

强烈推荐-A (维持)

中信海直 000099.SZ

目标估值：N/A
当前股价：10.52 元
2011年5月25日

2011年度机构投资者交流会会议纪要

基础数据

上证综指	2742
总股本 (万股)	51360
已上市流通股 (万股)	51360
总市值 (亿元)	54
流通市值 (亿元)	54
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	7.5
资产负债率	35.3%
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	-12	-14	62
相对表现	-4	-9	57



相关报告

- 1、《中信海直 (000099) - 业绩稳步增长，静待政策给力》2011/04/27
- 2、《中信海直 (000099) - 关注盈利能力的增强与通航支持政策的逐步兑现》2010/08/26

姚俊

S1090511040038

研究助理

罗嫣嫣 0755-82960274

luoyanyan@cmschina.com.cn

常涛

changt@cmschina.com.cn

5月24日，我们调研了公司，调研纪要如下：

1、战略发展

公司仍将精耕于海上石油主业，同时做大做强陆上通航和维修业务。公司的历史经验表明，公司的核心能力和竞争优势还是集中于现有业务，公司不会盲目地进行相关多元化或无关多元化。

2、海上石油业务

- **需求方面**，海上石油市场每年增速在 10%左右，公司的业务量增速也基本与海油业务的增长同步。近年来，随着市场的扩大与竞争者的介入，公司在各区域的市场份额出现不同程度的下降，特别是南海东部的市场份额下降较为明显。

尽管拥有海油业务牌照并不困难，但海油业务的实际门槛还是较高的，包括资金投入成本、飞行员养成、客户信赖度等。公司认为随着蛋糕的做大，永远保持 100%的市场份额是不现实的，有竞争也是正常的，竞争也有助于公司提升服务质量。同时公司也不惧怕竞争，并有信心保持在海上石油业务上的行业领先地位。

- **运力引进方面**，近年来基本保持每年 2 至 3 架，或者说 10%左右的增长，与海油工程业务需求增长保持基本的同步，未来也基本保持这样的节奏。

今年来说，一季度到付 1 架，下半年将再到付 1 架。在此之后 10 架 EC155 合同的飞机已到付 6 架。公司此前已公告，将剩余 4 架飞机由中型机调整为大型机。主要原因是近年来公司和竞争对手均引进了一批中型机，但中型机的航程无法很好适应未来海洋石油勘探向深海领域发展的趋势。目前后续的飞机引进仍在与欧直、西科斯基、奥古斯塔等就价格、性能和服务等进行洽谈，最快可能再 7、8 月份有个相对明确的结论。

- **盈利模式方面**，公司在海油业务上投入的均为自有飞机。通过合同的方式收固定租金和小时使用费。随着固定租金、小时使用费的提升，以及飞机小时利用率、机队规模的提升，公司的收入将呈现稳步增长的态势。但是在成本端，由于在折旧、人工、保险、航材、保障、维修等方面具有较强的刚性，随着油价上涨，航油成本的压力也在增大，因此公司主要在财务费用上做文章，公司几年前抓住机遇获取了较大额度的港币低吸贷款，因此资金成本较低且受益人民币升值，但此做法不具可持续性。

3、陆上通航业务

公司通过子公司中信通航来开展包括直升机和公务机在内的陆上通航业务，目前已有 5 年的运作经验。主要采取执管的轻资产运营模式，未来也仍将以执管作为重点发展方向。

- **直升机市场方面**，公司已涉及的领域包括海上搜救、海洋巡查、林业、航拍、科考、电力巡线、警务飞行、引航等门类。目前的客户都是政府机关和超大型国企等。社会上很多企业对于陆上通航业务需求都很大，但支付能力往往跟不上。目前陆上直升机市场仍处于无序状态，行业正处于探索当中，预计未来将会有两三个市场发展成主流市场。直升机限于航程与舒适度，将在工业领域以及城市交通中有较多的应用。2010 年公司陆上直升机业务营业收入约 8000 多万，盈利 1000 多万，盈利性良好。
- **公务机市场方面**，“ 高端、舒适、便捷 ” 的特性将使公务机成为富人的城际交通的新宠，私人公务机市场面临爆发，公司看好此市场的巨大发展潜力。公司目前融资租赁一架、执管一架公务机。2010 年公司公务机业务仍处于亏损状态，主要是前期开办费用投入较大，经过 4 年的经营，目前费用摊销基本完成。2011 年的目标将是实现盈亏平衡。
- **发展前景上**，目前国内通航企业有 200 多家，市场集中度较低。在市场需求爆发的前提假设下，公司陆上通航的执管业务量的爆发性增长仍面临一些挑战。一是，面对较为分散的需求，公司能否在主要经营区域以外的其他区域具备足够的竞争力。二是，机组人员的培养需要一定的时间，短期内人员瓶颈问题仍难有根本性的解决。

4、维修业务

公司的维修业务由与欧直合作的维修公司开展，已有 10 年的运作经验。但目前规模仍较小，约有员工 60 余人，尚处在培育阶段。2010 年实现收入 5000 多万，利润 500 多万，经营情况良好。维修公司的发展取决于股东对维修公司的支持力度。特别在技术上还是需要欧直的支持，在维修的规模与深度上还有很大的提升空间。

5、培训业务

公司的业务范围涵盖培训，但目前尚未实际开展。主要原因是培训业务的投入成本较高，包括模拟机、实飞飞机等，飞机型号的通用性不强导致规模效应难以实现，盈利性难以保证。未来培训业务的开展将首先考虑内部的培训需求。

6、预计公司 2011-13 年 EPS 为 0.27 元、0.32 元和 0.37 元，维持“ 强烈推荐-A ” 的投资评级

我们认为公司经营稳健。海上石油业务业绩将稳步增长，但陆上通航业务短期仍难有爆发式的增长。目前动态 PE39 倍，估值不具安全边际，短期股价仍然存在一定压力。但考虑到公司作为通航运营龙头，受益低空领域开放政策。今年可能出现的催化因素包括通航飞行小时补贴政策的落实、深化低空领域改革细则的出台等，建议股价回调至 30 倍以下后积极介入。

7、风险提示：公司发生运营安全事故、低空领域开放进程低于预期等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	756	737	948	1437	2113
现金	257	238	363	786	1388
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	197	153	162	183	206
其它应收款	58	38	130	147	165
存货	238	302	278	306	336
其他	7	7	14	16	18
非流动资产	1748	1779	1869	1949	2024
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1420	1624	1708	1783	1854
无形资产	15	15	13	12	11
其他	313	140	148	154	159
资产总计	2504	2516	2816	3387	4137
流动负债	306	219	128	134	140
短期借款	126	20	0	0	0
应付账款	50	49	58	64	70
预收账款	43	45	0	0	0
其他	87	105	70	70	70
长期负债	676	677	927	1327	1877
长期借款	676	677	927	1327	1877
其他	0	0	0	0	0
负债合计	981	896	1055	1461	2017
股本	514	514	514	514	514
资本公积金	462	462	462	462	462
留存收益	518	615	754	917	1109
少数股东权益	30	30	32	33	35
母公司所有者权益	1493	1590	1729	1892	2084
负债及权益合计	2504	2516	2816	3387	4137

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	141	141	114	243	282
净利润	112	123	140	163	192
折旧摊销	0	0	141	149	155
财务费用	0	0	(19)	(10)	1
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(166)	(64)	(72)
其它	29	18	18	6	7
投资活动现金流	(127)	(153)	(238)	(230)	(230)
资本支出	0	0	(238)	(230)	(230)
其他投资	(127)	(153)	0	0	0
筹资活动现金流	(15)	80	249	410	549
借款变动	0	0	230	400	550
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(15)	80	19	10	(1)
现金净增加额	(1)	68	125	423	601

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	808	879	999	1127	1271
营业成本	593	640	724	796	876
营业税金及附加	25	27	30	34	38
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	71	75	85	94	103
财务费用	21	(13)	(19)	(10)	1
资产减值损失	1	(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	98	155	180	214	253
营业外收入	40	9	9	9	9
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	137	163	188	222	262
所得税	24	38	47	58	68
净利润	113	125	141	164	194
少数股东损益	1	2	1	2	2
母公司所有者净利润	112	123	140	163	192
EPS (元)	0.22	0.24	0.27	0.32	0.37

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	19%	9%	14%	13%	13%
营业利润	-19%	59%	16%	19%	18%
净利润	20%	10%	14%	17%	18%
获利能力					
毛利率	26.6%	27.2%	27.5%	29.3%	31.1%
净利率	13.8%	14.0%	14.0%	14.4%	15.1%
ROE	7.5%	7.7%	8.1%	8.6%	9.2%
ROIC	4.2%	4.7%	4.5%	4.6%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	39.2%	35.6%	37.5%	43.1%	48.8%
净负债比率	32.0%	27.7%	32.9%	39.2%	45.4%
流动比率	2.5	3.4	7.4	10.7	15.1
速动比率	1.7	2.0	5.2	8.5	12.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
存货周转率	2.5	2.4	2.5	2.7	2.7
应收账款周转率	5.0	5.0	6.4	6.5	6.5
应付账款周转率	15.1	13.0	13.6	13.1	13.1
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.24	0.27	0.32	0.37
每股经营现金	0.27	0.27	0.22	0.47	0.55
每股净资产	2.91	3.10	3.37	3.68	4.06
每股股利	0.10	0.06	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	48.3	43.9	38.7	33.2	28.2
PB	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	15.2	13.0	11.0	9.4	8.1

分析师承诺

负责本研究报告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，从事航空机场、铁路和物流行业研究。

常涛，北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，长期从事干散货租船业务，对航运和港口业务有较为深刻的认识，对航运企业的运营有深入的研究，目前为招商证券交通行业研究员，负责航运、港口和公路板块的研究工作。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。