

传统业务稳定增长、蓝海业务一触即发

核心观点:

● 公司主营通用航空业务，为国内最大通航公司

公司主要业务为海洋直升机运输服务、陆上直升机服务和飞机维修业务等通用航空业务，占据中国海上直升机运输业务近60%的市场份额，目前为国内最大的通用航空运营公司，也是国内最大的执行海上通用航空业务的公司，拥有国内最大的直升机组。

● 海上直升机业务平稳增长

在中国油气需求平稳增长、陆上油气开发放缓，海上油气开发尤其是深海油气开发可能提速的背景下，公司的海上直升机运输业务将在未来保持平稳快速增长。

● 低空放开后公司陆上业务将面临巨大的发展空间

目前我国通用航空行业与发达国家差距明显，主要受政策限制，随着未来低空管制政策的逐步放开，整个通航产业链面临巨大的发展空间，公司的陆上通航业务、通航飞机维修业务均将获益，同时作为国内最大的通航企业，基于现有的航空运营业务可以延伸出一系列高附加值的综合服务项目，这可能将成为未来通航企业利润最主要的增长点，这些综合服务除了相对传统的飞机维修业务与培训业务之外，还可以包括金融保险服务、俱乐部服务、中介服务等等。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司2013年至2015年每股收益分别为0.33元/股、0.41元/股、0.50元/股，对应2013年至2015年动态PE分别为22.8倍、18.5倍、15.2倍，考虑到低空开放的预期以及低空开放之后给公司陆上通航、通航航空维修以及培训等业务带来的广阔发展空间，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

● 风险因素:安全风险、政策低于预期、深海油气开采出现重大政治障碍。

主要财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1091.40	1226.51	1497.00	1798.00
EBITDA(百万元)	446.63	573.35	573.85	689.71
收入增长率%	10.62%	12.38%	22.05%	20.11%
净利润(百万元)	142.84	171.05	209.74	256.72
摊薄EPS(元)	0.28	0.33	0.41	0.50
PE	28.98	22.91	18.68	15.26
EV/EBITDA(X)	10.30	7.38	7.76	6.66
PB	2.11	1.86	1.71	1.55
ROIC	5.65%	5.57%	6.26%	6.66%
总资产周转率	0.35	0.35	0.40	0.43

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

中信海直 (000099.SZ)

推荐 首次评级

合理估值区间 **9.75-11.92 元**

分析师

李军

☎: 021-20252645

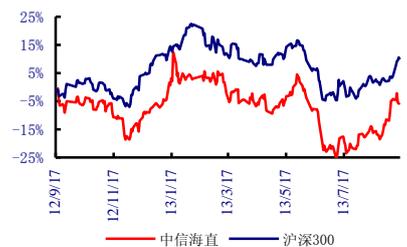
✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

市场数据 时间 2013.09.13

A股收盘价(元)	7.63
A股一年内最高价(元)	9.14
A股一年内最低价(元)	5.82
上证指数	2488.90
市净率	2.00
总股本(万股)	51360.30
实际流通A股(万股)	51360.30
流通A股市值(亿元)	39.19

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

投资概要:

投资逻辑:

公司主营海上直升机运输、陆上通用航空以及通用航空维修业务，目前为中国最大的海上直升机运输服务提供商，中国最大的通用航空公司，占据中国海上直升机运输业务近 60% 的市场份额，公司同时兼营陆上通用航空业务、通用航空维修业务，并在航空培训领域积累大量资源，我们预计未来：1、随着海上油气开采尤其是深海勘探速度的加快，公司主营的海上直升机运输业务未来将保持稳定的增长；2、中国目前通用航空业发展严重滞后，主要由于政策管制，随着低空管制政策的逐步放开，目前占公司收入及盈利比例不高的陆上通用航空业务、通用航空维修业务均将面临巨大的发展空间，同时在通航培训、金融保险服务、俱乐部服务、中介服务及其它通航衍生业务方面也将面临历史性机遇。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为：1、公司传统的海上直升机运输业务增速缓慢，同时深海开发由于南海局势的不稳定而难以大规模展开；2、低空政策放开难以判断具体放开节奏，同时通航航空运营企业在整个通航产业链中处于附加值较低的环节，未来面临市场竞争较为激烈。

我们的观点是：1、传统的海上直升机运输业务虽然增长相对缓慢，但毛利率以及盈利能力稳定，中国深海勘探技术的跨越是发展以及中国油气消耗的格局演化使得深海油气开发是必然趋势，此将有力拉动公司海上直升机运输业务需求；2、低空逐步放开是大势所趋，并且已经有相对明确的时间表，虽然通航航空运营业务本身附加值并不处于产业链顶端，但是在行业高速成长的初期也将受益明显，同时根据国外的研究案例表明，围绕运营服务可以延伸出一系列高附加值的综合服务项目，这可能将成为未来通航企业利润最主要的增长点，这些综合服务除了相对传统的飞机维修业务与培训业务之外，还可以包括金融保险服务、俱乐部服务、中介服务等，但飞机的运营服务是前提和基础，只有把握飞机运营服务的渠道和入口资源，延伸的其他服务才能够创造价值。

估值与投资建议:

我们预计公司 2013 年至 2015 每股收益分别为 0.33 元/股、0.41 元/股、0.50 元/股，对应 2013 年至 2015 年动态 PE 分别为 22.8 倍、18.5 倍、15.2 倍，考虑到低空开放的预期以及低空开放之后给公司陆上通航、通航航空维修以及培训等业务带来的广阔发展空间，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

股价表现的催化剂:

低空管制放开政策出台、深海油气开采进程好于预期。

主要风险因素:

安全风险、政策出台低于预期、深海油气开采出现重大政治障碍。

一、公司主营通用航空业务

1、国内最大的通用航空公司

中信海洋直升机股份有限公司（以下均简称“中信海直”）成立于1999年，2000年在深圳证券交易所上市。公司主要业务为海洋直升机运输服务、陆上直升机服务和飞机维修业务等通用航空业务，目前为国内最大的通用航空运营公司，也是国内最大的执行海上通用航空业务的公司，目前公司拥有国内最大的直升机队，截止报告期，公司共有各种通航飞机49架。

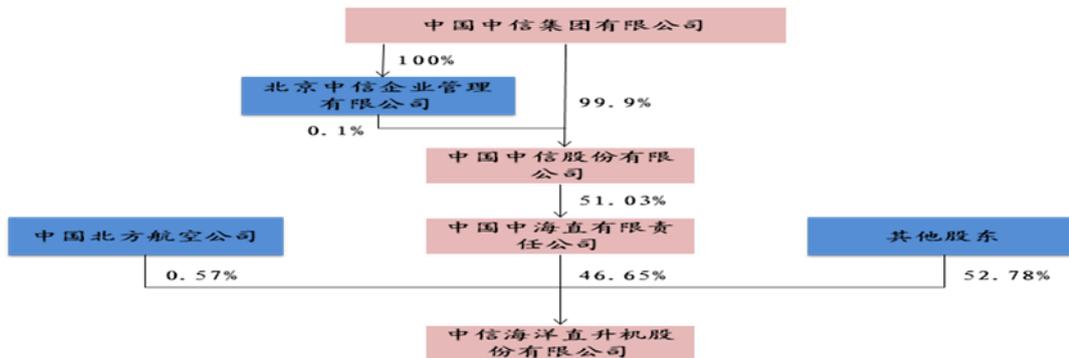
表1：中信海直现有有机队详细列表

业务范围	类型	型号	数量	航空器种类
海上业务	自有	AS332L1	8	直升机
		SA365N	2	直升机
		EC155B/B1	15	直升机
		EC225	5	直升机
		小计	30	
陆上业务	自有	EC135P2	1	直升机
		A109E	1	直升机
	租赁	SA365N	2	直升机
		KA-32A11BC	1	直升机
		KA-32A	1	直升机
		AS350B3	2	直升机
	执管	H410	2	直升机
		Z11	1	直升机
		A109	1	直升机
		AS350B3	1	直升机
		KA-32A11BC	1	直升机
		A109S	2	直升机
		Falcon7X	2	公务机
	代管	Falcon900DX	1	公务机
	小计			19
合计			49	

资料来源：中国银河证券研究部，截至2013年9月16日

中信海直总股本5.136亿股，控股股东是中国中海直有限责任公司，持股46.65%，最终实际控制人为中国中信集团有限公司。

图 1: 中信海直股东结构示意图

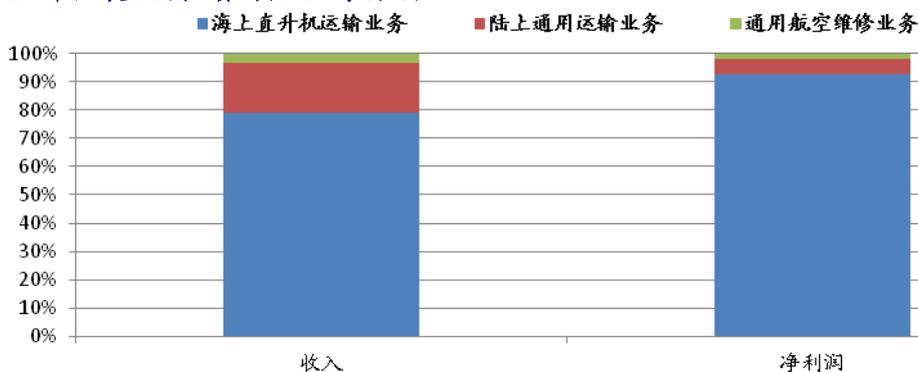


资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

2、公司目前主营海上通用航空业务

中信海直目前主要业务大致分为三类：一、海上直升机运输业务；二、陆上直升机运输业务；三、通用航空维修业务，其中目前收入和利润占比最大的业务为海上直升机运输服务业务，此项业务占总收入的比重约为 78%，占净利润的比重超过 90%，公司目前占中国海上直升机运输服务业务的市场份额接近 60%，并且市场占有率比较稳定，另外两家竞争对手是南航珠海直和东方通航，目前公司海上直升机业务由母公司进行；维修业务通过持有 51% 股权的中信海直通用航空维修工程有限公司进行；陆上直升机业务由持股 93.97% 的中信通用航空有限责任公司进行。

图 2: 中信海直主要业务的收入及净利润占比



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

中信海直海上直升机运输服务业务主要由深圳基地、上海分公司、天津分公司、湛江分公司进行，具体而言，海上直升机运输服务业务主要包括人员和物资运输、平台或储油轮绞车提油服务、VIP 飞行、医疗急救、台风撤离等。

表 2: 中信海直业务分类

业务类型	主要业务平台	主要业务内容
海上直升机运输服务	深圳基地	人员和物资运输
	天津分公司	平台或储油轮绞车提油服务
陆上专业直升机飞行服务	上海分公司	VIP 飞行
	湛江分公司	医疗急救
		台风撤离等
直升机维修业务	海直通用航空有限责任公司	空中巡视及航空拍摄飞行
		直升机代管
	中信海直通用航空维修工程有限公司	直升机执管
		机体维修
		动力装置维修
		记载设备维修

资料来源：中国银河证券研究部，公司定期报告

公司目前陆上通用航空业务由持股 93.97% 的中信通用航空有限责任公司进行，根据公司 2013 年 1 月 30 日的董事会决议，拟将持有的中信通用航空有限责任公司 93.97% 的股权转让，股权转让在上海联合产权交易所公开挂牌方式转让，民生云天投资股份有限公司为唯一的受让方，2013 年 3 月 28 日公司与民生云天投资股份有限公司签订了《产权交易合同》，转让价格为人民币 8,457.30 万元。至本报告期末已收转让款的 30%，即 2,537.19 万元，目前转让手续正在办理中，股权转让完成后，中信通用航空公司原有的业务除去公务机业务之外全部由公司新成立的海直通用航空有限责任公司承接（公司同样持股 93.97%），公司做出此举安排的主要意图在于暂时剥离虽然未来市场空间较大，但前期投入较大，目前处于亏损状态的公务机业务，新成立的海直通用航空公司将承接中信通用航空的直升机业务并集中精力发展，同时公司做出了与中信海直通用航空公司股权受让方民生云天投资公司共同发展中信通用航空公司公务机业务的制度安排，根据前述的合同，在中信通用航空公司运营能力允许的前提下，民生云天承诺在交割日后 12 个月内，协助中信通用航空公司获得不少于 20 架公务机的代管业务，同时公司有权在中信通用航空股权交割给民生云天的 3 个月后 9 个月内重新成为中信通用航空公司的股东，简而言之，公司暂时通过此项安排剥离陆上公务机业务，集中精力通过新成立的海直通用航空公司发展陆上直升机业务，并且在未来陆上公务机业务发展出现新转机的时候重新通过中信通用航空公司平台介入陆上公务机业务。

二、行业分析：海上直升机运输业务平稳增长

1、我国油气需求未来将保持年均复合 5~7% 的增速持续增长

1) 我国油气需求人均消费量低，未来整体年均复合增速 5~7%，我国石油消费的特征为总量巨大，但人均消费量较低，2011 年仅为 0.34 吨/人，是世界平均水平 0.58 吨/人的 60% 左右，远低于发达国家 1~3 吨/人的水平，同时天然气在我国的能源结构中占比不高，只占一次能源消耗的 4.5%，远低于 23.7% 的世界平均水平，未来天然气需求有望提速。根据相关机构预测，到 2015 年全国石油需求量将达到 5.5~5.9 亿吨，天然气需求达到 1500~1900 亿立方，2020 年石油需求为 6.5~6.9 亿吨，天然气需求为 2400~3000 亿立方，整体油气需求增速为 5~7%。

表 3: 主要机构对我国石油和天然气需求的预测

		石油需求 (亿吨)		天然气需求 (亿方)	
		2015	2020	2015	2020
IEA	新政策情景	5.36	6.14	1920	3000
	当前政策		6.21		3000
	450情景		5.89		3000
EIA	高油价情景	5.9	7.2	1501	2096
	基准情景	6.0	6.8	1501	1926
	低油价情景	6.2	7	1558	1898
日本能源研究所			6.6		2900
剑桥能源		5.5	6.6		
欧佩克		5.5	6.6		
费氏能源	基准情景	5.8	7		
	高油价情景		7.7		
	最高	6.2	7.7	1920	3000
	最低	5.36	5.89	1501	1898
	平均	5.7	6.7	1620	2477

资料来源: IEA、EIA、OPEC、CERA、IEEJ、FACTS, 中国银河证券研究所

2、陆上石油开发增速逐步放缓，海洋油气开发潜力巨大

在中国未来较长一段时间仍将面临油气需求比较快速增长的背景下,未来我国的油气供给端将出现两个特征:

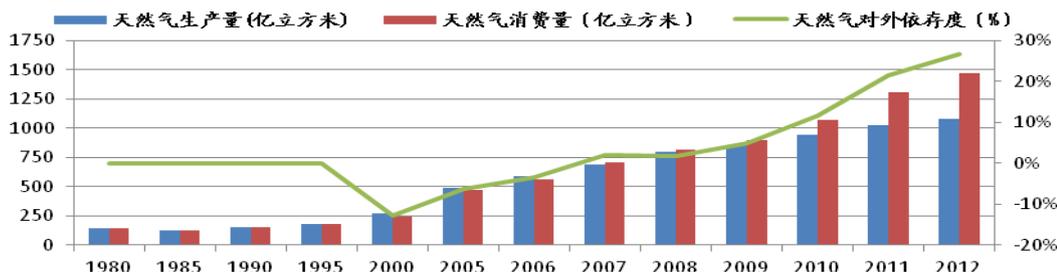
1) **油气资源对外依旧度还将持续提高:** 我国 2012 年石油净进口量为 2.84 亿吨,同比增长 7.3%,石油对外依存度上升至 58%,现有的石油产量增速为 2%~3%,无法满足需求 4~6% 的石油需求增长,缺口还将进一步拉大,根据国际能源机构预测到 2020 年,石油的对外依存度将达到 68%。我国天然气需求在不断上升,2012 年天然气对外依存度已超过 28.8%,对外依存度上升速度远超石油。

图 3: 中国石油消费对外依存度发展趋势图



资料来源: 中国银河证券研究部、wind

图 4: 中国天然气消费对外依存度发展趋势图



资料来源: 中国银河证券研究部、wind

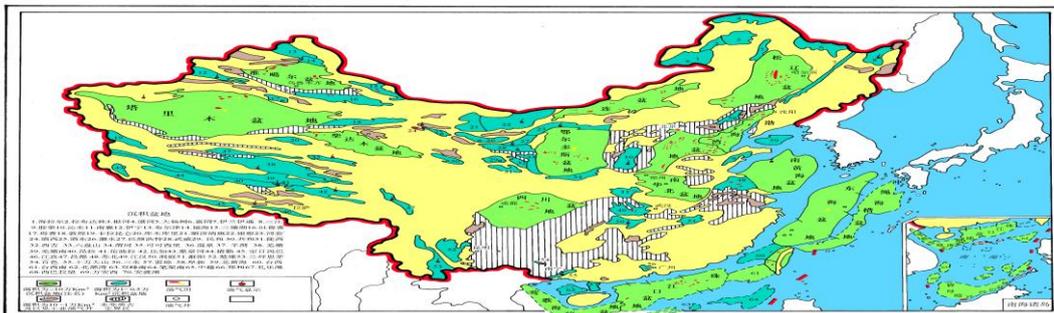
2) 陆上油气开发增速逐步放缓, 海上油气开发潜力巨大: 我国近年来石油储产比持续下降, 从1984年的19.5下降到2012年的10.8左右, 我国东部地区作为中国最重要的石油生产基地, 占全国石油生产总量的73%, 目前已进入开发中后期, 我们预计未来中国的石油生产增量将主要来自开采程度低的中西部和深海地区。我国海洋石油资源储量石油资源量为275.3亿吨, 约占全国石油资源储量的10%~14%; 天然气资源量油当量约375亿吨, 约占全国天然气资源的25%~34%。海洋石油资源量的探明率仅为12.3%, 远远低于陆上43%和世界平均73%的探明率, 近年来海洋油气产量上升迅速, 2012年石油增量80%来自海洋。

表3: 中国石油资源分布

地区	总资源量 (亿吨)	可转化		已探明		待探明储量 (亿吨)	可采储量总计 (亿吨)
		资源量 (亿吨)	转化率 (%)	储量 (亿吨)	探明率 (%)		
陆上	826.7	430	52	193.56	45	236.44	105.79
东部	480.7	277.4	57.7	155.27	56	122.13	72.98
中部	77.5	30.5	39.4	11.6	38	18.9	5.36
西部	259.4	122	47	26.67	21.9	95.33	27.43
其他	9.1	0.1	1.1	0.02	19	0.08	0.02
海洋	246	98.4	40	12.09	12.3	86.31	21.75
全国	1072.7	528.4	49.3	205.65	38.9	322.75	127.54

资料来源: 中国银河证券研究部、环球资源网

图5: 我国主要油气盆地及油气田分布示意图



资料来源: 中国银河证券研究部、《2012年国内外油气行业发展报告》

3) 中国海油气开发逐步走向深海: 我国现有的海洋油田主要集中在近海, 主要集中于渤海、黄海、东海及南海北部大陆架。渤海是我国第二大产区, 开发已经比较充分, 目前渤海地区的原油产量已经连续三年维持在41万桶左右的水平, 产量增长动力基本枯竭, 未来中国的海洋油气开发将逐步走向深海。

图6: 中国现有海上油田示意图

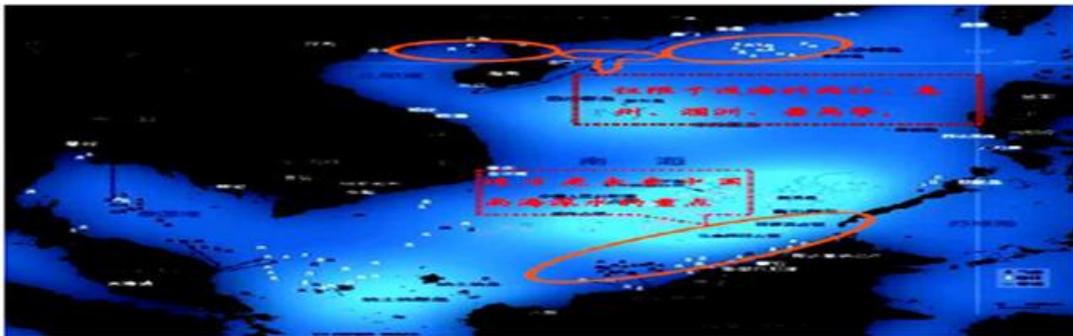


资料来源: 中国银河证券研究部、《2012年国内外油气行业发展报告》

4)南海深海区是未来海洋开发重点:我国的深海石油区主要集中在南海海域,并且近 70% 蕴藏于南海深海区,属于世界四大海洋油气聚集中心之一,在南海深水区中海油与 HUSKY 先后宣布发现 1500 米水深的荔湾 3-1 大型深海天然气田,1145 米水深的流花 34-2 和 720 米水深的流花 29-1,标志着公司的作业领域实现了由浅水向深水的跨越。但现有的开发重点还是在南海北部近海大陆架附近,南海南部才是未来深水作业的重点。按照我国传统海疆划分,我国在南海南部拥有的远景资源量超过了近海资源的总和。

同时,深海勘探技术的进步也使得深海油气开发逐步可行,比较重要的标志就是“981”钻井平台的建成,“981 平台”是我国首座第六代半潜式平台,最大作业水深 3050 米,钻井深度 10000 米,在国际上处于先进水平。“981”平台 2011 年 9 月 10 日正式验收合格,使我国作业水深从 300 米以内的近海地区扩展到 3000 米的深海区,开始开启了我国油气开发工业的深海时代。

图 7: 中国南海油井分布示意图



资料来源: 中国银河证券研究部

5) 三大石油公司深海油气开发投资快速增长:按照我国“十二五”海洋工程投资规划,我国三大石油公司“十二五”期间计划在海洋油气开发方面投入 2900 亿至 3600 亿元,较“十一五”的投入规模增长一倍多。

1、中海油,中海油是中国最主要的海上石油开采企业,2011 年实现生产石油 5000 万吨,建立“海上大庆”,占总产量 26%。“十二五规划”中海油总投资高达 2500~3000 亿元,将维持年均 6-10%的产量增长,油气总产量达到 1~1.2 亿吨油当量,其中南海深水区投入 2000 亿元,达到 2500 万吨油当量,努力在 2020 年前再建设三个“海上大庆”:“深水大庆”、“海外大庆”和“LNG 大庆”。2013 年预计其中 10 个新油田将陆续投产,包括中国第一个大型深水气田荔湾 3-1 和绥中 36-1 二期调整项目。

2、中石油,目前,中石油的海上油田主要是集中在渤海区域的浅海油田,不过未来两年内,它将开始开采深海油田。为此,中石油计划在 2020 年前投资 600 亿元,用于海上石油勘探和生产,到 2015 年将拥有两座半潜式钻井平台,到 2020 年建成另外两座,均在南中国海使用,

3、中石化,中石化拥有海域自营勘探区块 12 个,分布在东海陆架盆地和南海琼东南盆地及北部湾盆地,与中国海洋石油总公司共同持有勘查区块 13 个,开采区块 2 个,分布在东海陆架盆地西湖凹陷。2010 年中石化花费 10.6 亿元,购进海洋物探船,未来将加大对南海的投

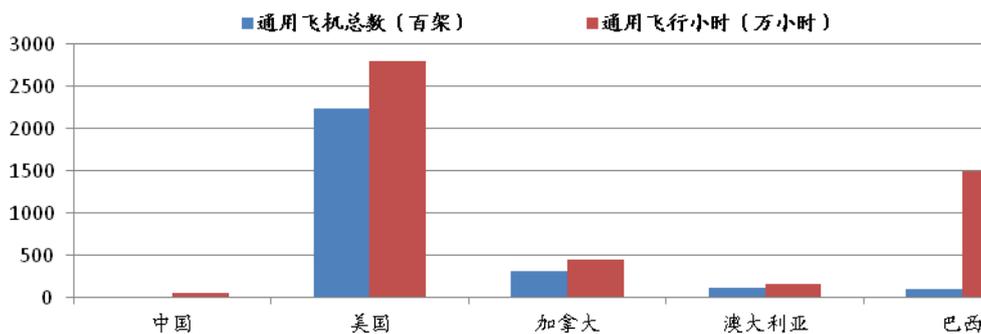
入，2010 年到 2020 年内投资将超过 2000 亿元。

三、低空开放将给公司陆上业务带来巨大发展空间

1、通用航空受政策制约发展滞后，未来将逐步放开

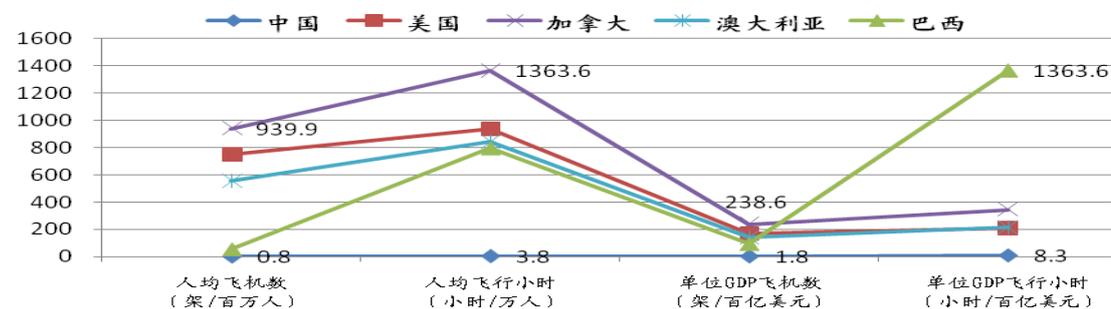
1) 我国通用航空行业与发达国家差距明显：我国的通用航空已经有 60 多年的发展历史，但由于长期存在的“重运输航空，轻通用航空”的政策导向，以至于现今和发达国家相比处于萌芽阶段，全国通用飞机只有 1300 余架，年飞行小时 50 万小时，远远落后于一般的发达国家，与中国的人口数量和经济实力极不相称，从另一方面反映出未来不可限量的市场空间。从人均收入上也体现出巨大通用航空需求，人均 GDP 达到 1000 美元时汽车是首要交通工具，人均 GDP 超过 2000 美元时，商用航空占比加大，而人均 GDP 超过 4000 美元时，私人飞机就会开始普及，我国 2012 年人均 GDP 已经达到 6100 美元，发展私人飞机的契机早已经成熟，但目前与主要对标国家相比差距明显。

图 8：各国通用飞机总数、总飞行小时数比较



资料来源：中国银河证券研究部、GRMA

图 9：各国主要人均、单位 GDP 人均通航飞机、通航飞行小时情况比较



资料来源：中国银河证券研究部、GRMA

2) 目前中国低空管制为行业发展滞后首因，未来政策将逐步放开：低空开放被普遍认为是通用航空产业发展的前提和基础，目前我国的空域主要归空军管辖，用于运输航空的民用区域只占约 20%，严格的管制和复杂繁锁的飞行审批制度提高了飞行成本降低了服务的时效性，是阻碍目前中国通用航空产业发展的最大障碍，美国在 19 世纪 40 年代已将 85% 的空域划为

民用，70年代彻底开放了低空领域，极大的推动了通用航空的快速增长，2010年我国出台了《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，成为我国低空空域改革的指导性纲领文件，在宁波、海南、珠海等多地开展了开放试点工作，未来中国的低空开放将随着政策放开而逐步放开。

图 10：中国低空开放改革进程及其预测

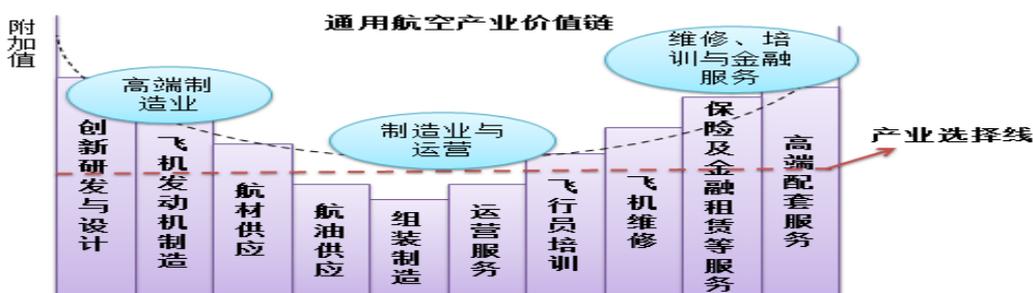


资料来源：中国银河证券研究部

2、低空政策放开将给整个通航产业链带来广阔发展空间

1) 低空开放将带动整个通用航空产业链的发展：从中国同主要国家的通用飞机总数、总飞行小时数的比较可以看出，中国的通用航空业具有广阔的发展空间，低空政策放开后中国通用航空业的发展将带动飞机制造维修、通用航空运营和运营保障体系细分子行业的发展，还包括关联的金融保险、电子信息及相关社会服务行业。

图 11：通用航空产业细分



资料来源：中国银河证券研究部

2) 低空开放将给通用航空企业带来战略机遇：低空政策的开放后，随着通用航空飞机数量的增加业绩通用航空业务量的增加，通用航空公司将在通用飞机执管、托管、飞机维修、飞行员培训等领域迎来战略性的发展机遇，并且随着市场规模的扩大，通用航空公司可以创新性的组织运营模式，进一步的拓展通用航空需求，作为全球最大的公务机公司，NetJets 公司 1986 年开创了飞机所有权共享的商业模式，得到快速发展，1998 年被巴菲特所掌控的伯克希尔·哈撒韦公司收购，NetJets 公司的分享所有权模式是将飞机所有权分散出售给企业或个人客户，客户认购后可以享受每年一定时间的免费飞行服务，并且可以选择将所有权 2~3 年后退还给公司，提供飞行服务的飞机不限于拥有所有权的飞机，提前 4~6 个小时预订便能够安

排飞行计划，通过这种所有权分享的模式，NetJets 公司最大程度的进一步挖掘了公务机市场需求，通过规模的扩张有效的实现了公司自身的规模效应，分享所有权模式的实质本质上是一种新型的融资模式，不仅降低了客户消费的门槛，而且为扩大机队创造规模效应提供资金支持，数额巨大的飞机团购能够提高谈判力，降低购机成本。

表 3: NetJets 公司主要业务

业务类型	特征	收费模式	适合人群
奈特捷所有权分享 (NetJets Share)	购买至少 1/16 的飞机所有权，免费提供 50 个小时的飞行服务，提前 4 到 6 个小时通知便能够安排飞行服务	费用：一次性部分所有权购买费、月管理费、占用小时费和其他费用	适合年飞行 50 小时以上的客户，并想拥有飞机资产的
奈特捷飞机租赁 (NetJets Lease)	无须购买飞机所有权，但与分享所有权模式享受的服务相同	价格由飞机类型、飞行小时数和期限长度决定 费用：起存金额、月租赁费、月管理费、占用小时费和其他相关费	适合年飞行 50 小时以上的客户，并且不希望有财务压力的
侯爵卡 (The Marquis Jet Card)	拥有 25 或 50 小时的飞行服务享有权	-----	适合年飞行 50 小时以下的客户

资料来源：中国银河证券研究部

同时，对于通用航空企业而言，通过航空运输服务建立渠道与入口，向以“运营服务为媒介”的“高附加值综合服务”拓展是未来市场空间扩大之后的发展方向，在整个通用航空运营产业链中，运营服务本身处在附加值比较低端的位置，但是在向一些高端业务的拓展中，运营服务是基础，拥有通用航空运营服务的企业围绕运营服务很容易拓展至一系列高附加值的综合服务项目，综合服务可以包括金融保险服务、俱乐部服务、中介服务、培训服务和飞机维修等。从国外企业如 NetJets 和 VistaJets 等公司在运营中可以了解到金融运作的重要性，NetJets 通过分享所有权业务赚取团购差价和降低融资成本，年卡业务能够为公司带来稳定现金流和生息资本，但这一切衍生业务均是基于基础飞机的运营服务，只有把握飞机运营服务的渠道和入口资源，才可以更具竞争力的延伸至其他服务性业务中。

四、盈利预测

1、核心业务——海上直升机运输业务预计未来增速 13%

1) **未来海上油气勘探需求增速会有所提升：**未来几年中国整体油气需求将保持稳定增长，但如前文所述，陆降海增趋势明显，同时海上油气勘探随着浅海油气资源的减少和深海勘探技术的发展将逐步走向深海，由于深海勘探所带来的作业半径的扩大将会带动海上通航需求的增加，整体而言，我们预计未来中国海上油气勘探带来的海上直升机运输业务需求增速将有所提升。

2) **行业竞争格局稳定：**海上直升机运输服务行业的客户主要为中国三大石油公司和与之合作的一些国外公司，现有市场空间约为 20 亿元人民币，国内提供服务的主要三家公司为中

信海直、南方珠海直和东方通用航空,属于双边寡头垄断的市场结构,目前市场竞争结构稳定,2012 年度报告显示,公司海上石油直升机飞行服务的市场份额约为 59%,其中南海东部为 72%,南海西部为 54.5%,东海为 100%,渤海约为 24%,与上年度基本保持一致。

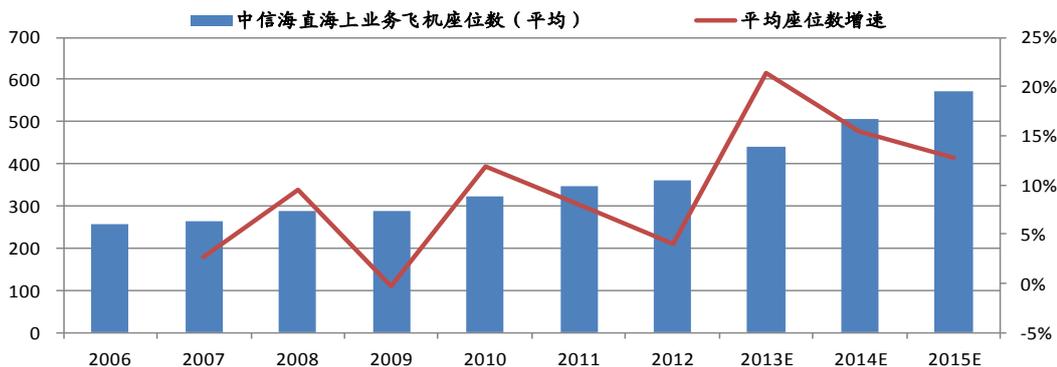
3) 公司未来运力引进计划匹配行业需求:根据公司的运力引进计划,未来三年运力有较快增长,计划在 2013-2015 年交付 1 架 EC155, 6 架 EC225 和 2 架 S-92,主要是适合深海开发的大型飞机。

表 4: 中信海直未来机队引进计划

飞机类型	空载	最大起飞重量	乘客座位	最大航速	最大航程	售价	交付时间	交付安排
EC225LP	5256 公斤	11000 公斤	22	275 公里/小时	820km	1.76 亿元	2013	1 架
							2014	1 架
							2015	2 架
S-92	6743 公斤	11429 公斤	21	287 公里/小时	944km	1.96 亿元	2015	2 架

资料来源: 中国银河证券研究部, 注: 2013 年至今已经交付 3 架

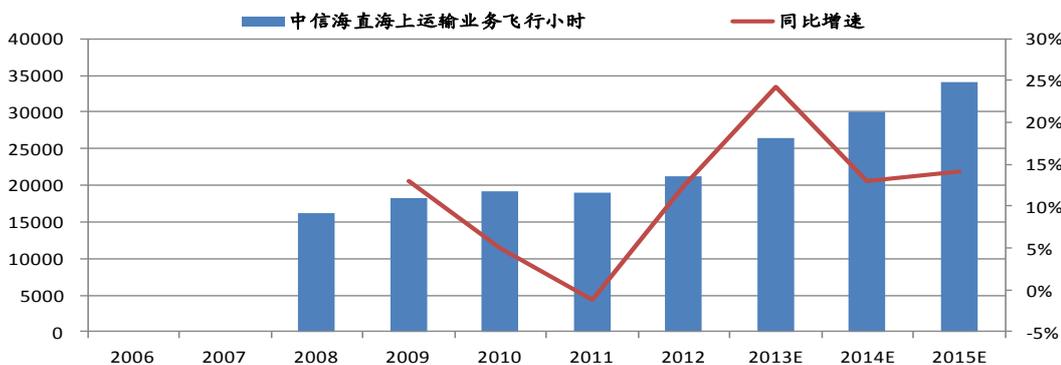
图 12: 公司海上运输业务飞行小时发展趋势及预测



资料来源: 中国银河证券研究部, 公司定期报告

结合行业增速以及公司运力引进计划,我们预计 2013 年至 2015 年公司海上业务飞行小时增速将为 24%、13%、14%。

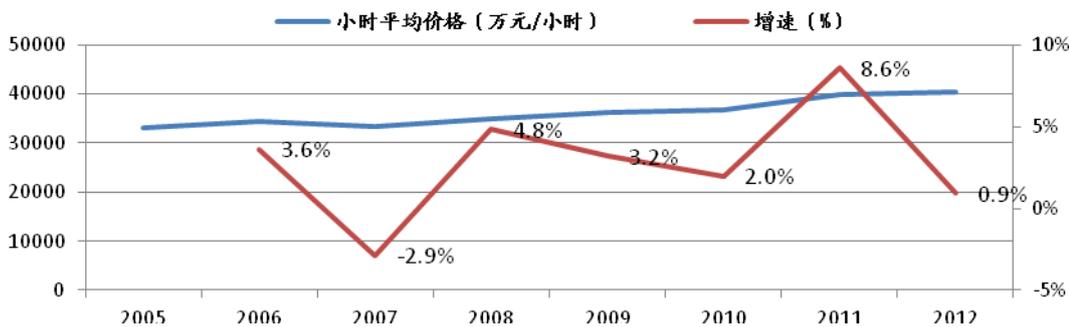
图 13: 公司海上运输业务飞行小时发展趋势及预测



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

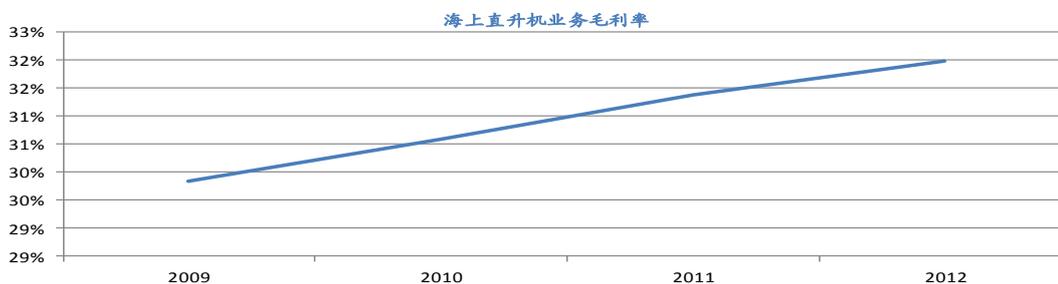
4) **价格稳中有升，毛利率维持稳定**：目前我国海上直升机运输行业的市场结构为双边寡头的格局，海上直升机运输业务主要采取成本加成的定价方法，这种定价方法的结果是：一、海上运输业务小时收入呈现稳中有升的态势，但增速相对有限；二、小时收入的波动主要来自于公司机型结构的差异、成本波动所导致；三、与民用航空运输业显著不同的是，海上运输业务的毛利率水平波动相对较小。

图 14：公司海上运输业务小时平均价格发展趋势



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

图 15：公司海上直升机运输业务毛利率水平发展趋势



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

2、蓝海空间——陆上通航、维修等业务将随低空开放而增速加快

1) 陆上通航业务：

由于我国低空开放的领域非常有限，近几年以来公司的陆上通航业务增长相对缓慢，公司自有、租赁、托管的陆上通航飞机数量并没有增加，我们预计随着低空政策的逐步放开，未来公司此项业务将具有巨大的市场空间。

近期而言，在剥离公务机及公务直升机业务后，公司陆上通用航空业务只有陆上专业直升机业务，主要负责农林飞行和工业服务，公司自有、租赁和代管的飞机总数为 16 架，预计未来几年随着低空政策的逐步放开，代管的飞机数量将呈现快速增长的态势，我们初步预计 2013 年至 2015 年公司执管的飞机架数保持 20%、20%、30% 的增速；公司执行陆上直升机业务的

自有飞机架次暂时预测保持不变；2013年至2015年公司执行陆上直升机业务的租赁飞机架次保持0%、25%、25%的增速。

图 16: 公司陆上通用航空总飞机架次发展趋势及预测



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

图 17: 公司陆上通用航空总飞机小时发展趋势及预测



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

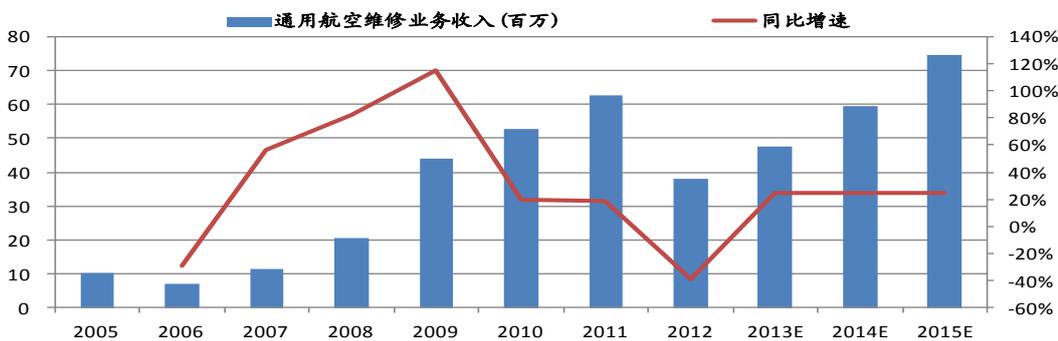
目前陆上通用航空托管业务包括代管和执管，是通用飞机运营主流的业务模式，收取管理费，向客户提供飞行人员和人员培训，并进行飞机和机组排班计划；飞机维修管理和维修；运行保障和运行控制及监督，目前托管一架直升机收入在800万元左右，净利润约为100万，考虑到低空开放政策的具体路径与时间表并未确定，我们难以准确的判断此项业务对于公司未来业绩的正面影响程度以及影响时间，但可以预期的是低空政策放开后，随着客户需求的迅速增长，公司托管的飞机数量将出现快速的增长。

2) **直升机维修业务**：公司的维修业务由控股子公司中信海直通用航空维修工程有限公司开展，主要为各大通用航空公司以及军队装备部门提供通用航空维修服务。目前公司具备多机型的直升机大修，发动机维修，旋翼桨叶及尾桨叶片等主要部件维修、直升机组装等技术能力，取得了中国民航和欧洲航空安全局（EASA）维修许可证、欧洲直升机公司授权维修中心及多种型号直升机的维修许可认证、TURBOMECA 发动机维修中心资格、美国 ROCKWELL COLLINS 公司销售和售后维修代理商资格、美国 GOODRICH 绞车部门销售和维修代理资格等国内国际经营许可等，在中国的欧直系列直升机维修中具有垄断地位，是欧洲直升机公司在我国唯一的授权维修中心，近年来收入增长较为迅速，毛利率维持 20%左右，主要竞争对手

有天津翔宇、广州航新航空和飞龙通航等，但由于飞机维修业务非常专业，具体到维修飞机的不同型号、不同部件均需要专业的资质和认证，目前国内直升机维修公司业务侧重领域存在差异，因此竞争并不激烈。

从行业整体来看，直升机维修业务需求与通用飞机数量基本保持同步增长，估计低空开放后将逐步推进将带来通航飞机每年有 20%~30% 的增长，同时，随着国内直升机维修专业水平的不断提高，国内通用航空直升机飞机国内维修比例将不断提高，我们预计 2013 年至 2015 年公司直升机维修业务增速将保持在 25% 左右。

图 18: 公司直升机维修业务收入发展趋势及预测



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

3) 未来低空开放后可拓展的其它业务:

1、培训业务: 在 2012 年度报告中，公司提出“推动公司战略规划的贯彻落实，……，基本完成海上石油、陆上通航、通航维修、通航培训、资本运营五大板块业务布局；公司在飞行、机务的专业培训工作方面相对完善基础上，积极建立符合公司发展及市场化需求的综合性对内对外科学性培训模块和架构，按照先内后外，由点到面、逐步完善的原则，做强做大市场份额，抢占国内通用航空业培训市场先机”。

公司于 2012 年 12 月成立了中信海直培训中心，旨在依托公司强大的技术优势，充分利用公司飞行、机务、航务及职能部门等自有的师资力量，不断累积培训资源，增强培训能力，提高培训质量，并逐渐对外开放，培养成为公司新的利润增长点。

我们认为在政策放开、市场需求逐步扩大之后，公司将利用其在通航行业内积累的资源，迅速的拓展至通航产业链中附加值较高的通航培训乃至高端配套服务中，但考虑到低空政策开放时间未定，我们的 2013 年至 2015 年盈利预测暂不包含培训业务收入。

2、高附加值配套服务: 通用航空运营企业虽然在整个通用航空产业链中并不处于附加值较高的环节，并且一般情况下发展初期能够带来较好的效益，但随着国外成熟营运企业的进入和国内企业的发展，市场竞争程度加剧必然带来效益的降低，但从国外通用航空运营企业的发展来看，可以围绕运营服务延伸出一系列高附加值的综合服务项目，这可能将成为未来通航企业利润最主要的增长点，这些综合服务除了相对传统的飞机维修业务与培训业务之外，还可以包括金融保险服务、俱乐部服务、中介服务等。从国外企业如 NetJets 和 VistaJets 等公司在运营中可以了解到金融运作的重要性，分享所有权业务可以赚取团购差价和降低融资成本，年卡业务能够为公司带来稳定现金流和生息资本。但飞机的运营服务是前提和基础，只有把握飞机

运营服务的渠道和入口资源，延伸的其他服务才能够创造价值。

五、投资评级

我们预计公司 2013 年至 2015 年每股收益分别为 0.33 元/股、0.41 元/股、0.50 元/股，对应 2013 年至 2015 年动态 PE 分别为 22.8 倍、18.5 倍、15.2 倍，考虑到低空开放的预期以及低空开放之后给公司陆上通航、通航航空维修以及培训等业务带来的广阔发展空间，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

六、附录:

(一) 公司财务预测表

资产负债表					利润表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1494.07	1571.66	1610.50	2047.30	营业收入	1091.40	1226.51	1497.00	1798.00
现金	862.28	870.85	735.50	1029.43	营业成本	762.73	887.00	1062.00	1272.00
应收账款	229.57	256.49	330.68	383.79	营业税金及附加	31.93	8.59	10.48	12.59
其它应收款	52.37	46.66	64.69	73.09	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	15.90	4.93	21.69	12.10	管理费用	91.45	103.03	127.25	152.83
存货	309.54	384.61	447.10	534.42	财务费用	10.32	4.31	18.95	21.04
其他	24.40	8.13	10.84	14.46	资产减值损失	7.37	2.76	6.75	8.10
非流动资产	2036.96	1993.73	2254.69	2529.96	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1839.77	1860.65	2110.28	2383.65	营业利润	187.59	220.82	271.57	331.44
无形资产	14.98	16.53	19.85	23.48	营业外收入	6.85	8.80	10.90	13.60
其他	182.20	116.55	124.57	122.83	营业外支出	0.10	0.50	0.50	0.50
资产总计	3531.03	3565.39	3865.19	4577.25	利润总额	194.35	229.12	281.97	344.54
流动负债	422.05	549.03	793.03	1413.82	所得税	49.28	55.75	69.80	85.50
短期借款	80.35	51.78	241.31	791.66	净利润	145.07	173.37	212.17	259.05
应付账款	92.64	55.41	126.93	99.93	少数股东损益	2.23	2.31	2.43	2.32
其他	249.06	441.84	424.78	522.23	归属母公司净利润	142.84	171.05	209.74	256.72
非流动负债	1115.76	875.45	744.76	602.66	EBITDA	446.63	573.35	573.85	689.71
长期借款	1115.76	875.45	744.76	602.66	EPS (元)	0.28	0.33	0.41	0.50
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	1537.80	1424.48	1537.79	2016.48					
少数股东权益	30.31	32.62	35.05	37.37	主要财务比率				
归属母公司股东权益	1962.91	2108.29	2292.35	2523.40	营业收入	10.62%	12.38%	22.05%	20.11%
负债和股东权益	3531.03	3565.39	3865.19	4577.25	营业利润	1.35%	17.71%	22.98%	22.05%
					归属母公司净利润	2.81%	19.75%	22.62%	22.40%
					毛利率	30.11%	27.68%	29.06%	29.25%
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	净利率	13.29%	14.14%	14.17%	14.41%
经营活动现金流	204.78	475.90	368.24	499.63	ROE	7.66%	8.28%	9.39%	10.50%
净利润	145.07	173.37	212.17	259.05	ROIC	5.65%	5.57%	6.26%	6.66%
折旧摊销	200.24	333.65	280.65	318.59	资产负债率	43.55%	39.95%	39.79%	44.05%
财务费用	10.32	4.31	18.95	21.04	净负债比率	64.93%	53.73%	52.95%	65.08%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.54	2.86	2.03	1.45
营运资金变动	-65.44	-38.61	-142.83	-98.46	速动比率	2.81	2.16	1.47	1.07
其它	-85.42	3.17	-0.71	-0.59	总资产周转率	0.35	0.35	0.40	0.43
投资活动现金流	-260.54	-293.60	-540.91	-593.27	应收帐款周转率	0.21	0.21	0.22	0.21
资本支出	141.66	-40.06	260.26	274.68	应付帐款周转率	10.01	11.98	11.65	11.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.28	0.33	0.41	0.50
其他	-118.87	-333.65	-280.65	-318.59	每股经营现金	0.40	0.93	0.72	0.97
筹资活动现金流	673.57	-173.74	-141.61	-160.32	每股净资产	3.88	4.17	4.53	4.99
短期借款	25.35	-28.57	10.59	2.46	P/E	28.98	22.91	18.68	15.26
长期借款	446.87	-240.31	-130.69	-142.10	P/B	2.11	1.86	1.71	1.55
其他	201.34	95.14	-21.51	-20.68	EV/EBITDA	10.30	7.38	7.76	6.66
现金净增加额	617.81	8.56	-314.28	-253.95					

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李军，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn