

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 沈晓峰 (8621)65751772 shenxf@cjsc.com.cn

利润贡献仅来自海上，通航有望受益低空开放扭亏

事件描述

中信海直公布 2010 年三季报：

- 公司 2010 年三季度实现营业收入 2.14 亿元，同比下降 0.87%；归属母公司股东的净利润 3561 万元，同比增长 53.79%，实现 EPS 为 0.0694 元，同比增长 53.88%。
- 三季度公司主营收入和毛利率环比同比双降，异于往年；但累计 1-9 月，收入增幅放缓，毛利率增幅同比加快；管理费用略有下降，财务费用受益人民币升值大幅下降。
- 营业外收入因去年抗震救灾获政府补贴约 3700 万元，同比下降 88%；营业外支出因结转湛江分公司老办公楼清理损失 102.49 万元，同比增加 1118%。
- 通航、维修由盈转亏，前三季度分别亏损 402 万和 240 万，或为拉低毛利水平的主因。
- 公司未来主业业绩增长稳健，通航业务有望受益低空开放，扭亏为盈，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元和 0.37 元，对应 PE 为 49 倍、39 倍和 33 倍，维持“谨慎推荐”评级。

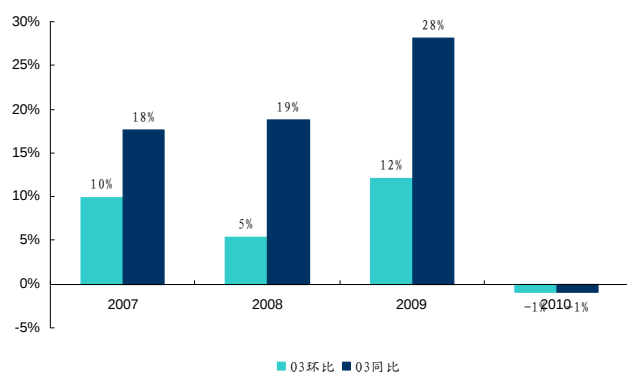
事件评论

中信海直公布 2010 年三季报，实现营业收入 2.14 亿元，同比下降 0.87%；归属母公司股东的净利润 3561 万元，同比增长 53.79%，实现 EPS 为 0.0694 元，同比增长 53.88%。我们对此有以下几点看法：

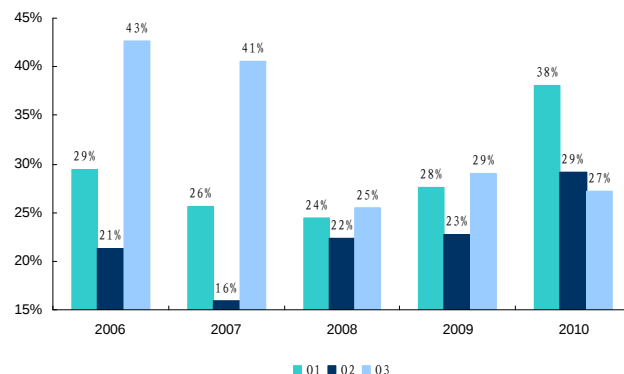
第一，主营收入和毛利率季度环比双降，但累计的毛利率增幅同比加快，期间费用下降明显

公司三季度主营收入同比环比均发生下滑，但主营成本下降有限，毛利率同比环比亦下降。观察历史数据，我们发现 2007 年至今的三季度收入均为同比环比上升；而毛利率均为环比上升。我们认为可能季度间有特殊情况发生，因此对比 1-9 月累计数据，收入增幅较 08 和 09 年大幅下滑至 6%，但毛利率同比增幅加速，同比提升 5 个百分点。因此，虽然公司的毛利率在季度间出现异于往常的环比增幅放缓，但累计口径看，毛利率增速在加快，主要贡献来自于 1 季度 38% 的毛利率。

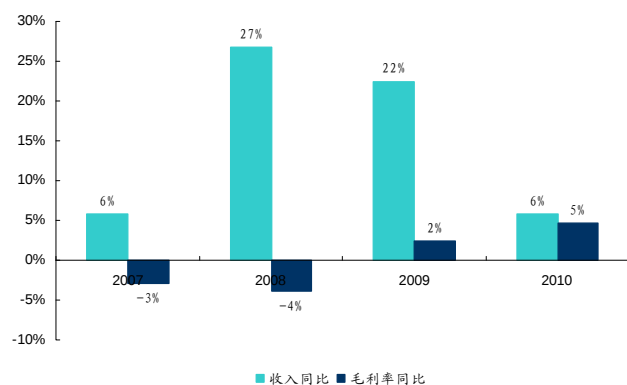
公司期间费用同比下降明显：其中占比较大的管理费用略有下降；财务费用同比大幅下降，主要由于人民币升值带来的港币贷款汇兑收益。

图 1: 2007-2010 收入同比&环比 (Q3)


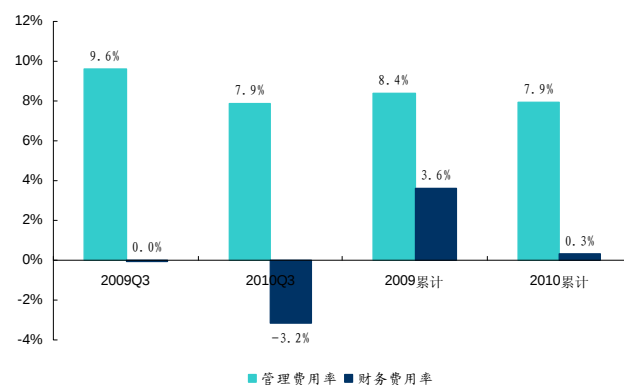
资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

图 2: 2006-2010 毛利率 (Q3)


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

图 3: 2007-2010 收入和毛利同比 (累计)


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

图 4: 2009-2010 期间费用率 (Q3&累计)


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

表 1: 公司利润表数据摘要

	2010Q3	2009Q3	同比增幅
营业收入 (百万元)	214.39	216.27	-0.87%
营业成本 (百万元)	156.08	153.49	1.68%
毛利率 (%)	27.20%	29.03%	-1.83%
营业利润 (百万元)	41.48	30.61	35.51%
营业外损益 (百万元)	4.67	0.97	381.01%
利润总额 (百万元)	46.15	31.58	46.14%
所得税 (百万元)	12.34	8.13	51.84%
净利润 (百万元)	33.81	23.45	44.16%
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	35.61	23.16	53.79%
EPS (元)	0.0694	0.0451	53.88%

资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

第二，营业外收入同比下降 88%，营业外支出同比增加 11 倍。

去年同期公司参与“5.12”四川汶川大地震抗震救灾任务，毁损了机号为 B7960 的 AS332L1 超美洲豹型直升机 1 架，获得政府经济补偿金 3699 万元。因此，营业外收入同比下降 88%。

营业外支出增加的主要原因是结转湛江分公司老办公楼清理损失 102.49 万元，因此，营业外支出同比增加 1118%。

第三，通航、维修由盈转亏，或为拉低毛利水平的主因

公司下有中信海直通用航空维修工程有限公司（51%）和中信通用航空有限责任公司（93.97%）两个子公司，两公司今年前三季度分别亏损402万和240万，而去年同期盈利，因此，公司前三季度利润仅来自海上业务，由于控股公司财务并表，或为拖累整体毛利下降的主因。

第四，通航有望受益低空开放，扭亏为盈，维持“谨慎推荐”

公司未来主业绩增长稳健，通航公司有望受益低空开放，扭亏为盈，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元和 0.37 元，对应 PE 为 49 倍、39 倍和 33 倍，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	808	891	1023	1158	货币资金	257	265	323	474
营业成本	593	643	715	786	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	215	248	308	372	应收账款	254	281	322	365
% 营业收入	26.6%	27.8%	30.1%	32.2%	存货	238	258	286	314
营业税金及附加	25	27	31	35	预付账款	7	7	8	9
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	756	811	939	1161
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	71	78	89	101	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	21	-1	-4	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	固定资产合计	915	867	908	882
资产减值损失	1	1	2	2	无形资产	15	14	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	1
营业利润	98	143	190	238	其他非流动资产	815	815	815	815
% 营业收入	12.1%	16.0%	18.6%	20.6%	资产总计	2504	2508	2676	2872
营业外收支	40	20	20	20	短期贷款	126	0	0	0
利润总额	137	163	210	258	应付款项	50	54	60	66
% 营业收入	17.0%	18.3%	20.5%	22.3%	预收账款	43	47	54	61
所得税费用	24	33	46	65	应付职工薪酬	37	40	44	48
净利润	113	130	164	194	应交税费	22	27	35	46
归属于母公司所有者					其他流动负债	28	30	34	37
的净利润	111.8	128.5	161.4	191.0	流动负债合计	306	199	227	258
少数股东损益	1	2	2	3	长期借款	676	676	676	676
EPS (元/股)	0.22	0.25	0.31	0.37	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	141	214	245	292	负债合计	981	874	903	934
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1493	1602	1739	1902
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	30	32	34	37
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1523	1634	1773	1938
固定资产投资	-127	-61	-167	-116	负债及股东权益	2504	2508	2676	2872
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-127	-61	-167	-116		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.218	0.250	0.314	0.372
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.91	3.12	3.39	3.70
银行贷款增加 (减少)	34	-126	0	0	PE	56.35	49.04	39.05	33.00
筹资成本	49	-18	-20	-24	PEG	2.89	2.51	2.00	1.69
其他	-97	0	0	0	PB	4.22	3.93	3.62	3.31
筹资活动现金流净额	-15	-145	-20	-24	EV/EBITDA	31.28	26.69	21.26	17.28
现金净流量	-1	8	58	151	ROE	7.5%	8.0%	9.3%	10.0%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。