产	478.33	199.87	199.87	199.87	销售费用	117.22	130.35	151.86	184.97
长期股权投资	71.30	71.30	71.30	71.30	管理费用	1,140.70	1,268.45	1,477.75	1,799.90
投资性房地产	-	-	-	-	财务费用	0.69	-71.93	-93.66	-107.27
固定资产和在建工程	2,482.29	1,971.14	1,459.92	948.70	资产减值损失	30.70	-	-	-
无形资产开发支出	574.71	497.17	419.62	342.07	投资收益	1.07	-	-	-
其他非流动资产	3,533.33	235.48	168.49	168.49	公允价值变动	-	-	-	-
资产总计	22,501.37	22,828.70	27,210.84	30,672.18	其他经营损益	-	-	-	-
短期借款	340.00	-	-	-	营业利润	547.61	705.96	832.31	1,006.94
应付和预收款项	9,682.88	14,138.86	18,084.74	21,018.28	其他非经营损益	0.75	-	-	-
长期借款	55.11	55.11	55.11	55.11	利润总额	548.36	705.96	832.31	1,006.94
其他负债	4,904.28	745.59	745.59	745.59	所得税	92.98	176.49	208.08	251.74
负债合计	14,982.27	14,939.56	18,885.44	21,818.98	净利润	455.38	529.47	624.23	755.21
股本	589.48	589.48	589.48	589.48	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	4,232.72	4,232.72	4,232.72	4,232.72	归母股东净利润	455.38	529.47	624.23	755.21
留存收益	2,241.42	2,766.93	3,203.19	3,730.99					
归母公司股东权益	7,219.09	7,589.13	8,025.39	8,553.19	预测指标				
少数股东权益	300.01	300.01	300.01	300.01	EBIT	540.10	632.71	737.11	897.80
股东权益合计	7,519.10	7,889.14	8,325.40	8,853.20	EBITDA	827.73	1,288.46	1,392.86	1,486.57
负债和股东权益	22,501.37	22,828.70	27,210.84	30,672.18	NOPLAT	449.31	474.53	552.83	673.35
					净利润	455.38	529.47	624.23	755.21
现金流量表(百万)					EPS	0.77	0.90	1.06	1.28
经营性现金流	613.59	1,197.80	469.51	981.25	BPS	12.25	12.87	13.61	14.51
投资性现金流	-121.11	-	-	-	PE	60.23	44.92	38.10	31.50
融资性现金流	-115.87	-426.18	-92.77	-118.26	PB	3.80	3.13	2.96	2.78
现金增加额	-0.00	771.62	376.73	862.99	PS	2.28	1.78	1.52	1.25

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。