

海特高新：最安全的军工股

公司动态

◆唯一民营航空设备维修检测租赁培训制造企业 多元化战略整合产业链

公司是我国航空机载设备维修行业龙头，目前已取得 CAAC、FAA 等体系认证。2001-2011 年十年间，公司的营业收入和净利润 CAGR 分别为 11.5% 和 7.13%，增长较为稳健。目前，公司已将业务范围拓展到了航空技术研发板块、航空培训板块、航材维修交换和租赁板块和航空产品制造板块，形成了较为完整的产业链。

◆武装直升机 ECU 爆发性强 今年供货放量可期

公司目前生产的直升机发动机电阻调节器产品 (ECU) 是国内行业首创，进口替代空间巨大，具备爆发性增长潜能。目前给中航工业株洲南方供货 (331 厂)，2012 年销售了 40 台，预计今年订单保守可销售 60 台以上，目标是 100 台，单价 100-130 万元/台。我们预计，“十二五”期间，我国军民用直升机需求在 2000 架左右，公司发动机电调项目的市场空间在 30 亿左右。公司是国内唯一具备直升机发动机电调系统产业化能力的厂商，有非常强的技术壁垒。公司目前已经开展对其它型号航空动力控制系统的衍生研发，未来有望垄断国内的直升机发动机电控控制器。另外，预计公司的直升机旋翼今年也有望推出，将贡献新的增量。

◆低空开放带动通用航空大发展 航空维修培训市场大爆发

我们认为，低空开放和军机增加将是公司未来维修业务的增长点。我们预计，低空开放突破后，政府用小型机队和私人直升机的维修将会完全外包给专业维修公司。我国军用直升机数量和比例远低于各大国，随着军方直升机采购数量的增加，军用直升机维修市场的需求也会加大。航空培训方面，公司目前拥有 5 台模拟机，新购的模拟机今年 3 月底就能到位，我们预计调试安装后 6 月底展开培训。一年工作 6500 小时以上，每小时收费 500 美元。这部分预计增加 1000 万元的培训收入。近三年公司大量布局新业务领域，控参股 15 家子公司，此前一直处在资本开支阶段，盈利能力没有完全释放。我们预计 2013 年这些公司将迎来开花结果的收获期。

◆预计 2013-2014 年 EPS0.4 元和 0.54 元（摊薄后） 目标价 16 元

我们认为，从“需求爆发-供给冲击-供给修正-需求满足”的通用航空产业发展的逻辑来看，除现有的通用航空运营企业外，最受益的就是航空培训、航空器制造、航空维修及基础设施等子行业。因此，海特高新是首选标的。预计公司 2013-2014 年 EPS 为 0.4 元和 0.54 元（均为摊薄后），目前股价对应 2013 年业绩仅 30 倍，远低于军工板块 40 倍的平均 PE 水平，是最安全的军工股。我们给予公司 2013 年 40 倍估值，目标价 16 元。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	208	232	303	489	732
营业收入增长率	-9.17%	11.93%	30.34%	61.49%	49.71%
净利润（百万元）	58	61	82	133	179
净利润增长率	5.61%	4.93%	33.69%	62.72%	35.05%
EPS（元）	0.20	0.21	0.28	0.40	0.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.10%	6.02%	7.76%	11.21%	13.15%
P/E	61	58	43	30	22

买入（首次）

当前价/目标价：11.98/16.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陆洲 (执业证书编号：S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebscn.com

市场数据

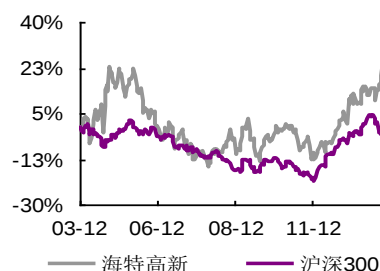
总股本(亿股)：2.95

总市值(亿元)：35.36

一年最低/最高(元)：7.69/12.10

近 3 月换手率：145.15%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	21.45	25.77	33.79
绝对	16.89	48.83	31.66

相关研报

1、公司概况

1.1、多元化布局打通航空产业链

海特高新是我国现代飞机机载设备维修规模最大、用户覆盖面最广、维修设备数量最大、维修项目最多的航空维修企业，业务涉及波音、空客系列及各类支线飞机、通用飞机、直升机、公务机等 40 多种机型。在发展航空维修业务的同时，公司从 2008 年就开始积极调整发展战略，提出了“同心多元化”战略，积极谋求向产业链上游延伸。目前，海特高新已将业务范围拓展到了航空技术研发板块、航空培训板块、航材维修交换和租赁板块和航空产品制造板块，形成了较为完整的产业链。

图表 1：海特高新多元化历程

时间	多元化举措
2008 年 12 月	公司在昆明成立昆明飞安航空训练有限公司，启动建设“民用航空培训中心基地”，主要从事航空训练（对象包括飞行员、乘务人员、机务人员等），由此介入飞行培训市场领域。
2009 年	公司收购波音翱翔航空模拟机部分资产，进军航空培训市场。
2009 年 4 月	公司控股子公司天津翔宇航空维修工程有限公司新基地落成并取得飞机大修许可证，填补了我国民航直升机、通用飞机大修的空白。
2010 年 3 月	公司实施非公开发行，募集资金除加强航空培训业务外，还启动实施航空器材维修交换、租赁一体化项目——航材销售和空客系列飞机机械类机载设备维修生产线技术改造项目。
2010 年 5 月	公司建立部分维修波音 737NG、空客 320 系列飞机的航空器材、设备的储备，初步形成“交换/租赁”业务。
2010 年 11 月	公司进军公务机领域，组建国内首家公务机整体服务公司：天津宜捷海特航空服务有限公司，新成立公司由四川海特高新全资子公司天津海特飞机工程公司和瑞士宜捷航空集团共同投资组建。
2012 年	公司成功研制出直升机发动机用电阻调节器，并实现批量生产与销售。

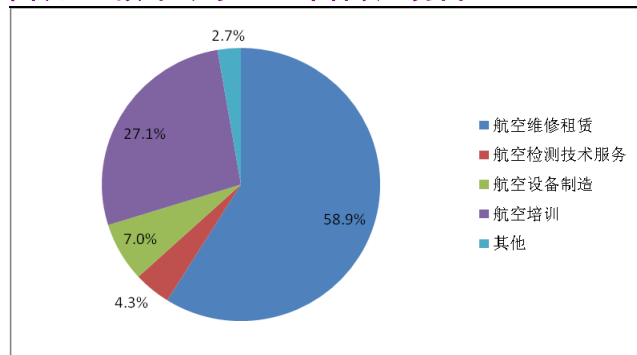
资料来源：光大证券研究所

图表 2：公司多元化战略



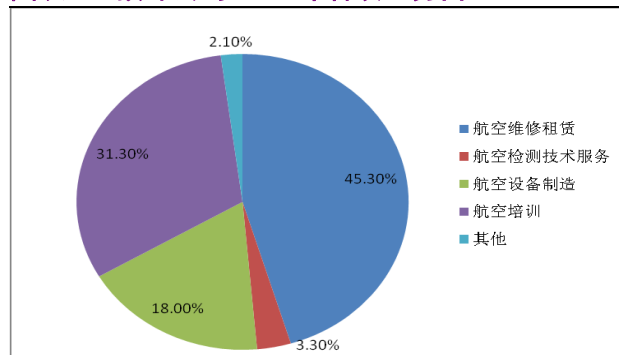
资料来源：光大证券研究所

图表 3：预计公司 2012 年各项业务占比



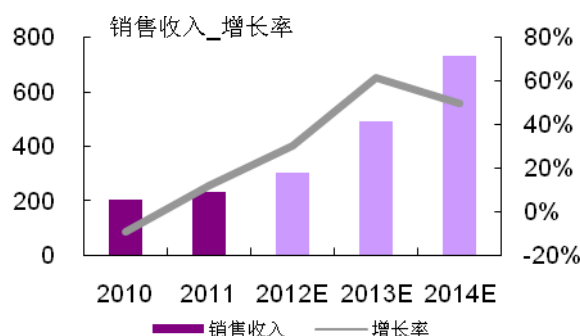
资料来源：光大证券研究所

图表 4：预计公司 2013 年各项业务占比



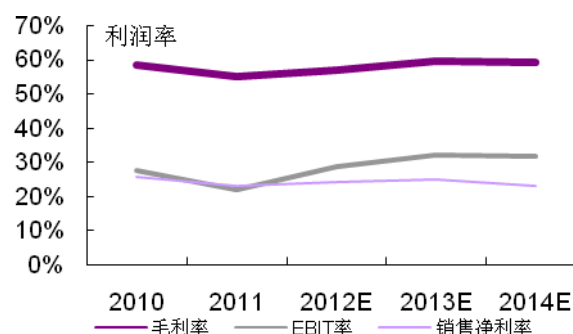
资料来源：光大证券研究所

图表 5：公司年收入变化（单位：百万元）



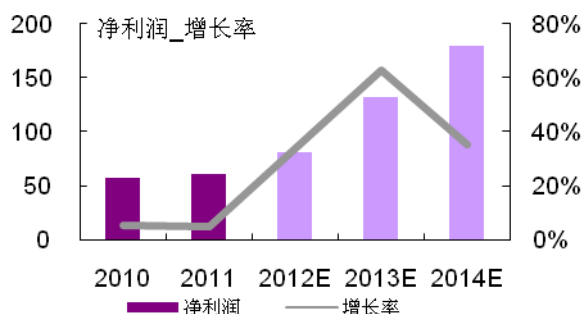
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 6：公司各类产品毛利率情况



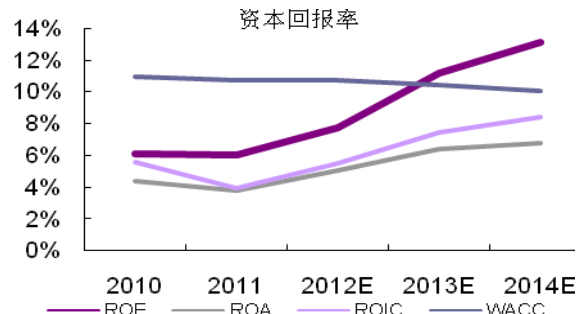
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 7：公司年净利润变化（单位：百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图表 8：公司 ROE 水平变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所

2、公司动态分析

2.1、直升机需求旺盛 ECU 和旋翼贡献业绩高弹性

公司目前生产的直升机发动机电阻调节器产品 (ECU) 是国内行业首创，主要用在武装直升机上。由于技术封锁，此前同类产品全部由国外进口。公司的产品进口替代空间巨大，具备爆发性增长潜能。目前给中航工业株洲南方供货 (331 厂)，2012 年 ECU 销售了 40 台。我们预计今年订单保守可销售 60 台以上，目标是 100 台，单价 100-130 万元/台。

我们预计，“十二五”期间，我国军民用直升机需求在 2000 架左右，公司发动机电调项目的市场空间在 30 亿左右。公司是国内唯一具备直升机发动机电调系统产业化能力的厂商，有非常强的技术壁垒。公司目前已经开展对其它

型号航空动力控制系统的衍生研发，未来有望垄断国内的直升机发动机电子控制器。

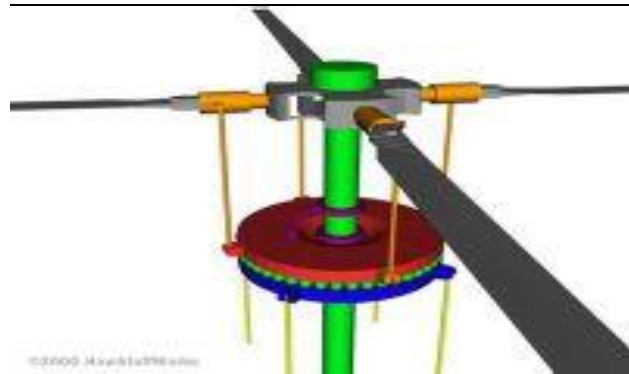
另外，预计公司多年研制的直升机旋翼今年也有望推出并量产，这将是公司在航空制造板块结出的又一朵奇葩，旋翼产品拥有极为广阔的空间。

图表 9：直升机发动机电阻调节器（ECU）



资料来源：光大证券研究所

图表 10：直升机旋翼



资料来源：光大证券研究所

我国直升机数目与周边国家差距很大。未来的战争是立体式的战争，作为攻击坦克和装甲目标以及夺取低空制空权的重要武器，有“树梢杀手”之称的直升机早就已经成为各国军事装备发展的重点领域。根据《THE AMR REGIONAL AIR FORCE DIRECTORY 2011》的数据，截止 2011 年 4 月，美国作为世界上军事实力最强的国家，仅陆军的长弓阿帕奇就有 640 架，这个数目还没有加上海军陆战队和空军武装直升机的数目，而各种军用直升机的总数更是达到 6400 架。

我国目前共有军用直升机 536 架，这个数目甚至没有美国陆军的武装直升机“长弓阿帕奇”的数目多。法国拥有的军用直升机总数大约在 800 架左右，英国也拥有 600 余架军用直升机。日本的航空自卫队、陆上自卫队和海上自卫队共拥有大约 700 架军用直升机。按照日本的规划，未来五年内，日本航空自卫队拥有约 80 架，陆上自卫队拥有约 550 架，海上自卫队拥有约 220 架，总数会达到 850 架。

图表 11：我国的武直-9



资料来源：互联网整理

图表 12：美国的长弓“阿帕奇”

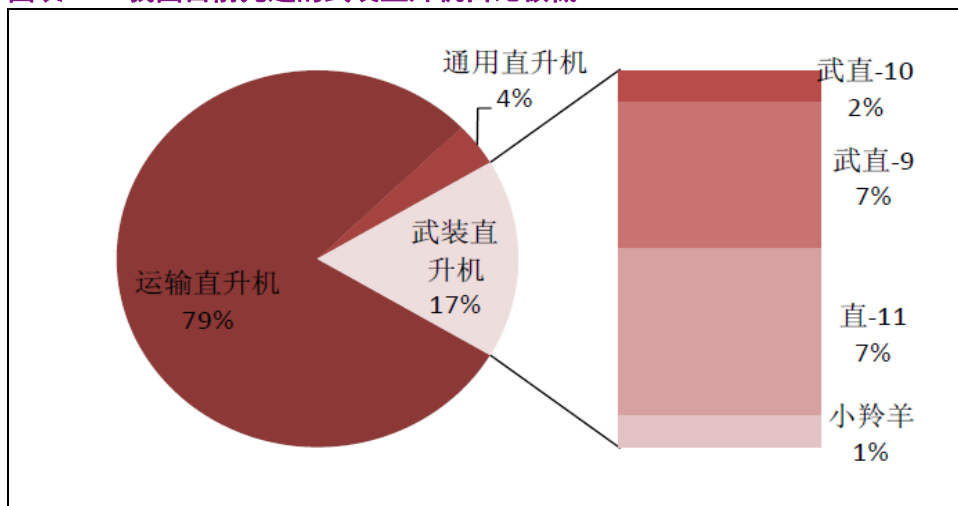


资料来源：互联网整理

我国直升机的构成结构也不够合理。我国陆军航空兵装备非常落后，我国的

军用直升机之中，攻击直升机仅有 91 架，运输直升机 425 架，通用直升机 20 架。攻击直升机奇缺，其中武直-10 仅有 8 架，数目只是美军各军种的“长弓阿帕奇”武装直升机数目之和的百分之一，武直-9 有约 35 架，直 11 有 40 架，轻型进口的小羚羊有 8 架。先进的专用武装直升机的占比极低，阿帕奇作为美国最主要的武装直升机，占比将近 12.5%，而武直-10 作为我国最主要的专用武装直升机，占比还不到 2%。邻国日本的攻击直升机 AH-1S 眼镜蛇有 75 架，新式的 AH-64D 阿帕奇有 10 架，改装过的可用于作战的 UH-1H 也有 168 架，具有攻击作战能力的直升机占比高达 35%。

图表 13：我国目前先进的武装直升机占比极低



资料来源：互联网整理

直升机的作战能力也与美俄差距甚远。武直-10 作为我国第一架专业武装直升机，其作战能力已经可以与美国 AH-1 “眼镜蛇”直升机媲美，但与“阿帕奇”还有一定差距，主要表现在动力系统和武器系统上。武直-9 是多功能直升机的改装，甚至采用的是严重影响飞行员视线的双座驾驶机制，且机载导弹发射系统不佳，这些都在很大程度上制约了武直-9 的作战能力。攻击型直-11 也是由多用途直升机改装而成的，是一种 6 座位的轻型多用途直升机，攻击能力非常有限。进口的小羚羊是上世纪八十年代引进的轻型直升机，主要用于陆军侦查以及军事演习，目前来看其作战能力成疑。

我们认为，未来的十年是我国武装直升机发展的黄金期，需求总数在 400 架左右。蒂尔集团（Teal Group）副总裁航空业分析师 Richard Aboulafia 在 2011 年时表示：“直升机是目前全球军事航空市场中需求增长最快的领域，在整个航空业务完全是一枝独秀”。

考虑到我国汶川地震时所暴露出的直升机数目严重不足的问题以及我国紧张的周边局势，我们估计未来 10 年我国直升机的需求总数为 2000 架左右。按照世界各国的军用直升机构成的平均水平，武装直升机约占军用直升机的 20% 的水平来估计，我国未来十年武装直升机的数目在 400 架左右，平均每年 40 架，40 架恰好也是我国军用直升机的生产厂商——中航昌飞基地目前每年高端机的产能。

每架武装直升机要配备两台发动机控制组件，再加上一台备用，可以预见，仅武装直升机未来所需的 ECU 市场容量就达 1300 台，这为公司航空制造板块业绩的爆发提供了可能。

另据外媒消息，中国未来 5 年会进入一个军用直升机交付的高峰期，其中中国在 2015 年四季度开始会以每季度 20 架的速度交付武直-10 飞机，2016 年末结束，一共交付 100 架武直-10 战机，按照军用装备生产的习惯，飞机整机需要半年到一年的调试时间，另外零部件会提前 1-2 年生产出来，今明两年会是直升机零部件生产的高峰期，同时我们认为昌飞直升机基地扩充到外媒所报道的产能是合理的也是必要的。

图表 14：未来 10 年我国 4 吨级民用直升机需求

应用领域	需求数量（架）
旅游观光、运输	200
中国西部林播、农药喷洒、防火	200
其它地区林播、农药喷洒、防火	120
交通部	68
国家海洋局	24
医疗救护	200
武警部队	360
公安部	400
合计	1572

资料来源：光大证券研究所

图表 15：我国航空工业主要直升机产品产量及价格

类型	价格	生产状况
直9	3000-4000万元	批量生产
HC10	1000 万元	在产
直8	7000-8000万元	批量生产
CA109E	3000-4000万元	在产

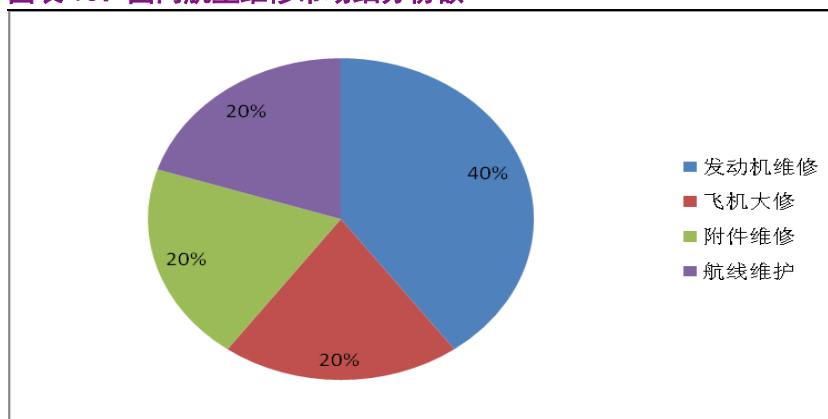
资料来源：光大证券研究所

2.2、航空维修业务面临广阔成长空间

据统计，目前全世界每年的航空维修产值在 500 亿美元左右，2011 年中国航空维修市场总量约为 150 亿元，占世界航空维修市场的 5%。AMECO 预计，未来 20 年中国将需要 2400 架新飞机，成为全球第二大航空市场，飞机维修市场将年均增速 7.6%。按此测算，2015 年总产值达到 30 亿美元，而低空开放将进一步扩大这一数字。

根据中国民航局预测，至“十二五”末，年民航飞机维修保障工作量将比 2010 年增长 70%-100%，市场规模将达到 450 亿元，维修复合增速约为 25%。

图表 16：国内航空维修市场细分份额



资料来源：光大证券研究所

技术密集是飞机维修业的最大特点，也是壁垒所在。飞机维修分为机体维修、发动机维修和机载设备维修三大类，2011 年获 CAAC 批准的 370 家国内民航维修企业，82%集中于机载设备（部件）维修，介入高利润、高技术含量的机体维修市场仅 32 家，占总量 6%；相比之下，国外有 37%的维修企业集中于此市场。

目前，国际竞争者大多通过与国内航空公司合资的方式进入中国市场。在高端的飞机机体和发动机维修领域，有 GAMECO、AMECO、TEACO 等；在机载设备维修领域，主要企业有海特高新、广州航新、西安翔羽和武汉航达等，市场层次比较清晰。

我们认为，民航维修市场的稳定增长将为公司带来持续稳定的维修业务需求。目前，民航维修市场格局已基本稳定，公司、武汉航达以及广州新航处于航空机载设备行业前三。公司也顺应国内航空机型的变化，通过募投项目建设空客系列飞机机械类机载设备维修生产线技术改造项目来进一步提升自己的维修能力。未来，公司将充分分享行业成长带来的机遇。

我们认为，低空开放和军机增加将是公司未来维修业务的增长点。我们预计，低空开放实现突破后，政府用小型机队和私人直升机的维修将会完全外包给专业维修公司。而我国军用直升机数量和比例远低于各大国，随着军方直升机采购数量的增加，军用直升机维修市场的需求也会加大。公司作为专业的支线飞机、直升机及公务机维修公司，将获得巨大发展。

在军机维修领域，目前，公司与武汉航达等几家竞争对手均已有所介入。随着中国战机的不断增加，军机维修市场规模庞大且需求稳定，但由于目前军机维修主要还是由解放军第五七二一工厂、第五七一零工厂等军方下属维修企业进行，第三场专业维修企业获取的市场份额有限。

我们认为，随着军队保障社会化的逐步推进，包括武器装备生产、维修在内的军方市场将逐步向社会企业开放。公司作为行业内率先与军队建立合作关系的少数几家航空维修企业，先发优势明显。军机维修业务完全有可能贡献超预期的业绩。

2.3、航空培训市场蛋糕诱人

目前，航空培训国内市场资源紧缺，严重供不应求，公司拓展业务潜力巨大。我们预计 2013 年至 2014 年我国模拟机需求分别为 75 万、79 万、84 万小时，国内市场需求在 22.5 亿、23.7 亿、25.2 亿元左右。我们估计 2012 年国内企业的市场份额仅在 13 亿左右，潜力巨大。

公司目前拥有 5 台模拟机：2 台 320 空客、2 台 737 波音和 1 台麦道模拟机，占民航模拟机培训市场的份额在 8% 左右，每年培训飞行员、机务人员、空乘人员合计 2000 人次。公司新购的模拟机今年 3 月底就能到位，我们预计调试安装后 6 月底展开培训。一年工作 6500 小时以上，每小时收费 500 美元。这部分预计增加 1000 万元的培训收入。

海外培训市场方面，公司在 2012 年已经完成新加坡新建项目土地购置、机房设计、厂房建设、模拟机引进认证以及亚太市场的初期拓展工作，并及时构建海外管理团队，我们预计新加坡公司有望在 2013 年投产。

3、通用航空发展助推公司各项业务大发展

3.1、通用航空发展是大势所趋

目前，国内通用航空刚刚起步，低空空域放开将是公司面临的重大机会。美国作为通用航空最为发达的国家，其国土面积与中国相当，2011 年 GDP 总额、人口数量和人均 GDP 分别约为中国的 2 倍、1/4 和 8 倍，但其通用航空飞机数量达 22 万架，为中国的 190 倍，通用航空通航点数量约为中国的 66 倍。即使与 GDP 总量仅为中国 GDP 总量 1/3 的巴西相比，中国通用航空的发展也严重滞后，通用航空飞机数量和通用航空通航点数量仅为巴西同类指标的 1/9 左右，因此可以预测未来中国通用航空具有巨大的发展空间。

图表 17：通用航空应用范围



资料来源：互联网整理

目前全球拥有的通用航空飞机数量超过38万架，其中美国拥有22.3万架，美国通用航空的规模及发展水平远超其他国家。除了美国之外，加拿大、法国、德国、英国、巴西2009年通用航空飞机数量分别为33533架、31721架、21570架、21063架、19765架，即使像新西兰、瑞士这样的国家，通用航空飞机数量都要数倍于中国。

截至2011年底，我国通用航空企业期末在册航空器总数达到1124架，其中教学训练用飞机303架。获得通用航空经营许可证的通用航空企业123家。尽管近年来我国通用航空的增长速度明显加快，但是我国的发展水平与世界通用航空较发达国家相比，差距巨大。

图表 18：我国与美国通用航空业发展现状比较

指标	中国（2011）	美国（2010）
飞机数量	1154 架	23万架
机场数量	颁证机场 114个，注册临时起降点 285个，合计399个	1.75万个
飞行员人数	不足 2000 人	61万余人
从业人数	1万人左右	提供126.5万个就业岗位
经营企业	123 家	4.5万家
年作业时间	12.3万小时	2800 万小时
年产值	17.9亿人民币	1500亿美元
经济贡献率	可忽略	占 GDP 的1%

资料来源：中航工业集团

制约国内通用航空发展的主要原因在于我国的低空空域管理长期处于封闭状态，而随着《关于深化我国低空空域管理改革的意见》的出台和实施，制约通航产业发展的政策障碍正在逐步消除。2012年珠海航展期间，国家空中交通委员会有关负责人表示，2013年将在全国范围铺开低空空域管理改革，推进通信指挥和对空监视系统建设。

图表 19：近年来推动中国通用航空发展的有关政策

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2007.07	中国民用航空局	《民航东北地区通用航空政策试点工作实施办法》	制定了农林作业通用航空的工作内容、工作步骤，是推动东北地区通用航空试点工作的纲领性文件
2010.01	中国民用航空局	《关于加快通用航空发展的措施》	科学规划通用航空的发展、推动空域保障、加快通用航空机场的建设等15个方面
2010.08	国务院、中央军委	《关于深化中国低空空域管理改革的意见》	明确了低空空域改革的阶段性目标、主要任务和措施
2011.05	中国民用航空局	《中国民用航空发展第十二个五年规划》	制定了通用航空基础设施建设、通用航空规模扩大的发展规划
2012.07	国务院	《国务院关于促进民航业发展的若干意见》	提出大力发展通用航空，加强通用航空基础设施建设，完善通用航空法规标准体系，改进通用航空监管
2012.12	财政部	《通用航空发展专项资金管理暂行办法》	包括农林飞机播种、航空摄影、飞机医疗救护以及应急救援飞行作业等通航飞行作业都可以获得财政补

		贴，每小时最高可补贴7.8万元。这是国家出台的首个对通航产业的专项补贴政策。
--	--	--

资料来源：光大证券研究所

2012年12月11日，民航局、财政部联合印发的《通用航空发展专项资金管理暂行办法》正式颁布实施。通用航空发展专项资金将用于通用航空作业补贴、通航飞行员培训补贴及完善通用航空设施设备等。12月21日，民航局局长李家祥在全国民航工作会议上表示，2013年民航局将出台进一步支持通航产业发展的政策：其一是出台规定加强通用航空公司成立到运营整个过程的流程和管理；其二是通过政策补贴促进通用航空产业发展；其三是加大通用航空基础设施的投入；其四是完善通用航空政策，促进通用航空发展。

我们认为，随着低空空域管理改革的进一步深化，以及支持通航产业发展的政策陆续出台，我国通用航空产业的发展有望从梦想照进现实，空管系统建设、通用飞机制造、维修保障及运营服务等产业链相关环节将依次获益。

图表 20：我国低空空域管理改革时间表

目标分层	时间周期	主要改革措施及拟实现目标
总体目标	5-10 年	在低空空域管理领域建立起科学的理论体系、法规标准体系、运行管理体系和服务保障体系，逐步形成一整套既有中国特色又符合低空空域管理规律的组织模式、制度安排和运作方式、充分开发和有效利用低空空域资源。
阶段目标之试点阶段	2011 年之前	在长春、广州飞行管制分区改革试点的基础上，在沈阳、广州飞行管制区进行深化试点，在更大范围深入探索低空空域管理改革的经验做法，研究提出低空空域划分标准，完善政策法规，探索运行机制，简化工作程序，优化服务保障模式，为全面推进低空空域管理改革奠定基础。
阶段目标之推广阶段	2011-2015 年	在全国推广改革试点，在北京、兰州、济南、南京、成都飞行管制区分类划设低空空域，进一步建立健全法规标准，优化运行管理模式、合理布局和建设服务保障网点，基本形成府监管、行业指导、市场化运作、全国一体的低空空域运行管理和服务保障体系。
阶段目标之深化阶段	2016-2020 年	进一步深化改革，使低空空域管理体制机制先进合理、法规标准科学完善、运行管理高效顺畅、服务保障体系可靠完备，低空空域资源得到科学合理开发利用。

资料来源：互联网整理

根据《中国民航十二五计划》，到2015年，我国通航机队规模将增加到2000架以上，将带动上下游超过一万亿元的市场规模。我们预计，海特高新的四大业务板块将显著受益于通用航空产业的快速发展。

4、“民参军”闸门已开 公司是民参军龙头

2012年6月30日，国防科工局、总装备部公开发布了《关于鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》，提出了“积极鼓励、正确引导、同等对待、确保安全”的原则。。我们认为，这昭示着作为国家重要敏感领域之一的国防科技工业和武器装备领域，也向民间资本进一步打开了大门。

当前，从实际情况来看，现代武器装备越来越复杂，任何一项重要武器装备都依赖于全社会大协作，重大武器装备的协作配套单位达到数千家。目前，

在已发武器装备科研生产许可证的 1800 多家单位中，有 480 多家是非公企业。

图表 21：《实施意见》明确民间资本进入国防科技工业的四个领域

领域	主要内容	主要措施
武器装备科研生产	民营企业可以承担武器装备科研生产任务，并鼓励民间资本投入到武器装备科研生产中	推行竞争性装备采购。这是近年来军队有关部门推行的装备采购制度的核心内容，包括分类、分层、分阶段以及一体化竞争等多种形式。其本质就是鼓励社会上所有符合条件的单位进入武器装备科研生产相适应领域。修订完善武器装备科研生产许可目录并向社会发布，缩短审查周期。《实施意见》明确：民营企业可以通过与军工单位合作承担武器装备科研成产任务，也可以独立承担武器装备科研生产任务。同时明确：对于公开招标的项目，鼓励民营企业通过招投标参与竞争。
国防科技工业投资建设	指民间资本可以投入国防科技工业固定资产投资中，包括设计开发、试验验证、生产制造等环节所需的设备设施和软硬件	民营企业、民间资本进入国防科技工业投资建设领域，主要包括两方面：一是承包工程建设项目，以及向军品能力建设提供所需的仪器、设备和软件；二是直接投资于国防科技工业能力建设，用于武器装备科研生产。
军工企业改组改制	指民间资本可以资本金的方式参与军工企业的合并重组、分离分立、股份制改造等资本层面	
军民两用技术开发	军民结合领域，这一领域有大量技术现可用于武器装备，也可用于民品，可以军民两用。	

资料来源：《国防科技工业》杂志

我们预计，海特高新作为少有的航空维修检测制造领域的民营企业，受益于“民参军”政策的放开，发挥自身的优势，有望进入更多的航空产业领域。并有望在资本运作过程中，与上下游客户结成并巩固战略合作关系，分享我国航空产业发展的大蛋糕。

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

我们认为，从“需求爆发-供给冲击-供给修正-需求满足”的通用航空产业发展的逻辑来看，通用航空服务需求的大爆发，除现有的通用航空运营企业受益外，最受益的就是航空培训、航空器制造、航空维修及基础设施等子行业。因此，海特高新是首选标的。

我们认为公司 2013 年业绩增长的主要来源是：直升机 ECU 制造交付数量同比增长 150%，销售额同比增长 4 倍；旋翼产品存在量产预期，贡献高弹性业绩；航空培训业务受益于新增模拟机，外延式扩张带来培训额增长 40%；下属控股参股公司度过大规模资本开支期，整体盈利能力提高，其中航空维修业务的主体天津航空基地贡献利润同比增长 20%。

综上，我们预计公司 2013-2014 年 EPS 为 0.4 元和 0.54 元（均为摊薄后），目前股价对应 2013 年业绩仅 30 倍，远低于军工板块 40 倍的平均 PE 水平。我们给予公司 2013 年业绩 40 倍估值，目标价 16 元。

图表 22：公司主要产品业务增速和毛利率假设表

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	200.3	232.3	296.4	462.1	671.0
航空维修租赁	139.24	155.89	174.60	209.52	272.37
航空检测技术服务	22.30	11.05	12.71	15.25	18.30
航空设备制造	1.41	6.30	20.79	83.16	166.32
航空培训	37.37	51.84	80.35	144.63	202.49
其他	0.00	7.26	7.99	9.58	11.50
营业收入增速	63.4%	16.0%	27.6%	55.9%	45.2%
航空维修租赁	204.7%	12.0%	12.0%	20.0%	30.0%
航空检测技术服务	-44.3%	-50.4%	15.0%	20.0%	20.0%
航空设备制造	-95.1%	346.8%	230.0%	300.0%	100.0%
航空培训	6573.2%	38.7%	55.0%	80.0%	40.0%
其他	-100.0%	#DIV/0!	10.0%	20.0%	20.0%
营业收入构成					
航空维修租赁	69.5%	67.1%	58.9%	45.3%	40.6%
航空检测技术服务	11.1%	4.8%	4.3%	3.3%	2.7%
航空设备制造	0.7%	2.7%	7.0%	18.0%	24.8%
航空培训	18.7%	22.3%	27.1%	31.3%	30.2%
其他	0.0%	3.1%	2.7%	2.1%	1.7%
毛利率	57.6%	55.0%	56.1%	58.7%	58.3%
航空维修租赁	53.7%	48.3%	48.0%	49.0%	48.0%
航空检测技术服务	81.6%	82.5%	82.0%	82.0%	81.0%
航空设备制造	67.9%	61.9%	63.0%	65.0%	63.0%
航空培训	57.2%	64.6%	65.0%	65.0%	65.0%
其他	0.0%	83.1%	83.0%	83.0%	80.0%

5.2、敏感性分析

敏感性测试结果	长期增长率(g)				
WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
0.08	8.34	8.72	9.16	9.70	10.37
0.09	7.64	7.95	8.30	8.73	9.24
0.09	7.03	7.28	7.57	7.91	8.31
0.10	6.49	6.70	6.93	7.21	7.53
0.10	6.01	6.18	6.38	6.60	6.86
0.11	5.57	5.72	5.88	6.07	6.28
0.11	5.18	5.30	5.44	5.60	5.78
0.12	4.82	4.93	5.04	5.18	5.32
0.12	4.49	4.58	4.68	4.79	4.92
0.13	4.19	4.27	4.35	4.45	4.56
0.13	3.91	3.98	4.05	4.13	4.22

6、估值与股价催化剂

6.1、相对估值

图表：行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	股价	EPS			PE			投资 评级
			11A	12E	13E	11A	12E	13E	
600184	光电股份	24.38	0.11	0.04	0.80	206	566	29	买入
000768	中航飞机	11.40	0.04	0.15	0.17	261	73	61	买入
600038	哈飞股份	21.89	0.33	0.38	0.46	64	56	46	买入
601989	中国重工	4.94	0.32	0.34	0.37	15	14	13	买入
600893	航空动力	14.61	0.24	0.31	0.40	63	49	38	买入
600372	中航电子	24.4	0.50	0.36	0.45	37	52	42	买入
002013	中航精机	15.0	0.18	0.51	0.60	91	32	27	买入

资料来源：光大证券研究所

军工板块整体估值水平较高，海特高新作为业绩较好的成长股，目前股价对应 2013 年业绩仅有 30 倍，我们认为是最安全的军工股。我们给予公司 2013 年业绩 40 倍估值，目标价 16 元。

6.2、股价驱动因素

低空开放试点政策明确

公司生产的直升机 ECU 订单超预期

公司研制的直升机旋翼实现量产

7、投资评级

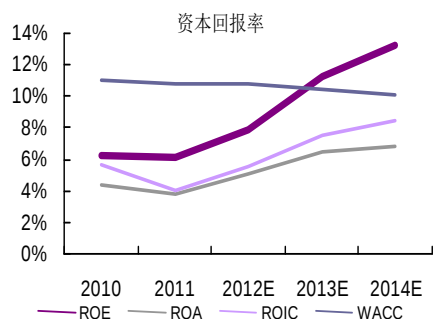
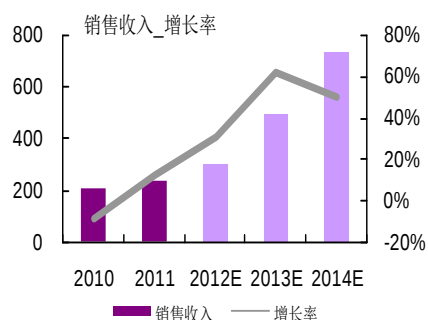
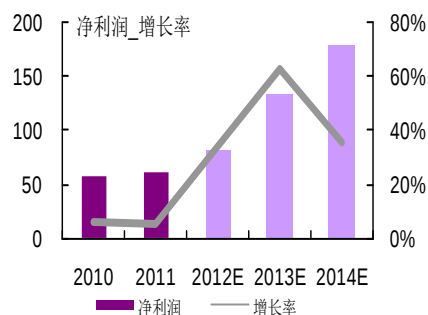
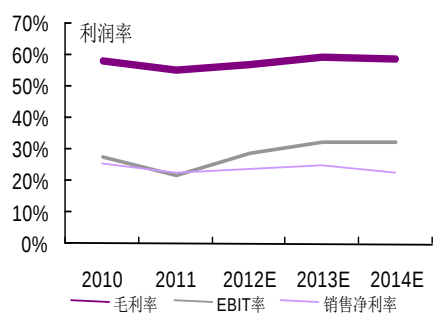
我们预计公司 2013-2014 年 EPS 为 0.4 元和 0.54 元（均为摊薄后），目前股价对应 2013 年业绩仅 30 倍，远低于军工板块 40 倍的平均 PE 水平。我们给予公司 2013 年 40 倍估值，目标价 16 元。

8、风险分析

低空开放进程低于预期

天津基地项目建设进程低于预期

电调项目进度低于预期



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	208	232	303	489	732
营业成本	87	104	130	198	299
折旧和摊销	34	53	60	72	83
营业税费	4	4	6	9	14
销售费用	10	11	14	22	33
管理费用	49	58	66	93	139
财务费用	5	5	23	37	61
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	7	10	12	13
营业利润	57	53	74	132	185
利润总额	64	64	86	146	201
少数股东损益	-5	-8	-9	-10	-11
归属母公司净利润	58.21	61.08	81.66	132.87	179.44

2010	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	1,218	1,407	1,446	1,917	2,492
流动资产	606	656	563	906	1,364
货币资金	356	387	242	391	586
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	113	118	152	245	366
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	23	23	14	22	48
存货	99	105	127	206	301
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	85	78	78	78	78
固定资产	288	373	521	654	772
无形资产	94	96	91	87	82
总负债	258	389	399	748	1,154
无息负债	76	49	49	63	79
有息负债	182	340	350	685	1,074
股东权益	960	1,018	1,047	1,170	1,338
股本	295	295	295	335	335
公积金	416	422	431	404	422
未分配利润	243	298	327	446	608
少数股东权益	6	3	-6	-16	-27

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	53	78	86	40	53
净利润	58	61	82	133	179
折旧摊销	34	53	60	72	83
净营运资金增加	30	31	108	329	441
其他	-70	-67	-164	-494	-651
投资活动产生现金流	-204	-199	-174	-188	-187
净资本支出	-205	-226	-200	-200	-200
长期投资变化	85	78	0	0	0
其他资产变化	-83	-52	26	12	13
融资活动现金流	336	155	-57	297	328
股本变化	107	0	0	40	0
债务净变化	7	158	10	335	389
无息负债变化	-27	-27	0	14	16
净现金流	187	31	-145	149	194

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-9.17%	11.93%	30.34%	61.49%	49.71%
净利润增长率	5.61%	4.93%	33.69%	62.72%	35.05%
EBITDA/EBITDA 增长率	-9.50%	13.15%	40.89%	56.19%	38.34%
EBIT/EBIT 增长率	-8.42%	-11.32%	70.30%	81.30%	48.40%
估值指标					
PE	61	58	43	30	22
PB	4	3	3	3	3
EV/EBITDA	37	35	26	20	16
EV/EBIT	60	71	44	29	21
EV/NOPLAT	72	85	52	35	25
EV/Sales	17	15	13	9	7
EV/IC	4	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	58.32%	55.04%	56.94%	59.51%	59.13%
EBITDA 率	44.24%	44.73%	48.34%	46.76%	43.21%
EBIT 率	27.63%	21.89%	28.60%	32.10%	31.82%
税前净利润率	30.92%	27.55%	28.56%	29.91%	27.39%
税后净利润率 (归属母公司)	28.04%	26.29%	26.96%	27.17%	24.51%
ROA	4.40%	3.78%	5.02%	6.41%	6.76%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.10%	6.02%	7.76%	11.21%	13.15%
经营性 ROIC	5.63%	3.97%	5.52%	7.43%	8.39%
偿债能力					
流动比率	20.11	23.22	14.61	2.34	1.72
速动比率	16.83	19.51	11.32	1.81	1.34
归属母公司权益/有息债务	5.25	2.99	3.01	1.73	1.27
有形资产/有息债务	6.06	3.81	3.80	2.64	2.22
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.20	0.21	0.28	0.40	0.54
每股红利	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.18	0.26	0.29	0.12	0.16
每股自由现金流(FCFF)	-0.51	-0.53	-0.59	-0.94	-1.04
每股净资产	3.23	3.44	3.57	3.54	4.07
每股销售收入	0.70	0.79	1.03	1.46	2.18

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

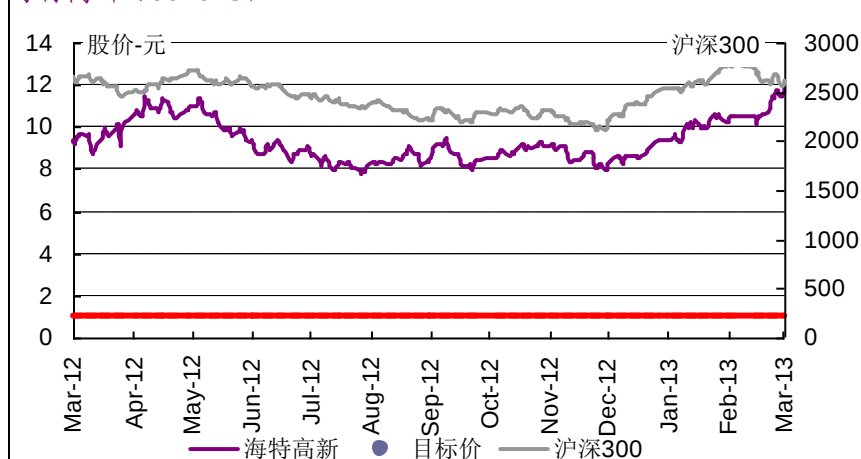
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陆洲，北京大学硕士，财政部财科所博士在读，主要从事机械和军工行业研究。曾任中国证券报公司新闻部记者。优势：与机械行业公司长期联系，行业内人脉关系深厚，能够敏锐洞察公司基本面和内外经营环境的变化，善于从宏观层面和产业资本角度分析行业公司所处的位置与优劣利弊，对军工行业有较为深刻的理解。最熟悉板块：航天军工、工程机械、煤炭机械、农机 最熟悉公司：中国重工、中国卫星、沈阳机床、中联重科、航空动力、林州重机、凌云股份。

投资建议历史表现图

海特高新（002023）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-10-15	16.48	18.00	增持
买入—	增持—	中性—	
减持—	卖出—		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebscn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebscn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lix1@ebscn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	-	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	-	jianghong1@ebscn.com
	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebscn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebscn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebscn.com
	顾超	021-22169485	-	guchao@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebscn.com