

调研纪要

会议概要

主 题：调研中信海直

时 间：2010年8月5日星期四

地 点：中信海直办公楼

参加人员：赵乾明

参加单位：国金证券

自上而下：为什么看好低空开放政策背景下的通用航空业

1、寻找停滞中的扩张 - 我们看好低空专题的出发点

- 均值回归是资本主义的不二法门，中国 GDP 增速同样不会例外，唯一的区别在于 GDP 增速从 10%附近区间向 6%均衡区间回落的时间拐点；目前很可能就处于这一时间拐点附近。
- 总需求在回缩中，市场对中国经济增长引擎的担忧，其直接表现为从中观行业层面去观察，难以发现明显扩张的传统产业链条，同时巨大的惯性使得宏观层面去观察，目前这一时点缺乏总量数据的支撑。
- 因此寻找那些总量数据渐显迟钝中仍能大概率扩张的产业方向成为我们的出发点，我们坚信：中观层面，扩张的产业方向必然会成为资本市场投资与研究的重点。

2、新蛋糕、阻力小，有干柴、欠火种，刚起步、空间大

- 延续上述思路，目前的经济与市场环境下，仍可以找到一些产业方向，如：
 - ◆ 牛 B 产品引发的产业链条扩张：iphone&ipod&ipad 带来的整个产业链投资机会，以及由此引发的电子产业升级机会（闪存对硬盘、新触摸屏技术、新搜索定义...）
 - ◆ 国家战略创造需求引发的产业链条增长：高铁、大飞机、北斗...
 - ◆ 经济自然升级带来的新需求：环境要求升级（大气脱硝、水中氨氮、重金属污染防治、废弃物再资源化）、移动互联网（产业进步到手持设备取代桌面设备）...
 - ◆ 放松管制或加强管制刺激新产业：通用航空受益于低空管制放松、BBS 放松、可能的游戏、文化等产业放松，稀土受益于产业整合...

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

- 那么如何在这些新的方向之中筛选出值得投资的方向呢？我们提出三个原则：
 - ◆ **新蛋糕、阻力小**：意思是产业市场容量是块全新的需求，这样对传统产业冲击小，凭空创造出的新蛋糕，因为没有利益集团的阻力，容易形成合力，更容易快速发展。
eg: 脱硝、通用航空等。
 - ◆ **有干柴、欠火种**：意思是产业诞生或培育的外部条件大多数已成熟，仅仅是欠缺一个火种；这个催化剂也许是政策、也许是技术突破的最后一步、也许是新模式的推广。
eg: 通用航空、北斗等。
 - ◆ **刚起步、空间大**：意思是产业刚刚诞生或之前被压抑许久，且整个产业潜在需求空间很大。
eg: 通用航空、膜法再生水等。
- 通用航空产业恰好符合我们上面提出的三个筛选标准：
 - ◆ 新蛋糕、阻力小：被压抑许久的通用航空对于中国经济版图来说可以说是新产业，其与民航、公路、铁路和水路相比是并列关系，而非替代关系；其发展将创造出一个千亿的大产业，同时并不会对已有既得利益者产生任何冲击。
 - ◆ 有干柴、欠火种：在 7 月 28 日专题报告《低空空域：破冰关键时点、期待厚积薄发》中我们已经分析了，目前通用航空产业到了万事俱备、只欠东风的时刻，除了政策管制过严外，市场需求、配套设施等都已经到了足以启动这个市场的临界点。
 - ◆ 刚起步、空间大：与美国相比，我国通用航空连他们的 1% 都不到，即使考虑到两国在人均收入、人口密度等上的差异，如果未来我国通用航空发展到美国的 10%，那也是 10 倍以上的增长空间。

自下而上：中信海直弹性大、公司思路清晰，海特高新同样首批受益

1、优先选择直接受益，而非间接受益；优先选择必然受益，而非或许受益

- 优先选择直接受益，而非间接受益：
 - ◆ 我们对需求释放的判断是，先爆发式、后高速线性增长、最后稳定；先爆发式的原因是高端私人需求被压抑已久，一旦管制放松，将会有个需求集中释放的过程；后高速线性增长则是来自低基数带来的高增长；当公务私人潜在需求释放差不多时，进入稳定增长阶段。
 - ◆ 选择直接受益的原因也是因为中信海直、海特高新这样的运营、维修企业会充分享受第一阶段需求集中释放的过程；但是**诸如四创电子、川大智胜这样的空管、空港设备企业间接受益，享受不到第一阶段，仅能享受第二阶段高速线性增长带来的机会。**
- 优先选择必然受益，而非或许受益：
 - ◆ 直接受益除了运营维修培训执管包租企业，还有飞机制造业；但是国内通用航空飞机制造企业面临的问题是飞机性能、服务等与国外企业相比有较大差距，因此**若政府不出台配套的进口限制政策，国内通用航空飞机制造企业不必然受益。**

■ 因此，我们优先选择**中信海直和海特高新！**

2、中信海直业绩稳定、波动小，公司发展思路清晰

- 公司业绩稳定、波动小，海上石油业务提供稳定增长：
 - ◆ 海上石油业务跟随三大石油海外开拓石油的步伐，增长迅速，2011-2012 年将增加 6 架飞机，提供稳定的增长。
 - ◆ 受益于人民币升值（公司贷款为港币），汇兑受益不可小觑。

- 公司 **已经对低空开放对陆上通航业务可能的增长予以关注**，我们认为，一旦低空领域开放，私人飞行、训练，公务包机、执管等需求会直接增加公司直升机陆上通航运输飞行架次和小时；其中经过调研了解公司客户结构，我们判断低空开放后，政府部门对执管飞行的需求有可能大大增加。
 - ◆ 深圳公安有一架飞机，受制于飞行限制，有需求，但难以增加。
 - ◆ 诸如公安、消防、医疗以及电网等央企的执管飞行需求是真实存在的，只是因为飞行审批难且复杂而被压抑。
 - ◆ 我们认为一旦低空开放，**公司合理的发展战略是通过增发、贷款等方式快速扩张，要么购并、要么购买飞机来抢占市场**，尤其是公务市场。
- 我们以公司 2008 年一次性向欧直采购的 10 架 EC155 型直升机为例，做了陆上通航运输飞行的敏感性分析，公司每增加一架 EC155 用于陆上通航，则增加 EPS0.016 元。

图表1：中信海直陆上通航单机飞行敏感性分析（EC155 直升机为例）

小时	公司现有 21 架直升机有 18 架被用于海上石油服务，2009 年平均每架飞机飞行 1000 余小时；假设低空领域开放后，陆上通航飞行小时维持在该水平。其中假设固定年包租 200 小时，剩余 800 小时用于临时合同		
计费	项目	计费模式	计费标准
	海上石油	固定月租+小时使用费	100-130 万元/月，1-2 万元/小时
	陆上通航	固定年租包固定小时数+超出部分按小时计费	150-200 小时约 700 万元
	临时合同	公务机按小时收费	5 万元/小时
	执管飞机	按小时计费，一式一谈	2 万元/小时
成本	直接人工	2 架飞机需 3 组机组，机组人工成本 260 万元/年	
	折旧成本	EC155 直升机购价 1065 万美元，折旧年限 15-20 年，残值率 5%，大修费用占飞机购买原值 25%	
	航油成本	EC155 型直升机每小时耗油 330 公斤	
	航材耗用	EC155 型直升机每小时消耗航材 1500-2000 元	
	飞机保险	飞机保险费率 2%-3%	
	合同执行费	折旧年限 15-20 年，残值率 5%，大修费用占飞机购买原值 29%	
	所得税率	负责陆上通航业务的中信通用航空有限责任公司所得税率为 25%	
EPS 贡献	收入	2300=700+800*2	
	成本	1139=342+260+0.2*1000+137+0.2*1000	
	净利润	818=(2300-1139)*75%*93.97%	
	EPS	0.016	

来源：国金证券研究所

注：中信海直持有中信通用航空有限责任公司 93.97% 股权

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室