

交通行业小组（联系人：姚俊）
 0755-25310463
 yaoj@cmschina.com.cn

2009年6月2日

中信海直(000099.SZ)/7.26元

石油价格上涨助推公司主业增长

交通运输·航空机场

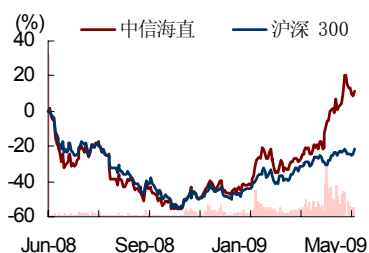
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2721
总股本(万股)	51360
已上市流通股(万股)	27403
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	36.5%
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	13	121	11
相对表现	4	67	32



相关报告

- 1、《中信海直：隐形的冠军，明后年公司进入快速发展期》2009/2/6
- 2、《中信海直：通用航空春天渐临，发展空间即将打开》2009/4/24
- 3、《景气复苏预期加强，把握盈利拐点的投资机会——航空机场行业2009年二季度投资策略》2009/4/3
- 4、《航空机场月度报告》系列

我们认为近期石油价格上涨对公司主业增长有正面影响，今年陆上其他通用航空业务发展有望超预期，随着公司龙头企业地位和定价能力不断加强，公司盈利将逐步改善，我们小幅上调今年EPS从0.26元至0.28元，维持强烈推荐A评级。

- **近期石油价格上涨助推公司主业增长。**5月以来国际原油价格呈上涨趋势，公司主要业务是为海上石油开采提供直升机服务等，油价上涨将带动海上石油开采和相关服务的积极性；而且不同于民用航空业务，公司的航油成本在总成本中占比较小为12%；更重要的是石油价格上涨对公司的合同价格上调创造了更有利的环境。从美国市场来看，与公司业务类似的Bristow公司，在遭遇金融危机时期，其主营业务和净利润基本不受外围经济的影响，一直保持平稳增长的势头，近期随着石油价格上涨，股价同步大幅上扬。
- **陆上通用航空业务发展今年有望超预期。**政府部门、央视和电网企业等近期将加大对直升机的需求。我们预计公司今年执管合同将达到7架以上，而且陆上通用航空业务正进入培育阶段，虽然有个“消费者教育”的过程，但价格正逐步提高。
- **下半年“撤台风”因素将推动海上石油服务飞行量上升。**5月25日，交通部发布了《关于做好2009年防汛安全工作的通知》，预计今年台风将达26至28个，台风前夕石油平台人员的撤离（俗称撤台风）将增加海上石油服务的飞行量，而该项服务的定价模式通常是“固定月租金+飞行小时量收入”。
- **小幅上调公司今年盈利预测。**预计09年EPS从0.26元上调至0.28元，维持10年和11年的EPS分别为0.33元和0.36元。
- **维持“强烈推荐A”投资评级，**我们认为公司在品牌、安全管理体系和飞行员储备等方面优势显著，其龙头地位和定价能力将不断加强，盈利逐步改善，而且中国通用航空前景十分广阔，公司理应具有30倍动态PE左右的成长溢价，维持“强烈推荐A”的投资评级。
- **风险提示：**油价波动，大客户集中、估值重心下移和竞争加强等。

财务数据与估值

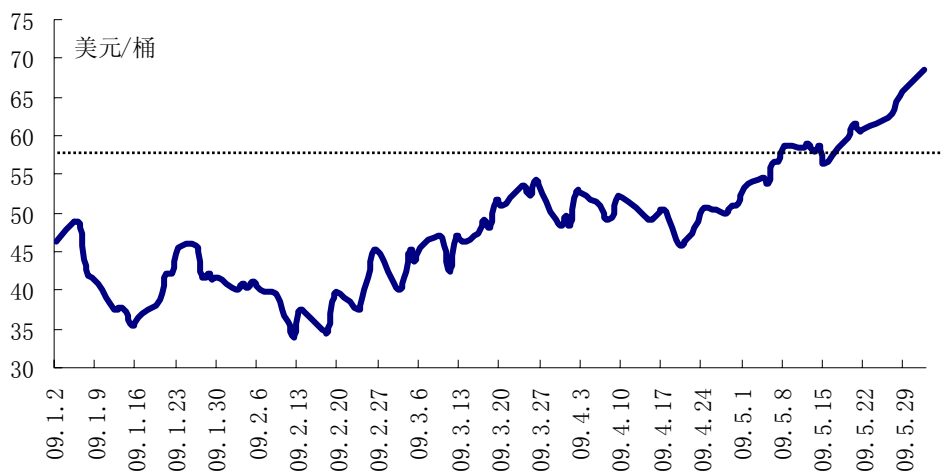
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	527	679	770	1025	1280
同比增长	7%	29%	13%	33%	25%
营业利润(百万元)	100	121	138	202	237
同比增长	14%	21%	14%	46%	17%
净利润(百万元)	85	93	142	168	187
同比增长	19%	9%	53%	18%	11%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.28	0.33	0.36
PE	43.9	40.1	26.2	22.2	20.0
PB	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：招商证券

1、近期石油价格上涨将助推公司主业增长

近期国际原油价格呈现快速上涨。6月1日，国际原油价格（WTI）7月原油合约上涨至68美元/桶以上（图1），盘中的最高价创下了近七个月以来新高。五月份油价的涨势惊人，月平均为59.6美元，全月涨幅接近30%，创下近十年来单月涨幅之最。从历史上看，二、三季度往往是油价上涨的季节。

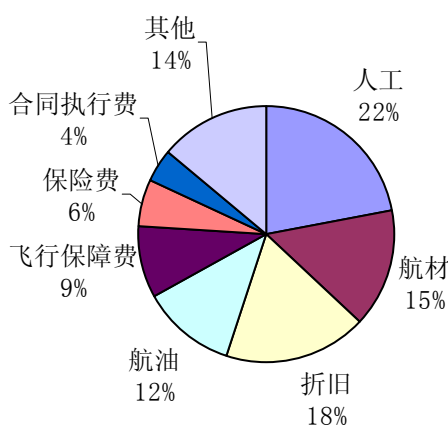
图1：WTI原油近期保持上升趋势



资料来源：Bloomberg、招商证券

我们认为近期石油价格上涨将对公司主业增长产生正面影响，其理由不言而喻，公司主要业务是为海上石油开采提供直升机服务等，油价上涨将带动海上石油开采和相关服务的积极性；而且不同于民用航空业务，公司的航油成本在总成本中占比较小为12%（图2，其他民用航空公司的航油成本占比约在40%以上）；更重要的是石油价格上涨对公司的合同价格上调创造了更有利的环境。

图2：公司08年主营成本构成

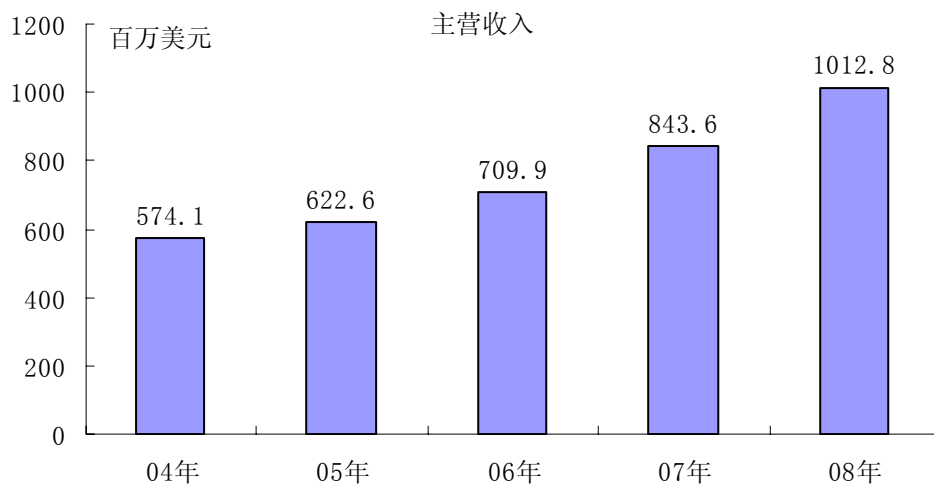


资料来源：公司、招商证券

在美国市场上，有一家与国内中信海直主营业务类似的公司 Bristow (BRS.US)，在遭遇金融危机时期（例如 2006 年至 2008 年），其主营业务和净利润基本不受外围经济的影响，一直保持平稳增长的势头（图 3 和图 4）。

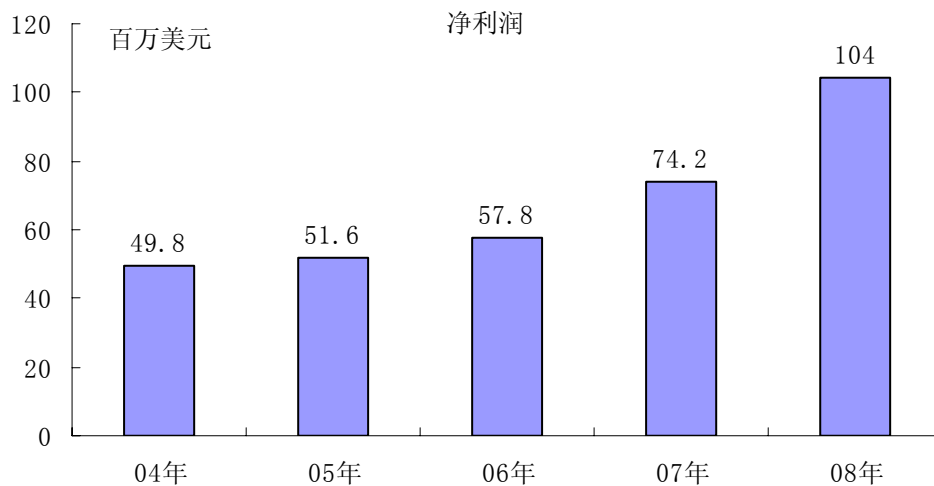
5 月下旬以来，Bristow 公司股价随着石油价格上涨，股价同步大幅上扬（图 5）。

图3: Bristow公司近年来的主营业务平稳增长



资料来源: Bristow、招商证券

图4: Bristow公司近年来的净利润平稳增长



资料来源: Bristow、招商证券

图5: 5月以来Bristow公司股价随着石油价格上涨同步上扬



资料来源: XQ 全球赢家

2、今年陆上通用航空业务有望超预期

陆上通用航空业务是指除海上石油服务以外的其他通用航空业务，目前由公司旗下的子公司“中信通航”经营。

长期以来，我国陆上通用航空业务发展缓慢，但随着国内经济的发展，特别是经过 08 年两场灾害雪灾和地震后，国内已经开始重视直升机的发展，例如农业部、国家林业局、海监局、公安部门、电网公司等近期加大了对直升机的需求。

我们认为今年的陆上通用航空业务发展将超出我们的预期，其中今年的执管合同将达到 7 架以上（其中中央电视台和海监局已经各增加了 1 架，南方电网有望再增加 1 架，海监局等下半年有可能再增加）。

尽管陆上通用航空业务目前市场规模较小，业务较为分散，不如海上石油服务稳定，但目前正进入培育阶段，我们认为虽然有个“消费者教育”的过程，但价格正逐步提高，据了解，08 年以前，公司在为南方电网提供直升机服务时飞行小时报价 2 万元左右，客户觉得太贵，但经过 08 年雪灾后，目前飞行小时报价 4 万元左右，南方电网对直升机的需求仍然在增加中。

陆上通航业务的使用客户相当广泛，其定价模式是个性化，采用“固定租金”模式（但固定年飞行小时，超额另计），主要是基于公司成本和客户承受能力，我们认为这项业务的大部分客户多数是预算单位，稳定性较强。

3、下半年“撤台风”因素推动海上石油飞行作业量上升

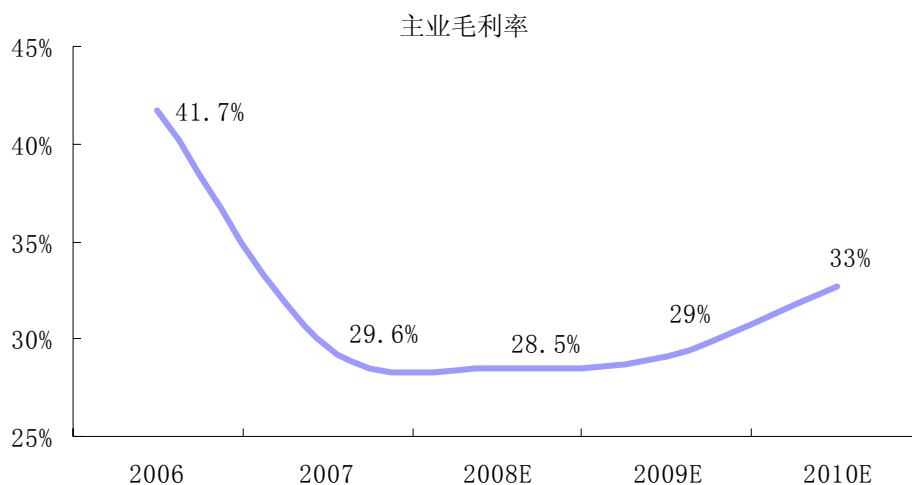
每年5月后，沿海将进入台风多发季节。今年第1号台风“鲸鱼”和第2号台风“灿鸿”已经到来，5月25日，交通部发布了《关于做好2009年防台防汛安全工作的通知》，指出“据气象部门预测，2009年可能影响西北太平洋和南海海域的热带风暴和台风达26—28个，其中7-9个热带气旋可能登陆我国，台风强度造成的灾害程度将超过去年，7—9月份可能有2—3个超强台风正面袭击粤、闽、浙沿海。”今年面临的台风可能要多于去年。

而在海上石油服务中，针对台风前夕石油平台人员的撤离（俗称撤台风）飞行以及不同高度类型的石油平台的飞行将推动公司海上石油服务的飞行量上升，这项业务的定价模式通常是“固定月租金+飞行小时量收入”。

4、毛利有望逐步改善

公司在07年大幅增加了人工待遇和航材折旧等因素使得08年主业的毛利率下降到28.5%，但人工成本属于历史遗留问题，而且航材等成本也在下降，随着公司的龙头地位和定价能力不断加强，盈利将逐步改善，未来主业毛利率将回升（图6）。

图6：公司主业毛利率将逐步改善



资料来源：XQ 全球赢家

5、维持“强烈推荐”的投资评级

我们认为公司的优势在于强大的品牌、安全管理体系和飞行人员储备等，对于通用航空运输业务来说，安全是第一位的，客户往往会接受尽管价格高但安全性高的合同，公司作为市场龙头企业的优势得到了众多石油公司和其他客户的肯定。

目前全球石油资源依然十分紧缺，我国能源安全长期发展战略没有发生改变，基于我国能源战略需要的海上石油勘探开发步伐仍在加快。我国深海石油开发战略对远程直升机服务有很大需求；近海和海外石油勘探对直升机的需求也将增加，特别是国内三大石油公司在海上业务量的加大，而且也将在未来几年内向海外大力拓展海油业务，这给公司主营业务发展提供更多商机。

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，运力扩张计划符合市场节奏。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。

其他陆上通用航空业务随着国民经济和社会的发展，如公务飞行、执管、电力、农林等明显增加，国内业务需求也呈上升趋势。近期农业部、国家林业局、海监局、公安部门、电网公司等加大了对直升机的需求。

而在空域管理上，由于民航管制部门负责航路上的空中交通管制指挥和服务，航路以外的空中交通管制指挥由军航管制部门负责。2007 年，国家空管委明确要求在 2010 年以前中国将实施空域分类。目前中国的低空空域改革试点工作开始进行，08 年试点工作取得了阶段性成果，届时通用航空的空域使用环境有望得到较大改善。其他促进通用航空发展的利好政策，正在积极推进中。

我们对公司明后年的盈利进行了向上的微幅调整，预计 09 年 EPS 从 0.26 元上调至 0.28 元，10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.33 元和 0.36 元。

我们认为公司所属行业在国内市场比较独特，从 PE 和 PB 估值角度来看，国内资本市场还没有同样类型的公司可作为参照。由于直升机服务合同的长期性和稳定性，宏观经济的调整对公司主业增长影响相对较小，而且中国通用航空前景十分广阔，公司必能在潜力巨大的市场发展中大蛋糕，公司理应具有 30 倍动态 PE 左右的成长溢价，维持“强烈推荐 A”投资评级。

6、风险因素

油价波动，大客户集中、估值重心下移，进口关税和增值税豁免不确定和竞争加强等。

图 7：中信海直历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8：中信海直历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	699	709	897	1094	1362
现金	329	259	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	97	125	125	166	207
其它应收款	64	90	100	133	166
存货	201	232	261	330	421
其他	7	3	11	14	18
非流动资产	1593	1601	1601	1699	1932
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1250	1447	1473	1565	1794
无形资产	16	15	14	12	11
其他	327	139	114	121	127
资产总计	2291	2310	2497	2792	3295
流动负债	473	248	253	277	341
短期借款	343	142	139	152	201
应付账款	26	29	44	55	71
预收账款	6	8	0	0	0
其他	98	70	70	70	70
长期负债	450	626	666	766	1016
长期借款	449	626	666	766	1016
其他	0	0	0	0	0
负债合计	923	875	919	1044	1358
股本	514	514	514	514	514
资本公积金	462	462	462	462	462
留存收益	364	432	574	742	928
少数股东权益	29	28	30	31	33
母公司所有者权益	1339	1407	1549	1717	1904
负债及权益合计	2291	2310	2497	2792	3295

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	188	140	230	179	191
净利润			142	168	187
折旧摊销			125	131	144
财务费用			(4)	12	9
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(45)	(143)	(164)
其它			13	10	15
投资活动现金流	(230)	(101)	(130)	(230)	(380)
资本支出			(130)	(230)	(380)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	134	(110)	41	101	289
借款变动			37	113	298
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			4	(12)	(9)
现金净增加额	93	(71)	141	50	100

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	527	679	770	1025	1280
营业成本	362	486	547	692	886
营业税金及附加	17	21	23	31	38
营业费用	1	0	1	1	1
管理费用	51	59	65	87	109
财务费用	(9)	(12)	(4)	12	9
资产减值损失	5	4	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	100	121	138	202	237
营业外收入	5	8	37	5	5
营业外支出	0	15	0	0	0
利润总额	105	114	175	207	242
所得税	19	19	32	37	53
净利润	86	95	144	170	188
少数股东损益	1	2	1	2	2
母公司所有者净利润	85	93	142	168	187
EPS (元)	0.17	0.18	0.28	0.33	0.36

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	29%	13%	33%	25%
营业利润	14%	21%	14%	46%	17%
净利润	19%	9%	53%	18%	11%
获利能力					
毛利率	31.2%	28.5%	29.0%	32.5%	30.8%
净利率	16.1%	13.7%	18.5%	16.4%	14.6%
ROE	6.3%	6.6%	9.2%	9.8%	9.8%
ROIC	3.5%	4.1%	4.6%	6.6%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	37.9%	36.8%	37.4%	41.2%
净负债比率	34.6%	33.3%	32.2%	32.9%	36.9%
流动比率	1.5	2.9	3.6	3.9	4.0
速动比率	1.1	1.9	2.5	2.8	2.8
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.7	2.2	2.2	2.3	2.4
应收帐款周转率	5.2	6.1	6.2	7.0	6.9
应付帐款周转率	13.7	17.9	15.1	14.0	14.0
每股资料(元)					
每股收益	0.17	0.18	0.28	0.33	0.36
每股经营现金	0.37	0.27	0.45	0.35	0.37
每股净资产	2.61	2.74	3.02	3.34	3.71
每股股利	0.18	0.14	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	43.9	40.1	26.2	22.2	20.0
PB	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	27.6	24.7	18.7	14.0	12.4

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

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 $\pm 5\%$ 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。