

中信海直 (000099)

推荐 (首次)

海油开发由浅入深，陆航业务厚积薄发

市场数据

报告日期	2011-8-2
收盘价(元)	11.11
总股本(百万股)	513.60
流通股本(百万股)	513.60
总市值(百万元)	5706.10
流通市值(百万元)	5706.10
净资产(百万元)	1624.40
总资产(百万元)	2554.93
每股净资产	3.16

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	879	974	1152	1396
同比增长(%)	8.9%	10.8%	18.3%	21.2%
净利润(百万元)	123	142	175	231
同比增长(%)	10.0%	15.3%	23.2%	32.1%
毛利率(%)	27.2%	27.8%	29.4%	32.0%
净利率(%)	14.0%	14.6%	15.2%	16.5%
净资产收益率(%)	7.7%	8.3%	9.4%	11.2%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.34	0.45
每股经营现金流(元)	0.58	0.57	0.75	0.92

相关报告

《中信海直联合调研会议纪要》2011-5-24

投资要点

- 公司是中国规模最大的通用航空企业，年飞行小时占全国通航飞行总量的16%，海上石油直升机服务市场占有率约为58%，处于同业领先地位。
- 海上石油方面，中国海油开发的大扩张给中信海直提供了广阔的发展空间，业绩将稳步提升。公司拟将尚未交付的4架EC155B1型直升机调整为大型机，以优化机队结构，更好贴合石油公司向深水挺进的市场需求。同时，供方和需方属于寡头博弈，定价体系将维持相对稳定，服务价格有望稳中有升。量价齐升带来公司未来收入和利润有望提速。
- 陆上通航方面公司厚积薄发。低空开发一触即发，直升机领域有望先期受益；公务机市场拐点已现，市场进入爆发期。目前中国富豪众多，只要政策放松、空域放开，私人消费市场有望出现井喷式增长。公司先行占位以待市场爆发。基于我们的假设，预测公司“十二五”期末直升机陆上通航运营和托管收入空间有望超过5亿元，公务机业务收入有望超过1亿元。
- 维修工程方面，我国航空维修市场蓬勃发展，公司业务高速增长，维修能力逐步提升。欧系直升机维修市场空间巨大，公司具有自己独特优势，深耕细作，内生外延均突破在即。
- 直升机飞行培训方面，我国通航飞行员培养严重滞后于飞机数量的增长，人才紧缺问题亟待解决，直升机驾照培训市场空间至少2.7亿，后续培训市场空间更大。公司有可能利用现有的人才培养基础，积极介入直升机飞行培训领域，今日的种子也许会成为明日的大树。
- 根据保守测算，我们预测公司2011~2013年EPS为0.28、0.34、0.45元。鉴于通用航空未来可能出现的爆发性增长，我们给予公司2012年40X PE，目标价13.6元，首次给予推荐评级。

分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S0190511020002

联系人：朱峰
021-38565939
zhufeng@xyzq.com.cn

目 录

1、公司是中国最大的通用航空运营商	4 -
2、海上石油 - 与中国海油开发共成长	6 -
2.1、海油开发渐入佳境	6 -
2.2、中国周边海域油气争夺日趋激烈，深海开发势在必行	7 -
2.3、公司是细分行业龙头	10 -
2.4、量 - 稳步增长、空间巨大	11 -
2.5、价 - 稳中有升，博弈和机型决定定价政策	13 -
3、陆上通航 - 先行占位以待市场爆发	14 -
3.1、我国通航产业滞后于经济发展，发展空间巨大	14 -
3.2、私人消费是产业发展的重要引擎	15 -
3.3、低空开放一触即发，直升机领域先期受益	16 -
3.4、公务航空拐点已现，市场进入爆发期	18 -
3.5、公司先行占位，未来市场广阔	18 -
4、维修工程 - 深耕细作，突破在即	21 -
4.1、公司维修业务高速增长，维修能力逐步提升	21 -
4.2、航空维修市场空间巨大	22 -
4.3、公司维修业务深耕细作，内生外延突破在即	23 -
5、直升机飞行培训 - 今日的种子也许是明日的大树	23 -
6、负债管理水平高超，汇兑收益提升价值	24 -
7、盈利预测和估值	25 -
8、风险提示	26 -
图 1、中信海直股权和业务结构图	4 -
图 2、公司三项业务收入占比	5 -
图 3、公司三项业务利润占比	5 -
图 4、全球油气长期供应情况	6 -
图 5、2009 年以来布伦特油价持续上升	7 -
图 6、深海钻井平台订单大增	7 -
图 7、中国近海油气田分布图	8 -
图 8、中国南海地区主要油气资源	9 -
图 9、中国东海地区主要油气资源	9 -
图 10、“海上石油 981”工作水深	10 -
图 11、公司在海上石油直升机服务市场份额	10 -
图 12、海上石油飞行时间和投入飞机数量	11 -
图 13、中海油在海外的主要资产	12 -
图 14、海上石油直升机服务的寡头结构	13 -
图 15、公司海上石油业务 ROE 呈上升趋势	14 -
图 16、公司海上石油业务飞行小时收入持续上升	14 -
图 17、中国通用航空历年飞行小时	15 -
图 18、我国通航运营企业总数增长趋势	15 -
图 19、我国年度新注册通用航空器数量	15 -
图 20、公司陆上通航收入迅速成长	19 -
图 21、公司陆上通航净利润占比	20 -
图 22、中国航空维修细分市场发展趋势	22 -
图 23、中国拥有的欧直系列直升机数量分布	23 -
图 24、中国仅有 6 家直升机飞行驾驶培训机构	24 -

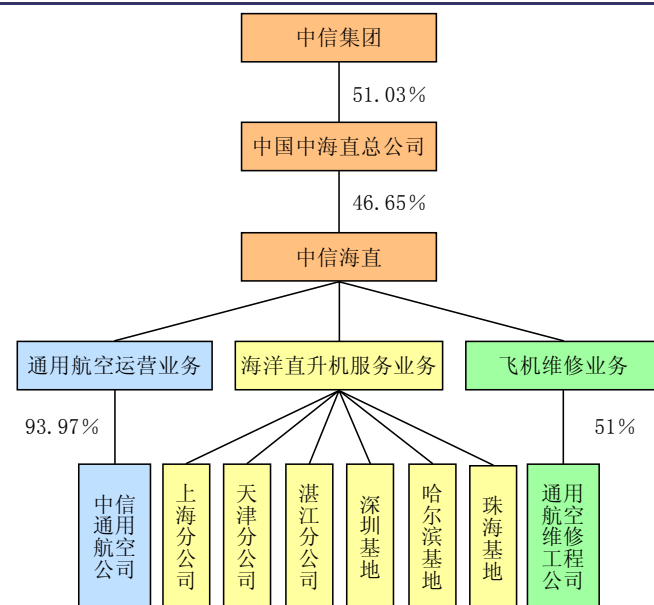
表 1、2009 年中国前 15 位通用航空公司	- 4 -
表 2、2010 年公司机队规模	- 5 -
表 3、中国石油依存度不断提升	- 6 -
表 4、中国处在开发和投产期的近海油气田	- 8 -
表 5、EC-155B1 和几款大型直升机性能比较	- 13 -
表 6、2006 年国内外通用航空发展对比	- 15 -
表 7、2010 胡润富豪榜统计人数	- 16 -
表 8、私人购机的市场容量测算	- 16 -
表 9、近期抵空开放鼓励政策	- 17 -
表 10、中国直 9 直升机部分性能指标	- 17 -
表 11、2008 年我国公务机市场进入爆发期	- 18 -
表 12、近期国内公务机市场重大事件	- 18 -
表 13、2010 年公司陆上通用航空业务	- 19 -
表 14、“十二五”末期公司陆上通航直升机市场空间敏感性测算	- 20 -
表 15、“十二五”末期公司陆上通航公务机市场空间敏感性测算	- 21 -
表 16、公司维修业务历年统计	- 21 -
表 17、公司维修业务收入和利润占比	- 21 -
表 18、我国主要飞机维修企业	- 22 -
表 19、中信海直负债结构	- 25 -
表 20、公司未来三年盈利预测	- 25 -
附表	- 27 -

1、公司是中国最大的通用航空运营商

中信海直是中国目前规模最大的通用航空企业，具有通用航空全业务运营资质和能力。公司下辖中信通用航空有限责任公司、中信海直通用航空维修工程有限公司两个子公司和上海、天津、湛江三个分公司，业务遍布中国三大海域和全国主要城市，是国内保障能力最强的通用航空企业。

公司年飞行小时占全国通用航空飞行总量的 16%，海上石油直升机服务市场占有率约为 58%，经营规模和盈利能力在中国同行业处于领先地位。

图 1、中信海直股权和业务结构图



数据来源：公司财报、兴业证券研究所

表 1、2009 年中国前 15 位通用航空公司

公司	飞行小时			
	合计	工业航空	农林业航空	培训、公务等其他航空
全行业总计	123,838	52,916	26,309	44,613
中信海洋直升机股份有限公司	19,904	19,276		628
深圳鲲鹏国际飞行学校	11,287			11,287
金鹿航空有限公司	7,807			7,807
青岛九天一斯巴滕国际飞行学院	7,470			7,470
南方航空股份公司	6,681	6,681		
黑龙江农垦通用航空公司	6,458	476	5,982	
校验飞行中心	6,078	6,078		
东方航空股份公司	6,053	5,983	70	
湖北蔚蓝国际航空学校	5,242			5,242
新疆通用航空有限公司	4,446	827	3,619	
中国飞龙专业航空公司	3,916		2,496	1,420
中信通用航空有限公司	2,930	1,478	322	1,130
中飞通用航空公司	2,841	1,506		1,335
北京首都通用航空有限公司	2,295			2,295
东北通用航空有限公司	2,165		2,165	

数据来源：民航局、兴业证券研究所

截至 2010 年底，公司执行海上石油长期合同 14 个，临时服务合同 5 个，投入直升机 20 架；其他通航业务全年保障了 20 架飞行器的安全运行，代管公务机业务取得突破，成功代管猎鹰-2000EX 和猎鹰-7X 等 2 架公务机。

表 2、2010 年公司机队规模

业务	机型	数量 (2010)	权属
海上石油服务	AS332L/L1	8	自有
	EC155B/B1	7	自有
	EC225	2	自有
	AS365N	3	自有
海监总局执管	H410	2	执管
	A109	1	自有
中央电视台代管	Z11	1	执管
	A109	1	执管
南方电网代管	AS350B3	1	执管
极地中心	Ka-32A	1	执管
广东海事局	A109E	2	执管
救助飞行队出租	海豚	2	干租
重庆公安局出租	EC135	1	自有
中国海监北海总队	A109	2	自有/干租
护林防火	Ka-32A	2	湿租
	AS350B3	1	干租
公务飞行	DX900	1	自有
	Falcon2000	1	自有
	猎鹰-7X	1	执管
飞艇	A-6+	1	自有
	A-170	1	自有

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

海上石油业务是公司主打方向，2010 年贡献了 81% 的收入和 94% 的净利润。

图 2、公司三项业务收入占比

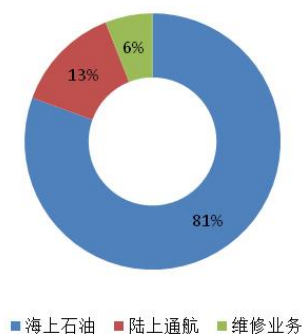
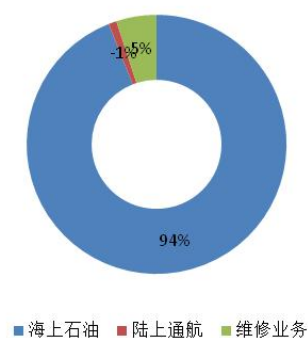


图 3、公司三项业务利润占比



数据来源：兴业证券研究所

2、海上石油 - 与中国海油开发共成长

2.1、海油开发渐入佳境

● 2.1.1、中国石油需求持续增长，能源安全亟待加强

随着经济社会的发展，中国对石油的需求与日俱增。2010 年中国石油消费达 4.4 亿吨，其中进口石油 2.4 亿吨，进口依存度达到 55%。中国石油进口依存度不断提升，使得能源安全亟待加强。

表 3、中国石油依存度不断提升

时间	石油产量 (万吨)	石油进口 (万吨)	成品油进口 (万吨)	石油消费量 (万吨)	YoY	油气生产固 定资产投资 (亿元)	YoY
2003	16,960	12,962	2,824	27,126		946	
2004	17,587	12,287	3,786	31,700	16.9%	1,115	17.9%
2005	18,135	12,682	3,144	32,538	2.6%	1,443	29.3%
2006	18,477	14,518	3,639	34,876	7.2%	1,811	25.6%
2007	18,632	16,315	3,103	36,570	4.9%	2,230	23.1%
2008	19,044	17,888	3,884	37,303	2.0%	2,715	21.7%
2009	18,946	20,380	3,696	40,838	9.5%	2,793	2.9%
2010	20,302	23,931	3,688	43,930	7.6%	2,893	3.6%

数据来源：Wind、兴业证券研究所

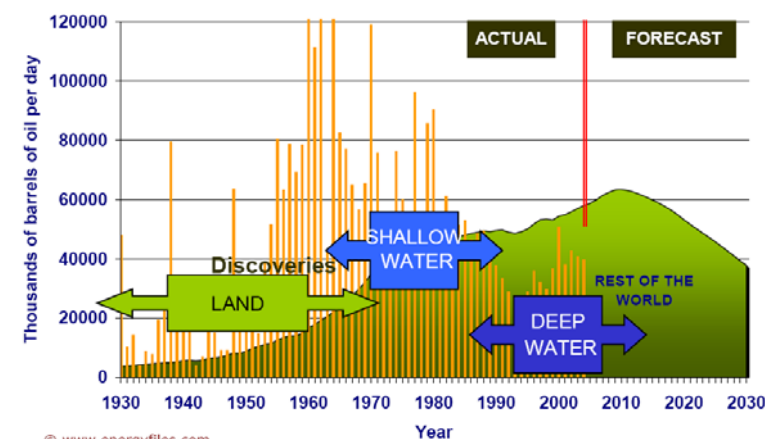
注：2008~2009 年由于金融危机造成的冲击，国际贸易保护主义加剧导致石油消费量和油气生产固定资产投资增速下降。2010 年已出现回升势头。

● 2.1.2、油气开发“陆降海增”

陆地油气开发进入衰退期，海洋油气资源潜力巨大

陆地油气资源经过多年的开采，即将进入衰退期，未来新增油气产量将主要来源于海洋。根据 Energyfiles 测算，目前陆地石油供应量约为 52000 千桶/日，随着陆上新增油田的逐渐减少，将在 2015 年前后达到峰值 60000 千桶/日，并在 2020 年后开始缓慢下降。而海洋石油供应量将从目前的 28000 千桶/日快速提升至 2015 年的 38000 千桶/日，海上天然气供应量将从目前的 16000 千桶/日快速提升至 2025 年的 39000 千桶/日，增长空间巨大。预计到 2015 年海洋石油占世界总产量将从目前的 35% 提升到 39%。

图 4、全球油气长期供应情况

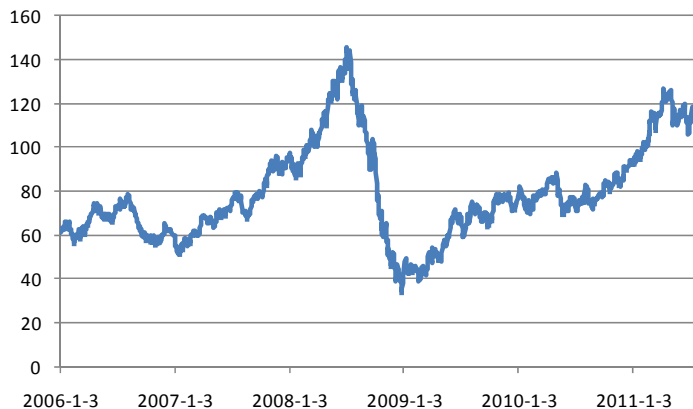


数据来源：Energyfiles、兴业证券研究所

经济复苏推升需求和油价，海油开发提速

2008 年的金融危机使油价最低探至 34 美元附近，全球经济衰退使得能源需求下降，全球石油消费量出现负增长。但随着全球经济复苏，石油需求和油价回升，海油开发热度不减。预计石油公司 2013 年海上勘探开发投资额将在 3600 亿美元左右，与 2008 年相比增加约 38%。

图 5、2009 年以来布伦特油价持续上升



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

海油开发从浅海迈向深海

从目前海洋油气勘探开发市场来看，浅海油气勘探开发较为成熟，深海成为油气勘探的主要增长点。近年来深海钻井平台所获订单大增，预计 2011 年开始将陆续交货。今日的勘探必将带来明日深海油气田的大规模投产，未来对海洋石油直升机服务的需求将不断增加。

图 6、深海钻井平台订单大增

Orderbook in no.						
End Dec 09	WD (ft)	Total	2010	2011	2012	2013+
Jackups	0-199	2	2	0	0	0
	200-299	6	4	2	0	0
	300-349	15	8	7	0	0
	350+	39	19	13	7	0
	Total	62	33	22	7	0
Drillships	0-5999	0	0	0	0	0
	6000+	37	13	17	5	2
	Total	37	13	17	5	2
Semis	0-2999	4	1	2	1	0
	3000-5999	0	0	0	0	0
	6000+	35	18	12	5	0
	Total	39	19	14	6	0
TOTAL		138	65	53	18	2

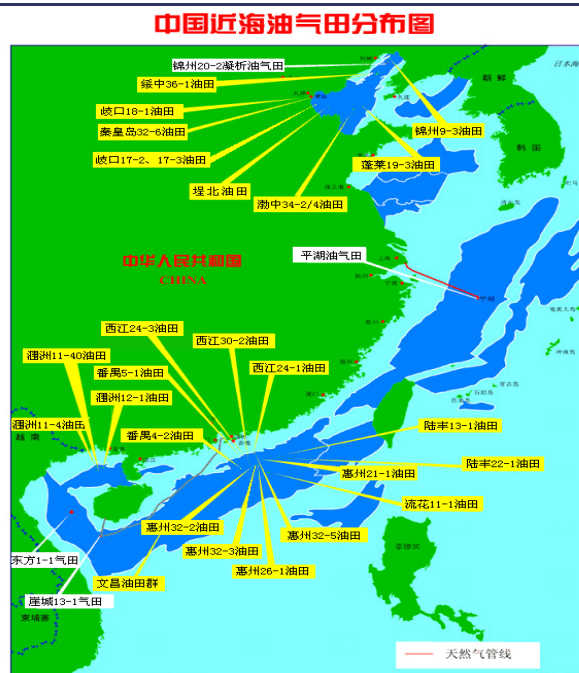
数据来源：ODS-Petrodate、兴业证券研究所

2.2、中国周边海域油气争夺日趋激烈，深海开发势在必行

浅海油气开发较为成熟

我国在浅海地带的海洋石油开发已有 30 年的历史，其中在渤海、珠江三角洲外海、北部湾和莺歌湾等地已有不少油气田投产或正在开发。

图 7、中国近海油气田分布图



数据来源：兴业证券研究所

表 4、中国处在开发和投产期的近海油气田

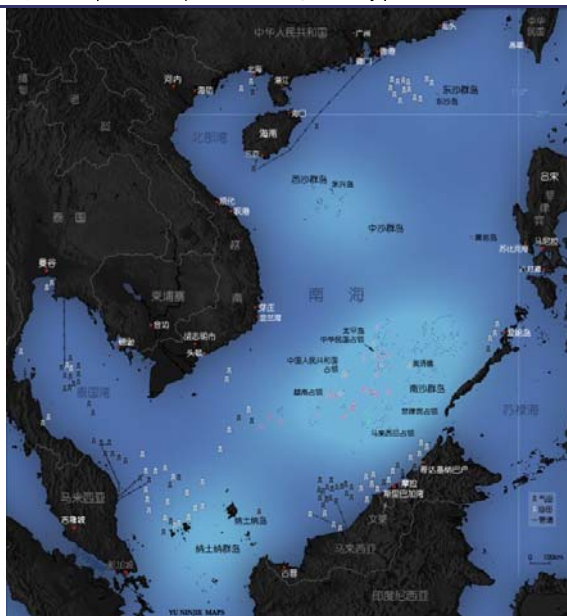
海域	油气田	我国权益油气储量	发现时间	投产时间	合作方式
渤海海域	埕北油田	1800 万桶原油	1972	1985	自营
	秦皇岛 32-6 油田	1.02 亿桶原油	1996	2002	合作
	绥中 36-1 油田	3.77 亿桶原油, 2830 亿立方英尺天然气	1987	1997	自营
	锦州 9-3 油田	4800 万吨原油	1985	1992	自营
	锦州 20-2 凝析油气田	2350 亿立方英尺天然气	1985	1992	自营
	渤中 34-2/4 油田	1600 万桶原油	1983	1990	合作
	渤西油田群	4600 万桶原油, 400 亿立方英尺天然气	1993	1997	自营
	蓬莱 19-3 油田	3 亿吨原油	2000	2004	合作
	南堡 35-2 油田	10 亿吨原油	2004	N/A	自营
南海东部	陆丰 22-1 油田	100 万桶原油	1986	1997	合作
	陆丰 13-1 油田	300 万桶原油	1987	1993	合作
	西江 24-3 油田	1900 万桶原油	1985	1994	合作
	西江 30-2 油田	1400 万桶原油	1988	1995	合作
	流花 11-1 油田	1000 万桶原油	1987	1996	合作
	惠州油田	6400 万桶原油	1985	1990	合作
南海西部	崖城 13-1 气田	500 万桶凝析油, 8330 亿立方英尺天然气	1983	1996	合作
	涠西南油田群	690 万桶原油	1989	1993	自营
	文昌 13-1/2	1.01 亿桶原油	2000	N/A	自营
	东方 1-1 气田	12740 亿立方英尺	2000	N/A	自营
东海海域	平湖油气田	500 万桶原油, 660 亿立方英尺天然气	1983	1998	合作
	春晓油气田	N/A	2000	N/A	合作

数据来源：兴业证券研究所

深海油气争夺激烈

南海有含油气构造 200 多个，油气田 180 个。其中南沙海域的石油资源量约为 351 亿吨，天然气资源量为 8 万到 10 万亿立方米，约占中国油气总资源量的三分之一，是世界著名的四大海洋油气资源区之一。但由于南沙海域距离大陆遥远，中国军力投射范围难以有效覆盖，致使南海周边国家与中国存在领土和海域争端，并竞相盗采南海油气资源。

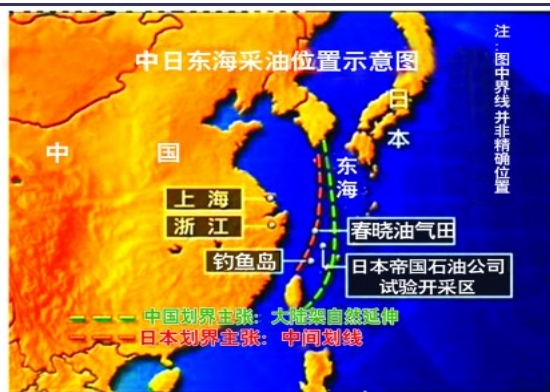
图 8、中国南海地区主要油气资源



数据来源：兴业证券研究所

东海大陆架边缘距离宁波 350 公里的海域存在“东海西湖凹陷区域”，现有平湖、春晓、残雪、断桥、天外天等油气田，是目前中国最大的海上油气田。该区域占地面积达 2.2 万平方公里，探明的天然气储量达 700 亿立方米以上，由中国海洋石油总公司和中国石油化工集团公司投资建设。目前我国与日本在该海域油气争夺也相当激烈。

图 9、中国东海地区主要油气资源



数据来源：兴业证券研究所

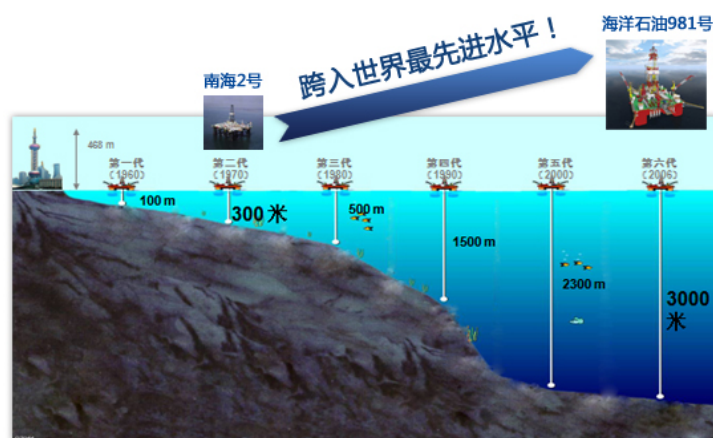
加快深海油气开发势在必行

在领土和海域争端暂时无法通过政治和军事途径解决的情况下，如何加快我国东海和南海的深海油气开发、争夺有限的油气资源成为一个现实的选择。加大对深水、争议海域勘探投入，对拓展我国油气资源勘探开发空间，开辟新的油气储量具有重要的战略意义。

近年来中海油在深海海洋工程装备上高歌猛进，积极备战深海战略。其深海油气勘探开发船队的领头羊——“海洋石油 981”于 2010 年 2 月 26 日出坞，今年 6 月将在南海开始服役。12 缆深水物探船“海洋石油 720”于 2010 年 12 月 20 日下水，开始进入码头舾装、调试阶段。随后另 5 条深水装备也将于今年下水。这些现代

化装备的启用使得中国海洋石油勘探开发能力实现从水深 300 米到 3000 米的历史性跨越。

图 10、“海上石油 981” 工作水深

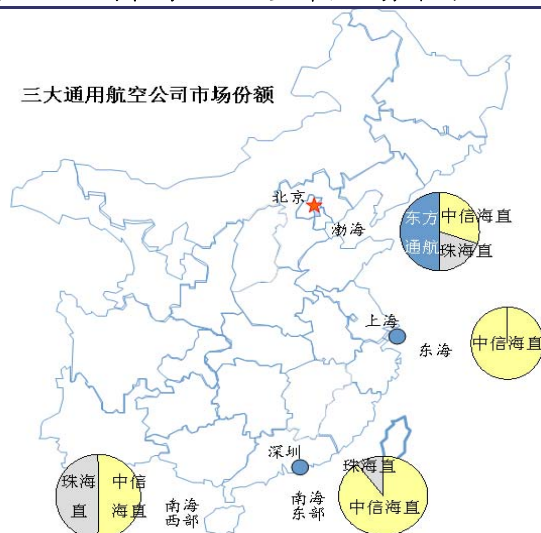


数据来源：兴业证券研究所

2.3、公司是细分行业龙头

由于海上石油直升机服务的安全和运营能力门槛较高，因此运营商不多，市场竞争并不是很激烈，客户关系都比较稳定。目前该业务领域在我国已形成三分天下的局面，中信海直占据约 58% 的市场份额，居于龙头地位，其中在南海东部为 82%，东海仍为 100%，在南海西部与渤海分别为 50% 和 30%。

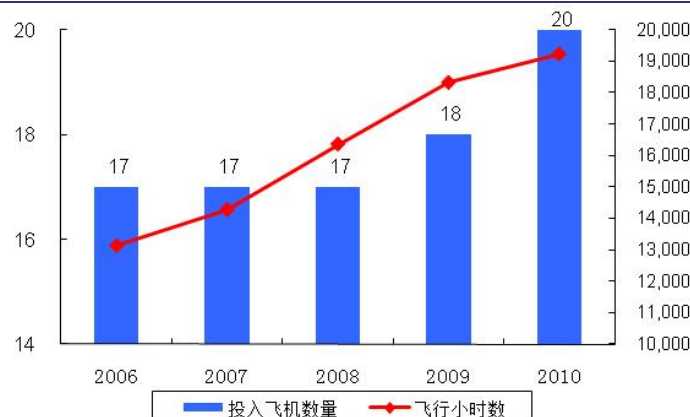
图 11、公司在海上石油直升机服务市场份额



数据来源：兴业证券研究所

随着客户需求的增长，公司投入海上石油直升机的数量有所增加，飞行小时年均复合增长 10%，市场需求维持景气。

图 12、海上石油飞行时间和投入飞机数量



数据来源：公司年报、兴业证券研究所

2.4、量—稳步增长、空间巨大

海油勘探、开发和生产，提供持续增长的业务来源

海上石油直升机运输服务目前通用的经营方式有长期租机和临时租机两种。

长期租机合同的特点：中信海直与海上石油开采公司签署年租机合同，合同约定该年度的直升机租机固定费用，以及每飞行小时需要收取的费用，长期租机合同，收入较为稳定，受不确定因素影响小。长期租机的主要服务对象为已经投产的石油平台。

临时租机合同的特点：当客户需要直升机服务时，与中信海直联络，公司按照飞行小时收取费用，临时租机合同收入不确定性较大，收入难以保证。临时租机的主要服务对象为正在进行勘探的海上石油平台和其他陆上临时服务。

按照国际海洋油气开发的惯例，勘探、开发、生产的“5+3+X”模式较为常见，即：5年勘探期，3年开发期，之后正式投产进入生产期。直升机服务在勘探期中以临时租机合同为主，在开发和生产期中以长期租机合同为主。

从2004年起，三大石油公司加大了海油勘探力度，预计“十二五”期间部分勘探区块将陆续进入开发和生产期，给公司带来更多的长期租机合同，收入波动性减少，业绩将稳步提升。海上石油开发领域的扩大和深入发展，有望带来对直升机等服务需求的增加。

国内油气开发提供广阔空间

2010年中海油宣布建成“近海大庆”，油气当量突破5000万吨，占我国目前石油产量2亿吨的25%。根据部分披露的中海油“十二五”规划，未来五年，中海油将投资8000亿到1万亿元，绝大部分将投在海上。中海油将继续针对成熟区进行油气勘探，积极探索新区和新领域，特别是南海深水区域，努力建设“深水大庆”、“海外大庆”和“LNG大庆”，油气产量增长保持年均10%左右。

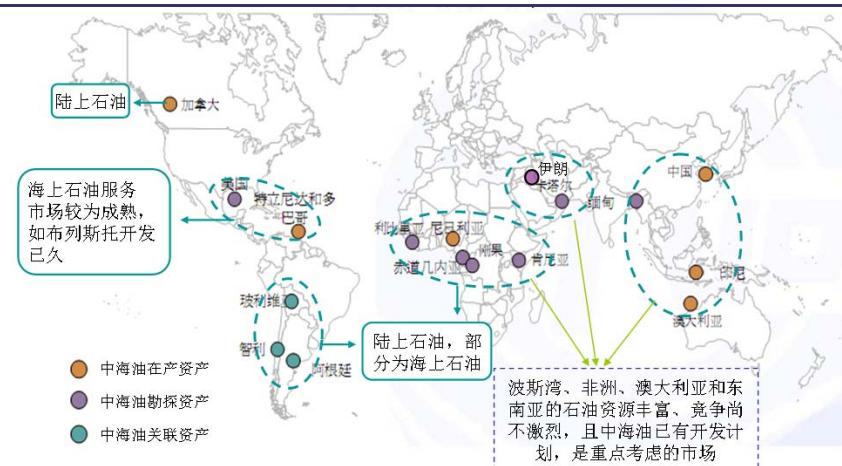
同时从2004年起，中石油和中石化亦被政府允许进军海上油气开采，中石油、中石化进军海上石油的计划正在实施。目前中石油重点勘探区域为渤海区域和南海深海区域，包括南沙群岛部分区块。中石化重点勘探区域为南海琼东南盆地。公司已与中石油海上应急救援响应中心、中石化胜利油田等建立海上石油直升机前期服务的合作关系。

我国三大石油公司近海油气开发的大扩张，给以其为主要客户的中信海直提供了广阔的发展空间。

国际油气开发助力公司走向世界

近年来中海油、中石油、中石化等企业纷纷走出中国，在非洲和亚洲地区购置油田。未来非洲几内亚湾、亚洲孟加拉湾和缅甸将是三大石油公司海外投资的重点。

图 13、中海油在海外的主要资产



数据来源：中海油、兴业证券研究所

公司跟随三大石油公司进入国际市场具有可行性。公司已经参与了中海油在缅甸的探井项目，尽管属于短期合同，但为公司进军海外直升机飞行服务市场进行初步探索和经验积累。随着中国在海外区块勘探成熟开始进入开发生产阶段，公司海外石油直升机服务业务将蓬勃发展。

机型结构优化，把握深海商机

2011 年 1 月 13 日，公司公告拟将尚未交付的 4 架 EC155B1 型直升机调整为大型直升机，以调整公司直升机机队配置结构。

EC155B1 型直升机为中型直升机，公司主要用于渤海和南海西部市场。而在渤海和南海西部海域市场，其他公司一直拥有高于公司的市场份额。在公司订购了 10 架 EC155B1 型直升机的近两年，其他公司也配置了与 EC155B1 型直升机同类型中型直升机投放市场，对公司 EC155B1 型直升机进入这两个地区市场形成较大压力，导致 2010 年 7 月交付的 2 架直升机到 2011 年上半年才签订服务合同，未来交付的 EC155B1 型直升机将可能出现闲置，给公司经营造成较大压力。

公司经过市场调查，在 2012-2013 年间，中海油荔湾油田海上施工、POC 增加作业平台、新田 LF71、LF72 投产、距高栏岛 270 公里的中央平台及周边平台以及湛江海公司均需增加大型直升机运力，公司大型直升机在今后几年的大修将使公司在台风季节存在大型直升机缺口。公司主要客户中海油在“十一五”期间勘探工作实现持续较大增长，我国近海整装大中型油气田不断被发现，继荔湾 3-1 和流花 34-2 深水发现后，又获得第三个深水发现 - 流花 29-1，近海的深水油田开采将成为中海油重点发展方向，并建立了自己的深水实验室和深水作业船队。未来 10 年，中海油在南海海域计划实现油气产量翻一番，再造一个深圳海油，大型直升机需求潜力更大。2011 年上半年公司新设珠海基地，建设一个机库，停放 2 架直升机，主要为南海东部市场的部分客户提供更近、更方便的服务。

目前公司正与欧直、西科斯基、奥古斯塔等公司联系，商谈购机事宜。若公司购买欧直系列的 EC225，由于欧直系列飞机已在公司服役多年，且公司已具有欧直飞机维修许可和技术实力，则公司对其的维护和运营将较为顺畅，无需为适应新机型而花费额外成本。若公司购买西科斯基或奥古斯塔等大型机，则有可能拓展飞机维修许可范围，有利于维修业务的做大做强。

表 5、EC-155B1 和几款大型直升机性能比较

性能指标	欧直 EC155B1	欧直 EC225	西科斯基 S92	奥古斯塔 AW101
最大起飞重量	4850 KG	11000 KG	10931 KG	15600 KG
外吊挂承载重量	1600 KG	5000 KG	4535 KG	
最大起飞功率	780 KW	3596 KW		4656 KW
标准油箱容积	993 KG	2014 KG		3193 KG
乘客座位	12 PAX	19-24 PAX	21 PAX	30 PAX
最大速度	324 KM/HR	324 KM/HR	287 KM/HR	
经济巡航速度	266 KM/HR	257.5 KM/HR	259 KM/HR	278 KM/HR
燃油消耗率	342 KG/HR	658 KG/HR		
最大航程	855 KM	985 KM	944 KM	927 KM
价格（含进口关税）	0.75 亿元左右	1.9 亿元左右	1.5 亿元左右	2.25 亿元左右

数据来源：兴业证券研究所

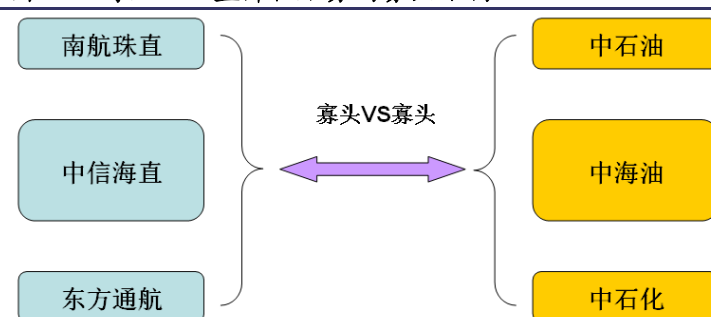
2.5、价-稳中有升，博弈和机型决定定价政策

供方和需方寡头博弈，定价体系维持稳定

海上石油直升机服务供应商包括中信海直、东航旗下的东方通航、南航旗下的南航珠直。三家属于寡头垄断，其中中信海直市场份额占有率为 58% 左右，处于龙头地位。这两年南航珠直加大了投入，引入了新飞机（例如其 2010 年 5 月购进一架 S92），给公司带来了一定的竞争压力，使得公司 2010 年在南海西部和南海东部市场份额有小幅下降，但这并不影响公司的领先地位。

海上石油直升机服务采购商包括中海油、中石油和中石化，以及他们与国外石油公司的合资/合作企业。虽然 2004 年中石油和中石化已经进入海油开发领域，但大部分区块还处于勘探打井阶段，所以需求方也处于以中海油为首的寡头垄断。

图 14、海上石油直升机服务的寡头结构



数据来源：兴业证券研究所

中信海直不可能独占整个市场。一方面这不符合石油公司的利益，他们会分一部分业务给南航珠直和东方通航。另一方面，海上石油大多数是长期合同，一旦签订短期内不会改变，中信海直较难占领对手已有的市场。随着市场蛋糕的扩大，某家公司要保持 100% 的市场占有率也是不现实的，竞争有利于市场规模的扩大和服务质量的提升。

价格战亦无可能。海上石油服务只占海油开发成本的 2% 左右，石油公司对海洋直升机服务价格的变化并不敏感，中信海直降价竞争的效果将十分有限。

南航珠直和东方通航的财务数据难以获取，但从中信海直的财务数据来看，ROE 水平近年来持续提升，但并没有畸高。合理的 ROE 水平也决定了三家服务商没有降价的动力。

机型更新换代提升价格水平。海上石油直升机服务主要用于人员运输，尤其是在季风季节。海油开发领域，员工工作条件恶劣，收入很高，对直升机服务的安全性格外重视，“喜新厌旧”明显。新型直升机功能更强大、设备更先进、运营更安全，更受石油公司员工的欢迎。过去 EC155 盈利低，就是因为飞机旧、收费低导致。随着公司更新更大的 EC155B1 和后续大型机的投用，价格水平尚有较大提升空间。

图 15、公司海上石油业务 ROE 呈上升态势

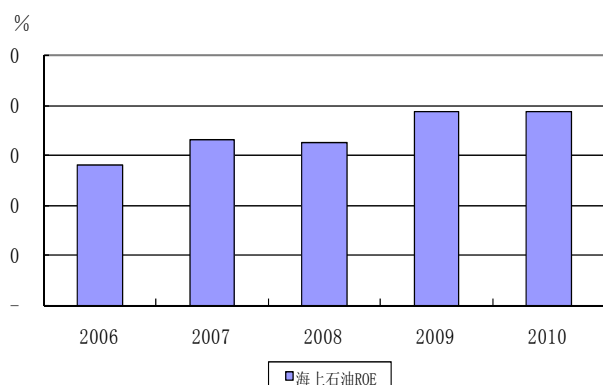
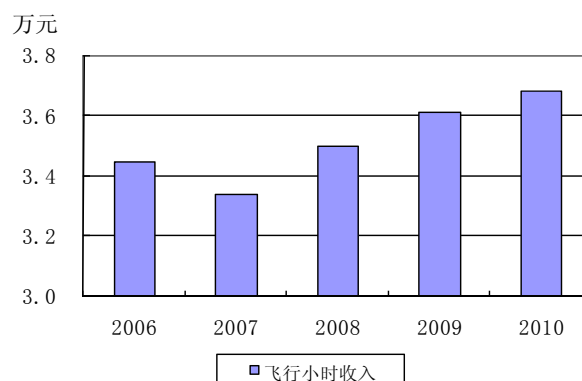


图 16、公司海上石油业务飞行小时收入持续上升



数据来源：兴业证券研究所

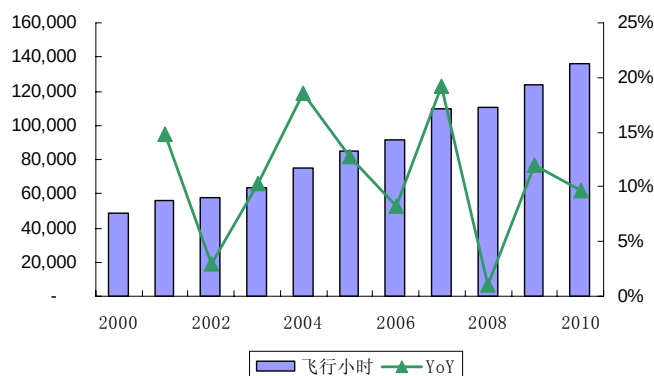
基于目前海上石油直升机服务领域的寡头竞争格局，我们预计未来中信海直、东方通航和南航珠直会形成一定程度的价格共识，维持海上石油直升机服务价格稳中有升的态势，变“恶性竞争”为“有序竞争”，共同提高利润率水平。随着海油发展、成本上升和新机型的投用，预计未来收费价格和 ROE 水平将持续小幅提升。

3、陆上通航 - 先行占位以待市场爆发

3.1、我国通航产业滞后于经济发展，发展空间巨大

经过十多年的发展，通用航空在我国已形成一定规模。2010 年我国通用航空飞行时间 13.6 万小时，通用航空器在册数量约 1000 架，共有通航飞行员近 3000 人，通航机场约 70 个，临时起降点 300 多个，通航运营企业 50 家左右。2000~2010 年我国通用航空飞行时间年均增长 10.8%，落后于商业航空旅客运输周转量年均 14.9% 的增速。

图 17、中国通用航空历年飞行小时



数据来源：兴业证券研究所

和西方发达国家相比，我国通用航空发展严重滞后于经济发展。美国是目前全球通用航空最发达的国家，通航飞机数量约 22 万架，通航飞行员 38 万人，通航机场数量近 2 万个，通航飞机年飞行小时超过 2800 万小时，通用航空每年创造 1500 多亿美元产值，提供就业岗位 120 多万个。中美之间差距巨大。差距意味着空间，未来中国通用航空产业发展空间巨大，潜力无限。

表 6、2006 年国内外通用航空发展对比

项目	中国	美国	加拿大	澳大利亚	巴西
面积（万平方公里）	960	963	1000	770	851
人口（亿）	13	2.99	0.33	0.2	1.89
GDP（十亿美元）	2700	13200	1300	780	1100
GDP YoY	10.70%	2.90%	2.80%	4.60%	3.70%
通航飞机数量（架）	882	224000	31018	11117	10310
通航飞机年飞行小时（万小时）	12	2700	450	169	1500
运输飞机和通航飞机比例	1: 0.67	1: 32	1: 61	1: 34	1: 24
通用航空机场数量（个）	399	19983	1700	461	2498
通用航空产值（亿人民币）	70	10500			

数据来源：ACP、民航局、兴业证券研究所

3.2、私人消费是产业发展的重要引擎

2010 年我国人均 GDP 超过 4200 美元，富豪阶层急剧扩大，私人飞机和公务飞行需求进入快速发展的临界点，通用航空市场将从以农林、工业和政府相关应用为主逐渐过渡到以公司和个人商务和私人应用为主。

图 18、我国通航运营企业总数增长趋势

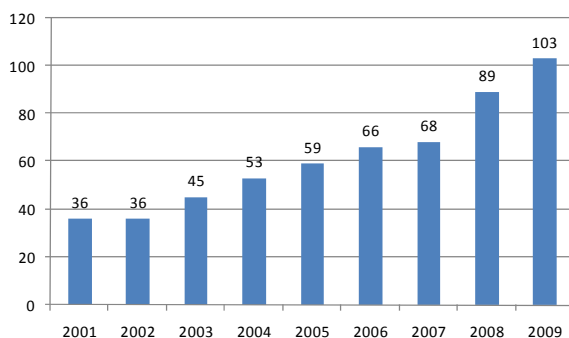
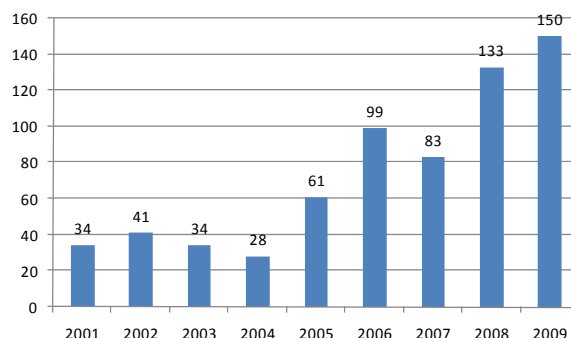


图 19、我国年度新注册通用航空器数量



数据来源：民航局、兴业证券研究所

根据 2010 年胡润富豪榜的统计，中国亿万富翁约有 55000 人，“刺激、舒适、面子”是他们对生活品质的追求，从近几年我国超豪华轿车的销售上就可以管中窥豹、可见一斑。

表 7、2010 胡润富豪榜统计人数

	>100 亿	50~100 亿	10~50 亿	1~10 亿	0.1~1 亿
阳光财富	97	281	1,363		
隐形财富	100	420	2,600		
总财富	200	700	4,000	55,000	875,000

数据来源：胡润富豪榜、兴业证券研究所

“如果你玩累了超级跑车和豪华游艇，那么，请向往蓝天”。通用航空正好可以满足富豪们更进一步的奢侈享受。以公务航空为例，2007 年以来中国公务机市场出现了爆发式增长，2007 年全球 7% 的公务机是在亚太地区用的，而到 2009 年这个百分比已经达到 12% 了，中国需求的增长起到了主要的作用。

我们保守估计，到 2015 年中国公务机市场应该增长 500-600 架，而 2010 年国内才有 60 架左右，未来 5 年的增长空间以十倍计。如果基础设施、人才培养和使用环境方面能够得到充足保障，则公务机在中国的发展速度还可能更快。同时，私人直升机的市场需求比公务机市场只大不小。

假设 5.5 万名亿万富豪中有 5% 购买私人飞机，则市场容量高达 600 亿元。若考虑到后续的培训、维护、运营、油料消耗，则市场容量还可扩大数倍。只要政策放松、空域放开，中国通用航空市场将出现井喷增长局面。

表 8、私人购机的市场容量测算

	单价（万元）	市场容量（亿元）				
		5%	10%	20%	30%	40%
豪华轿车	100	30	60	120	180	240
游艇	200	60	120	240	360	480
私人飞机	2000	600	1200	2400	3600	4800

数据来源：兴业证券研究所

注：假设亿万富翁为 55000 人

3.3、低空开放一触即发，直升机领域先期受益

旧有空管体制阻碍了低空开放

我国过去通用航空发展滞后的首要原因在于低空空域没有放开。军航出于国家安全和谨慎性考虑，对低空飞行实行严格管制，使得大量的低空空域资源没有得到利用。军航用不了、民航不能用、通用航空不准用的局面并存。

四方博弈倒逼空域管理体制变革

空域意味着资源，开放便是对资源的再分配，这中间涉及到空军部门、民航总局、地方政府、中航工业集团及相关企业的利益博弈和巨大商机。发展通用航空业可拉动地方经济，实现产业结构升级；抗震救灾、应急救援、警用航空具有迫切现实需求；中航工业集团及相关企业希望做大通用航空市场、分享蛋糕。四方博弈倒逼我国空域管理体制加速改革。

低空开放技术条件日趋成熟

空域的开放和高效使用离不开现代化的空管系统，它是保障航空运输安全和正常飞行的重要基础。随着科学技术水平的提高，空管新技术得到了蓬勃的发展。例如广播式自动相关监视（ADS-B）技术的应用为低空空域开放以及通用航空的发展提供了现实可行性。

目前我国新一代空管系统正在积极推进当中，是“十一五”863计划的重点项目，预计“十二五”期间将得到逐步应用和推广。

低空开放踏上破冰之旅

近期以来，政府极为重视空域改革，积极推进低空开放、促进通用航空发展，政策频出，解决制约通航发展最关键的空域问题终于踏上破冰之旅。

表 9、近期低空开放鼓励政策

时间	内容
2007.4	国家空管委确定了我国实施空域分类的目标时间是 2010 年，并提出“开放低空空域，有利于促进通用航空发展，有利于促进通用航空制造业发展，有利于促进综合运输体系的建设”
2008	珠三角地区和东北同时成为低空空域管理改革的试点，试点空域高度 1000 米，2010 年试点结束
2009.4	内蒙古阿拉善盟通勤航空试点启动
2009.10	民用航空局正式批复西安航空基地通用航空产业园成为中国民航唯一的通用航空试点园区，通用航空产业园半径 20 公里，高度 2000 米
2009	民航局制定了《关于加快通用航空发展》的 15 条具体措施
2010.9	《通用航空民用机场收费标准》正式实施，按照此标准，通用航空机场的收费标准将大幅降低至少 40%，停场费降低 50%
2010.11	国务院和中央军委发布《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，是通航发展的纲领性文件
2011.1	海南低空空域管理改革试飞启动

数据来源：兴业证券研究所

直升机领域将成为低空开放的先期受益者

直升机是靠螺旋桨旋转将空气引射向下方利用反推力起飞，这种工作原理决定了其飞行高度一般位于 2000 米以下的中低空。以我国直 9 型飞机为例，其无地效最大悬停高度为 1020 米，完全属于低空空域范围。

表 10、中国直 9 直升机部分性能指标

指标	性能
实用升限	4500 米
最大悬停高度（有地效）	1950 米
最大悬停高度（无地效）	1020 米

数据来源：兴业证券研究所

根据《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，1000 米以下的低空空域将率先开放，高度 4000 以下现行航路内空域的开放尚处研究论证阶段。在 1000 米低空空域先行开放，以及我国人多地少，直升机场占地面积小、投资成本低的情况下，直升机业务领域将成为低空开放的先期受益者。

3.4、公务航空拐点已现，市场进入爆发期

市场需求是行业发展的原动力，随着中国经济的发展和富豪阶层的急剧扩大，走高空航道的公务机市场已经开始出现了爆发式增长。2007 年全球 7% 的公务机是在亚太地区用的，而到 2009 年这个百分比已经达到 12% 了，中国需求的增长起到了主要的作用。据统计，2008 年中国公务机数量增长了 30%，2009 年增幅为 40%，2010 年达到 60%。

我们保守估计，到 2015 年中国公务机市场应该增长 500-600 架，而 2010 年国内才有 60 架左右，未来 5 年的增长空间以十倍计。如果基础设施、人才培养和使用环境方面能够得到充足保障，则公务机在中国的发展速度还可能更快，至 2020 年国内各类公务机规模可达千架。

表 11、2008 年我国公务机市场进入爆发期

时间	民航飞机总数	YoY	小飞机	YoY	占比
2003	659		81		12.3%
2004	752	14.1%	79	-2.5%	10.5%
2005	863	14.8%	78	-1.3%	9.0%
2006	989	14.6%	76	-2.6%	7.7%
2007	1,129	14.2%	84	10.5%	7.4%
2008	1,260	11.6%	104	23.8%	8.3%
2009	1,415	12.3%	120	15.4%	8.5%
2010	1,590	12.4%	140	16.7%	8.8%
2011.5	1,643	3.3%	151	7.9%	9.2%

数据来源：CAAC、兴业证券研究所

表 12、近期国内公务机市场重大事件

时间	事件
2010.5.2	金鹿航空获得首旅集团 4.5 亿元增资，并更名为“首都航空”，主要从事旅游包机和公务机业务，是亚太地区最大的公务机机队
2010.6.8	在澳门亚洲商务航空展上，中国第六大租赁公司——民生金融租赁预计 2010 年公司净利润将同比增长 50% 以上，新增业务投放量预计将实现翻番，其未来目标发展成为亚洲最大的公务机金融租赁公司
2011.3.8	庞巴迪宇航集团获得 NetJets 订购 50 架环球系列公务机的确认订单和另外 70 架飞机的意向订单，是通用航空领域有史以来最大的一笔飞机订单，部分新购飞机将投入亚洲市场。NetJets 则隶属于巴菲特麾下的伯克希尔·哈撒韦公司，其机队拥有超过 800 架公务飞机。
2011.5.18	海航旗下金鹿航空以 8000 万美元价格订购了首架空中客车 ACJ319 公务机

数据来源：兴业证券研究所

3.5、公司先行占位，未来市场广阔

业务规模增长迅速

中信通用航空有限责任公司成立于 2003 年，股东包括中信海直（93.97%）、香港迅泽公司（6.03%）。2006 年度起将海上石油以外的引航、电力作业、执管、公务机、飞艇等业务统一划至中信通航，以促进新业务的开发和培育。

截至 2010 年，公司已介入海监总局、中央电视台、南方电网、极地中心、救助飞行队、重庆公安局、护林防火、公务飞行、飞艇等业务，同时代管公务机业务取得突破，成功代管猎鹰-2000EX 和猎鹰-7X 等 2 架公务机。公司陆上通航业务持续增长，总共运营 20 架航空器。收入年均复合增长 41%。

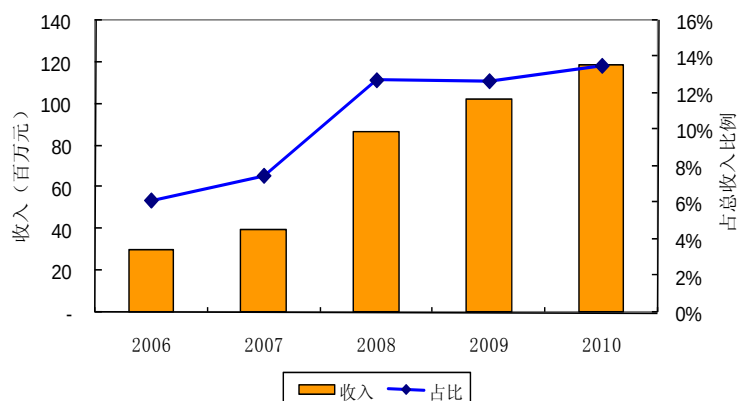
通过这些业务，公司在陆上通航领域积累了经验、锻炼了队伍。一旦低空开放和私人飞行审批体制的放松，公司将利用先行的市场地位紧抓市场机遇，分享行业发展的蛋糕。

表 13、2010 年公司陆上通用航空业务

业务	机型	数量 (2010)	权属
海监总局执管	H410	2	执管
	A109	1	自有
中央电视台代管	Z11	1	执管
	A109	1	执管
南方电网代管	AS350B3	1	执管
极地中心	Ka-32A	1	执管
广东海事局	A109E	2	执管
救助飞行队出租	海豚	2	干租
重庆公安局出租	EC135	1	自有
中国海监北海总队	A109	2	自有/干租
护林防火	Ka-32A	2	湿租
	AS350B3	1	干租
公务飞行	DX900	1	自有
	Falcon2000	1	自有
	猎鹰-7X	1	执管
飞艇	A-6+	1	自有
	A-170	1	自有

数据来源：公司财报、兴业证券研究所

图 20、公司陆上通航收入迅速成长



数据来源：公司财报、兴业证券研究所

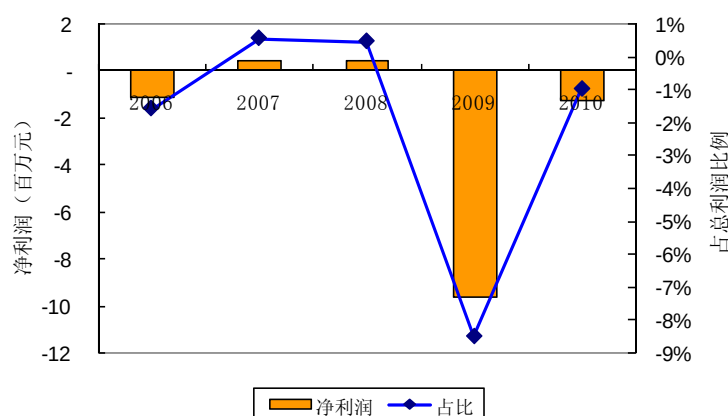
规模效应和盈利水平有待提升

目前由于公司陆上通航业务较为分散，使得维修、运营、管理成本较高，成本收益匹配不足，规模效应尚未体现。一旦业务成长导致规模效应体现，则盈利水平提升空间巨大。

尤其是公司公务机业务，目前还处于亏损状态，主要由于前期投入和开办费用较大，2010 年已基本摊销完毕，2011 年公务机业务有望盈亏平衡。

陆上通航业务的分散，也使得以自有飞机为主的重资产模式经营风险较大。公司未来将以轻资产运作为主，以降低市场风险，将重点发展执管业务。

图 21、公司陆上通航净利润占比



数据来源：公司财报、兴业证券研究所

未来市场空间广阔。

根据中国通用航空目前的发展态势，我们预测“十二五”期间中国通用航空年均增速在 20% 左右，通用航空飞机将从 2010 年的 1000 架增至 2500 架左右。

就陆上通航的直升机业务而言，目前国内民用直升机约 150 架，占通用航空飞机比例约 15%。假设未来直升机占通用航空比例维持在 15%，则“十二五”末期将有民用直升机 373 架。若中信海直保持现有 15% 的市场份额不变，则运营和托管收入高达 5.1 亿元，为现有陆上通航业务收入的 4 倍。若销售净利率接近海上石油业务净利率（17%）的一半 10%，则 2015 年可贡献 EPS 0.07 元。

在公务机市场方面，假设公司在“十二五”期未能托管 15 架飞机，年托管费 800 万元，则收入可达 1.2 亿，与现有陆上通航业务收入规模相当。若销售净利率 10%，则 2015 年可贡献 EPS 0.02 元。

表 14、“十二五”末期公司陆上通航直升机市场空间敏感性测算

中国通航行业年均增速	10%	15%	20%	25%	30%
中国通航飞机数量	1,611	2,011	2,488	3,052	3,713
直升机所占份额	5%	10%	15%	20%	25%
直升机数量	124	249	373	498	622
公司市场份额	5%	10%	15%	20%	25%
公司运营直升机数量	19	37	56	75	93
单机年运营收入（万元）	200	400	600	800	1,000
总收入（万元）	11,197	22,395	33,592	44,790	55,987
销售净利率	5%	8%	10%	12%	15%
净利润（万元）	1,680	2,687	3,359	4,031	5,039
股本（万股）	51,360	51,360	51,360	51,360	51,360
EPS（元）	0.03	0.05	0.07	0.08	0.10

数据来源：兴业证券研究所

表 15、“十二五”末期公司陆上通航公务机市场空间敏感性测算

公司执管公务机数量	5	10	15	20	25
单机托管费（万元/年）	300	500	800	1,200	1,500
总收入（万元）	4,500	7,500	12,000	18,000	22,500
销售净利率	5%	8%	10%	12%	15%
净利润（万元）	600	960	1,200	1,440	1,800
股本（万股）	51,360	51,360	51,360	51,360	51,360
EPS（元）	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04

数据来源：兴业证券研究所

4、维修工程－深耕细作，突破在即

中信海直通用航空维修工程有限公司成立于 2001 年，由中信海直（51%）、欧洲直升机公司（11%）、英国 BRISTOW 公司、香港迅泽公司共同组建，主要从事直升机及航空器部件维修，为中国第一家中外合资通用航空维修公司，系欧洲直升机公司授权国内唯一的维修技术中心，可承接国际和国内直升机改装、维修、大修和机载设备修理业务。

4.1、公司维修业务高速增长，维修能力逐步提升

近年以来公司承接了不少民用和军用直升机及部附件的维修业务，取得了良好的经济效益，2006 年以来收入年均复合增长 57%，净利润年均复合增长 39%。公司飞机维修主要以欧直系列直升机为主，包括直 9 型直升机、AS350 型松鼠直升机、AS332L1 型超美洲豹直升机等等。

从历年统计数据来看，公司维修直升机和部附件数量增加不明显，但收入增长更快，且进入了桨叶维修和直升机组装领域，说明公司高附加值的深度维修能力逐步提升。

表 16、公司维修业务历年统计

	2006	2007	2008	2009	2010
直升机大修	4	10	7	9	6
直升机组装					2
直升机部件维修	441	340	361	不详	284
钻井平台加油设备年度检测	不详	6	6	不详	不详

数据来源：公司财报、兴业证券研究所

表 17、公司维修业务收入和利润占比

维修工程	2006	2007	2008	2009	2010	复合 YoY
收入	8.60	11.22	20.43	43.99	52.69	57%
占比	1.8%	2.1%	3.0%	5.4%	6.0%	
净利润	1.7	2.4	3.44	4.7	6.42	39%
占比	2.4%	2.8%	3.6%	4.1%	5.1%	

数据来源：公司财报、兴业证券研究所

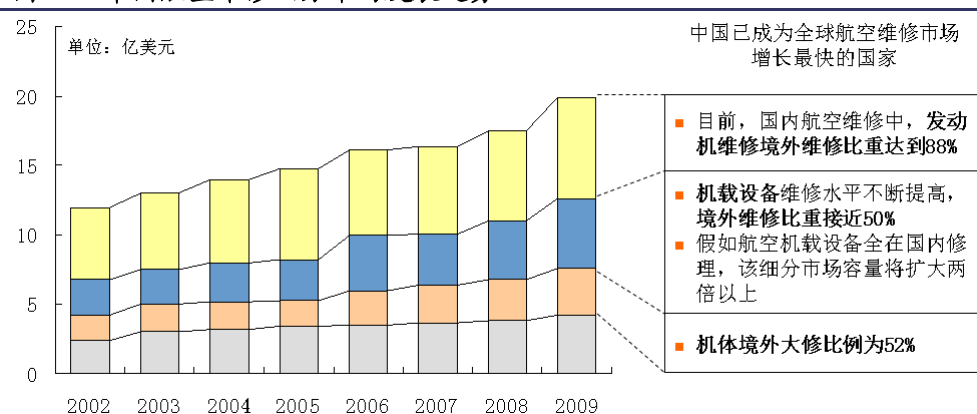
4.2、航空维修市场空间巨大

产业升级和进口替代趋势明显

随着中国商用飞机和通航飞机数量的迅速增加和国内政策支持，我国航空维修市场蓬勃发展，已成为全球航空维修市场增长最快、最有潜力的国家。目前国内航空维修市场规模已超过 20 亿美元。

随着国内企业维修技术的不断进步，航空公司将修理件放置国内维修的比例将不断增加，以逐步实现产业升级和进口替代。分项目来看，机载设备国内维修比重占 50%，机体大修占 48%，技术含量更高的发动机维修占 12% 左右。

图 22、中国航空维修细分市场发展趋势



数据来源：民航局、正略钧策、兴业证券研究所

表 18、我国主要飞机维修企业

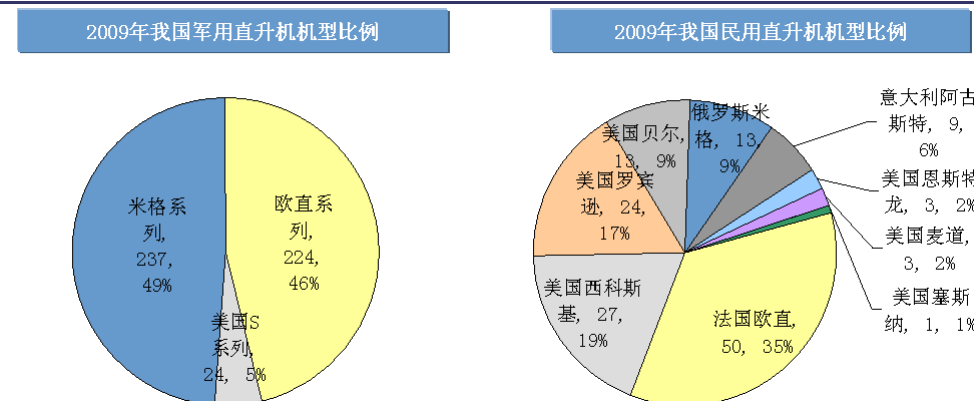
	企业	企业性质或主要股东
机载设备	四川海特高新技术股份有限公司	内资
	西安翔宇航空科技股份有限公司	内资
	武汉航达航空科技发展有限公司	内资
	广州航新航空工程（集团）有限公司	内资
发动机	北京飞机维修工程有限公司（AMECO）	合资（国航、汉莎）
	四川斯奈克玛航空发动机维修有限公司（SSAMC）	合资（国航、斯奈克玛）
	广州飞机维修工程有限公司（GAMECO）	合资（南航、和记黄埔、洛克希德马丁）
	摩天宇航空发动机维修有限公司（MTU）	合资（南航、德国 MTU）
	东方航空工程技术公司	东方航空
	中国航空公司西南公司飞机维修基地	中国国航
飞机机体	厦门太古飞机维修工程有限公司（TEACO）	合资（厦门航空、太古集团、国泰航空、波音）
	北京飞机维修工程有限公司（AMECO）	合资（国航、汉莎）
	广州飞机维修工程有限公司（GAMECO）	合资（南航、和记黄埔、洛克希德马丁）
	上海波音航空改装维修工程公司	合资（上航、上海机场、波音）
	上海科技宇航有限公司	合资（东航、新加坡科技宇航有限公司）

数据来源：兴业证券研究所

欧直系列直升机维修市场广阔。

欧直系列直升机维修市场中，军用市场约有 200 多架，民用市场约有 50 架，市场空间巨大。

图 23、中国拥有的欧直系列直升机数量分布



数据来源：兴业证券研究所

在欧直系列直升机维修领域，公司竞争对手包括飞龙通航、海特高新、天津翔宇、5701 工厂、陆航维修厂等单位，竞争较为激烈，中信海直处于行业先进地位。

4.3、公司维修业务深耕细作，内生外延突破在即

作为欧直公司的重要客户和合作伙伴，中信海直在欧系直升机维修领域已精耕细作多年，在直升机改装、大修、桨叶维修和机载设备维修方面多有积淀，储备了大量专业机务维修人才。

内生方面，低空开放必将带来直升机数量的爆发式增长，维修需求激增，公司凭借在欧直系列直升机上强大的维修能力，必能分享行业发展的蛋糕，规模效应将得到更加充分的体现。

外延方面，公司有望充分利用与欧直公司的合资关系，谈判培训价格，以降低培养其他机型维修师的成本，将维修机型扩展到 EC120、EC135、EC155、EC225 等，在欧直系列直升机大修、部附件修理、复合材料修理、桨叶修理、绞车销售及修理、直升机整机组装、喷漆、液压件修理、对外承接技术服务等方面形成自己独特的优势，展开差异化竞争。

此外，若此次公司更换的 4 架大型机选用非欧直系列，则公司维修能力有可能向其他品牌直升机领域扩展，从而进一步做大做强公司的维修业务。

5、直升机飞行培训 - 今日的种子也许是明日的大树

直升机飞行培训市场大有可为

受制于旧有的培养体制和蓬勃发展的民航市场，我国飞行员缺口长期存在。以前由于通用航空发展受到空域限制，导致优秀的飞行、管理、维修人才流向商业航空，造成了目前人员少、学历低、年龄大的现状。近年来随着通用航空产业的发展，飞行培训市场需求火爆。在 2009 年前我国前 10 位通用航空公司中，航校就占有 3 席（深圳鲲鹏、青岛九天、湖北蔚蓝），而 2008 年只有 2 席（北京泛美、深圳鲲鹏）。

我国目前能提供直升机飞行驾驶培训的机构只有 6 家，飞行培训业务呈现少、散、弱的特点，行业整合度低，竞争尚不激烈。

图 24、中国仅有 6 家直升机飞行驾驶培训机构



数据来源：兴业证券研究所

面对低空开放后可能出现的通航井喷增长，飞行员培养将严重滞后于飞机数量的增长，人才紧缺问题亟待解决。按我们前面的测算，“十二五”将新增至少 225 架直升机，一架直升机至少配 3 名飞行员和机长，则直升机飞行员缺口超过 675 名。

飞行员上岗需要接受正规的培训。飞行培训包括：地面航空理论培训、座机学习和模拟机培训、空中飞行训练等三个阶段。目前通用航空飞行私照培训价格在 20 万元左右，商照培训价格在 60 万元左右。若按平均 40 万元/人计算，仅直升机驾照培训的市场空间就高达 2.7 亿，若加上后续培训，则市场空间还可扩大数倍。

飞行员的“新增+存量”、培训方面的“驾照培训+后续培训”，直升机飞行培训市场广阔，大有可为。

公司飞行培训基础良好，跨界发展具有想象空间

中信海直飞行员的培养采用内外两条腿走路的培养模式。在内，有自己的资深飞行员做教员，展开内部培训。在外，每年将部分飞行员送到国内外的航校参加培训，以获得专业飞行资格。

由于飞行培训业务初期投入较大，规模效应、足够的教员、丰富的管理和培训经验等因素对其盈利能力至关重要。未来，公司极有可能利用现有的人才培养基础，积极介入直升机飞行培训领域，一方面可以满足自身业务快速发展所带来的飞行员缺口，另一方面可以借着通航发展的春风扩大业务范围。

6、负债管理水平高超，汇兑收益提升价值

公司负债管理水平高超，看准了人民币升值和港币贷款利率偏低的大趋势，通过合理安排负债结构，以汇兑收益对冲财务费用，其实际有效利率远远低于国内人民币贷款水平，从而有效提升了公司价值。

表 19、中信海直负债结构

	2007	2008	2009	2010
短期借款(亿元)				
人民币	0.7	1.2	1	0.2
利率	5.832%/5.913%	4.536%/5.427%	4.37%	4.37%
港币	2.92	0.25	0.3	
利率	Hibor+90/100bp	Hibor+55bp	1.90%	
长期借款(亿元)				
港币	4.8	7.1	7.67	7.96
利率	Hibor+85bp	Hibor+85bp	Hibor+85/150bp	Hibor+85/150bp
有息负债合计(亿元)	7.93	7.68	8.02	6.97
财务费用	-0.09	-0.12	0.21	-0.13
实际利率	-1.10%	-1.60%	2.60%	-1.87%
期初港币汇率	1.0047	0.9364	0.8819	0.8805
期末港币汇率	0.9364	0.8819	0.8805	0.8476

数据来源：公司财报、兴业证券研究所

7、盈利预测和估值

我们基于如下假设作出盈利预测：

- (1) 4架未交货的 EC155B1 被替换为 EC225，2012 和 2013 年中各交付 2 架
- (2) 海上业务飞行时间和租金价格稳中有升
- (3) 陆航业务直升机业务年均增长 20%
- (4) 暂不考虑公司可能进入的飞行培训业务和外延式并购
- (5) 其他财务比例保持基本稳定

表 20、公司未来三年盈利预测

项目	2010	2011E	2012E	2013E
收入(百万元)				
海上石油	707.90	774.15	912.25	1,108.89
YoY	7.0%	9.4%	17.8%	21.6%
陆上通航	118.54	136.32	163.59	196.30
YoY	16.0%	15%	20%	20%
维修业务	52.69	63.23	75.87	91.05
YoY	19.8%	20%	20%	20%
总收入	879.13	973.69	1,151.71	1,396.24
YoY	8.9%	10.8%	18.3%	21.2%
收入占比				
海上石油	80.5%	79.5%	79.2%	79.4%
陆上通航	13.5%	14.0%	14.2%	14.1%
维修业务	6.0%	6.5%	6.6%	6.5%
主营成本(百万元)	639.75	703.33	812.61	949.58
YoY	7.9%	9.9%	15.5%	16.9%

数据来源：兴业证券研究所

根据上述假设和保守测算，我们预测公司 2011~2013 年 EPS 为 0.28、0.34、0.45 元。鉴于通用航空未来可能出现的爆发性增长，我们给予公司 2012 年 40X PE，目标价 13.6 元，首次给予推荐评级。

8、风险提示

- (1) 出现重大飞行安全事故影响公司正常运营
- (2) 低空开放进展不顺利，使得公司陆上通航业务发展速度受限
- (3) 油价和人工持续大幅上扬，使得公司成本上升

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	737	901	1055	1261
货币资金	238	292	346	419
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	153	194	230	279
其他应收款	38	56	66	80
存货	302	352	406	475
非流动资产	1779	1791	2032	2235
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1624	1705	2016	2310
在建工程	26	38	59	70
油气资产	0	0	0	0
无形资产	15	14	13	12
资产总计	2516	2691	3087	3497
流动负债	219	278	374	426
短期借款	20	63	135	157
应付票据	0	0	0	0
应付账款	49	56	65	76
其他	150	158	174	192
非流动负债	677	677	827	977
长期借款	677	677	827	977
其他	0	0	0	0
负债合计	896	955	1201	1403
股本	514	514	514	514
资本公积	462	462	462	462
未分配利润	470	572	704	886
少数股东权益	30	30	31	33
股东权益合计	1620	1736	1887	2094
负债及权益合计	2516	2691	3087	3497

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	125	142	175	231
折旧和摊销	110	188	218	256
资产减值准备	-4	3	1	1
无形资产摊销	75	80	90	100
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-8	-23	-19	-15
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	2	0	1	2
营运资金的变动	1	18	-12	4
经营活动产生现金流量	300	293	387	471
投资活动产生现金流量	-197	-280	-550	-560
融资活动产生现金流量	-122	41	216	162
现金净变动	-19	54	53	73
现金的期初余额	257	238	292	346
现金的期末余额	238	292	346	419

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	879	974	1152	1396
营业成本	640	703	813	950
营业税金及附加	27	30	36	43
销售费用	0	0	0	0
管理费用	75	78	92	112
财务费用	-13	-23	-19	-15
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	155	185	231	307
营业外收入	9	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	163	189	235	311
所得税	38	47	59	78
净利润	125	142	176	233
少数股东损益	2	0	1	2
归属母公司净利润	123	142	175	231
EPS (元)	0.24	0.28	0.34	0.45

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.9%	10.8%	18.3%	21.2%
营业利润增长率	58.8%	19.5%	24.4%	33.1%
净利润增长率	10.0%	15.3%	23.2%	32.1%
盈利能力(%)				
毛利率	27.2%	27.8%	29.4%	32.0%
净利率	14.0%	14.6%	15.2%	16.5%
ROE	7.7%	8.3%	9.4%	11.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	35.6%	35.5%	38.9%	40.1%
流动比率	3.36	3.24	2.82	2.96
速动比率	1.99	1.98	1.74	1.85
营运能力(次)				
资产周转率	0.35	0.37	0.40	0.42
应收帐款周转率	5.02	5.60	5.42	5.48
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.28	0.34	0.45
每股经营现金	0.58	0.57	0.75	0.92
每股净资产	3.10	3.32	3.61	4.01
估值比率(倍)				
PE	46.4	40.2	32.6	24.7
PB	3.6	3.3	3.1	2.8

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。