

评级： 买入

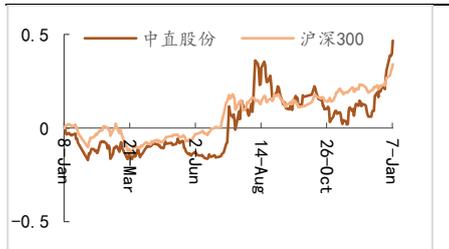
邹序元  
分析师

SAC 执证编号：S0110520090002  
zouxuyuan@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1867

王洁若  
联系人

wangjieruo@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1804

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	70.42
一年内最高/最低价(元)	71.16/39.20
市盈率(当前)	61.59
市净率(当前)	4.87
总股本(亿股)	5.89
总市值(亿元)	415.11

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **直升机龙头主机厂，A股唯一标的平台。**公司是国内直升机制造业的主力军，现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等型号直升机及零部件、上述产品的改进改型和客户化服务，以及 Y12 和 Y12F 系列飞机，在国内处于技术领先地位。经过近年来产品结构调整和发展，已逐步推动主要产品型号的更新换代，进一步完善了直升机谱系，基本形成“一机多型、系列发展”的良好格局。
- **聚焦主业发展，做强做优产业。**公司以“生产一代、研制一代、预研一代”为发展思路，通过聚焦主业、坚持发展创新、不断深化改革、加强国际合作等方式，贯穿承担直升机制造产业链重点任务，打造军用直升机综合性领先平台。
- **公司经营状况良好，连续三年收入利润稳步增长。**公司财务状况稳健、各项财务指标状况良好的同时注重大力投资研发制造、对公司未来继续承担重点科研任务、提升生产产能、持续创造营收有着正向良好的积极作用。
- **市场需求空间广阔，直升机有望迎来列装爆发。**我国军备目前处于“补偿式”增长阶段，结合“十四五”期间国家强军政策的贯彻实行，同时考虑到我国目前 10 吨级以上直升机列装数量缺乏，通过分析陆军航空兵列装需求、陆军突击旅扩编、海军陆战队扩编及常规海军舰艇列装、空军运输支援部队编制等综合因素，我国未来军用直升机市场规模庞大，行业增长趋势显著。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 7.3 亿、10.6 亿和 12.7 亿元，EPS 分别为 1.24、1.56、1.86，对应当前股价的 PE 分别为 51X、40X、34X，首次覆盖，推荐给出“买入”评级。
- **风险提示：**原材料短缺及价格波动风险、技术风险、资源分散造成的管理风险等。

盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营收(亿元)	158	201	257	334
营收增速(%)	21%	27%	28%	30%
净利润(亿元)	5.9	7.3	10.6	12.7
净利润增速(%)	15%	25%	45%	20%
EPS(元/股)	1.00	1.24	1.56	1.86
PE	55.11	50.5	40.3	33.6

资料来源：Wind，首創證券

## 目录

1 直升机龙头主机厂，A 股唯一标的平台	1
2 直升机产业：历时四代演变，中直承担产业链主力	2
2.1 直升机分类：历时四代，军民用多种分类方式	2
2.2 直升机产业链：中直股份承担主力任务	4
3 全球直升机公司：欧美主导市场，国内企业上升空间大	5
3.1 全球主要直升机厂商	5
3.2 中直股份收入及利润仍有较大增长空间	8
4 市场需求空间广阔，直升机有望迎来列装爆发	8
4.1 我国军备补偿式增长阶段，数额型号缺口明显	8
4.2 受益十吨及以上直升机列装需求	10
4.3 海陆空全方位市场需求预测	11
4.3.1 陆军：装备突击旅和陆航部队，对标美 101 空降师	11
4.3.2 海军直升机：掌握海上制空权，反潜支援作用突出	12
4.3.3 空军：空天一体攻防兼备，运输航空兵配置直升机需求明显	15
5 公司经营状况：财务状况良好，市场预期乐观	16
5.1 发展前景：聚焦主业发展，做强做优产业	16
5.2 股权结构：多家子公司打通直升机产业链	17
5.3 财务状况良好，连续三年稳步增长	18
6 盈利预测	20
7 风险提示	20

## 插图目录

图 1 中直股份历史沿革	1
图 2 中直股份历史沿革	1
图 3 直升机构成	2
图 4 直升机特性	2
图 5 直升机分类	3
图 6 直升机分类	4
图 7 直升机产业链分布	5
图 8 洛克希德·马丁 UH-60 黑鹰	6
图 9 洛克希德·马丁 CH-53 海上种马	6
图 10 波音 AH-64 阿帕奇	6
图 11 波音 AH-47 支奴干	6
图 12 贝尔 209 超眼镜蛇	7
图 13 贝尔 V-22 鱼鹰	7
图 14 空客 EC665 虎式	7
图 15 空客 AS532 美洲狮	7
图 16 莱昂纳多 AW139M	8
图 17 莱昂纳多 AW169M	8
图 18 各公司 2019 年营收水平对比（单位：亿元）	8
图 19 各公司 2019 年净利润对比（单位：亿元）	8

图 20 军工行业子板块市值（单位：亿元） .....	9
图 21 我国国民经济生产总值增长图（单位：万亿元） .....	9
图 22 中国军费预算增长走势（单位：万亿元） .....	9
图 23 中美军机总数对比（单位：架） .....	10
图 24 中美直升机总数对比（单位：架） .....	10
图 25 中国武装直升机型号分布 .....	10
图 26 美国武装直升机型号分布 .....	10
图 27 美 101 空中突击师 487 架飞机 .....	11
图 28 美 101 空中突击师火力装备 .....	11
图 29 美 101 空中突击师主力 AH64 阿帕奇 .....	12
图 30 美 101 空中突击师队伍编制 .....	12
图 31 海军军费开支预测（单位：亿元） .....	13
图 32 海军新增装备市场规模预测（单位：亿元） .....	13
图 33 未来十年海军各舰艇需求量预测（单位：艘） .....	14
图 34 未来十年各舰艇市场规模占比预测（单位：亿元） .....	14
图 35 美国海军陆战队组织架构及飞机数量 .....	14
图 36 人民解放军空军结构示例 .....	16
图 37 中直股份子公司股权结构图 .....	17
图 38 中直股份 19 年营收 .....	18
图 39 中直股份 19 年营业成本 .....	18
图 40 中直股份 19 年销售毛利率 .....	19
图 41 中直股份 19 年归母净利润 .....	19
图 42 中直股份 19 年研发费用 .....	19
图 43 中直股份近三年期间费用 .....	19
图 44 中直股份 19 年净资产 .....	20
图 45 中直股份 19 年 ROE 及 ROA .....	20

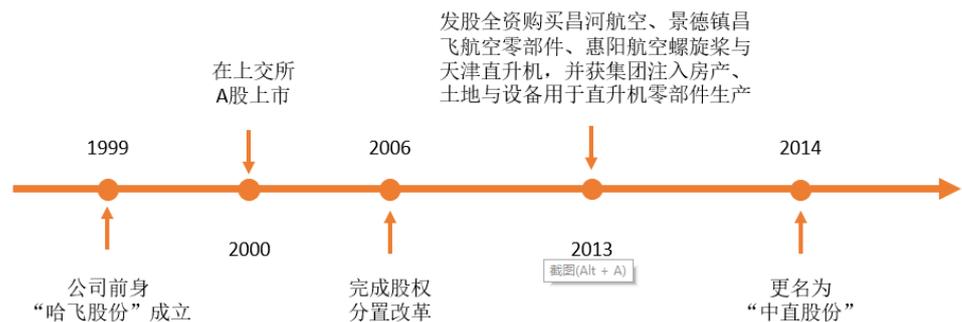
## 表格目录

表 1 直升机发展历史 .....	2
表 2 国外知名直升机生产商介绍 .....	5
表 3 美国主要水面舰艇及其搭载直升机数量 .....	15
表 4 中直股份主要子公司情况介绍 .....	17

## 1 直升机龙头主机厂，A 股唯一标的平台

1999 年，原哈尔滨飞机工业集团有限责任公司（现已更名为“哈尔滨航空工业（集团）有限公司”）发起并联合飞龙公司、双龙公司、供销总公司和中航技哈尔滨公司共同设立哈飞航空工业股份有限公司，并于 2000 年 A 股上市。2006 年，公司完成股权分置改革；2013 年，哈飞股份发行股份购买昌河航空、景德镇昌飞航空零部件公司、惠阳航空螺旋桨公司、天津直升机公司等四家公司 100% 股权，以及哈飞工业集团注入的相关房产、土地及设备，2014 年更名为“中直股份”。

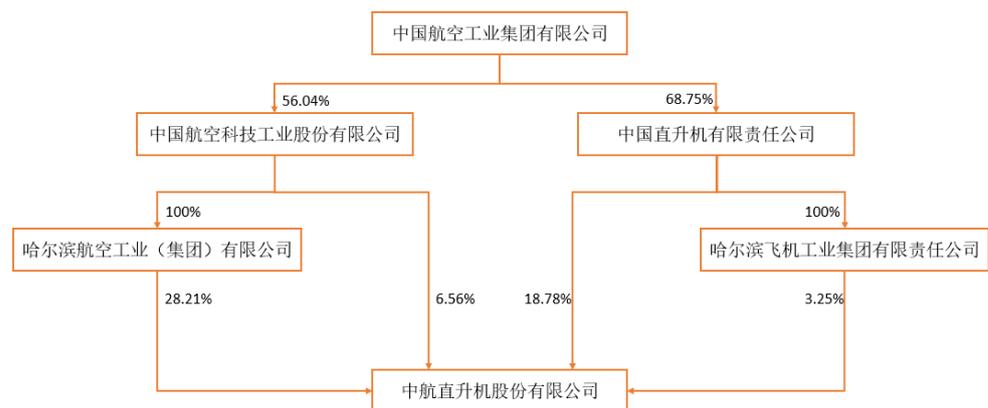
图 1 中直股份历史沿革



资料来源: Wind, 首创证券

中直股份是国内军用直升机制造龙头企业。公司是国内直升机制造业的主力军，现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等型号直升机及零部件、上述产品的改进改型和客户化服务，以及 Y12 和 Y12F 系列飞机，在国内处于技术领先地位。经过近年来产品结构调整和发展，已逐步推动主要产品型号的更新换代，进一步完善了直升机谱系，基本形成“一机多型、系列发展”的良好格局。

图 2 中直股份历史沿革



资料来源: Wind, 首创证券

中国航空科技工业股份有限公司（简称“中航科工”）是上市公司的控股股东，注册资本为 62.11 亿元，第一大股东是中国航空工业集团有限公司，实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。中航科工是香港资本市场唯一的航空高科技军民通用产品及服务旗舰公司，主要业务涵盖直升机、教练机、通用飞机、机载系统与航空零部件、航空工程服务等。2018 年，中航科工公告拟向航空工业和天津保税投资收购中航直升机 100%

的股份，现已完成收购，中航科工直升机得以囊括航空工业直升机板块的全部资产。

中航直升机有限责任公司是上市公司第二大股东，于 2009 年由航空工业与天津市共建，是中国航空工业的核心产业和大型航空骨干企业之一，公司注册资本 78 亿元，主要从事直升机及其他航空器、航空零部件的研发、生产、销售与维修。

哈尔滨航空工业（集团）有限公司（简称“哈航集团”）成立于 2004 年，由原哈飞集团和东安集团整体整合而成，是中国航空工业第二大集团公司所属最大的企业集团。哈航集团的注册资本为 4.5 亿元，主要从事航空产品的制造

哈尔滨飞机工业集团有限责任公司目前持有中直股份 3.25% 的股权；是我国“一五”时期 156 个重点建设项目之一，目前形成了以直 9 系列、直 19 军用直升机、AC312 系列、AC352 民用直升机和运 12E、运 12F 固定翼飞机为代表的产品体系，还具有复合材料业务。

## 2 直升机产业：历时四代演变，中直承担产业链主力

### 2.1 直升机分类：历时四代，军民用多种分类方式

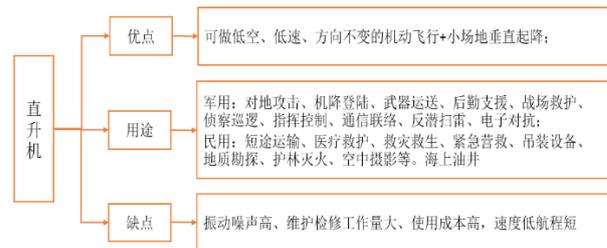
直升机作为 20 世纪航空技术极具特色的创造之一，极大的拓展了飞行器的应用范围。直升机是典型的军民两用产品，可以广泛的应用在运输、巡逻、旅游、救护等多个领域。直升机主要由机体和升力(含旋翼和尾桨)、动力、传动三大系统以及机载飞行设备等组成，最大时速可达 300km/h 以上，俯冲极限速度近 400km/h,实用升限可达 6000 米(世界纪录为 12450m)，一般航程可达 600~800km 左右，携带机内、外副油箱转场航程可达 2000km 以上。根据不同的需要直升机有不同的起飞重量，当前世界上投入使用的大型直升机最大的是俄罗斯的米-26(最大起飞重量达 56t，有效载荷 20t)。

图 3 直升机构成



资料来源：中国报告网，首创证券

图 4 直升机特性



资料来源：百度百科，首创证券

1939 年，美国的伊戈尔·西科斯基完成了 VS-300 直升机的设计并成功制造升空，成为现代史上定义的第一架直升飞机。直升飞机的大批量生产与改进起源于 20 世纪 40 年代，经过各国多年基础累积与技术探索，至今共经历了第一代至第四代直升机的研发与转变。

表 1 直升机发展历史

阶段	时间	代表型号	特点	参数	中国
----	----	------	----	----	----

第一代	1940-1950	美 S-51、S-55/H-19、贝尔 47;苏联米-4、卡-18;英国布里斯托尔-171;捷克 HC-2	发动机功率小、桨叶寿命低、无导航设备	升降比: 6.8; 振动水平: 0.25g, 噪声: <110 分贝, 飞行速度: <200 千米/小时	
第二代	1950-1960	:美国的 S-61、贝尔 209/AH-1、贝尔 204/UH-1, 苏联的米-6、米-8、米-24, 法国的 SA321"超黄蜂"	采用涡轮轴发动机、全金属旋翼桨叶、纵列式窄机身	升降比: 7.3; 振动水平: 0.15g, 噪声: <100 分贝, 飞行速度: 200-250 千米/小时	直-8、直-9
第三代	1970-1980	美国 S-70/UH-60"黑鹰"、S-76、AH-64"阿帕奇", 苏联卡-50、米-28, 法国 SA365"海豚", 意大利 A129"猫鼬"	大规模集成电路、混合布局集成驾驶舱、初代夜视仪	升降比: 5.4, 振动水平: 0.1g, 噪声: <95 分贝, 飞行速度: 300 千米/小时	直-18
第四代	1990-至今	美国的 RAH-66 和 S-92, 国际合作的"虎"、NH90 和 EH101 等	目视、声学、红外雷达综合隐身设计, 碳纤维复合材料机身、高度集成化电子设备	升降比: 6.6, 振动水平: 0.05g, 噪声: <90 分贝, 飞行速度: 350 千米/小时	直-20

资料来源: 百度百科, 中国知网, 首创证券

直升机有多种分类方式:按结构划分,能分为单旋翼直升机、纵列式双旋翼直升机、横列式双旋翼直升机和共轴式双旋翼直升机等;按发动机数量划分,能分为单发直升机、双发直升机和多发直升机;按起降场划分,能够分为陆用直升机、舰载直升机和水陆两栖直升机;按用途划分,能够分为军用直升机和民用直升机,其中,前者包括通用直升机、预警直升机、反潜直升机、搜救直升机、武装直升机和侦查直升机,后者包括通用直升机、运输直升机、公共服务直升机、特种直升机和教练直升机;按发展阶段划分,能分为第一代直升机、第二代直升机、第三代直升机和第四代直升机;按重量划分,能分为小型直升机(小于2吨)、轻型直升机(2-8吨)、中型直升机(8-15吨)、大型直升机(15-20吨)和重型直升机(超过20吨)。

图 5 直升机分类



资料来源: 百度百科, 中国知网, 首创证券

**军用直升机分类:按军事用途可分为7大类。**军用直升机类型主要有通用型直升机,特点是可运输、救援、通信、救护和攻击,代表型号为中-直20、美-UH60黑鹰和德BO105;运输型直升机,特点是运载量较大、分为吊运直升机和仓运直升机,代表型号为美-CH47支奴干、CH53海上种马和俄-米26;搜救直升机,特点是配备了搜索设备和救援吊索、救护设施等,代表型号为美-HH60W;预警直升机,特点是负责战场预警与指挥控制,加装了预警雷达、数据连接、通信设备、指挥与控制终端系统,代表型号为中-直181和俄-卡31;反潜直升机,特点是同于海军对潜搜索和攻击,装载了对潜搜索设备、军用通讯数据链和对潜攻击武器等,代表型号为美-5H60、俄-卡25与卡27以及中-直18F;武装直升机,特点是用于攻击敌军,携带了多种武器装备,具备强抗打击性能,代表型号为美-AH64阿帕奇、俄-卡52和中-武直10;侦查直升机,特点是负责侦查搜集情报,具有机动灵活的优势,代表型号为美-Radier X。

图 6 直升机分类



资料来源: 新浪军事, 首创证券

## 2.2 直升机产业链: 中直股份承担主力任务

直升机产业链包括整机、子系统、零部件以及原材料。其中子系统包括动力系统、飞行设备、传动系统、通信导航系统以及旋翼系统等。未来军用领域要求直升机飞行速度更快、机动性能更好、生存能力更强、航电武器更先进, 其发动机、飞行设备和新材料等子板块将成为重点提升发展的领域。

图 7 直升机产业链分布



资料来源：新浪军事，首创证券

### 3 全球直升机公司：欧美主导市场，国内企业上升空间大

#### 3.1 全球主要直升机厂商

世界著名的直升机厂商有数十家，主要为欧美等国公司，如洛克希德·马丁公司、贝尔直升机德事隆公司、空客直升机公司、莱昂纳多集团、波音等。洛克希德·马丁公司于 2015 年以 80 亿美元收购联合技术公司西科斯基飞机公司，后者以生产“黑鹰”直升机著称；2014 年欧洲航空防务于航天公司重组并与空客公司整合为空客集团，旗下欧洲直升机公司更名为空客直升机公司；贝尔直升机于 1960 年被德事隆收购，成为现在的贝尔直升机德事隆公司。

表 2 国外知名直升机生产商介绍

国别	厂商	成立时间	主要机型
美国	洛克希德·马丁	1995	HH-52(海警)、CH-54、CH-53 海上种马、CH-53E 超级海上种马、UH-60 黑鹰、SH-60 海鹰等。
	波音	1916	波音 V-107(CH-46)、114 (CH-47)、RAH-66, 修斯 269、369、300、77 (AH-64)阿帕奇等。
欧洲	贝尔德事隆	1923	贝尔 204、205、206、209 (超眼镜蛇)、212、214、309、406、430、V-22 (倾转旋翼机) 等。
	空客直升机公司	1992	KUH-1 完美雄鹰、NH90、EC225、EC665 (虎式直升机)、AS350、AS532 (美洲狮) 等
	莱昂纳多	1948	AW101、109 TrekkerM、139、159、169、169M、189、249、609, TH-73A 等。

资料来源：Wind，维基百科，首创证券

洛克希德·马丁是美国的一家航空航天制造商，以开发、制造军用飞机闻名世界，是世界上最大的国防工业承包商，在 2015 年收购西科斯基后，拥有了“黑鹰 UH-60”等知名直升机品牌，公司在武器制造领域的地位得到进一步的巩固；

图 8 洛克希德·马丁 UH-60 黑鹰



资料来源：维基百科

图 9 洛克希德·马丁 CH-53 海上种马



资料来源：维基百科

波音公司是世界上最大的民用和军用飞机制造商之一，在 1996 年休斯直升机并入波音后，波音吸收了“AH-64 阿帕奇”、“AH-47 支奴干”、“CH-47 契奴克”等众多知名军用直升机品牌，在军用直升机领域内占有一席之地；

图 10 波音 AH-64 阿帕奇



资料来源：百度图片

图 11 波音 AH-47 支奴干



资料来源：维基百科

贝尔德事隆的前身是贝尔飞行器公司，创立于 1935 年，从 1941 年开始从事直升机的开发工作，在 1960 年被德事隆集团收购，旗下有著名民用产品“2xx”系列、“4xx”系列，著名军用产品“UH-1”系列、“AH-1”系列等，是世界主要直升机和倾转翼飞行器制造商之一；

图 12 贝尔 209 超眼镜蛇



资料来源：维基百科

图 13 贝尔 V-22 鱼鹰



资料来源：维基百科

空客直升机前身为欧洲直升机集团，在 1992 年由戴姆勒奔驰航空航天公司与法国航太公司的直升机部门脱离后整合而成，空中客车直升机公司及其前身公司在直升机发展上建立过许多第一，子公司与合作伙伴遍布全球，知名直升机产品有“AS532 美洲狮”、“EC665 虎式”等；

图 14 空客 EC665 虎式



资料来源：百度百科

图 15 空客 AS532 美洲狮



资料来源：维基百科

莱昂纳多集团是意大利军工巨头，是一个在全球航空、航天、国防和安全等领域具有重要影响力的供应商，拥有以 AW189、AW169 与 AW139 为代表的 AW 系列直升机产品，产品被多国购买以运用于海军、公共服务、安全、搜救、运输和巡逻等任务。

图 16 莱昂纳多 AW139M



资料来源：莱昂纳多公司官网

图 17 莱昂纳多 AW169M

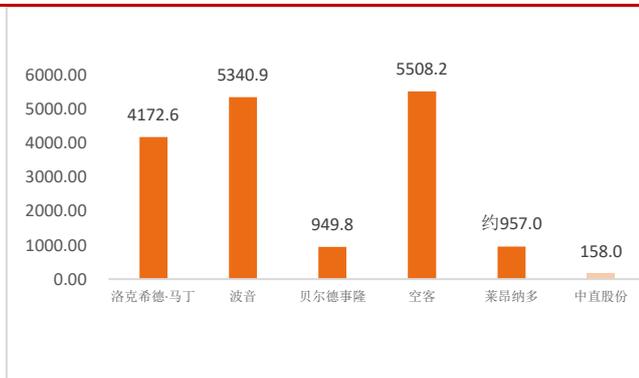


资料来源：莱昂纳多公司官网

### 3.2 中直股份收入及利润仍有较大增长空间

从上述公司 2019 年的营收数据来看，洛克希德·马丁公司业务收入 4172.6 亿元，利润 434.6 亿元；贝尔营收 949.8 亿元，利润 56.8 亿元；空客集团营收 5508.2 亿元，波音营收 5340.9 亿元；莱昂纳多集团直升机收入约 957 亿元，净利润约 39.9 亿元，其营收和利润规模均普遍高于中直股份，中直股份营收和利润仍有较大增长空间。

图 18 各公司 2019 年营收水平对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 19 各公司 2019 年净利润对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，首创证券

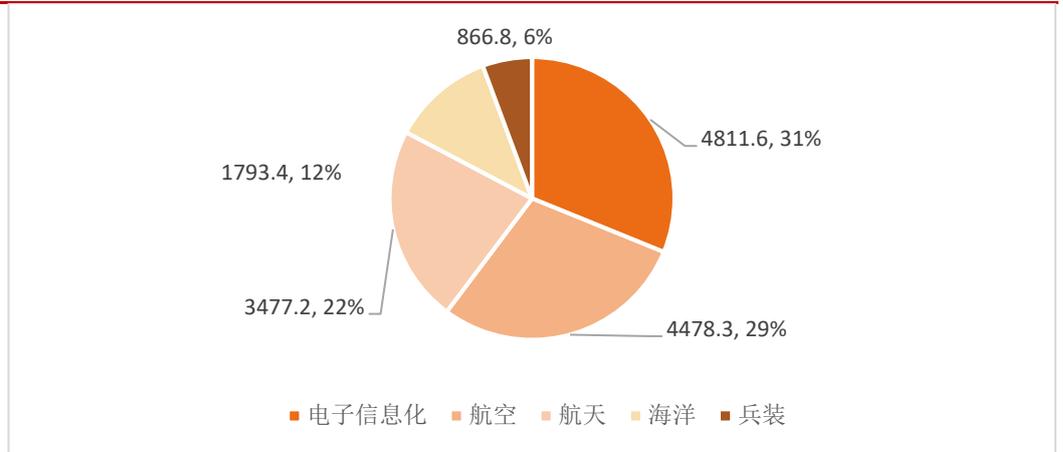
## 4 市场需求空间广阔，直升机有望迎来列装爆发

### 4.1 我国军备补偿式增长阶段，数额型号缺口明显

我国军备建设处于“补偿式”发展阶段，市场迎来“新增量+旧升级”双需求驱动。进入 20 世纪以来，随着我国经济的进一步腾飞和国家工业化的全面推进，同时为了应对外界的复杂宏观环境，国家对军队建设装备有着补偿式政策倾斜，军队走向现代化信息化势在必行。举国体制推动行业在宏观经济整体承压的情况下有相对较好的基本面支

撑，未来 20 年将是我国军工超速增长的黄金时代。

图 20 军工行业子板块市值（单位：亿元）



资料来源：Wind，首创证券

**军工资产证券化有助于军工发展。**进入 20 世纪以来，军工集团纷纷转制成立，所属标的陆续上市。资本运作有助于军工企业进一步整合资产，将核心技术与优势注入上市公司。如下图，我国经济实力的增强为扩种军备提供了有力保障，经济增长与技术发展双管齐下，促进我国军备建设超速增长。随着“十四五”总体规划未来落地实施，我国军费上升趋势明显，军备支出有望再攀高峰。

图 21 我国国民经济生产总值增长图（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局，首创证券

图 22 中国军费预算增长走势（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局，首创证券

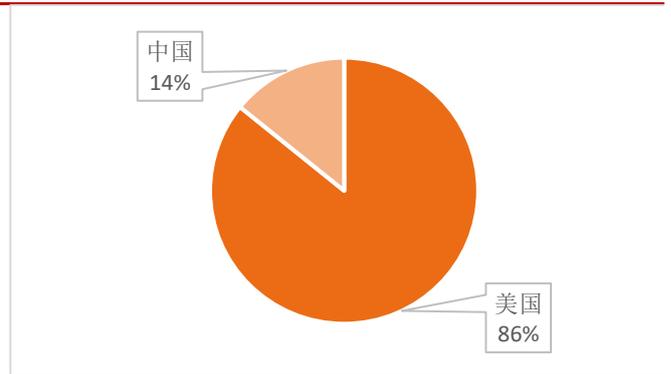
**军用直升机市场需求态势良好：**根据《World Air Forces 2020》数据显示，全球军用直升机总量为 20489 架，其中美国以 5471 架（27%）占据第一，俄罗斯以 1481 架（7%）排名第二，中国虽排名第三，但数量与美俄有较大差距，仅占全球的 4%。直升机数量上，美军由于其土地地形特点及众多海外军事基地需要，直升机为美军飞机最多种类，约占其全部飞机的 41.2%，是中国的 6 倍之多。

图 23 中美军机总数对比（单位：架）



资料来源：《世界空军 2020》，首创证券

图 24 中美直升机总数对比（单位：架）



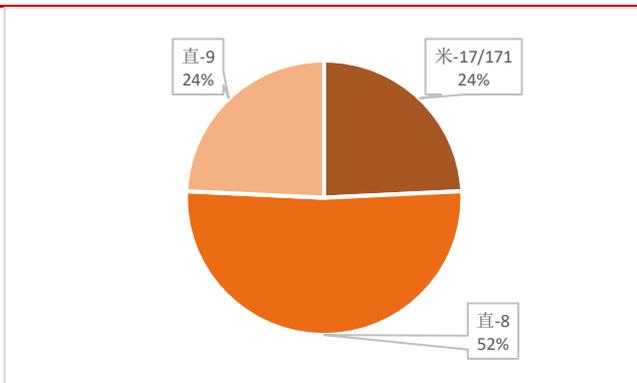
资料来源：《世界空军 2020》，首创证券

直升机数量上还有广阔增长空间。在新时代党的强军思想下，我军将从数量质量上全面对标乃至超越美国，多线维护国家边疆、领海、领空及海外基地安稳和平，新增直升机预计以新型号通用类为主，中国新型号直升机预计将有长足上升空间。

#### 4.2 受益十吨及以上直升机列装需求

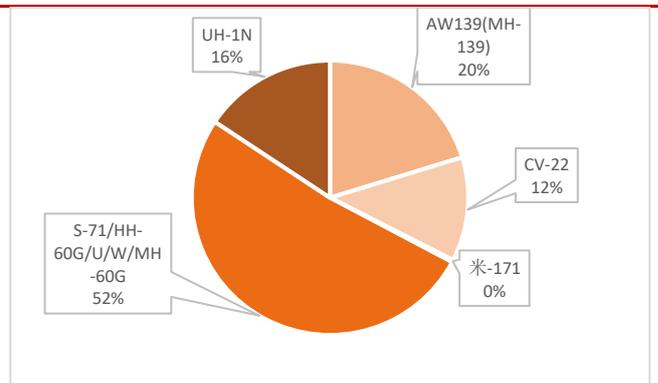
我国现役直升机缺乏 10 吨级以上服役机型。依据《世界空军 2020》显示，目前我国军用直升机国产机型近七成（75.8%），但单一系列绝对量上，米-17/171 系列直升机仍占据第一位（24.2%），我国 10 吨级多用途直升机和 20 吨级以上重型军用直升机列装型号缺乏，未来需求有望爆发。而从美军直升机配备来看，其 10 吨级通用型直升机数量达到 3535 架，占比超 60%。

图 25 中国武装直升机型号分布



资料来源：《世界空军 2020》，首创证券

图 26 美国武装直升机型号分布



资料来源：《世界空军 2020》，首创证券

十吨级以上直升机列装需求明显。我国急需中大型直升机的主要原因是相比于轻量型直升机，军用中大型直升机不仅可用于运输炮弹、车辆等装备，也可运送作战人员实施战场机动和机降作战，还可以用作伤员紧急救护、挂载电子战设备实施电子对抗任务等。“直-20”类通用型 10 吨以上直升机不仅满足中大型直升机实战任务要求，更能适配海陆空三军一体，达到战场通用联动效果，未来将是我国直升机配置更新、型号改进的优先发展方向。

### 4.3 海陆空全方位市场需求预测

#### 4.3.1 陆军：装备突击旅和陆航部队，对标美 101 空降师

美国陆军 101 空中突击师：1921 年原第 101 步兵师改编为空降师，核心为第 502 伞降步兵团、第 327 和 401 机降步兵团和 3 个炮兵营。后经过不断锤炼，先后出色的完成了“诺曼底登陆”、越南登录、伊拉克境内突击等。由于装备先进，101 空中突击师的战场机动能力和火力打击能力均在美陆军师中首屈一指，在美军中有“利剑”之称，极大提升了战争的时效性和纵深度，为美军海湾战争等立下了汗马功劳。现 101 突击师共计 16548 人，现役装备直升机 487 架。

图 27 美 101 空中突击师 487 架飞机

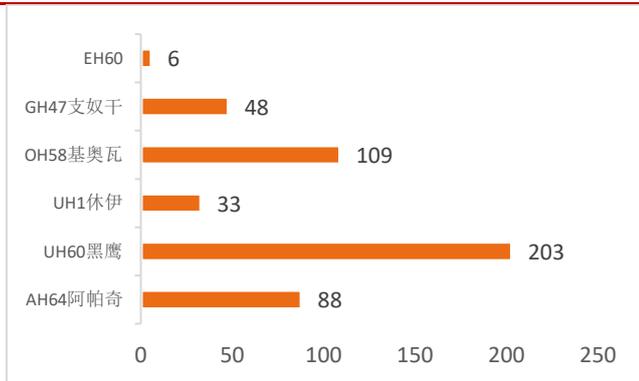
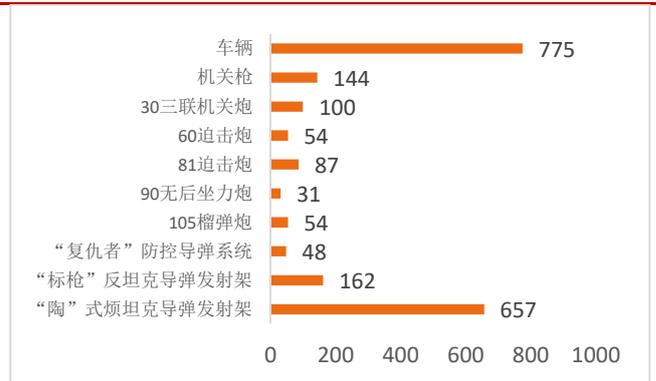


图 28 美 101 空中突击师火力装备



资料来源：百度文库，首创证券

资料来源：百度文库，首创证券

我国陆军突击旅将整合集团军突击需求，集中打造战场先锋突击师队伍。有别于市场上流传的说法“陆军每个集团军配置一支突击旅”，突击部队的主要任务是作为战场先行者和快速强势突击第一线，需集中指挥统一管理，当做一枚“利刃”快速切入战场之中，由战场最高指挥部下达直属命令；后续由各主战部队及集团军配合推进大部队入场。综上，我军要全面超越美军 101 “利剑”队伍，建立自己的陆军突击师必不可少。

中国陆军分别在中部战区和南部战区组建了两支有“空中骑兵”之称的空中突击旅。2020 年 1 月 7 日，央视首次全面曝光了这两支陆军精锐新型作战部队。中部战区第 83 集团军和南部战区第 75 集团军各下辖一支空中突击旅，其中 83 集团军空突旅还参加了去年 7 月的朱日和阅兵式。此前报道显示，陆军一个空中突击旅下辖营包括侦察直升机营、武装直升机营、运输直升机营、突击步兵营以及支援保障营，武装、侦察、运输等各型直升机综合配置应用。对标美国的 101 空中突击师及考虑其他集团军综合需求，我国陆军突击旅直升机需求将有广阔发展空间。

参考美方突击师人员及配置，我军通常一师配三个团，全师一万人左右，按同等人均拥有量比例配置，同时考虑更新换代、战备需求，预计现役直升机与存量为 1: 2，我军未来航空突击师列装需求近千架。

图 29 美 101 空中突击师主力 AH64 阿帕奇

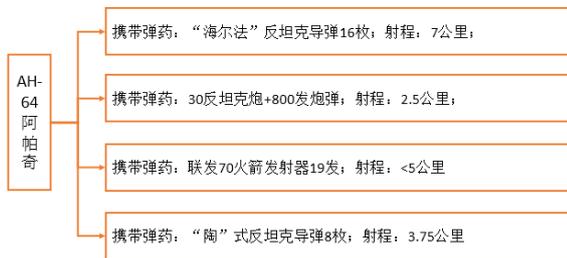


图 30 美 101 空中突击师队伍编制



资料来源：国家图书馆，首创证券

资料来源：国家图书馆，首创证券

### 陆军航空兵：全集团军配置完成、更新换代成迫切需求

**陆军航空兵：利用直升机为地面部队提供火力支援。**陆航是陆军编制序列中的一个兵种，主要武器装备是直升机为地面部队提供直接空中火力支援，毁伤敌前沿和战术纵深内的重要目标，攻击敌方直升机和坦克装甲车辆，实施机降战斗，保障地面部队空中机动，并可遂行空中侦察、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。

**现有直升机新增替换需求强烈。**2018年5月，陆军第71集团军陆航部队正式亮相，标志着我国15个陆航旅全部到位（13集团军+2空中突击旅）。十三集团军下辖陆航旅及陆航团，再分别下辖数个直升机大队；每个直升机大队约编制数十架直升机。但我国目前直升机总数量少，多数型号偏老旧落后，新机型缺乏配置，未来加强各路集团军陆航部队建设任务迫在眉睫。

**陆航部队市场规模前景乐观。**考虑到目前直升机型号主要以拟退役及老旧款式为主，同时为满足国产化替代的硬性要求，预计未来80%现有量将被替代。按照13集团军每支陆航部队下属直升机大队数额，每支大队现役直升机数额，考虑飞机服役寿命、装备库存、换代需求，预计实际需求量近4000架，我国直升机装配增长前景乐观。

### 4.3.2 海军直升机：掌握海上制空权，反潜支援作用突出

海军直升机主要用于搜救、反潜、反舰、运输、侦察和支援陆战队登陆作战，其在现代化海战中的作用日益突出。海军直升机可以在作战舰艇、两栖舰艇、支援舰船等水面舰只上实现起降，能够用于反潜、扫雷、预警、救护、运输等。随着现代海战向立体化、多层次发展，各类舰艇配置最新型号直升机进行立体化作战成为一项愈发紧迫的需求。

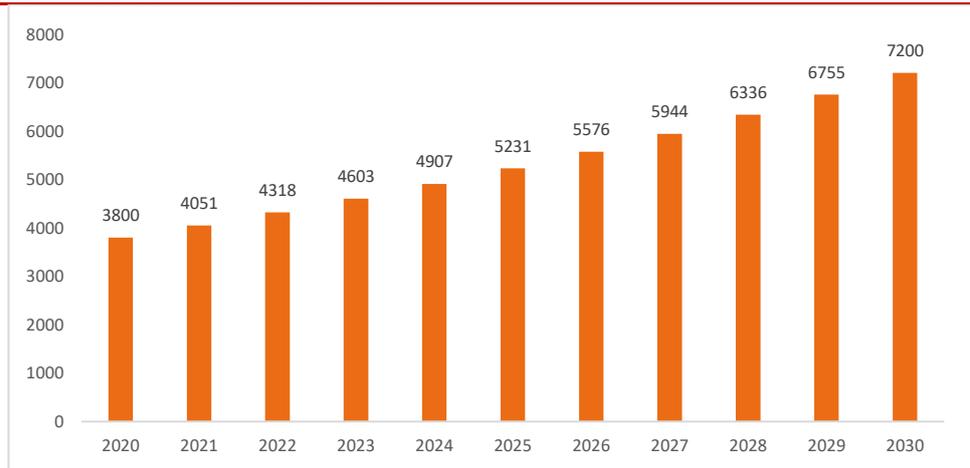
**我国海军直升机缺口较大，仅为美国1/15。**由于过去我国以经济发展为优先的政策及相关型号研发产能的不足，中美海军直升机数量差距明显，急需补短板。美国海军拥有现役直升机1230架，而我海军直升机人均人均拥有仅为美国的1/6、总数仅为美国的1/15。

**新增舰艇列装+现役舰艇配置，总市场规模超2000架。**我国海军舰载直升机需求主要来自已有服役舰艇老旧型号更替及新增舰艇列装需求。目前由于直-20数额稀缺、多数现役舰艇配置型号仍为二代机等落后款式。考虑我国海军现役舰数量，及后期库存、

应急、寿命周期迭代等与现役约 1:2 配置，我国海军常规部队及海军陆战队更新换代需求合计近千架。

**新增需求：直升机列装超千架。**2020 年我国国防支出预算为 12680 亿元，同比增长 6.6%，其中我国海军军费占比与美军相似，约为 30%，即 3800 亿元；费用主要用于装备配置、人员费用、后勤保障及海外维护等，其中舰船装备等费用约占 41%。按年均 6.6% 军费增长费用测算，2030 年我国海军军费总预算将达 7200 亿元，2025 年将达 5231 亿元。

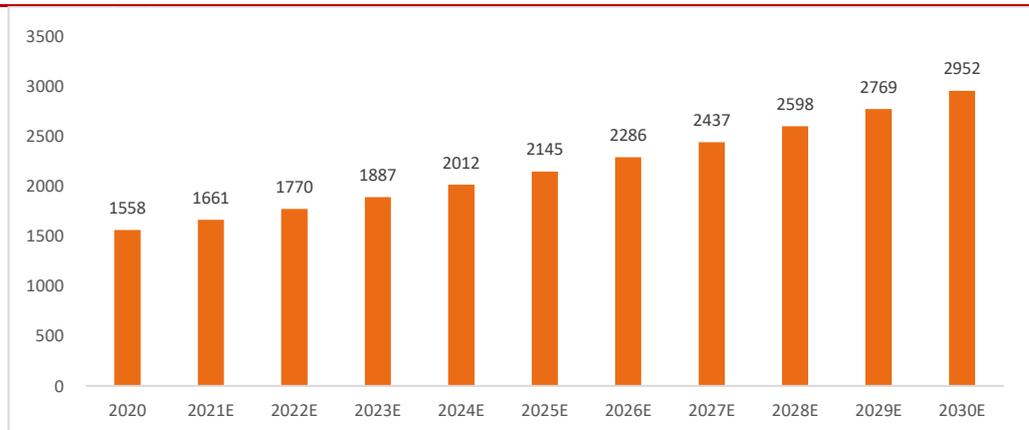
图 31 海军军费开支预测（单位：亿元）



资料来源：《新时代的中国国防白皮书》，首创证券

**预计 2025 年我国海军装备市场将达 2145 亿规模。**依据 2019 年《新时代的中国国防白皮书》，装备费支出占比提升至 41%，即 1558 亿元；按照未来十年平均增速为 6.6% 测算，2025 年海军装备支出可达 2145 亿元，未来十年装备总市场规模合计 2.3 万亿市场规模。费用主要花销应用在军舰裸船采购、研发实验、更改要求、军舰武器配置、燃油配置、配套设施建设、维护保养及升级改造方面。

图 32 海军新增装备市场规模预测（单位：亿元）

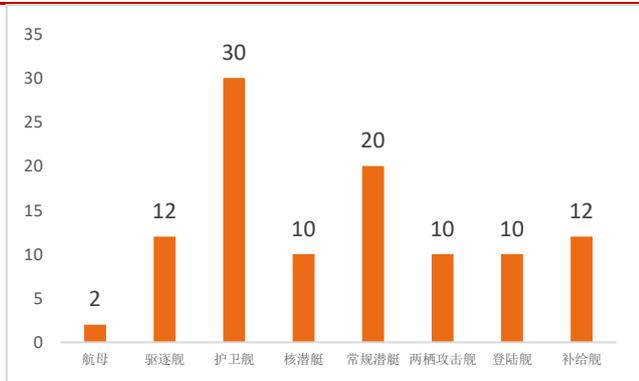


资料来源：《新时代的中国国防白皮书》，首创证券

**大型舰艇及配套直升机增长趋势明显。**根据国家装备需求及战略规划，未来十年我海军预计将新增各类舰艇数额及市场份额如图，除去核潜艇及常规潜艇，其余水面战斗舰

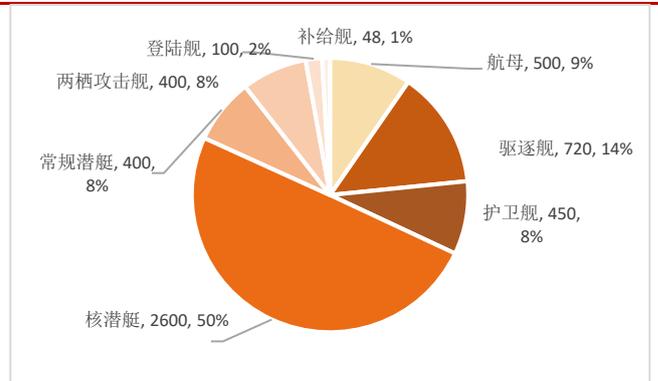
艇均有配置直升机进行反潜、运输、救援等工作的需要，预计新增直升机：库存：迭代应急=1:1:1，我国新增舰艇列装直升机需求超千架。

图 33 未来十年海军各舰艇需求量预测（单位：艘）



资料来源：Wind，首创证券

图 34 未来十年各舰艇市场规模占比预测（单位：亿元）



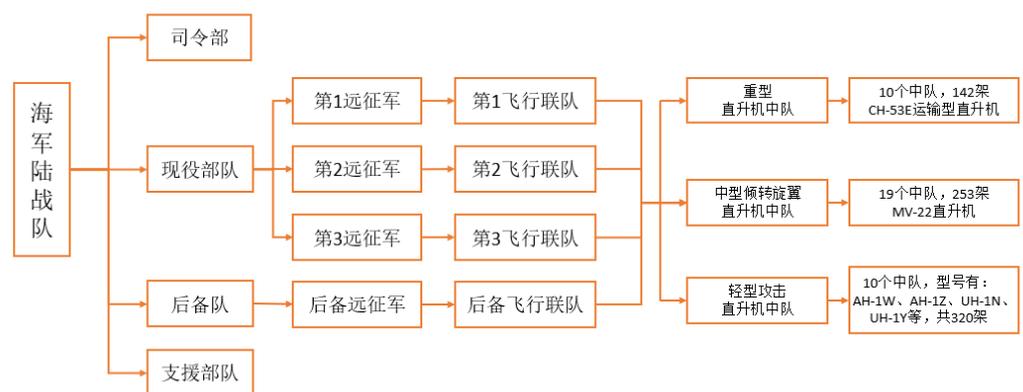
资料来源：中国产业信息网，首创证券

### 海军增长来源：海军陆战队的扩编及常规武装部队的配置需求。

海军陆战队是海军的一个独立兵种，是一支诸兵种合成的能实施快速登陆和担负海岸、海岛防御或支援任务的两栖作战部队，是应付局部战争和军事冲突的拳头部队，又是联合进行攻击行动的尖刀部队，在现代战争中举足轻重。海军陆战队中直升机的用途：运输、搜救、攻击和侦察指挥。

对标美国，我国海军陆战队将扩编 4 倍。美国海军陆战队编制：4 个远征军下辖 4 个飞行联队，共装备 715 架直升机。美国海军及海军陆战队用直升机的数量分别是 539 架和 715 架，可以看出海军陆战队的军用直升机需求量更大。目前，美国海军陆战队有 4 个远征军，每个现役远征军部队下辖 1 个飞行联队。

图 35 美国海军陆战队组织架构及飞机数量



资料来源：百度百科，首创证券

美海军陆战队 4 个飞行联队包括：10 个重型直升机中队，共有 142 架 CH-53E 运输型直升机；19 个中型倾转旋翼直升机中队，共有 253 架 MV-22 直升机，用于运输、搜救和两栖登陆；10 个直升机攻击中队，直升机型号有 AH-1W, AH-1Z, UH-1N, UH-1Y 等，共计 320 架。美海军陆战队以 19.4 万人共装备 715 架军用直升机，每万人拥有直升

机数量达到 36.9 架。

中国军改后海军陆战队扩增规模对标美国远征军规模，超百架直升机需求。未来预计海军会有北海舰队、东海舰队、南海舰队等组成的海军陆战队，规模将是原来的近四倍；按常规舰载直升机列装及备货数量，推测我军舰艇：直升机配置比例，预计攻击舰为 1:2 配置、两栖登陆舰，扩编海军陆战队预计相应增加武装/运输直升机分队超百架，通过提升战斗力对标美国海军陆战队远征军。

表 3 美国主要水面舰艇及其搭载直升机数量

舰种	舰船型号	数量	最大排水量（吨）	搭载直升机
航空母舰	“福特级”	1	112000	8 架 MH-60S 11 架 MH-60R
	“尼米兹”级	10	100000	6 架 SH-60F
驱逐舰	“阿利·伯克”级	64	9200	2 架 SH-60F
	“朱姆沃尔特”级	10	14564	最多搭载 3 架 MQ-8Firen Scout
护卫舰	“佩里”级	8	3660	2 架 SH-60B
	“黄蜂”级	8	41150	最多搭载 42 架 CH-46E
两栖攻击舰	“美利坚”级	1	45000	总共 11 架直升机（AH-1 等）
船坞登陆舰	“奥斯汀”级	1	17244	6 架 CH-46E

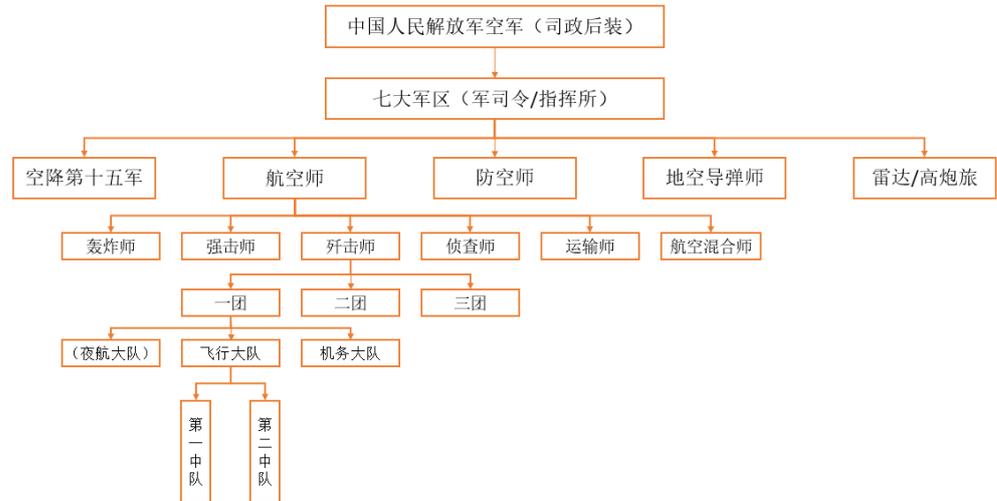
资料来源：Wind，首创证券

**常规武装部队：保持“下饺子”态势、超千架市场规模。**通过预计未来十年我军将交付大型水面战斗舰艇累计数额，且未来 3 年解放军海军仍将保持批量化建造船艇速度，逐步淘汰落后舰艇趋势；按常规舰载直升机列装及备货数量，推测我军舰艇：直升机配置比例，预计航母为 1:15 配置、驱逐舰 1:20 配置、护卫舰 1:2 配置、救援歼 1:1 配置，直升机总需求将超千架。

#### 4.3.3 空军：空天一体攻防兼备，运输航空兵配置直升机需求明显

我国空军 7 大战区分属陆军 7 大军区，分别编成空军师、地对空导弹部队、高炮旅和雷达团。中国空军现有兵力包括航空兵、地对空导弹部队、高炮部队和无线电技术部队。空军序列由若干个师组成，分别包括有歼击师、轰炸师、强击师、侦察师与运输师等专一机种师及航空混合师。除航空师之外，空军部分高炮旅由高炮及地空导弹部队合组成防炮导弹混合旅，主要部署在沿海地区。此外，还有一支直属中央军委及空军司令部指挥的快速反应部队-空降第 15 军。

图 36 人民解放军空军结构示例



资料来源：百度百科，首创证券

直升机主要用于运输航空兵部队，未来需求预计超 2000 架。我国空军兵种主要分为歼击航空兵、轰炸航空兵、强击航空兵、侦查航空兵、运输航空兵、地空导弹高炮兵和后勤人员。其中运输航空兵主要通过直升机为战斗部队提供物资人员运输、救援、等作战任务，是空军战场重要的连接线和需求保证，具有不可替代的“生命线”作用。根据我国运输航空兵规模及配置需求，以及运输机/直升机在运输师中的配置比例，综合飞机寿命迭代及库存备货，预计未来 10 年我国空军需新一代直升机超 2000 架。

## 5 公司经营状况：财务状况良好，市场预期乐观

### 5.1 发展前景：聚焦主业发展，做强做优产业

国内领先的航空器系统集成和整机产品供应商。公司是国内主要的航空装备制造企业之一，秉持“扶摇直上，无所不达”的产品理念，研发制造多型不同吨位、满足各类用途的 AC 系列民用直升机，以及运 12 和运 12F 系列通用飞机。中直股份公司产品结构合理，产品谱系健全，在民用直升机、通用飞机、国产全系列直升机零部件制造、航空转包生产和客户化服务等领域构建了系统与集成级的解决方案优势，为政府客户、企业客户和消费者提供有竞争力的航空产品与服务，成为国内领先的航空器系统集成和整机产品供应商，同时也是致力于航空武器装备制造的大型现代化军工企业。

“生产一代、研制一代、预研一代”。公司作为我国主要直升机制造基地，经过多年发展，按照“生产一代、研制一代、预研一代”的思路，不断调整产品结构，逐步推动主要产品型号的更新换代，进一步完善了直升机谱系，基本形成“一机多型、系列发展”的良好格局，步入持续健康平稳发展轨道。

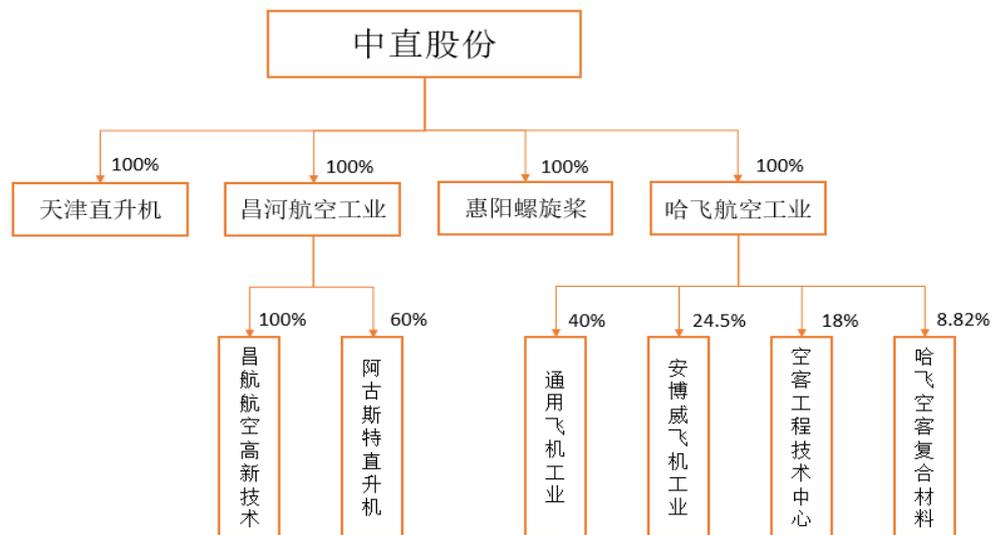
聚焦主业发展，做强做优产业。公司通过聚焦主业发展，夯实做强做优直升机产业的基础；坚持自主创新，激发做强做优直升机产业的动能；实施结构调整，谋划做强做优直升机产业的蓝图；持续深化改革，启动做强做优直升机产业的引擎；大力开放合作，拓展做强做优直升机产业的空间，努力建设发展成为国内领先、国际一流的直升机和通用飞机系统集成和整机产品供应商。

众多国际交流，合作走向世界。公司在世界航空工业领域广泛开展交流与合作，与西科斯基公司、空客直升机公司、莱昂纳多公司、俄罗斯直升机公司等世界著名航空制

造企业开展深入交流，推进型号、技术、售后服务等多方面的合作，引进了先进的生产制造技术和管理经验。

## 5.2 股权结构：多家子公司打通直升机产业链

图 37 中直股份子公司股权结构图



资料来源：Wind，首创证券

- 主要子公司：(1) 哈尔滨哈飞航空工业有限责任公司，主营业务为航空零部件制造及销售；  
 (2) 江西昌河航空工业有限公司，主营业务为航空零部件制造及销售；  
 (3) 惠阳航空螺旋桨有限责任公司，主营业务为航空螺旋桨、调速器等制造及销售；  
 (4) 天津直升机有限责任公司，主营业务为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；  
 (5) 景德镇昌航航空高新技术有限责任公司，主营业务为航空附件产品、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；航空标准牌的制造、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；  
 (6) 哈尔滨通用飞机工业有限责任公司，主营业务为固定翼通用飞机生产制造、国内外销售及客户服务等。

表 4 中直股份主要子公司情况介绍

全称	注册资本	成立时间	经营范围
天津直升机有限责任公司	2.5 亿元	2012	直升机及其他航空器、航空零部件的研发、生产、销售以及维修服务。
江西昌河航空工业有限公司	11.7 亿元	2002	多品种、多型号直升机和直升机零部件的研制、批量生产与销售。
惠阳航空螺旋桨有限责任公司	0.9 亿元	1990	航空螺旋桨、调速器、顺桨泵、直升机旋翼毂、尾桨、气垫船用螺旋桨和其它航空产品制造、研发及技术服务。
哈尔滨哈飞航空工业有限责任公司	14.2 亿元	2014	飞机及相关设备与零部件的设计、开发、生产与销售。

资料来源：Wind，首创证券

- 主要参股公司：(1) 江西昌河阿古斯特直升机有限公司，主营业务为装配、销售直升机；制造、进口、销售直升机零部件、配套件；直升机维护、修理、培训、售后支持；

(2) 空客北京工程技术中心有限公司, 主营业务为空客中国和其在中国境内及境外的空客关联公司和其它顾客从事飞机零部件的工程研究、开发、设计和咨询服务, 提供相关 工程师培训服务, 以及提供其他相关技术咨询服务;

(3) 天津中天航空工业投资有限责任公司, 主营业务为投资天津空中客车 A320 系列飞机总装线项目合资公司 (国家有专项、专管规定的, 按规定执行);

(4) 哈尔滨哈飞空客复合材料制造中心有限公司, 主营业务为生产、销售、向空客公司成员和/或 Airbus SAS 指定空客供应商提交及交付空客 A350 XWB 及空客 A320 系列复合材料飞机零部件。

### 5.3 财务状况良好, 连续三年稳步增长

公司经营状况良好, 连续三年收入利润稳步增长。

营业状况方面, 2017 年-2019 年, 中直股份营业收入分别为 120.5 亿元、130.7 亿元与 158.0 亿元, 营业成本分别为 115.1 亿元、125.2 亿元与 151.5 亿元。从整体来看, 中直股份的营业收入与营业成本各年度同比变化幅度几乎相同, 在 2017 年相对上一年略微下降后, 在接下来的两年里均呈现加速上升趋势, 并在 2019 年分别大幅增长 20.9%与 21%。

图 38 中直股份 19 年营收 158.0 亿元, 同比 20.9%



资料来源: Wind, 首创证券

图 39 中直股份 19 年营业成本 151.5 亿元, 同比 21%



资料来源: Wind, 首创证券

盈利能力方面, 2017 年-2019 年, 中直股份销售毛利率分别 15.3%、13.9%与 13.9%, 归属母公司股东的净利润分别为 4.6 亿元、5.1 亿元与 5.9 亿元。销售毛利率在 2018 年下跌 1.4% 后趋于平稳, 保持在接近 14% 的水平。归属母公司股东的净利润在三年内加速增长, 同比增幅不断上升, 在 2019 年达到 15.3% 的同比增长水平。

图 40 中直股份 19 年销售毛利率 13.9%



资料来源: Wind, 首创证券

图 41 中直股份 19 年归母净利润 5.9 亿元, 同比 15.3%



资料来源: Wind, 首创证券

期间费用方面, 2018 年-2019 年, 中直股份研发费用为 3.1 亿元和 4.8 亿元; 2017-2019 年, 销售费用稳定在 1.2 亿元附近, 管理费用为 11.4 亿元、8.9 亿元、9.7 亿元, 财务费用为 0.01 亿元、-0.13 亿元、-0.32 亿元。中直股份在 2017 年没有发生费用化的研发支出, 随后研发费用呈现上升趋势, 在 2019 年大幅上升 55.9%。三年内销售费用保持平稳, 管理费用于 2018 年下跌 22.0% 后在 2019 年稍有回升, 财务费用发生金额较小, 并从 2018 年开始体现为利息净流入。

图 42 中直股份 19 年研发费用 4.8 亿元, 同比 55.9%



资料来源: Wind, 首创证券

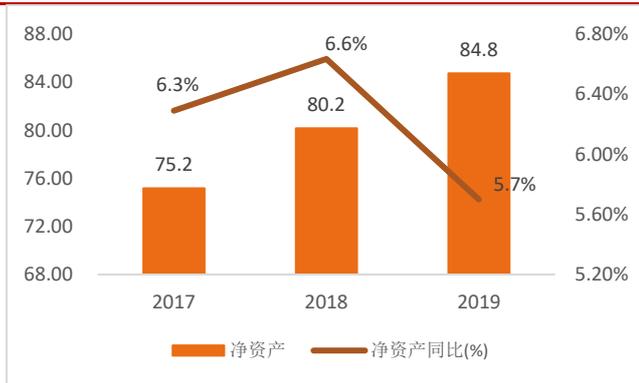
图 43 中直股份近三年期间费用



资料来源: Wind, 首创证券

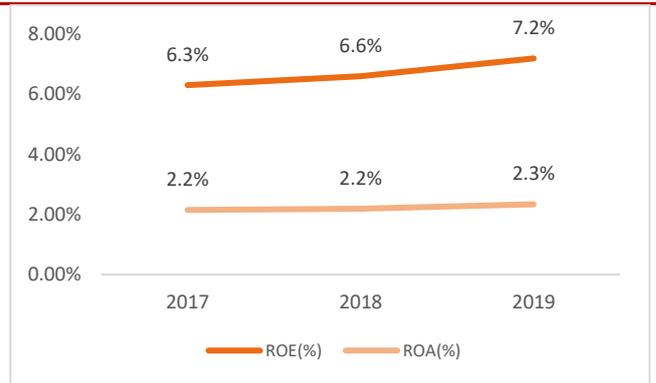
综合能力方面, 2017 年-2019 年, 中直股份净资产为 75.2 亿元、80.2 亿元、84.8 亿元, ROA 为 2.2%、2.2%、2.3%, ROE 为 6.3%、6.6%、7.2%。中直股份净资产规模呈现逐年增长趋势, 增长幅度在 2018 年达到 6.6% 后, 在 2019 年回落至 5.7%。三年内 ROA 水平稳中有升, ROE 水平持续增长, 在 2019 年分别达到 2.3% 与 7.2%。

图 44 中直股份 19 年净资产 84.8 亿元，同比 5.7%



资料来源：Wind，首创证券

图 45 中直股份 19 年 ROE7.2%，ROA2.3%



资料来源：Wind，首创证券

综上，公司财务状况稳健、行业地位稳固、各项财务指标状况良好的同时注重大力投资研发制造、对公司未来继续承担重点科研任务、提升生产产能、持续创造营收有着正向良好的积极作用。

## 6 盈利预测

中直股份是直升机龙头标的、A 股唯一直升机上市平台，在陆航部队及海军陆战队扩编，陆航突击旅建设、075、航母列装等背景下将显著提升我国军用直升机的需求，如直 20 等主力机型未来三年有望保持持续增长。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 7.3 亿、10.6 亿和 12.7 亿元，EPS 分别为 1.24、1.56、1.86，对应当前股价的 PE 分别为 51X、40X、34X，首次覆盖，推荐给出“买入”评级。

## 7 风险提示

**宏观经济波动风险：**航空制造业与经济景气度密切相关，发展方式的改变要求制造业进行转型升级，经济环境和发展方式的变化均可能直接或间接对公司产品的国内外需求造成不利影响；

**政策性风险：**直升机产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的调整变动对公司主要产品的生产和销售均会产生影响；

**产品质量与安全生产风险：**直升机及零部件是高科技产品，具有高精度、高难度、高性能的特征，生产工艺复杂、质量要求苛刻、制造技术要求高，质量管理稍有疏忽，将导致产品超差甚至报废，重大的质量事故可能引发客户延缓订单、企业停产整顿。质量管理不善将导致订单延缓、取消的风险；

**原材料短缺及价格波动风险：**直升机及零部件产品对原材料的性能具有较高要求，其用材多选用强度高、重量低、耐腐蚀性强、可塑性好的材料，多为特种铝材、特种钢材、钛合金等特种稀有原材料以及碳纤维、树脂基等航空复合材料。如果该部分原材料出现短缺的情况，将会影响产品的按时、按量、保质交付，影响公司的经营业绩；

**技术风险：**公司所属行业为高新技术行业，技术水平、行业标准及客户需求日新月异，而我国直升机的发展水平与国际上仍有一定差距。为尽快达到国际水平，还需要在总体方案设计、关键新结构、新材料、新工艺研究等多方面取得突破。如果公司未能及

时研制出适应市场需求的产品，未能追赶上世界直升机制造业技术进步的步伐，将对公司未来的经营业绩产生不利影响。另外，公司加大研发投入的同时将增加开发新产品实验失败或无法满足规模化生产要求的风险。

资源分散造成的管理风险：公司资产分布在黑龙江哈尔滨、江西景德镇、河北保定、天津滨海新区等地，地域跨度较大，对公司的运营管理提出更高要求。

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23181.3	28380.9	35015.8	43943.2	经营活动现金流	770.1	330.9	375.7	185.5
现金	4337.2	4527.9	4671.4	4414.3	净利润	588.2	732.7	1058.6	1266.6
应收账款	1619.9	2032.4	2601.4	3381.9	折旧摊销	259.8	309.4	283.9	263.8
其它应收款	9.4	12.0	15.3	19.9	财务费用	20.1	5.9	11.5	12.0
预付账款	204.7	259.5	329.8	429.7	投资损失	-0.5	-25.3	-25.3	-25.3
存货	16340.8	20699.4	26310.1	34283.3	营运资金变动	-110.5	-698.0	-962.2	-1344.8
其他	363.8	462.0	591.4	768.8	其它	12.8	6.1	8.9	13.0
非流动资产	3150.0	2939.5	2772.5	2647.5	投资活动现金流	-89.5	-72.4	-90.9	-113.0
长期投资	25.1	25.1	25.1	25.1	资本支出	-94.1	-97.2	-115.6	-137.8
固定资产	2021.7	1886.6	1784.9	1716.6	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	541.4	492.3	448.1	408.3	其他	4.6	24.8	24.8	24.8
其他	40.1	40.1	40.1	40.1	筹资活动现金流	7.1	-67.8	-141.4	-329.6
资产总计	26331.3	31320.3	37788.3	46590.8	短期借款	527.4	800.0	800.0	800.0
流动负债	17174.0	21724.9	27263.9	35117.2	长期借款	-32.2	-39.9	0.0	0.0
短期借款	527.4	800.0	800.0	800.0	其他	-304.6	-294.7	-129.8	-317.6
应付账款	6927.7	8779.8	11159.7	14541.6	现金净增加额	687.7	190.6	143.5	-257.0
其他	12.7	16.2	20.5	26.8	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
非流动负债	682.1	682.1	682.1	682.1	成长能力				
长期借款	5.5	5.5	5.5	5.5	营业收入	21%	27%	28%	30%
其他	136.2	136.2	136.2	136.2	营业利润	14%	25%	45%	24%
负债合计	17856.1	22407.0	27946.0	35799.3	归属母公司净利润	15%	25%	45%	20%
少数股东权益	300.3	300.4	300.5	300.7	获利能力				
归属母公司股东权益	8174.9	8612.9	9541.7	10490.7	毛利率	13.9%	14.1%	14.7%	14.5%
负债和股东权益	26331.3	31320.3	37788.3	46590.8	净利率	3.7%	3.7%	4.1%	3.8%
利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	7.2%	8.5%	11.1%	12.1%
营业收入	15795.2	20059.9	25676.6	33379.6	ROIC	6.1%	7.5%	10.0%	10.9%
营业成本	13596.4	17231.4	21902.2	28539.6	偿债能力				
营业税金及附加	17.8	20.1	25.7	33.4	资产负债率	67.8%	71.5%	74.0%	76.8%
营业费用	118.4	150.4	192.5	250.3	净负债比率	2.2%	2.6%	2.1%	1.7%
研发费用	476.9	605.6	775.2	1007.7	流动比率	1.35	1.31	1.28	1.25
管理费用	968.3	1229.8	1574.1	2046.4	速动比率	0.40	0.35	0.32	0.28
财务费用	-31.9	5.9	11.5	12.0	营运能力				
资产减值损失	-0.6	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.60	0.64	0.68	0.72
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	7.17	9.23	9.31	9.37
投资净收益	25.3	25.3	25.3	25.3	应付账款周转率	1.47	1.53	1.53	1.55
营业利润	674.0	842.0	1220.7	1515.6	每股指标(元)				
营业外收入	6.9	6.9	6.9	6.9	每股收益	1.00	1.24	1.56	1.86
营业外支出	1.4	1.4	1.4	1.4	每股经营现金	1.31	0.56	0.55	0.27
利润总额	679.5	847.5	1226.2	1521.1	每股净资产	13.87	14.61	14.04	15.44
所得税	91.2	114.7	167.5	254.3	估值比率				
净利润	588.3	732.8	1058.8	1266.8	P/E	55.1	50.5	40.3	33.6
少数股东损益	0.1	0.1	0.2	0.2	P/B	3.52	4.29	4.47	4.06
归属母公司净利润	588.2	732.7	1058.6	1266.6					
EBITDA	879.6	1157.2	1516.2	1791.4					
EPS (元)	1.00	1.24	1.56	1.86					

## 分析师简介

邹序元，分析师，英国埃克塞特大学金融与投资专业硕士，10年证券研究经验，5年证券投资经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 评级 说明

评级	说明
股票投资评级	
买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	
看好	行业超越整体市场表现
中性	行业与整体市场表现基本持平
看淡	行业弱于整体市场表现