

航空行业

评级：增持 维持评级

行业点评

股票分析组 赵乾明

分析师 SAC 执业编号：S1130210010309

空军表态，低空开放且行且近

事件：空军表态低空开放试点方案正在论证

- 7月21日，空军副司令员赵忠新一行到哈飞就低空管理工作进行调研；赵忠新表示，**低空开放是国家战略，是中国航空事业和经济发展的需要**，搞好低空开放试点工作是我们共同的责任。
- 在调研工作会上，中航工业直升机副总经理陈光与中国飞龙通用航空公司党委书记鲍国新介绍：我国通用航空作业量与国外差距在拉大，主要原因是作业点不确定、临时计划多、在航路以外飞行多，通航的飞行既受民航管、也受军航管，一个任务一个地点、一个任务报批一次，经常是一个任务要跑多个军区、多个部门批准，不利于通用航空灵活、快捷、高效等特点的发挥；**改变管理体制，低空开放才是解决问题的根本办法。**
- 赵忠新表示，作为一种趋势，**低空开放要先进行试点，并将根据我国国情逐步推进；低空开放试点方案正在论证**，方案公布后**将在黑龙江、广东两省进行低空开放试点工作。**

我们的点评与分析

管制政策破冰无疑

- 作为低空空域主管部门，空军副司令员赵忠新关于试点的表态无疑明确了低空空域管制放松的方向；我们认为**目前就是低空空域开放、国内通用航空业迎来大发展的转折点。**
- 从政府内在动力看，目前宏观经济形势倒逼政府要考虑启动和促进通用航空市场的发展，并借此来解决经济转型、就业等系列棘手问题；我们分析了美国的经验，发现通用航空业投入产出比 1:10、就业带动比 1:12，得出的结论是，只要政府愿意放松管制，将逐渐创造出一个万亿规模、千万人就业的大市场。
- 从发展障碍看，之前制约我国通用航空发展的因素中，很多都已或正在解决，仅余僵化的管理体制尚未有任何改进，通用航空发展已经到了不开放低空空域、不放松管制就难以进步的程度。
- 我们认为，从促进通用航空产业较好、快速发展的目的出发，可以期待下列政策方向：

图表1：可以期待的低空空域管制放松政策方向



来源：国金证券研究所

通用航空千亿产业厚积薄发

- 根据 GAMA (The General aviation Manufacturers association)和 HAI(Helicopter Annual International)统计，2009 年全球通用飞机交付量约 2276 架，合同金额 195 亿美；这一统计尚未包括除通用飞机制造外的培训、维修和机场、空管等其他延伸服务链产值。
- 对比中国和美国通用航空 2007 年的情况，中国目前处于非常初级的阶段，飞机和配套硬件设施匮乏、人员培训薄弱，一旦放松低空空域管制，通用航空产业的市场增速不成问题。（对低空开放后我国通用航空业市场容量的测算敬请参阅国金证券研究所 7 月 28 日专题报告《低空空域：破冰关键节点，期待厚积薄发》）

图表2：2004 年通用航空专家委员会对 2020 年我国通用航空需求的测算

	2015						2020					
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6
公益	500	1000	50	\	150	100	700	1500	90	\	200	120
工业	\	150	30	\	30	30	\	220	50	50	20	10
培训	\	150	800	\	150	\	\	180	900	\	220	\
公务	\	150	300	220	150	80	\	420	500	320	180	80
私人	\	150	300	100	500	500	\	300	1000	500	1200	1000
特种	\	\	\	\	150	100	\	\	\	\	340	160
合计	500	1600	1480	320	1130	810	700	2620	2540	870	2160	1370

来源：国金证券研究所《中国通用航空市场分析与预测》

注：1 指专业机，2 指多用途机，3 指 2-4 座机，4 指喷气机，5 指轻型直升机，6 指中型直升机

建议关注相关受益个股，弹性最大是中信海直

- 按照受益时间顺序，若低空领域管制放松，我们认为最先受益的是通用航空维修、培训和运营企业，其次是通用航空飞机制造企业，间接受益为空管和机场设备企业。
- 对应到上市公司，最先受益是中信海直和海特高新，其次是哈飞股份、贵航股份，再次是川大智胜、威海广泰、四创电子、高淳陶瓷、洪都航空和 ST 宇航。

图表3：受益于低空领域开放上市公司概览

业务领域	公司	主营简介	受益逻辑
培训、维修和运营	中信海直	目前直升机规模我国最大，现有业务集中在海上石油领域，但陆上航空也有涉及	低空开放后，培训需求、陆上包机、租机等通航服务井喷；维修受益于市场容量的扩大
通用航空飞机制造	贵航股份	目前主营航空及汽车零部件，是中航工业集团旗下通用航空业务整合平台	受益于山鹰高教机的量产，同时未来作为中航工业通用航空业务平台将持续受益于未来通用航空市场高速增长带来的航空标准件等的需求增长
	哈飞股份	拥有直九系列武装直升机、Y12轻型多用途飞机、H425系列民用直升机、HC120直升机等自主产品，合作生产ERJ145支线飞机，并提供航空产品零部件	中航直升机公司唯一上市平台，未来中直公司有望注入昌飞、保定惠腾等资产；低空空域开放后，受益于中国对直升机、定翼机等通用飞机需求量的增长
	洪都航空	主营基础教练机、通用飞机、其他航空产品及零部件的设计、研发、生产和销售，喷气教练机和海燕螺旋桨飞机远销海外	公司教练机、农5A/5B等农林飞机受益于低空空域开放后需求增长及培训需求井喷
	ST宇航	研发、生产航空航天发动机控制系统产品	公司航空发动机油料调节器和控大发尾喷口油源泵可用于AS350直升机、EC120直升机，哈飞的H120直升机、H425直升机和直15直升机；受益于飞机制造数量上升带来的零部件需求
通用航空飞机维修	海特高新	主营航空机载设备的检测、维护、修理和支线飞机、直升机及公务机中小型发动机的维修	具备直升机发动机及机身大修、通用航空中小型发动机维修能力，受益于市场扩大带来的维修需求上升
空管和机场设备	川大智胜	拥有空管自动化系统和空管仿真模拟训练系统，是空管领域大型软件和重大装备供应商	低空领域开放间接提升对机场数量和建设的要求，从而提高对空管系统的需求
	四创电子	拥有气象雷达、航管一次雷达、二次雷达等产品	低空领域开放间接提升对机场数量和建设的要求，从而提高对雷达的需求
	高淳陶瓷	注入电子科技集团14所资产后，除军品外，民品包括气象雷达、航管雷达等	低空领域开放间接提升对机场数量和建设的要求，从而提高对雷达的需求
	威海广泰	主营机务、地服、货运和场道设备，覆盖了除登机廊桥、摆渡车、飞机维修作业平台和垃圾车外的大部分空港设备	低空领域开放间接提升对机场数量和建设的要求，从而提高对空港设备的需求

来源：国金证券研究所

- 从受益程度上看，低空领域开放对中信海直主营业务的提升反映在公司陆上通航业务的增长。
 - ◆ 中信海直主营业务分为通用航空、飞机维修和航空培训；其中通用航空业务包括海上石油服务、电力巡查、人工降水、航空护林、医疗救护和航空探矿等。
 - ◆ 因低空领域尚未开放，公司通用航空业务主要集中于面向大石油公司的海上石油服务，而陆上通航业务集中在商务、救助、巡查、航拍等很小的市场内，体量小、增长缓慢。

图表4：中信海直陆上通航服务远远落后于海上石油服务

项 目	2006	2007	2008	2009
通用航空业务				
海上石油				
运输飞行（架次）	16556.00	18075.00	19461.00	21687.00
运输飞行（小时）	13127.53	14275.06	16358.45	18317.17
陆上通航（商务、救助、巡查、航拍）				
运输飞行（架次）	1329.00	866.00	1473.00	3014.00
运输飞行（小时）	1467.41	1144.50	1790.08	2394.21

来源：国金证券研究所 注：运输飞行小时小数点后数字单位是分钟

- ◆ 我们认为，一旦低空领域开放，私人飞行、训练，公务包机、执管等需求会直接增加公司直升机陆上通航运输飞行架次和小时。
- ◆ 我们以公司 2008 年一次性向欧直采购的 10 架 EC155 型直升机为例，做了陆上通航运输飞行的敏感性分析，公司每增加一架 EC155 用于陆上通航，则增加 EPS0.016 元。

图表5：中信海直陆上通航单机飞行敏感性分析（EC155 直升机为例）

小时	公司现有21架直升机有18架被用于海上石油服务，2009年平均每架飞机飞行1000余小时；假设低空领域开放后，陆上通航飞行小时维持在该水平。其中假设固定年包租200小时，剩余800小时用于临时合同		
计费	项目	计费模式	计费标准
	海上石油	固定月租+小时使用费	100-130万元/月，1-2万元/小时
	陆上通航	固定年租包固定小时数+超出部分按小时计费	150-200小时约700万元
		公务机按小时收费	5万元/小时
	临时合同	按小时计费，一式一谈	2万元/小时
	执管飞机	固定执管费	公司仅提供飞行员
成本	直接人工	2架飞机需3组机组，机组人工成本260万元/年	
	折旧成本	EC155直升机购价1065万美元，折旧年限15-20年，残值率5%，大修费用占飞机购买原值25%	
	航油成本	EC155型直升机每小时耗油330公斤	
	航材耗用	EC155型直升机每小时消耗航材1500-2000元	
	飞机保险	飞机保险费率2%-3%	
	合同执行费	折旧年限15-20年，残值率5%，大修费用占飞机购买原值29%	
	所得税率	负责陆上通航业务的中信通用航空有限责任公司所得税率为25%	
EPS贡献	收入	2300=700+800*2	
	成本	1139=342+260+0.2*1000+137+0.2*1000	
	净利润	818=(2300-1139)*75%*93.97%	
	EPS	0.016	

来源：国金证券研究所

注：中信海直持有中信通用航空有限责任公司 93.97%股权

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室