

着陆，是为了起飞

——中信海直可转债申购价值分析

分析师：杨为敦

执业证书编号：S0300512020001

Email: yangweixiao@lxzq.com.cn

分析师：黄平

执业证书编号：S0300511010009

Email: huangping@lxzq.com.cn

日期：2012 年 12 月 19 日

www.lxzq.com.cn

引：中信海直发布可转债募集书，债券发行基本条款如下：

	海直转债
发行人	中信海直（000099）
募集资金运用	购置 4 架 EC 225LP 型直升机，公司方面表示，募投项目的实施将提升公司的海上大型远程直升机的运力，有助于优化机队配置结构，进一步增强市场竞争力，同时对于拓展公司经营规模、巩固行业地位也有着重要意义。
发行日	2012 年 12 月 19 日
资金解冻日	2012 年 12 月 25 日
发行规模	6.5（亿元）
债券期限	6 年
信用评级	AA+
担保人	无担保
票面利率	第一年 0.5%、第二年 1%、第三年 1.5%、第四年 2%、第五年 2%、第六年 2%。
转股价格	7.1 元/股
转股价格调整	送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利
修正条款	当公司股票在任意连续二十个交易日中至少十个交易日的收盘价低于当期转股价格 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。



联讯证券

	海直转债
赎回条款	<p>(1) 到期赎回条款 本次发行的可转债到期后五个交易日内, 公司将以 106 元(含最后一期利息) 的价格赎回未转股 A 股可转债。</p> <p>(2) 提前赎回条款 转股期内, 当下述两种情形的任意一种出现时, 公司有权决定按照债券面值当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债:</p> <p>A. 在转股期内, 如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%(含 130%);</p> <p>B. 当本次发行的 A 股可转债未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款	自本次可转债第三个计息年度起, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的 103%(含当期利息) 回售给公司。

转债关键指标预计:

债底价值	84.52 元
正股历史波动率	34.88%
权证价值	25.96—31.85 元
转债理论价值	110.48—116.37 元
转股摊薄比例	17.71%
中签率	0.34%—0.75%
收益率	0.125%—0.245%

我们建议原股东积极认购“海直转债”，海直转债无论是在 A 股市场还是在转债市场上，都具有品类上的稀缺性，其正股有望在估值纠偏后享受稳定增长带来的上行，而转债有望表现出非常强的股性，与正股走势的相关性很强。虽然申购杠杆较低，但我们预计其上市价格可能在 110 元以上，申购收益可以覆盖资金成本，投资者仍建议积极申购。

【相关研究】

《信心重建》——2012.12.17

《偏股性转债行情有望启动》——2012.12.7

《避险仍为第一要义》——2012.11.30

《持续关注页岩气设备、固废处理和通用航空——机械设备行业周报》——2012.7.26

《南海油田开采招标利好通用航空产业发展——通用航空行业周报》——2012.6.27

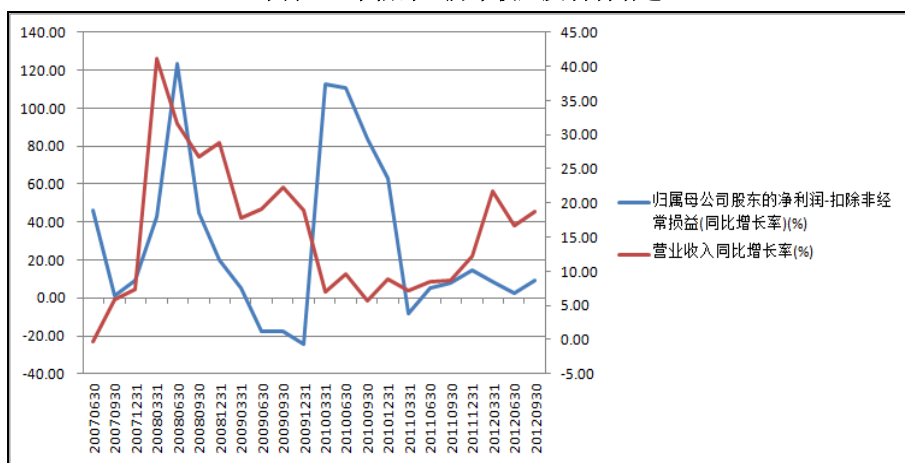
《产业发展稳步推进，继续看好优势个股——通用航空行业周报》——2012.5.9

一、着陆，是为了起飞

1、公司是中国规模最大的通用航空企业，也是为我国通用航空业首家及唯一的上市公司。主要业务：为国内外用户提供海洋石油服务及其他通用航空业务。业务遍布中国三大海域和全国主要城市。其核心业务客户是中海油等海上油气相关企业，多年来与中海油建立了良好密切的业务往来关系，确立了海上直升机龙头地位，也使得其业绩的季节性并不明显。

2、公司业务增长较为平稳，我们预计公司受益于海油业务的基础优势而业务温和上升，但由于公司产能基本饱和，投产运力增长又不具备爆发性，那么公司短期内业绩增长仍然比较平稳。

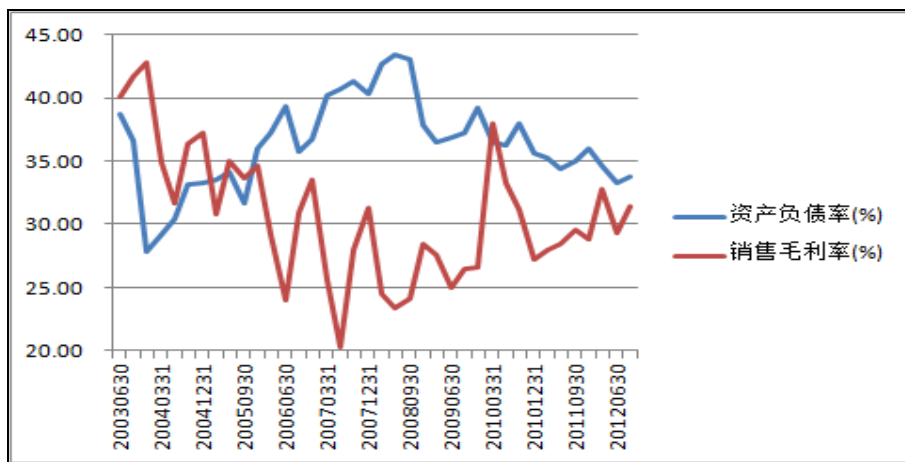
图表1 中信海直历年收入及利润增速



数据来源：联讯证券投资研究中心

3、近几年以来公司的内涵式增长较好，杠杆率不断降低并且毛利率逐步升高，亦说明公司的未来潜在增长仍有一定提升空间。

图表2 公司的内涵式增长较好



数据来源：联讯证券投资研究中心

4、由于公司身处新兴行业，其业绩的独立性较强，行业的独立走势将对公司的影响最大。公司的看点更多在于远景，比如我国通用航空仍处于起步阶段，未来发展空间巨大。

(1) 据统计，目前全球通用飞机约 34 万架,其中,仅美国就有约 22.2 万架,占全球通用航空飞机的 70%左右,中国约 800 架，占比仅为 0.24%，而与中国国土面积相当但人口数量远低于中国的加拿大、澳大利亚以及巴西等国，通用飞机数量也都在 10000 架以上，远高于中国的水平。对比同类国家的情况，我国通用航空产业仍处于起步阶段，未来发展空间巨大。

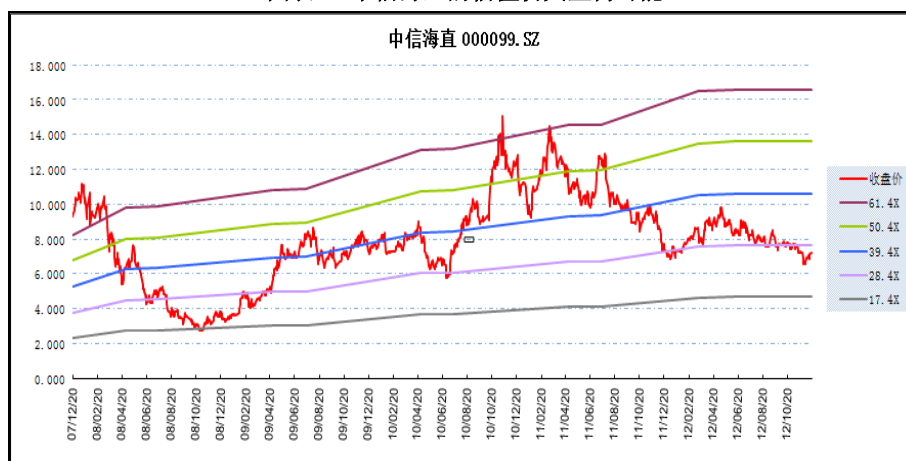
(2) 国务院的《促进民航业发展的若干意见》将通航到 2020 年的平均增速从原先的 16%提高到 19%，通航发展逐步成为民航发展的重头戏。但由于我国领空的独特性，空管限制较多，逐步放开空域资源仍需耐心等待相关政策出台，我们认为目前公司收入增速有望维持在 15-20%附近，高速增长的愿景需要等待。

(3) 我国将于 2013 年初在全国范围展开低空空域管理改革，通用航空发展将进入快车道。我国低空空域管理改革将在 2013 向全国铺开。业内专家表示，随着国家层面在政策上破冰，通用航空产业发展迎来了一个难得的历史机遇期，或将撬动上下游产业超万亿的市场。但我们必须注意到，在通用航空前景看好的背景下，仍面临基础性设施较差，专业人员匮乏等基础性问题需要解决。

(4) 出于能源紧缺的考虑，中海油加大对周边海域战略性石油开采勘探的业务，并且近海的勘探技术已然成熟稳定，市场预期未来五年海油业务年增速将持续在 15%左右。随着开发领域的不断扩大，对深海油气勘探开发的直升机的需求亦将呈不断加大之势。

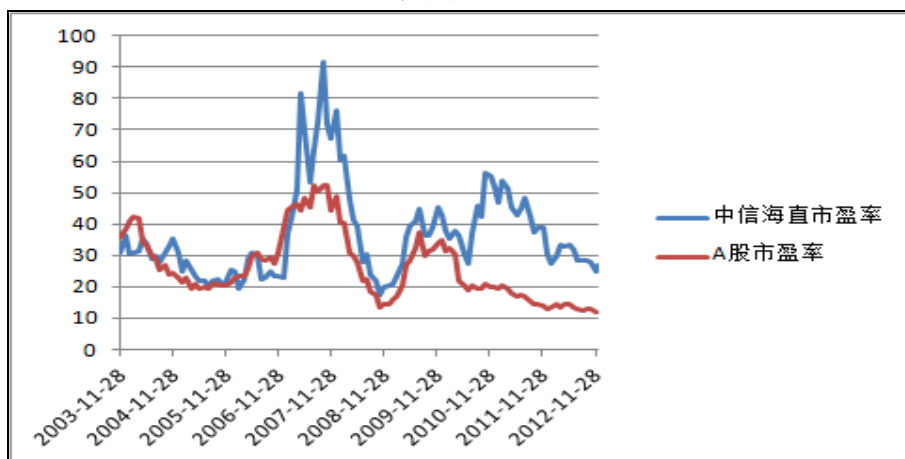
5、虽然公司在 A 股市场中具有稀缺性，但公司估值比行业均值偏高，而从纵向比较来看，公司估值仍比大盘同期位置高，短期之内的估值溢价仍然较大，而从成长性的角度来说，市场或高估了公司未来的成长性，今年的预期 PEG 出现超越历史 PEG 的情况，在目前大小估值重构的市场中，我们认为中信海直的估值上行弹性不足或仍有下行空间，但在调整之后仍会随业绩稳定上行。

图表3 中信海直的估值仍具重构可能



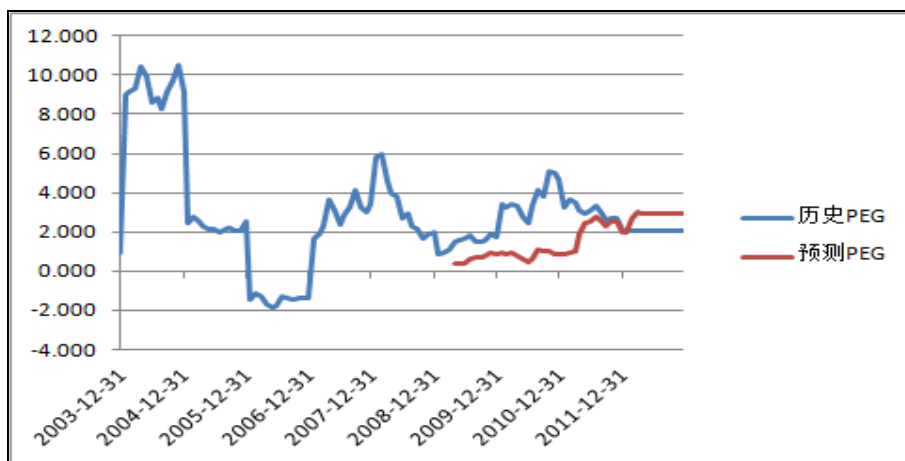
数据来源：联讯证券投资研究中心

图表4 公司估值仍比大盘同期位置高



数据来源：联讯证券投资研究中心

图表5 今年的预期PEG出现超越历史PEG的情况

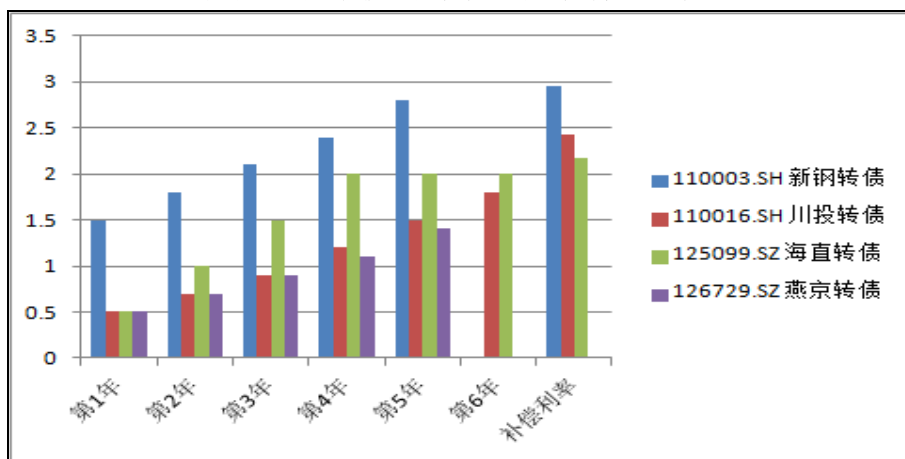


数据来源：联讯证券投资研究中心

二、高股性、低债性

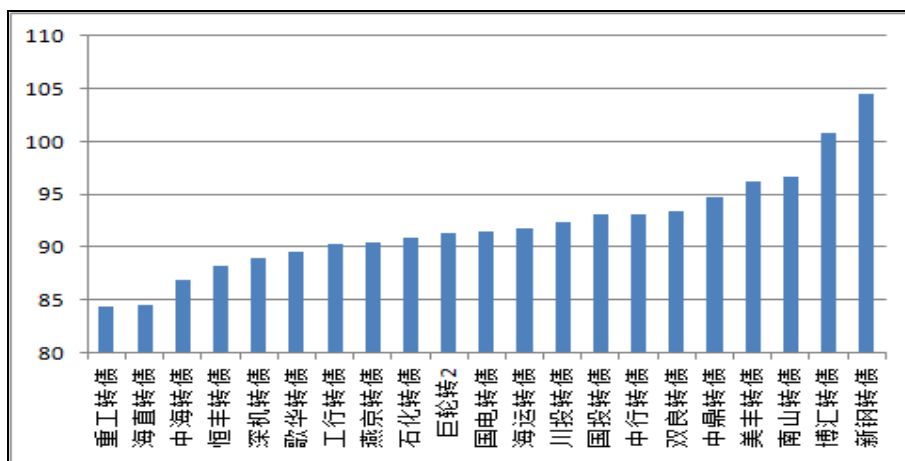
1、海直转债的信用评级为 AA+，属于较高评级，违约风险不大，市场上同评级转债还有燕京转债、川投转债和新钢转债三只，其海直转债的利率条款属于中等偏上的水平，其条款略差于新钢转债，但比其余两只好，若按照可比评级债券的收益率 5.1%来进行贴现的话，海直转债的纯债价值在 84.52 元附近，在可转债市场中属于债底很低的品种，我们预计上市后债性对转债价格的支撑性较差。

图表6 海直转债的利率条款属于中等偏上的水平



数据来源：联讯证券投资研究中心

图表7 海直转债属于债底很低的品种

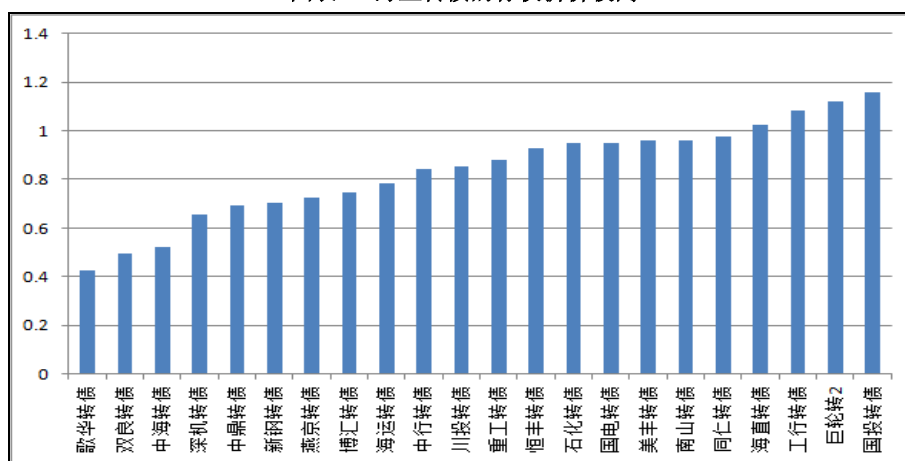


数据来源：联讯证券投资研究中心

2、回售条款设计得较为宽松，其相对回售期仅有 2 年时间，证明公司对自己的股价较为有信心，如果发生风险事件使得股价超预期下跌，公司亦有充足的动力去下调行权价。

3、目前的公司股价已经超过了行权价，我们预计海直转债将呈现出非常强的股性，若按照目前 7.26 的正股价格折算的话，其行权折价在 1.02 左右，仅次于工行、国投及巨轮转债。

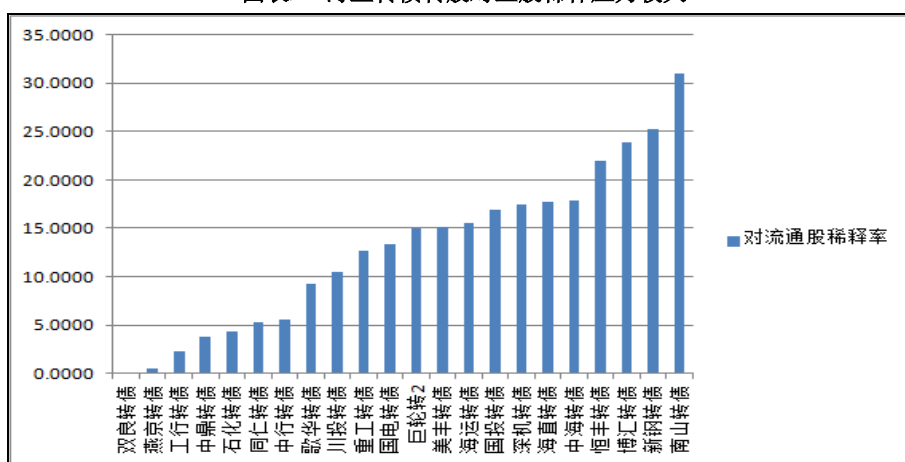
图表8 海直转债的行权折价较高



数据来源：联讯证券投资研究中心

4、如果全部转股的话，其海直转债的转股价值为 6.65 亿元，其对流通市值的稀释率为 17.71%，在转债市场中属于偏高水平，其对正股的稀释压力较大。

图表9 海直转债转股对正股稀释压力较大



数据来源：联讯证券投资研究中心

三、转债估值

按照我们的估计，海直转债应属于股性较强的转债，其正股的历史波动率在 34.88% 左右，可能表现出较为明显的与正股的联动性，并且回售条款比较宽松，但一旦发生大规模回售，对正股反过来的稀释力度很大，但海直转债规模较小，流动性应给予一定的溢价，我们认为可比的类似个券为南山转债和巨轮转 2，可给的转股溢价率为 5%-9%，我们预计转债上市价格中枢在 110.48-116.37 元。

图表10 转债理论价格及估值敏感度

	5%	6%	7%	8%	9%
6.9	102.05	103.02	103.99	104.96	105.93
7.15	105.74	106.75	107.76	108.76	109.77
7.4	109.44	110.48	111.53	112.57	113.61
7.65	113.14	114.22	115.29	116.37	117.45
7.9	116.84	117.95	119.06	120.17	121.29

数据来源：联讯证券投资研究中心

四、收益率及中签率估计

1、海直转债发行要素

本次发行的可转债向本公司原股东优先配售。原股东优先配售后余额及原股东放弃的部分采用网下对机构投资者配售和通过深交所系统网上定价发行相结合的方式进行。本公司原股东可优先认购的可转债数量为其在募集说明书确定的股权登记日（2012 年 12 月 18 日）收市后登记在册的本公司股份数乘以 1.2655 元（即每股配售 1.2655 元面值的可转债），再按每 1 张 100 元转换为张数。网上配售不足 1 张的部分按照精确算法取整。本公司原股东可优先认购的可转债上限总额为 649.9608 万张，占本次债券发行数量的 99.99%。

原股东可优先配售的海直转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的持有中信海直股份数量按每股配售 1.2655 元面值可转债的比例计算可配售可转债金额，再按 100 元/ 张的比例转换为可转债张数。本次发行向原股东的优先配售采用网上配售，网上优先配售转债认购数量不足 1 张的部分按照登记公司配股业务指引执行。原股东的优先认购通过深交所系统进行，配售简称为“海直配债”，配售代码为“080099”。原股东除可参加优先配售后，还可参加优先配售后余额的申购。

原股东优先配售后余额及原股东放弃优先配售的部分在网下和网上预设的发行数量比例为 60%:40% 。根据实际申购结果，最终按照网下配售比例和网上中签率趋于一致的原则，在预设的网上和网下发行数量之间进行适当回拨。余额由承销团包销。网下向机构投资者发售由联合主承销商中信证券股份有限公司负责组织实施。

一般社会公众投资者通过深交所交易系统参加申购，申购代码为“070099”，申购名称为“海直发债”。网上向社会公众投资者发售部分每个账户最小申购单位为 10 张（1,000 元），超过 10 张必须是 10 张的整数倍，申购上限是 26,000 万元（260 万张）。

2、中签率及收益率估算

考虑海直转债的强股性，我们预计其在上市后高于面值的可能性较大。我们建议原股东积极参与配售，我们预计有 50%-60% 的股东参与此次配售，那么海直转债的可申购余额为 2.6-3.9 亿元。

网下和网上具体发行比例为 60%:40%，网下申购杠杆并不大，只有 2.5 倍，那么充分考虑年底的资金面较为紧张，权益类产品的表现较好等环境，预计网下申购资金为 200-300 亿，而网上申购资金为 20 亿，那么总共的申购资金量为 520-770 亿元。

我们预计其中签率为 0.34%-0.75% 之间，若再叠加上我们预期上市收益率为 10.48%-16.37%，其持有期收益率可能如下：

图表11 中签率与收益率敏感性分析

	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
8%	0.032	0.04	0.048	0.056	0.064
10%	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
12%	0.048	0.06	0.072	0.084	0.096
14%	0.056	0.07	0.084	0.098	0.112
16%	0.064	0.08	0.096	0.112	0.128

数据来源：联讯证券投资研究中心

总体来看，海直转债的上市收益或高于同仁转债，如果按照我们中枢估计，即持有期收益率为 0.072%，假设距上市时间为两周左右的话，其年化收益率为 4.4%，略高于目前的资金成本，建议积极申购。

我们建议原股东积极认购“海直转债”，海直转债无论是在 A 股市场还是在转债市场上，都具有品类上的稀缺性，其正股有望在估值纠偏后享受稳定增长带来的上行，而转债有望表现出非常强的股性，与正股走势的相关性很强。虽然申购杠杆较低，但我们预计其上市价格可能在 110 元以上，申购收益可以覆盖资金成本，投资者仍建议积极申购。

附表：公司财务指标

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入(百万元)	807.5	879.13	986.65	1,179.50	1,385.50	1,623.50
增长率(%)	18.93	8.87	12.23	19.55	17.47	17.18
归属母公司股东的净利润 (百万元)	111.83	123.07	138.93	153.5	180.5	213
增长率(%)	20.22	10.05	12.89	10.48	17.59	18.01
每股收益-摊薄(元)	0.2177	0.2396	0.2705	0.2986	0.3464	0.4034
基准股本 (百万股)	513.6	513.6	513.6	514	521	528
市盈率	33.99	30.88	27.36	24.78	21.36	18.34
PEG1	3.38	2.4	2.61	1.41	1.19	--
PEG2	2.97	2.64	1.96	1.39	--	--

数据来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

本公司在知晓范围内履行披露义务。

转债投资评级说明

投资评级分为转债投资评级和行业投资评级。

转债投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在5%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与2%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-2%与2%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与-2%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

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。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。