

交通行业小组 (姚俊 等)
 0755 - 25310463
 Yaoj@cmschina.com.cn

2009年2月6日

中信海直(000099.SZ)/4.42元

隐形的冠军，明后年公司进入快速发展期

交通运输·航空机场

目标估值：6元

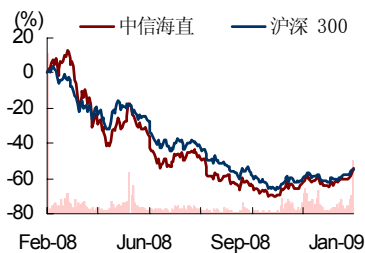
强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2098
总股本(万股)	51360
已上市流通股(万股)	27403
总市值(亿元)	23
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	43.1%
主要股东	中国中海直总公司
主要股东持股比例	46.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	-10	-55
相对表现	17	11	1



相关报告

- 1、《主动性过剩 - 交通行业专题报告之二》2009/1/13
- 3、《基本面压力仍然存在，把握估值波动的投资计划 - 航空机场行业2009年投资策略》2008/12/15

本文分析了通用航空业务以及公司的经营情况，随着石油开采向深海延伸、通用航空的发展，以及公司明后年的运力扩张使业务进入快速发展期，我们认为应以成长的眼光对待，公司在细分市场上占据绝对优势，同时直升机服务合同的长期性和稳定性使得公司具备向下防御的特点，首次给予“强烈推荐”投资评级。

- **公司是国内海上石油服务龙头：**公司是唯一一家通用航空业务的上市公司，主要收入是来自海上石油提供直升机服务，在全国占据60%以上的市场份额。
- **我国通用航空业务发展前景广阔：**08年的雪灾和四川大地震救灾引起了广泛的思考，如果我国通用航空特别是直升机规模能够大点，生命和经济损失或许能减少许多。但近期发展仍受到国民经济、人均收入、国家政策、空中交通管制等外部条件约束，高成本和风险也困扰着通用航空企业的发展。
- **海上石油服务是目前通用航空最盈利的业务：**未来石油开采向深海延伸，从近期石油勘探的结果来看，海油开发潜力巨大，而且国内石油三巨头也将未来的勘探和开采规划重点集中在海洋，这为公司业务拓展提供广阔的空间。
- **公司明年后将进入快速发展期：**运力扩张计划是09年1架，10年3架，11年4架和12年2架，到12年公司海上石油服务运力规模将增长60%，而且飞行小时随着深海开发进程等不断提高。新增运力主要投放在需求增长较快的湛江、天津和缅甸等地区，而且明年存在直升机合同月租金上调的可能性。
- **预计EPS 08年0.15元、09年0.21元和10年0.28元：**分别增长40%和33%。
- **首次给予“强烈推荐”投资评级：**我们认为在宏观环境处于调整时，由于直升机服务合同的长期性和稳定性优势，这种细分市场的隐形冠军反而较为稳定，同时明后年公司进入快速发展，理应有成长溢价，给予目标价6元，对应09年和10的PE值为30倍和21倍。
- **风险提示：**市场竞争加剧、大客户、石油波动、成本上涨和安全风险等。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	491	527	626	718	960
同比增长	5%	7%	19%	15%	34%
营业利润(百万元)	88	100	81	92	183
同比增长	-19%	14%	-19%	14%	99%
净利润(百万元)	72	85	75	106	145
同比增长	-18%	19%	-11%	40%	33%
每股收益(元)	0.14	0.17	0.15	0.21	0.28
PE	31.7	26.7	30.1	21.4	15.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：招商证券

正文目录

一、隐形冠军：中国海上石油服务龙头.....	4
1、公司简介.....	4
2、控股股东.....	4
3、经营区域.....	4
4、现有机队.....	5
5、现有市场竞争状况.....	5
二、国内通用航空仍处于起步阶段，发展空间广大.....	6
1、通用航空的范围.....	6
2、目前国内通用航空仍处于起步阶段.....	6
3、十一五规划期间通用航空将加速发展.....	6
三、公司主营行业环境分析：石油开采将向深海延伸.....	8
四、公司主营业务分析.....	10
1、近些年的公司主营业务保持增长.....	10
2、明后年公司运力规模进入快速发展期.....	12
3、直升机合同的租金有上调的可能性.....	13
4、单架飞机飞行小时不断提高.....	14
五、公司主营成本分析.....	15
1、成本构成情况.....	15
2、直接人工.....	15
3、折旧成本.....	16
4、航油成本.....	16
5、航材消耗.....	16
6、飞机保险费.....	17
7、合同执行费.....	17
8、利息费用.....	17
9、所得税.....	17
六、盈利预测.....	18
七、风险提示.....	20

图表目录

图 1: 中信海直实际控制股东.....	4
图 2: 中国通用航空“十一五”期间作业小时发展.....	7
图 3: 中国通用航空“十一五”期间机队和飞行员发展目标.....	7
图 4: 中国沿海石油勘探的沉积盆地分布图.....	8
图 5: 公司近几年来主营业务保持平稳增长.....	10
图 6: 公司近几年来净资产收益率较低.....	10
图 7: 公司近几年来销售毛利率情况.....	11
图 8: 公司近几年来净利润起伏较为平稳.....	11
图 9: 公司收入的主要地区分布.....	12
图 10: 明后年公司运力将是快速发展期.....	13
图 11: EC155 型直升机的固定月租金近年来呈上涨趋势.....	14
图 12: 公司所有飞机平均单架飞机飞行小时不断提高.....	14
图 13: 公司主营成本的大致构成.....	15
图 14: 公司人工成本的增长趋势.....	16
图 15: 公司在 2010 年后营业收入将快速增长.....	18
图 16: 中信海直历史 PE Band.....	19
图 17: 中信海直历史 PB Band.....	19
表 1: 公司基地和覆盖海域.....	5
表 2: 全国三家主要的海上石油服务公司分布区域.....	5
表 3: 近年来我国海上石油勘探的研究结果.....	8
表 4: 07 年公司地区营业收入和增长情况.....	11
表 5: 公司 10 架飞机预期交货时间.....	13
表 6: 盈利预测简表.....	18
附: 财务预测表.....	21

一、隐形冠军：中国海上石油服务龙头

1、公司简介

公司是在原中国海洋直升机专业公司基础上改制设立的，公司于 2000 年 7 月上市，为我国通用航空业第一家上市公司。

公司主营范围包括海上石油服务、电力巡查、人工降水、航空护林、医疗救护、航空探矿等等通用航空飞行服务和航空维修服务，是全国性甲类通用航空企业，其中海上石油服务要占 80% 以上。

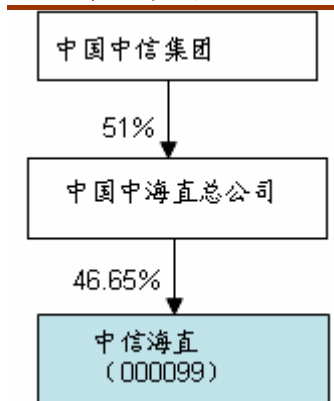
中信海直总部设在深圳，下辖深圳基地、哈尔滨基地和上海、天津、湛江 3 个分公司。在海南东方和浙江舟山设有直升机起降场，业务遍及我国南海、东海、渤海海域。

公司现拥有超美洲豹直升机，海豚直升机，EC-155B 型直升机，EC-135P2 型直升机，A109POWER 直升机，米 171 直升机以及 S76C+ 型直升机等先进的直升机群，总飞行时间超过 10 万小时，年飞行小时占全国通用航空飞行总量的 20% 多，其中海上石油直升机服务市场占有率在 80% 以上，在该市场占据绝对优势。

2、控股股东

公司控股股东为“中国中海直总公司”，实际控制人为中国中信集团公司（图 1），最大股东中海直总公司控股 46.65%。目前公司的股权比较分散，没有其他持股在 10% 以上的法人。

图1：中信海直实际控制股东



来源：公司公告、招商证券

3、经营区域

公司以深圳机场为主营运基地，海上石油业务分布于湛江、天津、上海、海南东方、哈尔滨、舟山等地的航空基地，形成辐射南海、渤海、东海海域的全性服务网络。

主要的客户为国内外著名跨国石油公司，最大客户是中国海洋石油公司，并有多年的合作伙伴关系。中信海直主要以竞标的方式取得石油企业的直升机作业服务合同。

表 1: 公司基地和覆盖海域

作业基地	辐射区域	主要使用机场
深圳基地	南海东部海域	深圳直升机场
湛江分公司	南海西部海域	湛江坡头直升机场 海南东方直升机场
天津分公司	渤海海域	天津塘沽机场
上海分公司	东海海域	舟山直升机场

资料来源：公司、招商证券。

4、现有机队

公司目前自有直升机 25 架（1 架超美洲豹型直升机在抗震救灾中损毁，并将获得保险赔偿），其中 19 架是自有飞机，干租 3 架，执管 2 架。主要飞机用途分别是：

- 17 架用于海上石油服务，全部在执行合同状态。2 架 EC225 型远程直升机专用于深海业务；8 架超美豹（AS332L）大型直升机，主要用于距陆地较远的南海东部和东海海域；5 架 EC155B 型直升机与超美豹（AS332L）型直升机用于近海的南海西部和渤海等地区。
- 2 架海豚直升机、1 架 EC135 直升机和 1 架 A109 直升机执行非海油作业任务。
- 其他飞机用于其他通用航空业务。

5、现有市场竞争状况

海上石油服务在目前的通用航空业务盈利性较强，但进入门槛较高，目前国内主要是中信海直、南航珠海直升机公司和东航东方通航公司三家公司（表 2）。

公司目前主要使用法国欧洲直升机公司生产的 AS332 “超美洲豹”系列和 EC155B1 型系列直升机，南航珠海和东方通航主要使用美国西科斯基生产的 S-76 系列直升机进行生产运营。从全球来看，“超美洲豹”是世界海上石油运输服务的主力机型。

其中南航珠海业务范围是南海西部地区，而东方通航业务范围是渤海地区。中信海直占有南海东部、东海地区大部分市场份额，南海西部、渤海地区 50% 以上的市场份额，拥有国内最庞大的海上服务机队和亚洲最大的直升飞机基地，基本覆盖中国海岸线，凭借机队规模和良好信誉在国内同行业中处于领先地位，总体市场份额在 60% 以上。

表 2: 全国三家主要的海上石油服务公司分布区域

公司	深圳地区	上海舟山	天津地区	辽宁兴城	湛江地区	海南东方	海南三亚
中信海直 (17 架)	2 架 EC225 6 架超美洲豹	2 架超美洲豹	2 架 EC155 1 架海豚		2 架 EC155 1 架海豚	1 架 EC155	
南航珠海直 (6 架)				1 架 S-76C+ 1 架 S-76A++	1 架 S-76C+ 1 架 S-76A++		2 架 S76A
东方通航 (3 架)			1 架 S-92 2 架 S-76C++				

资料来源：各公司、招商证券（注：中信海直 17 架海油服务飞机中有 1 架在去年地震中坠毁。）

二、国内通用航空仍处于起步阶段，发展空间广大

1、通用航空的范围

通用航空是指公共航空运输以外的民用航空活动，包括从事工业、农业、林业、渔业和建筑业的作业飞行以及医疗卫生、抢险救灾、气象探测、海洋监测、科学实验、教育训练、文化体育等方面的飞行活动。

通用航空的经营项目按民航总局的规定，划分为以下三类：

- 甲类：陆上石油服务、海上石油服务、直升机外挂载重、人工降水、医疗救护、航空探矿、空中游览、公务飞行；
- 乙类：航空摄影、空中广告、海洋监测、渔业飞行、气象探测、科学实验、城市消防、空中巡查；
- 丙类：飞机播种、空中施肥、空中喷洒植物生长调节剂、空中除草、防治农林业病虫害、草原灭鼠，防治卫生害虫、航空护林、空中拍照。

2、目前国内通用航空仍处于起步阶段

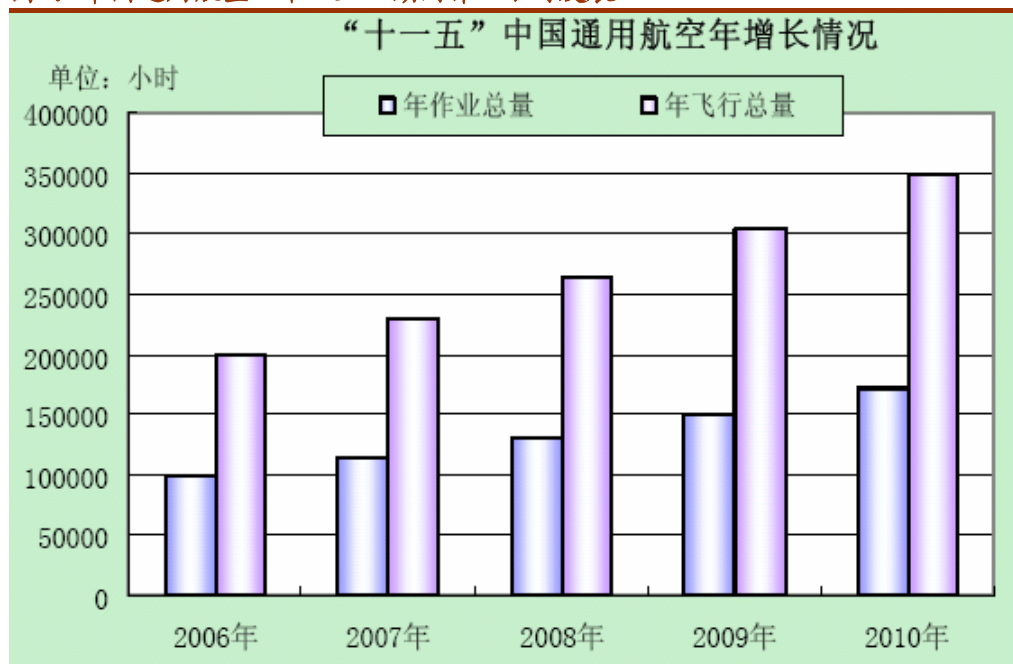
目前全球通用航空的飞机数量约在 30 多万架左右，但其中美国就占了 2/3，而我国目前所有的通用航空飞机不足 800 架，还包括飞行院校教练机近 350 余架在内，能用于作业的机队不足 450 架，30 年以上机龄的约 60 架，总体看起来机队规模偏小，而且通用航空企业的规模也很小（20 架以上的不足 5 家）。

在直升机机型方面，国内总数仅 120 多架，很明显，我国的通用航空行业还处于起步阶段，但是从 08 年的雪灾和四川大地震的救灾中，引起了广泛的思考，如果我国的通用航空特别是直升机数量能够再多点，生命和经济损失或许能减少许多。

3、十一五规划期间通用航空将加速发展

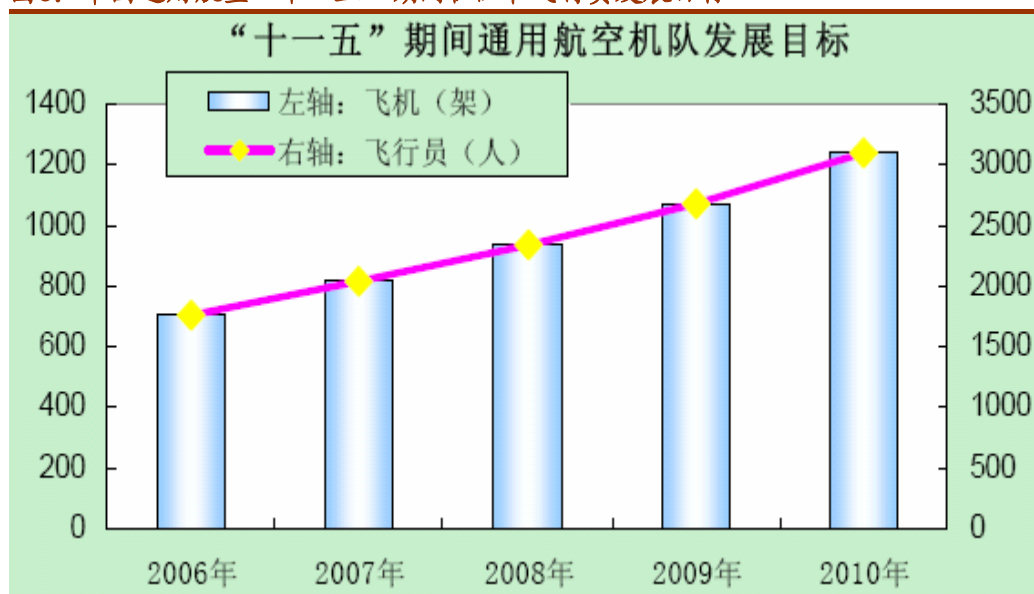
根据国家航空行业的“十一五”规划，发展目标是：“航空运输快速增长，质量有较大改善；通用航空总量扩大，结构趋于优化”，预计到 2010 年，通用航空总作业量为 665000 小时，总飞行量为 1347000 小时，年均增长 10% 左右。

图2：中国通用航空“十一五”期间作业小时发展



资料来源：中国通用航空协会、招商证券

图3：中国通用航空“十一五”期间机队和飞行员发展目标



资料来源：中国通用航空协会、招商证券

总体看来，我们认为目前通用航空仍处于起步阶段，未来的发展空间广大，但目前我国通用航空市场业务发展仍受到国民经济发展水平、人均收入、国家政策、空中交通管制等外部条件约束，资本投入大、成本高等也困扰着通用航空企业的发展。

三、公司主营行业环境分析：石油开采将向深海延伸

目前海上石油服务是通用航空领域盈利性最强的一项业务,石油产品的战略重要性不言而喻,其中海洋石油的开采越来越在我国占重要分量。目前,海洋油气开发力量主要集中在北部的渤海地区,而占中国领海面积 3/4 的南海地区,油气开发尚处于早期阶段,而且几口油井都集中在离陆地和海南岛不远的区域。

从近期我国海上石油勘探的结果来看(表3和图4), 深海的开发潜力十分巨大。

表 3: 近年来我国海上石油勘探的研究结果

海域	勘探地区	初步预测资源量 (亿吨)
渤海	辽东带	4
	黄河口东北半环	1.6
	青东凹陷	0.9
	辽东湾岩性圈闭	有利圈闭
南海西部	涠西南凹陷	2.7
	文昌 A 凹陷	有利区带
	崖南凹陷	有利区带
	莺歌海浅层	有利区带
南海东部	珠一下构造层	8 个同生构造带
	深水	10 大凹陷评价

资料来源：中海油、招商证券。

图4: 中国沿海石油勘探的沉积盆地分布图



资料来源：中海油

而且从国内三大石油公司的勘探和开采规划来看，均把重点放在了海洋。

- 中海油：中海油仍是我国头号海洋石油商，占已有划分海油资源区块的 80%，在“十一五”期间的勘探重点是渤海海域，同时加大珠江口盆地珠一坳陷、北部湾盆地的勘探力度。根据其规划，中海油计划在“十一五”期间投资 1000 亿元发展 50 个油气田，其中 21 个正在勘探和经济评价，到 2010 年实现年产约 1 亿吨油当量，其中中国沿海的油气产量占比要接近 50%。
- 中石油：已经获准得到了勘探和开采 18 个位于南海地区的深海区块，包括一些位于南沙群岛地区的区块许可证。十一五期间，中石油将海上石油开发作为发展重点，主要探区集中在渤海湾等海域，规划“十一五”期间在海上形成年产 400 万吨的原油生产能力。目前公司已先后渤海湾盆地在岩性油气藏和滩海等海域发现了工业油气田。而中石油在冀东南堡滩海勘探也获得了重大发现，初步形成一个 3 亿吨级的大型含油区。
- 中石化：04 年中石化开采南海地区深海区块的申请也被批准。目前中石化正在为开发南海海域琼东南盆地做前期准备工作。今后中国海洋石油油气的开采重点将在中国南海的南部。

因此，长远来看，在我国多元化石油战略中，重点必将转移到海洋油气资源的开发上。这为公司主营业务发展提供了充分的空间。

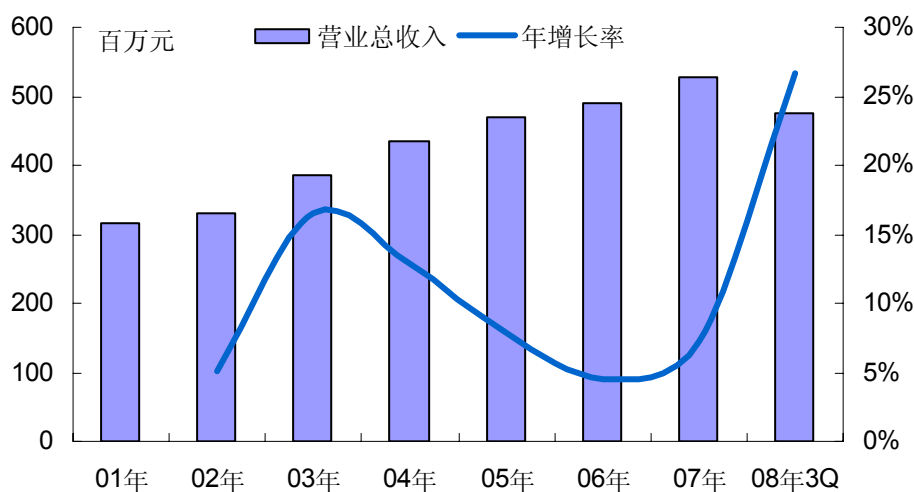
四、公司主营业务分析

1、近些年的公司主营业务保持增长

公司营业收入来源主要是通用航空服务和航空维修业务，其中通用航空收入占 98% 左右，业务较为清晰。

从 2001 年至 2007 年，公司主营业务一直保持增长，年均增长约 9%（图 5）。08 年，公司飞行量大幅增加，公司主营业务在三季报中显示同比增长高达 26.7%。

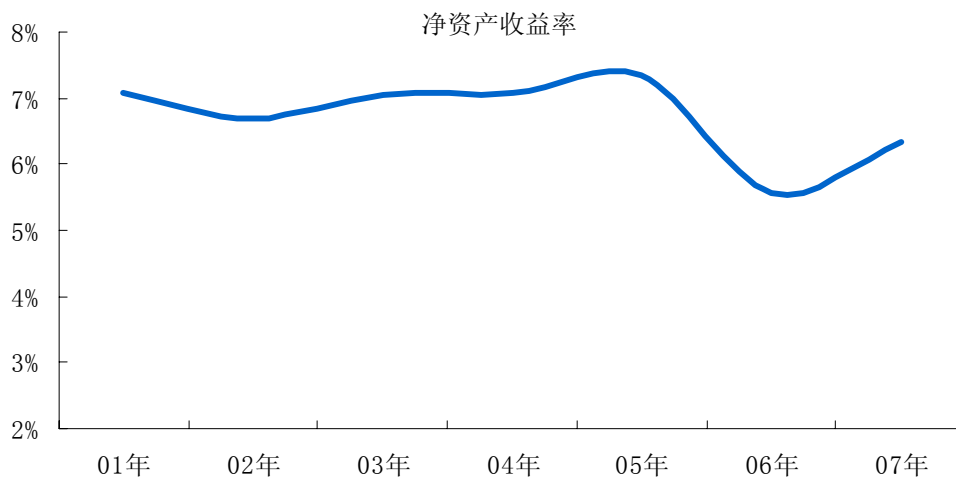
图5：公司近几年来主营业务保持平稳增长



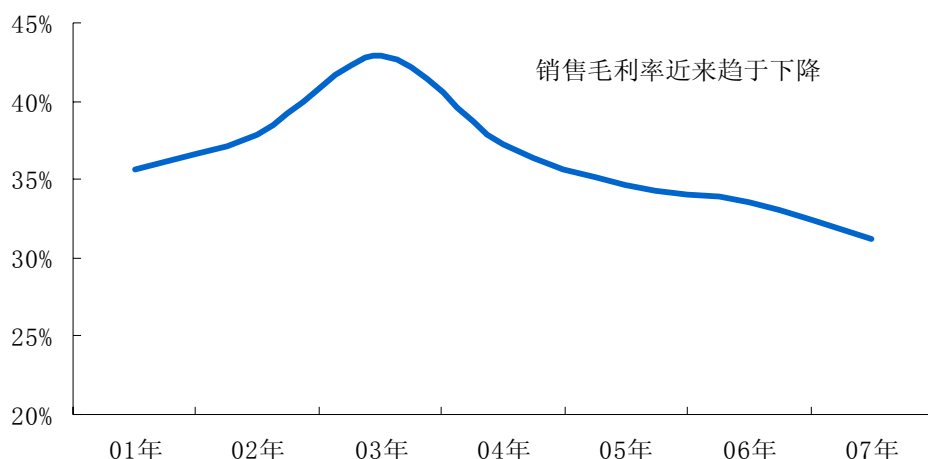
资料来源：公司、招商证券

但通用航空这项市场尚处于培育阶段，公司的盈利性未与收入增长同步（图 6 和图 7），其净资产收益率保持在 6% 至 7% 左右的水平。公司销售毛利率也从 2003 年开始趋于下降。但从净利润的情况来看，公司在 2002 年至 2005 年有个逐年上升期，而 2006 年有所下降，平均而言，公司净利润的起伏在近几年不是很大（图 8）。

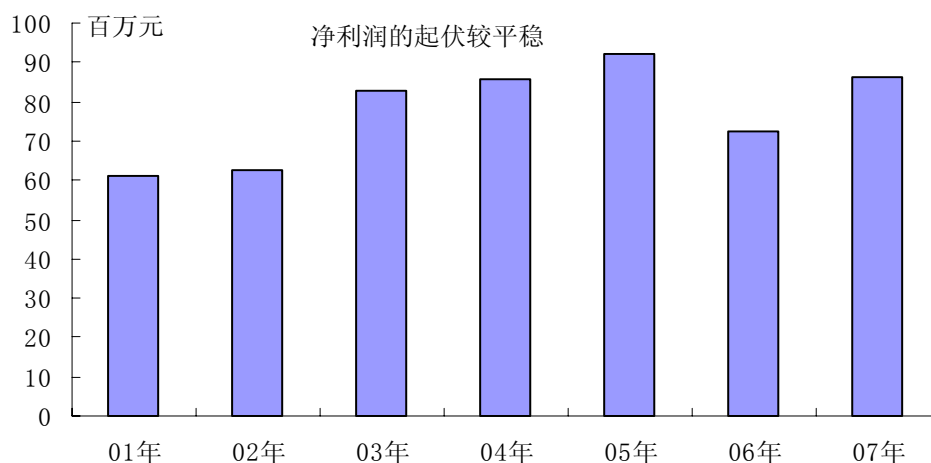
图6：公司几年来的净资产收益率较低



资料来源：公司、招商证券

图7：公司近年来的销售毛利率情况


资料来源：公司、招商证券

图8：公司近年来的净利润起伏较为平稳


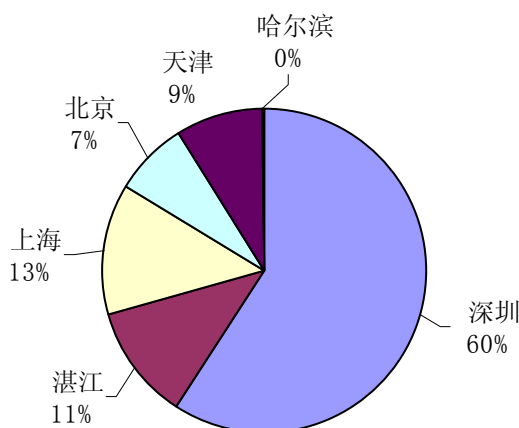
资料来源：公司、招商证券

从收入地区分布来看（表 4 和图 9），目前中信海直直升机队主要服务于国内海上油气市场。其中深圳地区占 60%，上海地区占 13%，湛江地区占 11%，天津地区占 9%，但是湛江地区和天津地区的增长十分迅速，而海外市场目前主要处在业务拓展阶段。随着中海油、中石油、中石化不断向海外拓展业务，预计未来海外服务合同将会有所增长。

表 4：07 年公司地区营业收入和增长情况

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)	营业利润率 (%)
深圳地区	312	1.4%	11.3%
湛江地区	60	23.6%	30.9%
上海地区	70	0.6%	52.2%
北京地区	39	31.1%	7.7%
天津地区	45	25.3%	17.7%
哈尔滨地区	1	-14.4%	-71.3%
合计	527	7%	19%

资料来源：公司、招商证券。

图9：公司收入的主要地区分布


资料来源：公司、招商证券

2、明后年公司运力规模进入快速发展期

在通用航空的细分市场上，直升机服务合同具有长期性和稳定性的特征。

从公司现有的机队合同执行情况来看，16 架从事海上石油服务的飞机全部处于执行合同状态，公司目前没有闲置的直升机储备。

随着石油开采向深海延伸，国内石油三巨头将加大海上石油勘探开发力度，同时公司也会在未来几年内向海外大力拓展海油业务，公司已经公告了将在 2009 年至 2012 年引进 10 架欧洲直升机公司生产的 EC-155B1 型直升机，该机型为传统的中型机型，具有维护量少，安全性能高和市场经济性高等特点。

根据了解，此次购买的 10 架飞机将投放到业务发展较快的湛江、天津和国外缅甸等地区，初步预计市场的需要量至少在 10 架左右。其交付期是今年 1 架，2010 年 4 架，2011 年 3 架，2012 年 2 架（表 5）。

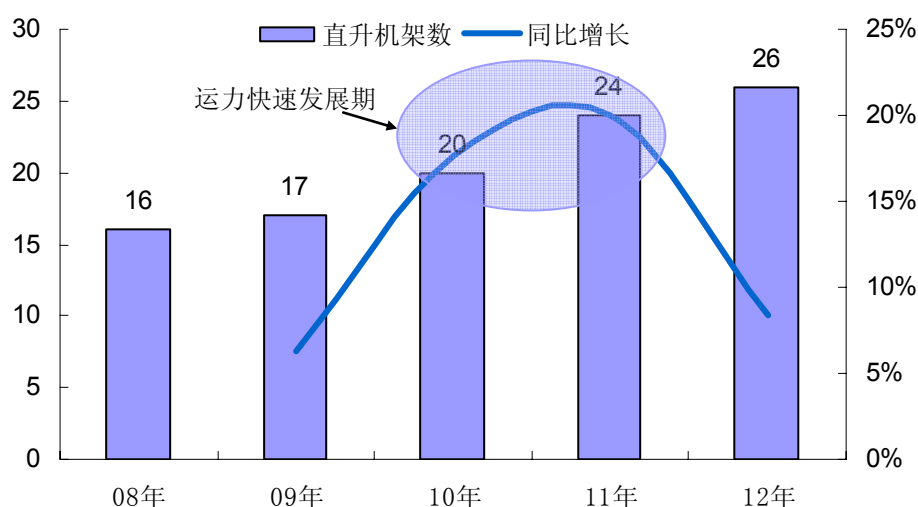
- 湛江地区：2006 年发现了大油田，洛客公司就有一架 EC155B1 型直升机的需求；中海油在湛江地区的开发呈扇形发展，未来有望在原有合同的基础上增加一架以上 EC155B1 型直升机。
- 天津地区：由于油田不断有新发现，飞行量不断增加，需要增加 2 架以上 EC155B1 类型的直升机。而且中石油和中石化目前刚开始使用直升机，逐步对直升机作业形成概念，目前要求提供应急救助保障，在近几年会有可能需要 1-2 架 EC155B 型直升机提供服务。
- 缅甸地区：中海油已经在缅甸、孟加拉湾地区进行海外石油开发，需要 2-3 架直升机服务，而且在该地区的外国石油公司较多，例如韩国大宇公司、泰国的 PTT，马来西亚的 PETRONAS，法国的 TOTAL 等，该地区海上直升机需求量为 4 架左右，发展潜力较大。
- 伊朗地区：伊朗石油公司下属的里海作业，已经提出 2-3 架中型或大型直升机服务的需求。
- 非洲地区：中海油目前在非洲地区已获得勘探区域，也将有直升机服务需求。

表 5: 公司 10 架飞机预期交货时间

年份	交付数量	预期时间
2009 年	1 架	12 月
2010 年	3 架	3 月、6 月和 10 月各 1 架
2011 年	4 架	8 月 2 架、10 月和 12 月各 1 架
2012 年	2 架	1 月和 2 月各 1 架

资料来源：公司公告、招商证券。

因此明后年公司运力将是快速发展时期（图 10），2010 年运力将达 20 架飞机，2011 年达 24 架，同比增长分别为 18% 和 20%，至 2012 年公司运力将比现有运力增长 62%。

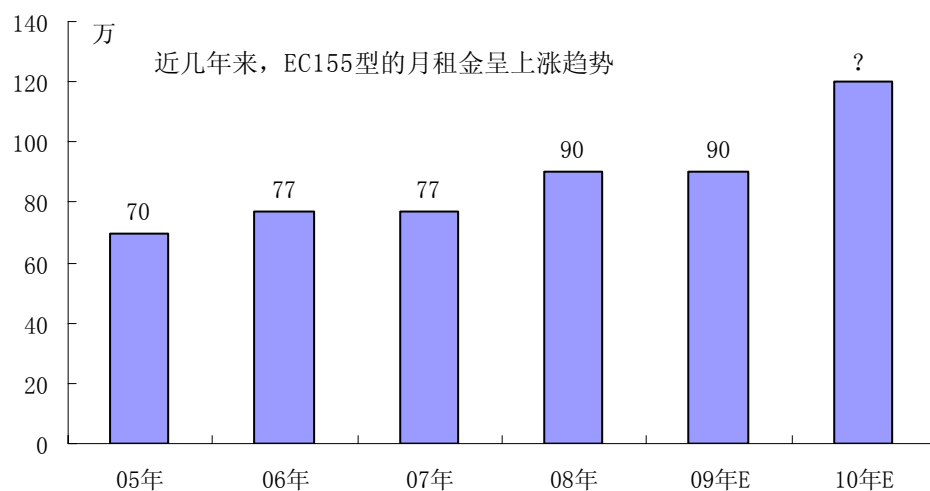
图 10: 明后年公司运力将是快速发展期


资料来源：公司、招商证券

3、直升机合同的租金有上调的可能性

根据公司过去的资料显示，现有 5 架 EC155 型直升机在过去五年中的合同月租金呈上调的趋势，如 2005 年约为 70 万元，2006 年和 2007 年为 77 万元，2008 年已经上涨到每月 90 万（图 11）。

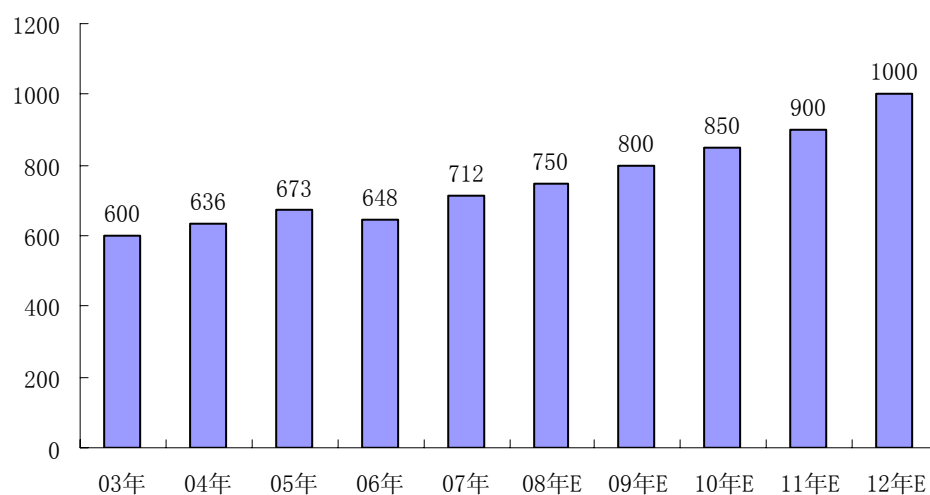
我们认为，由于公司的人工成本、航油成本和购机成本已经上涨，同时新增购机需要交纳进口税（按规定，此项税率为 22%，但公司在以前年份中的购买飞机享受了免税待遇，目前正积极向税务部门申请豁免购进进口关税和增值税的政策）等，在新机投放后有可能继续上调月租金。但该调整必须获得中海油等海上石油公司的共同认可，目前还存在很大的不确定性。

图11: EC155型直升机的固定月租金近年来呈上涨趋势


资料来源: 公司、招商证券

4、单架飞机飞行小时不断提高

根据公司历史资料, 公司所有飞机平均单架飞机飞行小时呈提高趋势。从 2003 年的 600 小时提高到 2007 年的 712 小时, 复合增长达 15%。我们预计由于石油开采向深海延伸等环境下, 公司的新飞机投入后将会有较大的提高, 首年单架飞机飞行小时为 800 小时, 次年单架飞机飞行小时将达 900 小时; 第三年起单架飞机每年飞行小时将达 1000 小时 (图 12)。

图12: 公司所有飞机平均单架飞机飞行小时不断提高


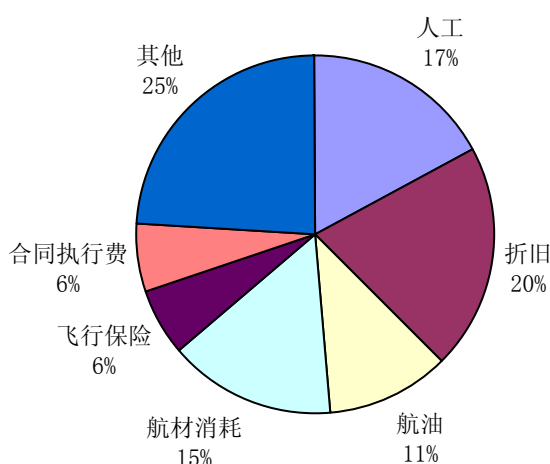
资料来源: 公司、招商证券

五、公司主营成本分析

1、成本构成情况

公司成本主要是通用航空业务的成本，包括直接人工、航油费、航材消耗、飞机保险费、合同执行费和折旧等，维修业务的成本占比非常小。据了解，目前公司的各项成本大致占比分布如下图 13，最大的成本是直接人工和折旧成本。

图13：公司主营成本的大致构成



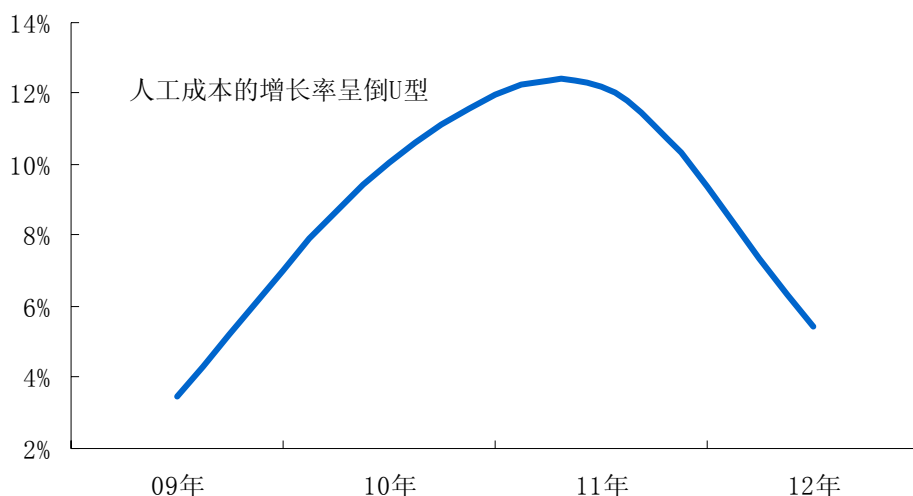
资料来源：公司、招商证券

2、直接人工

公司目前拥有飞行员 83 名和机务人员 179 名，其中一批持有欧洲民航局的 JAA、美国联邦航空局的 FAA 等国际飞行执照，另聘用部分持有 JAA 执照外籍飞行员。这些员工使得公司不管在人员素质、机型维修还是客户关系等方面上都具备了同行业其他通航企业不可替代的优势。

07 年，公司为留住飞行机务人才已经大幅上调了薪酬水平，达到深圳民航的水平。而根据测算，每增加 2 架飞机需要新增 3 组机组人员，每组一般为 5 人，其中机长 1 人（8 万/月），副驾驶 1 人（5.5 万/月），资深机务 1 人（2.5 万/月）和普通机务 2 人（2 万/月），一年合计人工为 240 万元。

如果假定公司新增 15 队机组人员（10 架飞机需要 15 组），到 2012 年增加的人工成本合计为 3600 万元，比目前成本增加 30% 左右，预计 09 年增加 3%，10 年增加 10%，11 年增加 12%，12 年增长 5%（图 14）。

图14: 公司人工成本的增长趋势


资料来源: 公司、招商证券

3、折旧成本

飞机折旧期限一般为 15 至 20 年，残值率为飞机固定资产入账原值的 5%，每架飞机自到货交付的次月起开始，我们后面以按直线平均法计提各年和各月份的折旧。

据介绍，飞机大修在飞机飞行达到 3500 到 4000 的飞行小时数后进行，由此将其设定为平均飞行四年内需要大修一次。飞机每次大修支出占飞机购买原值（不含进口税）之比设为 25%，飞机大修费用年增长率设为 5%。一般飞机大修都发生于大修当年的年初，大修费用自大修当年起摊销期设为 4 年。

4、航油成本

与民用航空不同，航油成本在通用航空中占比较小，民用航空一般要占到 40% 左右，而公司的航油成本占比约 10% 左右。

据了解，EC155 型主要采用 3# 航空煤油，单机每小时耗油量在 330 公斤左右，如果国内航油价格回落至在 6000 元/吨左右，则每小时航油成本约 2000 元，这与 07 年 5 架 EC155 的航油成本持平。

我们假定按前面预计的飞行小时计算，则 09 年新增的航油成本比 08 年下降 20%，而 10 年后如果油价维持在 09 年水平，则航油成本增加率也较小。

5、航材消耗

公司航次备件均采用欧洲直升机公司供应，据了解，公司现有的 EC155 型平均每飞行小时的航材消耗为 1500 元，但由于新购飞机在头两年的航材消耗相对较少，其中假定首年按正常的 20%，次年按正常的 70%，第三年回到正常的消耗水平。未来三年，预计这项消耗年复合增长率为 5%。

6、飞机保险费

公司在 08 年的四川地震救灾中损失 1 架飞机，预计保险费率将有可能提高。公司现有机队的保险费一般为 2%，假定未来的新机保险费率为 3%。

7、合同执行费

合同执行费是公司飞机飞行和维护过程中的现场指挥和管理费用等。公司现有机队在 2007 年度平均每小时合同执行费为每飞行小时 0.2 万元人民币。

未来三年投放新运力后，合同执行费每年复合增长率约为 3%。

8、利息费用

由于公司负债率较低（08 年第三季度的负债率为 43%）以及利率下调，如果公司采用以银行长期贷款来支付运力扩张，则在未来三年将增加利息费用。

根据披露的购机合同，每架飞机到货交付前的付款 30% 从长期贷款额度内提款支付，每架飞机的尾款 70%（及进口税款，如有）亦从该长期贷款额度内提款支付，每架飞机的贷款本金在购机尾款提款后的 10 个日历年度内每年等额归还完毕，每年还款时间为年末。

根据公司以前年度惯例及航空行业内通常作法，每架飞机到货前的长期贷款的利息费用计入各该架飞机的购建成本。飞机到货交付后的长期贷款的利息费用计入各当期损益的财务费用。贷款每季度或每月付息一次。

9、所得税

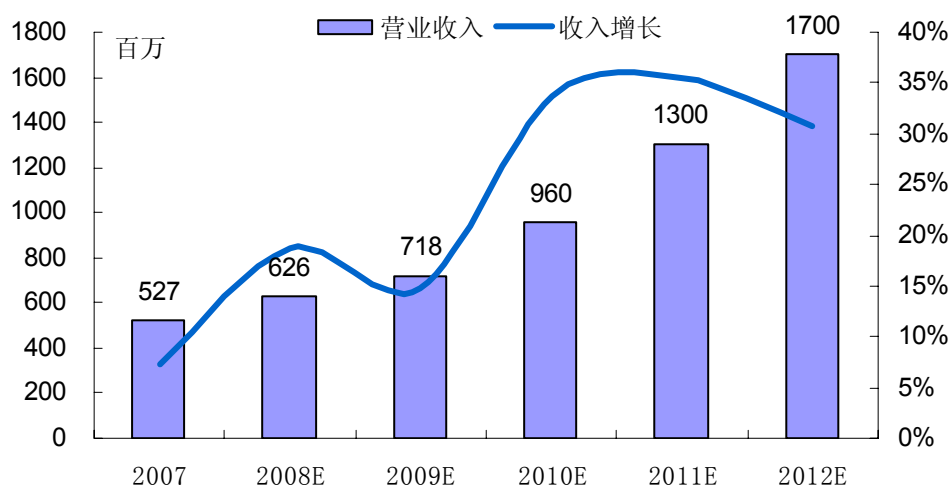
按公司披露，08 年所得税率为 18%，09 年为 20%，10 年为 22%，11 年为 24%，12 年后为 25%。公司飞机飞行收入的营业税为 3%。

六、盈利预测

综合前面的分析和假设,假定新增运力以银行长期贷款的形式进行融资,我们预计明后年公司的营业收入将进入快速发展期(图 15 和表 6),预计 2009 年至 2011 年,公司主营业务收入为 7.2 亿,9.6 亿、13 亿,分别同比增长 15%,34%和 35%。

我们预计 08 年至 10 年实现净利润为 0.7 亿、1 亿和 1.4 亿元,每股收益为 0.15 元、0.21 元和 0.28 元。

图 15: 公司在 2010 年后营业收入将快速增长



资料来源: 公司、招商证券

表 6: 盈利预测简表

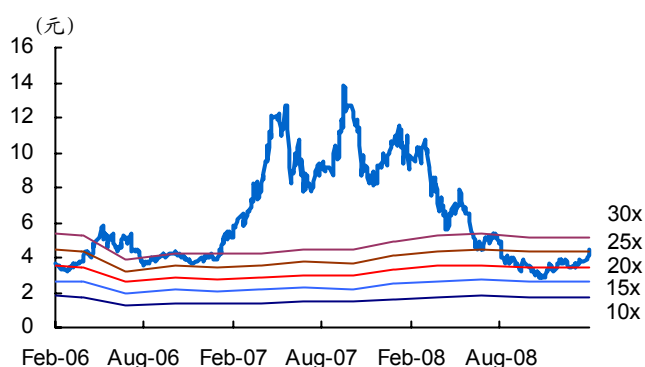
单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	491	527	626	718	960
营业成本	327	362	468	526	656
营业税金及附加	16	17	19	22	29
营业费用	1	1	1	1	1
管理费用	46	51	59	65	82
财务费用	14	(9)	(2)	13	10
资产减值损失	(0)	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	100	81	92	183
营业外收入	1	5	12	42	5
营业外支出	4	0	0	0	0
利润总额	85	105	93	134	188
所得税	13	19	17	27	41
净利润	72	86	76	107	147
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司净利润	72	85	75	106	145
EPS (元)	0.14	0.17	0.15	0.21	0.28

来源: 招商证券

同时，我们认为公司所属行业处于培育阶段，而未来三年公司将进入快速发展期，不太适合 DCF 估值方法。

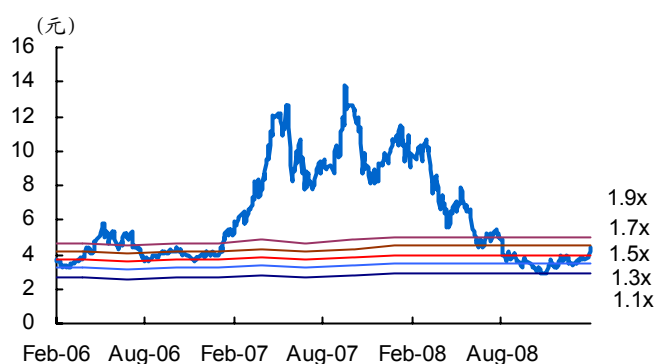
从 PE 和 PB 估值角度来看，由于国内资本市场还没有同样类型的公司可作为参照，即使参照航空机场公司，我们认为公司的细分市场比较稳定，对比国内机场公司的 PE 和 PB，均在 20 倍左右或以上，PB 多数在 2 倍左右，而且在宏观环境处于调整时期，这种细分市场的隐形冠军实际上反而较为稳定，直升机服务合同具有长期性和稳定性的优势，理应给予一定的 PE 溢价，给予目标价 6 元，分别对应 09 年和 10 年 PE 为 30 倍和 21 倍，对应 10 年 PB 为 1.7 倍，如果按 PEG 来估值，考虑公司明后年的主营业务增速在 30% 以上，估值将会更高，我们首次给予公司评级至“强烈推荐 A”。

图16：中信海直历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图17：中信海直历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

七、风险提示

■ 市场竞争加剧

公司的直升机服务合同主要以竞标的方式取得，而全国目前从事海上石油天然气飞行服务的企业有 3 家，公司的主要竞争对手是中国南方航空珠海直升机公司和东方通用航空公司。而且，通用航空市场的开放和前景将吸引更多境内外新的竞争者进入海领域，行业竞争的加剧使公司面临价格和收入下降的挑战。

■ 大客户单一

由于通用航空服务的个性化等特点，市场的供应双方一般相互了解，而且公司的第一大客户为中海油公司，在公司对外服务的合同中占主要地位，大客户单一的风险也是存在的，而且公司能否上调直升机合同的月租金在很大程度上也要取决于与大客户的讨价还价能力。

■ 石油波动

受国际政治环境、产业政策、供求关系等因素的影响，石油供应情况的紧缺和缓和等将影响到石油企业生产安排及工程进度，并将导致对直升机服务市场需求的变化，从而影响到项目服务价格和飞行小时、收入等预期。

■ 购机成本上涨

公司本次运力扩张的机型飞机报价折合成人民币后达 7350 万元，比原来 5 架同机型的 7100 万元已经上涨，未来也存在继续上涨的可能性。

■ 进口关税和增值税豁免不确定

进口关税和增值税的缴纳对飞机的购置成本及购机后的折旧和保险费用等皆有较大影响。公司存在进口关税和增值税能否豁免存在不确定。

■ 成本增加

航材、航油、人工和汇率的变动也将对公司盈利产生影响。

■ 飞行安全风险

直升机服务属于高空作业，飞行安全的风险也为公司经营增加不确定性。

■ 再融资风险

公司 10 架飞机引进的融资手段未确定。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	644	699	845	949	1161
现金	240	329	400	450	550
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	104	97	101	116	156
其它应收款	73	64	81	93	125
存货	219	201	249	275	312
其他	10	7	13	15	19
非流动资产	1422	1593	1600	1699	1933
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1292	1250	1477	1568	1797
无形资产	16	16	14	13	12
其他	114	327	109	117	124
资产总计	2066	2291	2445	2648	3094
流动负债	758	473	511	506	555
短期借款	655	343	392	382	421
应付账款	27	26	37	42	52
预收账款	2	6	0	0	0
其他	74	98	82	82	82
长期负债	0	450	489	589	839
长期借款	0	449	489	589	839
其他	0	0	0	0	0
负债合计	758	923	1001	1096	1395
股本	514	514	514	514	514
资本公积金	462	462	462	462	462
留存收益	305	364	440	546	691
少数股东权益	28	29	30	31	32
母公司所有者权益	1280	1339	1415	1521	1666
负债及权益合计	2066	2291	2445	2648	3094

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	98	188	110	202	201
净利润			75	106	145
折旧摊销			117	131	144
财务费用			(2)	13	10
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(90)	(53)	(107)
其它			10	5	10
投资活动现金流	(264)	(230)	(130)	(230)	(380)
资本支出			(130)	(230)	(380)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	107	134	91	78	279
借款变动			88	91	289
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			2	(13)	(10)
现金净增加额	(59)	93	71	50	100

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	491	527	626	718	960
营业成本	327	362	468	526	656
营业税金及附加	16	17	19	22	29
营业费用	1	1	1	1	1
管理费用	46	51	59	65	82
财务费用	14	(9)	(2)	13	10
资产减值损失	(0)	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	100	81	92	183
营业外收入	1	5	12	42	5
营业外支出	4	0	0	0	0
利润总额	85	105	93	134	188
所得税	13	19	17	27	41
净利润	72	86	76	107	147
少数股东损益	1	1	1	1	1
母公司所有者净利润	72	85	75	106	145
EPS (元)	0.14	0.17	0.15	0.21	0.28

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	5%	7%	19%	15%	34%
营业利润	-19%	14%	-19%	14%	99%
净利润	-18%	19%	-11%	41%	37%
获利能力					
毛利率	33.5%	31.2%	25.2%	26.7%	31.7%
净利率	14.6%	16.1%	12.1%	14.8%	15.1%
ROE	5.6%	6.3%	5.3%	7.0%	8.7%
ROIC	4.4%	3.5%	2.8%	3.3%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	40.3%	40.9%	41.4%	45.1%
净负债比率	31.7%	34.6%	36.0%	36.7%	40.7%
流动比率	0.8	1.5	1.7	1.9	2.1
速动比率	0.6	1.1	1.2	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.5	1.7	2.1	2.0	2.2
应收帐款周转率	5.1	5.2	6.3	6.6	7.1
应付帐款周转率	12.9	13.7	14.9	13.2	13.9
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.17	0.15	0.21	0.28
每股经营现金	0.19	0.37	0.21	0.39	0.39
每股净资产	2.49	2.61	2.75	2.96	3.24
每股股利	0.18	0.14	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	31.7	26.7	30.1	21.4	15.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.6	7.4	6.6	5.5	3.8

分析师简介

姚俊，博士，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

罗雄，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

纪敏，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。