

经营恢复上升趋势

谨慎推荐

维持评级

分析师: 毛昂 ✉: maoang@chinastock.com.cn ☎: 010-66568732 执业证书号: S0130200010405

1. 事件

2010 年 4 月 27 日中信海直股份有限公司公布年度报告, 2009 年年度公司经营收入 8.07 亿元, 同比增长 18.93%; 归属母公司所有者净利润 1.19 亿元, 同比上升 20.22%, 基本每股收益 0.22 元。同时公布 2010 年一季度报告, 公司经营收入 1.84 亿元, 同比增长 7.1%; 净利润 0.36 亿元, 同比增长-34.56%, 基本每股收益 0.07 元。

2. 我们的分析与判断

分析 2009 年和 2010 年一季度业绩的影响, 应该注意以下几个重要方面:

(1) 从主要经营数据分析。2009 年, 直升飞机业务累计飞行 27629 架次、22483 小时, 同比分别增长 21.0%、16.67%; 运输人员 227327 人次, 运输货物 251 吨。其他飞机业务飞行 243 架次、633 小时。

(2) 海上直升飞机业务领先优势明显。2009 年公司海上石油服务配置直升飞机 18 架, 飞行作业 21678 和 18317 小时, 同比分别增长 11.44%和 11.97%; 执行海上石油服务长期合同 13 个, 为中国海洋石油公司和其他国外石油公司在东海、南海、渤海以及海外业务提供长期的飞行服务保障。继续保持中国海洋直升飞机业务的绝对领先优势。

(3) 其他通航业务经营持续增长。公司控股的中信通航直升机业务完成飞行 243 架、2394 小时, 同比分别增长 104.62%和 33.7%, 主要是开发了广东、广西、四川、云南的林业和电力行业的合作, 开发的保护林业服务和电力线路巡逻服务, 同时参加了南极科学考察任务、天津港口引航业务、重庆警察出租业务, 业务范围在全国广泛开展。

(4) 主营业务收入分析。实现营业收入 8.07 亿元, 同比增长 18.93 %。其中主营通用航空业务收入为 7.64 亿元, 同比增长 15.94%, 其他业务收入为 0.44 亿元, 同比增长 115.29%。主营业务收入同比增长主要是因为国内外及地区需求大幅度上升。按照地区分析, 天津地区加强港口服务, 增长 37%, 北京地区出租服务增强, 增长 18%, 深圳地区海洋服务全面恢复增长, 增长 18%。

(5) 2009 年, 公司营业成本 5.92 亿元, 同比增加 1.07 亿元, 增长 22.11%, 主要是因为飞行业务增加, 人工费用增长 19%, 飞机大修费用增长 151%, 主要是新增长两架 EC-225B 直升飞机; 保险费增长 28%, 陆地航空业务增加, 费用增长 28%; 管理费用为 0.71 亿元, 同比增长 19.19%, 财务费用 0.21 亿元, 同比增长 271.42%, 主要港币汇兑收益减少 4339 万。实现营业利润 0.98 亿元, 营业外收益增加 3699 万, 主要是国家补偿地震损失的飞机 B7960 号的补偿款, 税前利润 1.13 亿元, 抵消所得税费用 0.24 亿, 归属于母公司股东的净利润 1.12 亿元, 增长 20%。毛利率 26.57%, 同比下降 1.87 个百分点。主要是上半年受到经济危机的影响, 业务下降的原因, 下半年经营恢复总体比较好。

(6)2010 年一季度公司经营收入 1.84 亿元,同比增长 7.07%;经营成本 1.14 亿元,同比增长-8.06%,毛利率 38.0%,同比增长 10.1 个百分点;营业外收入因为没有地震救灾补贴减少 3699 万元,管理费用和财务费用分别减少 5%和 47%,合计减少 339 万元,在收入和业务增长的情况下,费用控制非常好。经营利润 4696 万,同比增加 2566 万,同比增长 121%,而,归属母公司的净利润 0.459 亿,同比增长-23%。我们认为虽然补贴收入减少,但是公司主要经营业务增长比较正常,同时成本和费用控制非常好,经营利润大幅度增长,公司经营已经进入上升轨道。

(7)我们注意到,民航总局最新数据显示,2010 年前三个月中国民航旅客运输量同比上升 16.7%,国内航空旅客运输出现明显上升趋势,旅客航空运输量和周转量都大幅度上升,同时客座率上升明显,接近历史最好水平,票价水平也稳步回升,航空货运量恢复速度达到惊人的同比 46.5%的高水平,国际旅客运输和货运也从转为大幅度恢复的趋势,中国民航业已经进入加速上升轨道。上述数据将支持民航业务进入新一轮经营上升周期。

3. 投资建议

2010 年公司直升机业务增长速度将明显加快;对公司经营的支持进一步加强,但是 4 月以后国内外航空燃油都幅度上升,预计公司毛利率将出现小幅度下滑,人民币升值预期强烈,但是对于公司影响有限,公司业务将逐步进入一个稳健发展的新时期。

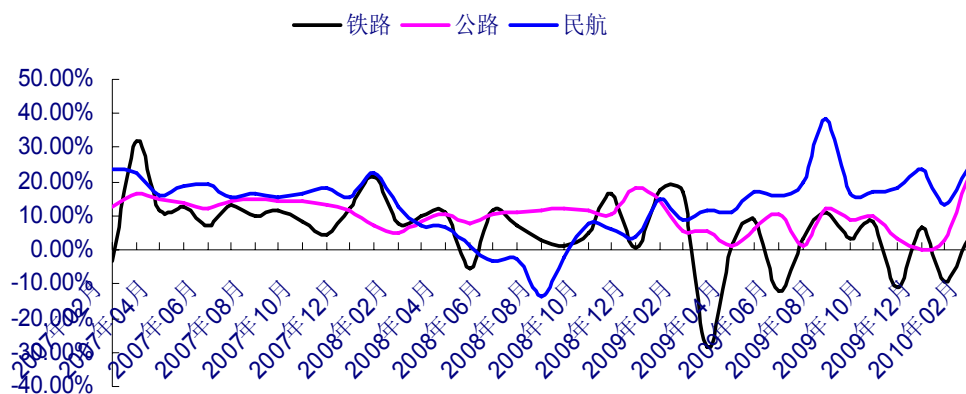
我们预计,2010 年、2011 年和 2012 年收入分别为 876 亿、944 亿和 989 亿,净利润分别为 1.32 亿、1.56 亿、和 1.69 亿,每股收益分别为 0.26 元、0.30 元和 0.33 元,公司业绩将呈现稳健增长局面,2010 年、2011 年和 2012 年 PE 分别为 34 倍、29 倍和 27 倍,股票估值范围为 7 元---10 元。我们将公司评级维持为“谨慎推荐”。

表 1: 公司业绩预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	527	679	807	876	944	989
销售收入增长率(%)		28.84	18.85	8.55	7.76	4.77
净利润(百万元)	86	95	113	132	156	169
净利润增长率(%)		10.47	18.95	16.81	18.18	8.33
摊薄 EPS(元)	0.16	0.18	0.22	0.26	0.30	0.33
PE(X)	55.1	49.0	40.1	34.3	29.0	26.8
PB(X)	3.54	3.38	3.28	3.18	3.05	3.05
PS(X)	0.9	0.9	1	1.1	1.2	1.2
ROE(%)	6.43	6.90	8.18	9.28	10.51	11.39

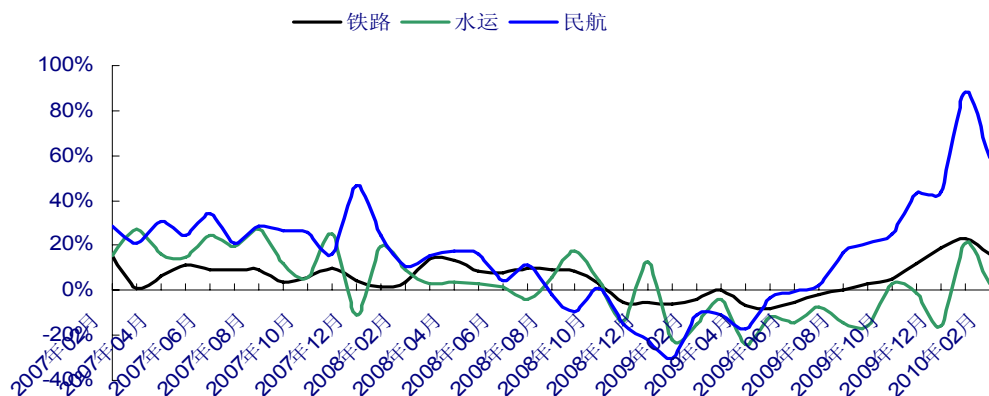
资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

图 1: 旅客运输周转量增长比较: 航空绝对领先



资料来源: 国家统计局

图 2: 货物运输周转量增长比较: 航空爆发、潜力巨大



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

表 2: 公司利润表

	2007 年	2008 年	2009 年	同比	09 一季	10 一季	同比
一、营业总收入	5.27	6.79	8.08	18.93%	1.72	1.85	7.07%
营业收入	5.27	6.79	8.08	18.93%	1.72	1.85	7.07%
二、营业总成本	4.27	5.58	7.10	27.19%	1.51	1.38	-8.92%
营业成本	3.62	4.86	5.93	22.11%	1.25	1.14	-8.29%
营业税金及附加	0.17	0.21	0.25	16.24%	0.06	0.06	3.46%
销售费用	0.01	0.00	0.00		0.00	0.00	
管理费用	0.51	0.59	0.71	19.19%	0.16	0.15	-4.88%
财务费用	-0.09	-0.12	0.21	-274.42%	0.05	0.03	-47.88%
资产减值损失	0.05	0.04	0.01	-76.89%	0.00	0.00	
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	
四、营业利润	1.00	1.21	0.98	-19.22%	0.21	0.47	121.05%
加：营业外收入	0.05	0.08	0.40	372.97%	0.39	0.00	-99.83%
减：营业外支出	0.00	0.15	0.00	-98.90%	0.00	0.01	
五、利润总额	1.05	1.14	1.37	20.62%	0.60	0.46	-23.37%
减：所得税	0.19	0.19	0.24	24.52%	0.05	0.11	110.95%
六、净利润	0.86	0.95	1.13	19.83%	0.55	0.35	-36.13%
减：少数股东损益	0.01	0.02	0.01	-3.98%	-0.01	-0.01	126.32%
母公司所有者净利润	0.85	0.93	1.12	20.22%	0.55	0.36	-34.56%
七、每股收益：							
(一) 基本每股收益	0.1654	0.1811	0.2177	20.21%	0.1075	0.0704	-34.51%
(二) 稀释每股收益	0.1654	0.1811	0.2177	20.21%	0.1075	0.0704	-34.51%

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

评级标准

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。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

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）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独立财务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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908