

中信海直(000099.sz)

传统主业稳定发展，低空开放受益或许有限

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

以传统主业为重的发展战略

海上石油业务是公司过去、现在乃至未来的主要业务，也是通航领域盈利较强的业务，2010年对公司收入和净利润的贡献达80.5%和101.2%。

海上石油业务稳定发展

公司具有垄断优势，占海上石油服务的市场份额约60%左右。未来将跟进中海油在国内成熟区和深海新区的石油开发勘探，以及海外的并购发展。以现有20架直升机运力，加之未来稳定的运力引进，基本可以稳固市场份额。海上石油服务合同价格具有跟随油价上涨的机制，因此，成本受油价上涨的影响很小，毛利率水平比较稳定。

陆上通航主要面向公用领域，低空开放受益有限

陆上通航业务2010年对公司收入贡献13.5%，预计今年可扭亏为盈。由于主要面向公用领域，在私用领域缺乏执管优势，公司受益低空开放可能有限。

维修业务规模尚小

维修业务2010年对公司收入和净利润贡献分别为6%、2%，主要针对技术要求不太高的飞机大修，深度维修尚不能完成。基于公司插足私人直升机的业务优势不足，公司维修业务主要基于自身的市场和业务需要，规模有限。

盈利预测及投资建议

我们预计公司2011-13年EPS分别为0.28、0.34、0.40元，目前股价对应PE分别为36.0、29.7、25.2倍，建议持有。

风险提示 竞争加剧，市场份额下降。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	807.50	879.13	997.98	1135.59	1273.91
增长率(%)	18.93%	8.87%	13.52%	13.79%	12.18%
EBITDA(百万元)	261.13	322.80	289.53	348.68	400.34
净利润(百万元)	111.83	123.07	145.28	176.86	205.88
增长率(%)	20.22%	10.05%	18.05%	21.73%	16.41%
每股收益(元)	0.22	0.24	0.28	0.34	0.40
市盈率	35.73	46.99	40.41	33.19	28.51
市净率	2.68	3.64	3.38	3.07	2.77
EV/EBITDA	17.39	19.34	21.72	17.67	15.01

数据来源: 中信海洋直升机股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元)	10.66
目标价格(元)	10.50
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-11.90%	-15.46%	59.25%
沪深300	-6.87%	-5.36%	7.54%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

513.60/513.60

主要股东:

中国中海直总公司

主要股东持股比例

46.65%

财务比率

ROE	7.74%
ROA	5.95%
资产负债率	35.62%
每股净资产(元)	3.10

2010年报数据

目录索引

公司调研要点	3
一、以传统主业为重的发展战略	4
二、海上石油业务稳定发展	4
三、陆上通航主要面向公用领域，低空开放受益有限	6
四、维修业务规模尚小	7
五、盈利预测及投资建议	7
六、风险提示	7

图表索引

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司主营收入构成的变化	4
图 3: 公司主营业务净利润构成的变化	4
图 4: 公司海上石油服务业务市场份额的变化	5
图 5: 公司分区域的市场份额变化	5
图 6: 公司通用航空运输业务毛利率的变化	6
图 7: 公司陆上通航业务收入的增长变化	6
图 8: 公司陆上通航业务净利润的变化	6
表 1: 公司主要大客户中海油公司近年来油气产量的增长变化	5
表 2: 公司海上石油业务作业飞行架次和时间的增长变化	5
表 3: 公司维修业务的主要财务指标	7
表 4: 公司主要业务量指标预计	7

公司调研要点

公司的发展战略将侧重传统主业，围绕通航产业链，以平稳发展为基调。海上石油直升机服务业务是公司过去、现在乃至未来的主要业务，它是通航领域盈利较强的业务，2010年对公司收入和净利润的贡献达80.5%和101.2%。公司该项业务具有垄断优势，占海上石油服务的市场份额约60%左右。未来公司将跟进中海油其在国内成熟区和深海新区的石油开发勘探，以及海外的并购发展。公司现有20架直升机用于海上石油服务，未来的运力引进计划，基本可以稳固市场份额。

公司陆上通航业务主要在于执管、护林防火、电力作业、海上救助、海上巡查、警务飞行、引航等业务，2010年对公司收入贡献13.5%，预计今年可扭亏为盈。公司现有陆上通航主要面向公用领域，服务于大型国企和政府，规模有限。另外，在私用领域，公司缺乏执管优势。如相对民用航空运输公司，公司缺乏完善的航线网络和相应配套支持，尤其在飞行员方面将成为制约私人直升机业务发展的主要瓶颈。因此，我们认为，公司受益低空开放有限。

公司的维修业务规模尚小，2010年对公司收入和净利润贡献分别为6%、2%。现有维修业务主要针对技术要求不太高的飞机大修，深度维修尚需欧直承担。基于公司插足私人直升机业务优势不足，公司维修业务主要基于自身的市场和业务需要，规模有限，未来将以稳定增长为主线。

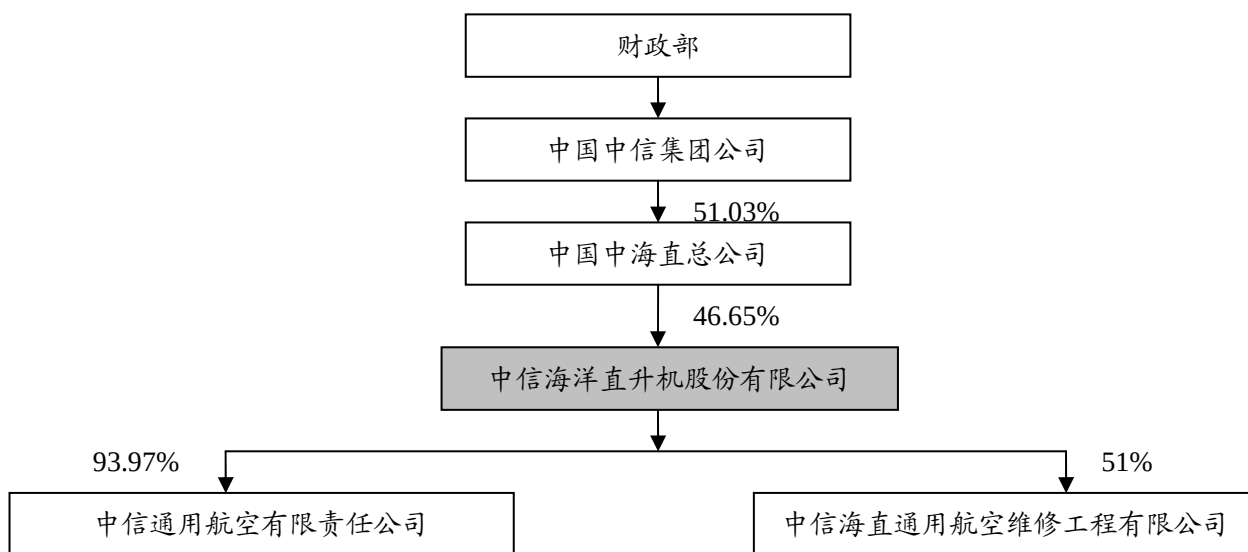
我们预计公司2011-13年EPS分别为0.28、0.34、0.40元，目前股价对应PE分别为36.0、29.7、25.2倍。公司未来业绩将在传统主业的带动下稳步增长，建议持有。

一、以传统主业为重的发展战略

2011年4月22日公司董事会审议通过了《公司战略规划报告》，公司的发展将围绕通航产业链，全面布局海上石油服务、陆上通航、通航维修以及新业务发展，侧重传统主业，以平稳为基调。

海上石油直升机服务业务是公司过去、现在乃至未来的主要业务，是公司收入和利润的重要来源。2010年公司海上石油业务收入和净利润占比分别达80.5%和101.2%。

图1：公司股权结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：公司主营收入构成的变化

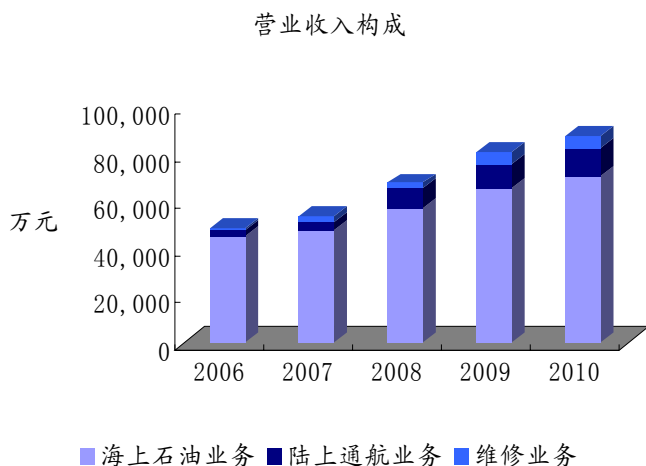
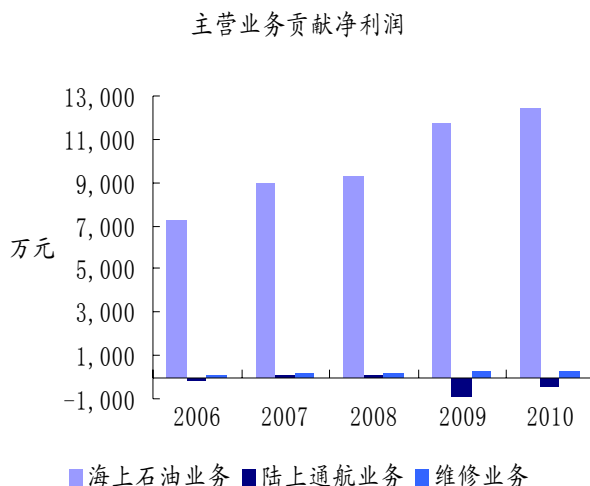


图3：公司主营业务净利润构成的变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

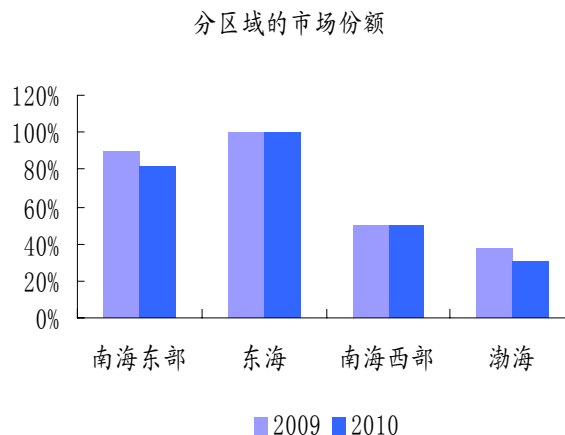
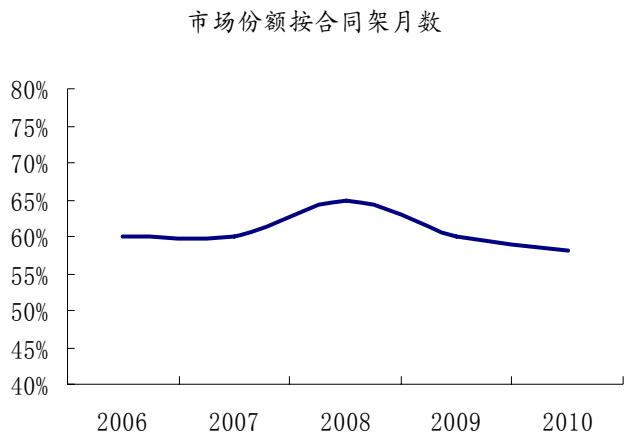
二、海上石油业务稳定发展

（一）具有垄断优势

海上石油直升机服务领域门槛高，公司具有垄断优势。目前国内市场主要由中信海直、南航珠直和东航东方通航三家公司经营。中信海直占有最大的市场份额，主要作业范围为南海东部和东海。而珠直的主要业务范围为南海西部，东方通航集中在渤海地区。按合同架月数来计，2010年中信海直占海上石油服务的市场份额约58%，其中在南海东部为82%、东海100%、在南海西部与渤海分别为50%和30%。由于竞争对手加大运力投入，公司的市场份额有所下降。

图4：公司海上石油服务业务市场份额的变化

图5：公司分区域的市场份额变化



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

海上石油开发领域的扩大和可持续发展，将带动直升机等服务需求稳定增长。公司与全国第三大石油生产商中海油建立了长期的合作关系，未来将跟进其在国内成熟区和深海新区的开发勘探，以及海外的并购发展。中海油发布的2011年经营目标显示，其2011年油气净产量预计将达3.6亿桶油当量，同比增长9.5%。另外，中石油、中石化进军海上石油的计划正在实施，公司也与中石油海上应急救援响应中心、中石化胜利油田等建立海上石油直升机前期服务的合作关系。公司现有20架直升机用于海上石油服务，未来的运力引进计划，基本可以稳固市场份额。

表1：公司主要大客户中海油公司近年来油气产量的增长变化

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
中海油油气产量（百万桶）	167	169.9	194.2	227.7	328.8	360
YoY		1.74%	14.30%	17.25%	44.40%	9.49%

数据来源：中海油公司年报，广发证券发展研究中心

表2：公司海上石油业务作业飞行架次和时间的增长变化

	2006	2007	2008	2009	2010
海上石油服务作业飞行时间（小时）	13127.88	14257.1	16358.75	18317.28	19225.25
YoY		8.74%	14.59%	11.97%	4.94%
海上石油业务收入（万元）	45,384.83	47,635.71	57,420.64	66,130.76	70,790.03
YoY		4.96%	20.54%	15.17%	7.05%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）盈利能力较强

海上石油业务是目前通用航空领域盈利性较强的业务。2010年公司海上石油业务毛