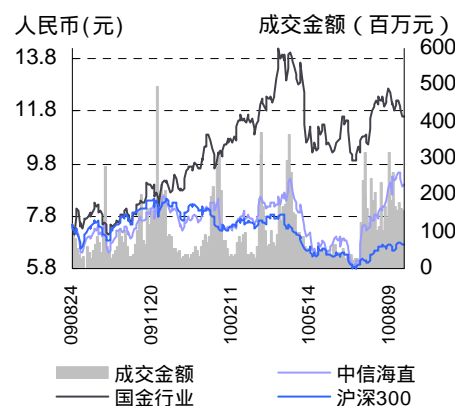


中信海直 (000099.SZ) 航空运输行业
评级：买入 维持评级
业绩点评

市价（人民币）：8.99 元

业绩符合预期，继续看好
长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	274.03
总市值(百万元)	4,617.26
年内股价最高最低(元)	9.46/5.85
沪深 300 指数	2896.19
深证成指	11078.86


相关报告

1. 《好公司 好股票》，2010.8.17

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.181	0.218	0.294	0.339	0.386
每股净资产(元)	2.74	2.91	3.07	3.28	3.54
每股经营性现金流(元)	0.27	0.27	0.47	0.57	0.67
市盈率(倍)	18.66	35.73	26.68	23.15	20.35
行业优化市盈率(倍)	13.55	28.71	28.71	28.71	28.71
净利润增长率(%)	9.50%	20.22%	35.14%	15.25%	13.72%
净资产收益率(%)	6.61%	7.49%	9.58%	10.34%	10.91%
总股本(百万股)	513.60	513.60	513.60	513.60	513.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中信海直公布中报，上半年收入 400.78 百万元，同比增长 9.69%；营业成本 267.60 百万元，同比下降 2.30%；归属于母公司所有者净利润 60.41 百万元，同比下降 9.18%；EPS0.1176 元。

经营分析

- **成本控制力度持续，财务费用继续受益升值**：营业成本同比下降 2.30%，延续了一季度公司加强控制成本的效果；财务费用因人民币对港币汇率小幅升值，公司港币贷款产生汇兑收益 7.91 百万元，上半年财务费用 8.83 百万元，同比下降 39.06%。
- **飞机数量增长仍是业绩稳定增长推动力**：2008 年购置的 10 架 EC155B1 型直升机将于 2010-2012 年间交付完毕，依旧是未来 2 年业绩提高的最主要推动力。
- **低空开放带来的发展机遇是关注重点**：公司未来发展最大的机遇依然是将试点开放的低空空域管制，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；公司每增加一架 EC155 用于陆上通航，则增加 EPS0.016 元。

盈利调整

- 我们维持 8 月 17 日报告《好公司 好股票》中的盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为 0.294 元、0.339 元和 0.386 元，同比分别增长 35.14%、15.25%和 13.72%。

投资建议

- 在低空管制放松明确且试点即将以省为单位推广的现在，对中信海直的估值更应该从新兴产业中具备先发优势潜力龙头企业的角度去考虑，而非机械的套用交通运输或航空股的估值水平；因此按照 30x-40x11PE，给予公司未来 6-12 个月目标价 10.17-13.56 元；目前价位建议买入。

股票分析组

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

事件：中信海直公布中报

上半年业绩

- 中信海直公布中报，上半年收入 400.78 百万元，同比增长 9.69%；营业成本 267.60 百万元，同比下降 2.30%；归属于母公司所有者净利润 60.41 百万元，同比下降 9.18%。
- 上半年营业收入增加原因为：
 - ◆ 海上石油服务收入 333.52 百万元，同比增长 9.24%；原因是 EC-155 型直升机服务合同价格上调，且海上石油飞行作业量增加。
 - ◆ 陆上通航收入 56.73 百万元，同比增长 7.62%；原因是上半年新增两架代管公务机，以及新增代管极地中心 KA32 直升机。
 - ◆ 直升机及备件维修收入 10.54 百万元，同比增长 42.86%；原因是上半年军队直升机大修和部附件修理收入增加。
- 上半年营业成本同比下降的原因是公司加强了成本预算控制，在可控成本项目航材上取得效果；值得注意的是，上半年公司财务费用因人民币对港币汇率小幅升值，公司港币贷款产生汇兑收益 7.91 百万元，上半年财务费用 8.83 百万元，同比下降 39.06%。
- 净利润同比下降 9.18%，原因为 2009 年上半年公司收到抗震救灾损毁的 B-7960 直升机国家补偿 36.99 百万元。

上半年经营

- 上半年公司共飞行 12,716 架次、10,629 小时 29 分，分别比上年同期增长 1.11%和 3.57%；运输人员 114,685 人次，货物 1,369,122 公斤。
- 公司上半年完成海上石油作业飞行 10,618 架次，8,753 小时 19 分，分别比上年同期增加 6.96%和 4.80%，占海上石油直升机飞行服务市场份额 65%以上。
 - ◆ 公司目前执行海上石油长期服务合同 13 个，临时合同 5 个，投入直升机 20 架，其中超美洲豹（AS332L/L1）直升机 8 架、EC155B/B1 直升机 7 架，EC225 直升机 2 架，海豚（AS365N）直升机 3 架。
 - ◆ 在我国南海东部、西部，东海、渤海等海域为中海油深圳分公司、湛江分公司、上海分公司、天津分公司，以及中海油服公司、CACT 作业公司、康菲石油公司、哈斯基能源公司、丹文石油公司，洛克石油公司等国内外海上石油企业提供长期直升机飞行服务保障，同时为新田石油、温州作业、冀东油田、胜利油田、天津港引航中心及中石油海洋工程有限公司等提供短期直升机飞行服务保障。
- 陆上通航业务由子公司中信通航负责运营直升机 13 架，飞行 1,100 架次，1,288 小时 12 分。执行公务机飞行 224 架次、461 小时 51 分
 - ◆ 公司执行其他通航业务合同 7 个，在深圳、湛江、厦门、丽江、思茅、福建、重庆、南极等地执行飞行任务。
 - ◆ 其中：执管国家海洋局海监总队的 H410 直升机 2 架、并向其出租 A109 直升机 1 架，执行海洋巡查、监测和执法飞行；代管中央电视台 Z-11 及 A109 直升机各 1 架，执行航拍业务；代管南方电网 AS350B3 型直升机 1 架，执行电力巡线飞行；代管极地中心 Ka-32A 直升机 1 架，执行南极科学考察飞行；向交通部厦门东海第二救助飞行队和湛江南海第一救助飞行队出租“海豚”型直升机 2 架，用于海上搜救飞行；向重庆公安局出租的 EC135 直升机 1 架，用于警务飞行；湿租 2 架 Ka-32A 直升机和干租 1 架 AS350B3 型直升机用于护林防火作业。
- 上半年公司按进度在翻修飞机 5 架，其中：陆航直九飞机大修 3 架，空军超美洲洲飞机大修 2 架；飞机部附件维修累计完成 93 件；为中海油 9 个石油平台飞机加油设备年度检测 9 次。

点评与分析

飞机增加推动业绩稳定增长，发展机遇来自低空开放

- 公司占据领先优势的海上石油服务领域，受国内外深海石油勘探开发需求推动，增长稳定；为应对海上石油服务需求的增长，公司也在有条不紊的增加飞机来满足需求；2008 年购置的 10 架 EC155B1 型直升机将于 2010-2012 年间交付完毕。

图表1：2010-2012 年飞机交付进度

年度	数量	机型	时间
2010	3	EC155B1	3月、6月和10月各1架
2011	4	EC155B1	8月交付2架，10月和12月各一架
2012	2	EC155B1	1月和2月各1架

来源：国金证券研究所

- 飞机数量的稳步增长会直接提升公司海上石油业务接长期合同与临时合同的能力，并以此提升业绩。
 - ◆ 2007 年 12 月和 2008 年 4 月交付的 2 架 EC225 型直升机，1 架为丹文(DEVON)石油公司提供海上直升机飞行服务，另 1 架为哈斯基(HOCL)深海勘探钻井提供飞行服务；2009 年这 2 架飞机共实现营业收入 8828.60 万元，经营成本 7375.44 万元，经营收益 1453.16 万元。
 - ◆ 公司未来新增的 EC155B1 机型其性能指标适用于近海石油平台作业，未来有望带来新增作业合同如下表：

图表2：新增 EC155B1 飞机满足需求预测

客户或地区	湛江中海油	天津中海油	天津中石油中石化	海南中石油	缅甸	伊朗
数量	1	1	1	1	3	2

来源：国金证券研究所

- 公司未来发展最大的机遇依然是将试点开放的低空空域管制：
 - ◆ 从受益时间上看，中信海直将是低空开放第一批受益的上市公司；低空领域开放除了会带来新的飞机订单，也会激发起民间公务、私人包机、租赁飞机、托管飞机的巨大需求，激发起民间飞机驾驶培训的需求，中信海直作为国内最大的直升机运营企业，具备充足的运营、租赁、执管直升机经验，会直接受益。
 - ◆ 从受益程度上看，低空领域开放对中信海直主营业务的提升反映在公司陆上通航业务的增长；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。
- 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3：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
		公务机按小时收费	5万元/小时
	临时合同	按小时计费，一式一谈	2万元/小时
成本	执管飞机	固定执管费	公司仅提供飞行员
	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%	
EPS贡献	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%	
	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	

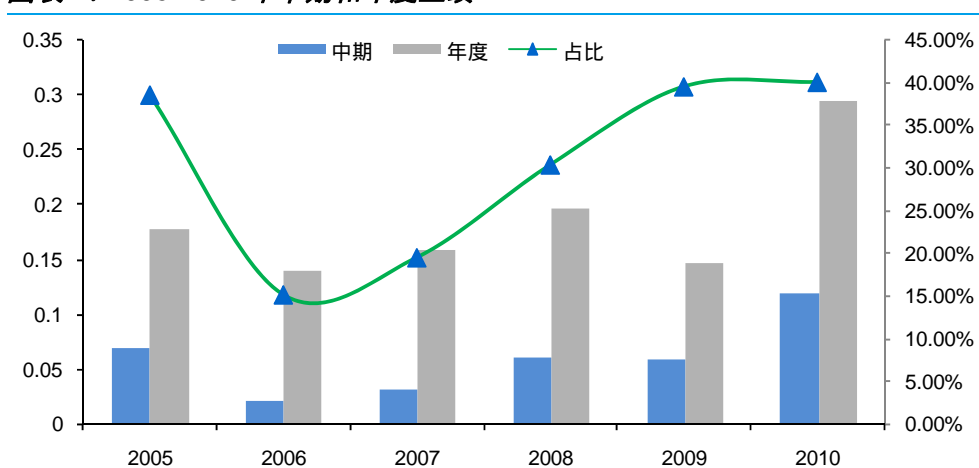
来源：国金证券研究所

注：中信海直持有中信通用航空有限责任公司 93.97%股权

维持盈利预测和投资建议

- 从历史财务数据看，由于执管飞机收入确认等因素，公司业绩具备一定季节性。

图表4：2005-2010 年中期和年度业绩



来源：国金证券研究所 注：2010 年业绩为预测值，2008-2009 年业绩扣除汶川地震直升机毁损影响

- 我们维持 8 月 17 日报告《好公司 好股票》中的盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为 0.294 元、0.339 元和 0.386 元，同比分别增长 35.14%、15.25%和 13.72%；按照 30x-40x11PE，给予公司目标价 10.17-13.56 元；目前价位建议买入。
- ◆ 2010-2012 年主营业务收入为 917.09 百万元、1053.60 百万元和 1225.85 百万元，同比分别增长 13.57%、14.89%和 16.35%。

- ◆ 2010-2012 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 151.14 百万元、174.19 百万元和 198.08 百万元，同比增速分别为同比分别增长 35.14%、15.25%和 13.72%。

图表5：盈利预测假设

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
通用航空业务							
海上石油							
运输飞行（架次）	16556.00	18075.00	19461.00	21687.00			
运输飞行（小时）	13127.53	14275.06	16358.45	18317.17	20817.17	22817.17	25817.17
完成个架月	168.93	169.50	188.30	197.25			
陆上通航（商务、救助、巡查、航拍）							
运输飞行（架次）	1329.00	866.00	1473.00	3014.00			
运输飞行（小时）	1467.41	1144.50	1790.08	2394.21	2800.00	3000.00	3000.00
其他飞行							
公务机训练飞行（架次）		268.00		243.00			
公务机训练飞行（小时）	238.59	553.55		633.16	700.00	700.00	700.00
通用航空汇总（不含其他飞行）							
运输飞行（架次）	20027.00	20799.00	22834.00	27629.00			
运输飞行（小时）	15555.59	16376.45	19271.24	22483.17	24317.17	26517.17	29517.17
平均单价（万元/小时）	3.09	3.15	3.42	3.40	3.50	3.60	3.65
销售收入（百万元）	480.96	515.70	658.55	763.51	851.10	954.62	1077.38
销售成本（百万元）	321.99	417.37	541.25	556.35	561.91	618.10	686.09
毛利率	33.05%	19.07%	17.81%	27.13%	33.98%	35.25%	36.32%
非通用航空业务							
维修业务							
销售收入（百万元）	7.18	11.22	20.43	43.99	65.99	98.98	148.47
销售成本（百万元）	4.54	9.42	16.92	36.62	54.44	81.16	121.75
毛利率	36.82%	16.04%	17.19%	16.75%	17.50%	18.00%	18.00%
销售收入（百万元）	488.14	526.91	678.98	807.50	917.09	1053.60	1225.85
销售成本（百万元）	326.53	362.26	485.59	592.97	616.35	699.27	807.84
毛利率	33.11%	31.25%	28.48%	26.57%	32.79%	33.63%	34.10%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	3
买入	1	1	1	2	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.60	1.56	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-17	买入	9.44	10.17 ~ 13.56

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

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