



海上石油飞行服务行业龙头，充分受益通航发展

——中信海直（000099）调研快报

关注 1：国内海上石油直升机行业龙头

公司是国内海上石油直升机飞行服务行业的龙头，市场占有率达到 60% 左右，营业收入占公司比重在 80% 左右。公司 2013 年投入海上业务的直升机数量超过 30 架，远超国内其他公司，用户主要是中海油。我们认为，未来几年我国海上石油业的开采将呈加速趋势，对海洋直升机运输的需求也将随之增加，公司通过购买新机型，不断巩固行业优势，预计海上业务增速将维持 10% 左右的水平。

关注 2：陆上直升机飞行业务将充分受益于通航产业高速发展

公司现有通航业务涉及航拍、极地科考、海上巡查、海上监测、海上搜救、警务航空、航空护林、电力吊挂等多个方面。受制于我国通航产业发展较慢，公司陆上通航业务规模并不大，2013 年收入占比在 15% 左右。我们认为，随着我国低空空域逐步放开，我国的通用航空产业将进入高速发展期，公司作为国内最大的通航公司，将成为最直接的受益者。我们预计，未来十年，公司陆上通航业务的复合增速有望超过 20%。

关注 3：维修业务能力逐渐增强，规模化有利于毛利率提升

公司与空中客车直升机公司合作开展直升机维修业务，是空直公司在国内唯一授权的维修企业。公司以机体大修业务为主，并逐渐扩展空直部分型号核心部件的维修业务。空直直升机在国内共有 200 多架，维修市场空间很大。当前，公司维修业务的规模还十分有限，2013 年收入仅有 4000 万左右，我们认为，未来随着国内通航产业的高速发展，公司维修业务也将进入高速增长期，并且随着规模化的增加，毛利率将有望进一步提升。

结论：

公司海洋石油业务的稳增长为公司业绩提供安全边际，未来通用航空产业的发展将为公司陆上业务和维修业务带来巨大的发展机遇。我们看好公司的发展前景，预计 2014-2016 年 EPS 为 0.37 元、0.45 元和 0.54 元，对应 PE 为 35 倍，29 倍和 24 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

2014 年 12 月 23 日

推荐/首次

中信海直

调研快报

孙玉姣

010-66554090

sunyj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514020001

赵炳楠

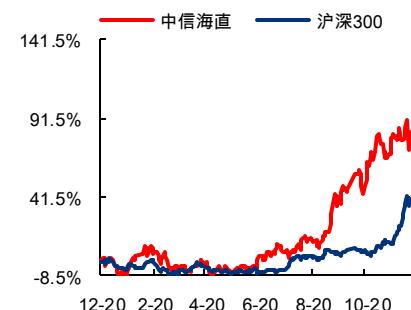
010-66554067

zhaobn@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.47-8.24
总市值 (亿元)	87.7
流通市值 (亿元)	87.7
总股本/流通 A 股 (万股)	60607/60607
流通 B 股 H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.93

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			2012A	2013A	2014E	2015E	2016E				
流动资产合计	1494	1003	1127	1647	2235	营业收入		1091	1187	1361	1563	1872				
货币资金	862	220	272	687	1103	营业成本		763	877	907	1023	1223				
应收账款	230	251	287	330	395	营业税金及附加		32	8	9	10	13				
其他应收款	52	111	127	146	175	营业费用		0	0	0	0	0				
预付款项	16	4	4	4	4	管理费用		91	116	133	153	183				
存货	310	329	348	393	469	财务费用		10	5	16	8	4				
其他流动资产	24	88	88	88	88	资产减值损失		7.37	-17.27	0.00	0.00	0.00				
非流动资产合计	2037	2837	2534	2222	1910	公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益		0.00	15.05	0.00	0.00	0.00				
固定资产	1839.77	2454.83	2290.39	2116.39	1805.75	营业利润		188	213	295	367	449				
无形资产	15	16	14	13	11	营业外收入		6.85	55.76	15.00	6.00	6.00				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出		0.10	0.09	0.10	0.10	0.10				
资产总计	3531	3840	3661	3869	4145	利润总额		194	269	310	373	455				
流动负债合计	422	551	387	390	415	所得税		49	74	84	101	123				
短期借款	80	182	13	0	0	净利润		145	195	226	272	332				
应付账款	93	103	107	121	144	少数股东损益		2	2	3	3	3				
预收款项	14	5	5	5	5	归属母公司净利润		143	192	224	270	330				
一年内到期的非	98	110	110	110	110	EBITDA		339	386	614	688	766				
非流动负债合计	1116	832	609	609	609	BPS(元)		0.28	0.37	0.37	0.45	0.54				
长期借款	624	609	609	609	609	主要财务比率										
应付债券	492	223	0	0	0			2012A	2013A	2014E	2015E	2016E				
负债合计	1538	1383	995	999	1024	成长能力										
少数股东权益	30	30	32	35	37	营业收入增长		10.62%	8.78%	14.62%	14.83%	19.83%				
实收资本(或股)	514	568	606	606	606	营业利润增长		1.35%	13.49%	38.56%	24.43%	22.45%				
资本公积	605	849	849	849	849	归属于母公司净利润		16.41%	20.58%	16.41%	20.58%	22.30%				
未分配利润	673	821	765	697	615	获利能力										
归属母公司股东	1963	2427	2633	2836	3083	毛利率(%)		30.11%	26.10%	33.34%	34.50%	34.68%				
负债和所有者权	3531	3840	3661	3869	4145	净利率(%)		13.29%	16.39%	16.63%	17.43%	17.75%				
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)		4.05%	5.00%	6.11%	6.97%					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)		7.28%	7.92%	8.50%	9.51%	10.70%				
经营活动现金流	205	304	478	504	503	偿债能力										
净利润	145	195	226	272	332	资产负债率(%)		44%	36%	27%	26%					
折旧摊销	141.10	168.62	0.00	312.24	312.24	流动比率			1.82	2.91	4.22	5.38				
财务费用	10	5	16	8	4	速动比率			1.22	2.01	3.22	4.25				
应付帐款的变化	0	0	-36	-43	-65	营运能力										
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率		0.35	0.32	0.36	0.42	0.47				
投资活动现金流	-261	-1026	0	0	0	应收账款周转率		5	5	5	5	5				
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率		14.32	12.16	13.00	13.74	14.15				
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)										
投资收益	0	15	0	0	0	每股收益(最新摊薄)		0.28	0.37	0.37	0.45	0.54				
筹资活动现金流	674	81	-426	-89	-86	每股净现金流(最新)		1.20	-1.13	0.09	0.68	0.69				
应付债券增加	0	0	-223	0	0	每股净资产(最新摊		3.82	4.27	4.34	4.68	5.09				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率										
普通股增加	0	54	38	0	0	P/E		46.67	34.98	35.16	29.16	23.84				
资本公积增加	144	244	0	0	0	P/B		3.40	3.04	2.99	2.77	2.55				
现金净增加额	618	-642	52	414	417	EV/EBITDA		20.94	21.41	13.56	11.49	9.77				

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业6年。2008—2011年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域、大消费领域的研究。

联系人简介

赵炳楠

哈尔滨工业大学工学硕士，2007-2013年在航天五院从事卫星设计工作，2014年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。