

强烈推荐-A (维持)

中信海直 000099.SZ

目标估值: N/A

当前股价: 6.41 元

2010 年 6 月 2 日

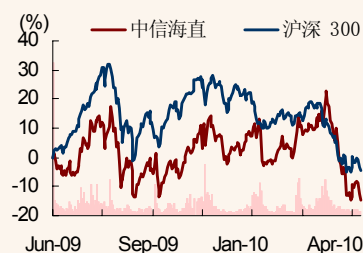
今年业绩有望超预期，关注通航支持政策

基础数据

上证综指	2568
总股本 (万股)	51360
已上市流通股 (万股)	27403
总市值 (亿元)	33
流通市值 (亿元)	18
每股净资产 (MRQ)	3.0
ROE (TTM)	6.1
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	-21	-22	-9
相对表现	-11	1	-5



相关报告

- 1、《中信海直(000099) - 一季度业绩超预期，期待陆上通航空间开启》2010/04/29
- 2、《中信海直(000099) - 主业稳步增长，通航前景广阔》2009/8/20
- 3、《中信海直(000099) - 隐形的冠军，明后年公司进入快速发展期》2009/2/6

姚俊

0755-25310463
wangxd@cmschina.com.cn
S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣
luoyanyan@cmschina.com.cn

摘要:

2010 年 6 月 1 日我们调研了中信海直，交流的主要内容有：

- 公司未来业务将仍围绕通用航空主业展开，维修业务是未来的亮点。公司已聘请专业机构进行战略规划，目前框架已制定。未来公司业务还是围绕通用航空主业展开，不搞盲目多元化：
 - **海上石油业务：**占公司总收入的 80%，利润的 103%，是公司最主要的利润来源，未来仍是主要发展的业务板块。
 - **陆上通航业务：**由中信通航子公司承担。去年亏损主要是由于公务机亏损，直升机盈利能力尚可。
 - **维修业务：**与军方、欧直合作，维修公司的运作已有 10 年之久。目前规模尚不大，但发展势头很好，年收入增长 30% 至 50%，利润增长 20%。考虑未来存量飞机增加（目前全行业有 130 架左右，军队 300 架左右），轻资产运作等模式，该业务发展空间巨大，公司将其列为创收的重要来源，我们认为是未来公司的一大亮点。
 - **航空培训业务：**国内培训紧缺，目前采取与欧直合作的方式。将可能成为公司未来的增长点之一。
- 公司机队规模占全行业第一，数量占比约 20%，市场占有率 60% 以上。
 - 自有 21 架，其中 18 架投入海洋石油业务，3 架投入陆上通航业务；干租 4 架，全部投入陆上通航业务；执管 7 架，其中电视台 2 架、海洋局 2 架、海监局 2 架、南方电网 1 架。
 - 分业务领域看，海洋石油业务投入 18 架，陆上通航 13 架（包括干租的 4 架、执管的 7 架，另有公务机 2 架）
 - 未来飞机交付进度如下：

表 1：飞机交付进度（均为 EC155 型）

年份	交付数量	预期时间
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：公司资料

收费模式：

- **海上石油：**固定月租+小时使用费，价格一年一谈。例如，EC155 机型的固定租金在 100-130 万/月左右。小时使用费约一万多元/小时。与中海油等大客户之间存在油价联动机制，在油价超过一定价位时可收取一定的燃油附加费。
- **陆上通航：**直升机采取固定年租包固定小时数+超出部分小时使用费。例如，年租 700 万包 150-200 小时。公务机按小时收费，约 5 万/小时。

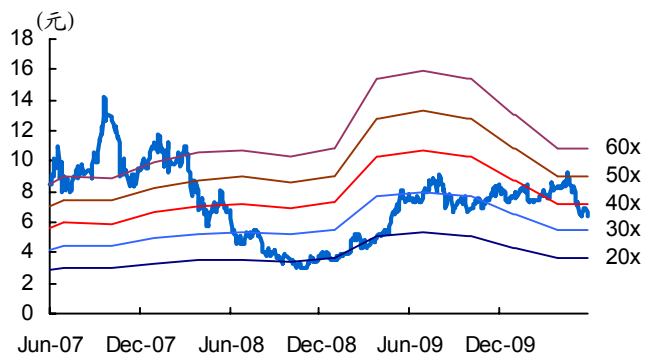
- **临时合同：按小时收费，一式一谈。**约 2 万/小时，最低 3 小时起算。
- **执管飞机：收取固定的年执管费。**公司提供飞行员，其他成本均不由公司承担。
- **欧元贬值有利于公司成本降低，航材成本占总成本的比重约 15%。**公司航次配件均由欧洲直升机供应。今年以来，欧洲主权债务危机下，欧元大幅贬值，对公司降低航材成本构成利好。
- **低融资成本和优质客户资源是盈利的保证，目前公司的盈利还相对较脆弱。**公司前期财务规划做得较好，取得了大笔成本较低的外币贷款，加上本币升值，整体融资成本仅 2% 左右。相比同业东航集团旗下的东方通航 7% 的融资成本有很大的优势，虽然这种优势在短期内不会丧失，但倘若公司融资成本上升至 7%，则利润基本被吞噬。另外，获取具有支付能力的优质客户资源是通航企业实现盈利的关键。
- **政策支撑方向很明确，力度也很大，预计年内将出台相关支持政策。**
 - **低空领域的开放是迟早的事，但主动权在军方，时点上具有不确定性；**民航总局层面支持。但决定权在军方，价值取向的不同导致出台时点具有很大的不确定性。
 - **补贴落实的可能性非常大。**民航局今年会有实质性动作，包括给通用航空补贴、基础设施投资等政策性倾斜。
- **公司存在的资金缺口并不大，但管理层有改善资本结构的意愿。**公司今年资金不存在紧张情况。但明年 10 架飞机到货，购机价款约 7 个亿人民币。其中国开行贷款 6 亿港币，折合约 5.3 亿人民币，资金缺口约 1.5 亿人民币，缺口其实并不大。
- **将 2010-11 年盈利预测从 0.29 元、0.33 元小幅上调至 0.31 元和 0.33 元，维持强烈推荐-A 的投资评级。**小幅上调盈利预测主要基于补贴落实、航材成本降低等因素。总体感觉，公司所在的通用航空领域发展前景广阔，未来亦有维修、培训业务等投资亮点。但短期业绩尚难爆发，中性预测公司今年业绩略超 0.3 元，乐观预测今年业绩尚难超过 0.4 元。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	679	808	873	979	1105
同比增长	29%	19%	8%	12%	13%
营业利润(百万元)	121	98	184	210	227
同比增长	21%	-19%	88%	14%	8%
净利润(百万元)	93	112	157	178	192
同比增长	9%	20%	40%	13%	8%
每股收益(元)	0.18	0.22	0.31	0.35	0.37
PE	35.4	29.4	21.0	18.5	17.2
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：招商证券

图 1: 中信海直历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	709	756	789	930	1262
现金	259	257	300	387	653
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	125	197	141	159	179
其它应收款	90	58	113	127	144
存货	232	238	223	244	272
其他	3	7	12	13	14
非流动资产	1601	1748	1842	2077	2344
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1447	1420	1511	1744	2008
无形资产	15	15	14	12	11
其他	139	313	318	321	325
资产总计	2310	2504	2631	3007	3606
流动负债	248	306	175	121	127
短期借款	142	126	58	0	0
应付账款	29	50	46	51	57
预收账款	8	43	0	0	0
其他	70	87	70	70	70
长期负债	626	676	776	1026	1426
长期借款	626	676	776	1026	1426
其他	0	0	0	0	0
负债合计	875	981	950	1147	1552
股本	514	514	514	514	514
资本公积金	462	462	462	462	462
留存收益	432	518	675	852	1044
少数股东权益	28	30	31	33	35
母公司所有者权益	1407	1493	1650	1827	2019
负债及权益合计	2310	2504	2631	3007	3606

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	140	141	249	296	340
净利润		112	157	178	192
折旧摊销		0	130	142	161
财务费用		0	8	20	44
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(58)	(52)	(64)
其它		29	13	7	8
投资活动现金流	(101)	(127)	(230)	(380)	(430)
资本支出		0	(230)	(380)	(430)
其他投资		(127)	0	0	0
筹资活动现金流	(110)	(15)	23	171	356
借款变动		0	32	192	400
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	0	0
其他		(15)	(8)	(20)	(44)
现金净增加额	(71)	(1)	43	87	266

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	679	808	873	979	1105
营业成本	486	593	580	636	709
营业税金及附加	21	25	26	29	33
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	59	71	74	83	92
财务费用	(12)	21	8	20	44
资产减值损失	4	1	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	121	98	184	210	227
营业外收入	8	40	7	6	6
营业外支出	15	0	0	0	0
利润总额	114	137	191	216	233
所得税	19	24	32	37	40
净利润	95	113	158	179	193
少数股东损益	2	1	2	2	2
母公司所有者净利润	93	112	157	178	192
EPS (元)	0.18	0.22	0.31	0.35	0.37

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	29%	19%	8%	12%	13%
营业利润	21%	-19%	88%	14%	8%
净利润	9%	20%	40%	13%	8%
获利能力					
毛利率	28.5%	26.6%	33.5%	35.1%	35.8%
净利率	13.7%	13.8%	18.0%	18.2%	17.3%
ROE	6.6%	7.5%	9.5%	9.7%	9.5%
ROIC	4.1%	4.2%	6.3%	6.6%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	39.2%	36.1%	38.1%	43.0%
净负债比率	33.3%	32.0%	31.7%	34.1%	39.5%
流动比率	2.9	2.5	4.5	7.7	10.0
速动比率	1.9	1.7	3.2	5.7	7.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.2	2.5	2.5	2.7	2.7
应收帐款周转率	6.1	5.0	5.2	6.5	6.5
应付帐款周转率	17.9	15.1	12.1	13.1	13.2
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.22	0.31	0.35	0.37
每股经营现金	0.27	0.27	0.49	0.58	0.66
每股净资产	2.74	2.91	3.21	3.56	3.93
每股股利	0.14	0.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	35.4	29.4	21.0	18.5	17.2
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	16.9	15.1	10.2	8.8	7.6

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。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，进行交通行业研究。

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±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。