

中信海直 (000099.sz)

净利小幅增长，略低于预期

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

盈利小幅增长，略低于预期

2011 上半年公司实现营业收入同比增长 8.51%，归属母公司股东的净利润同比增长 8.06%，其中扣除非经常性损益后的净利润同比增长 5.08%，基本 EPS0.13 元，实现我们对其全年盈利预测的 46%，略低于预期。由于人民币升值致汇兑收益大幅增加，以及控股子公司--维修公司收到增值税返还款增加，致使财务费用和营业外收入同比变化显著。

海上石油业务：作业时间减少，收入和毛利双降

上半年公司海上石油飞行收入同比减少 2.63%，主要原因为飞行小时同比减少 1.52%，市场份额由去年同期 65%下降至 60%。由于新增投入直升机致折旧、保险费等增长以及油价成本大增，该业务营业成本同比增 1.6%。

陆上通航业务：收入大幅增长、毛利率较低

上半年公司陆上通航收入同比增长 49.92%，控股子公司中信通航陆上通航飞行小时同比大幅增长 67.5%，而其中执行公务机飞行略有下降。陆上通航飞行业务多来自政府部门和公用事业，盈利能力较低。

投资建议

维持盈利预测 2011-13 年 EPS 0.28、0.34、0.40 元，目前股价对应 PE 分别为 36.0、29.7、25.2 倍。公司海上石油业务将跟随中海油的发展战略稳步推进，陆上通航业务受益于低空放开，虽然想象空间巨大，但是政策壁垒较多，需求可能需要逐步释放。建议持有。

风险提示 竞争加剧；政策落实不到位。

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)	258.68	260.17	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)	0.218	0.240	0.28	0.34	0.40
市盈率	35.74	46.99	40.41	33.19	28.51
市净率	2.68	3.64	3.38	3.07	2.77
BV/EBITDA	17.67	24.11	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

公司评级

持有

当前价格(元)	10.09
目标价格(元)	10.20
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-17.70%	-11.38%	13.81%
沪深 300	-9.46%	-11.01%	-4.16%

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	

盈利小幅增长，略低于预期

2011上半年公司实现营业收入同比增长8.51%，归属母公司股东的净利润同比增长8.06%，其中扣除非经常性损益的净利润同比增长5.08%，基本EPS0.13元，实现我们对其全年盈利预测的46%，略低于预期。

公司利润表中项目，财务费用和营业外收入同比变化显著。财务费用大幅减少，主要原因是人民币对港币汇率升值致汇兑收益增加，公司港币贷款报告期产生汇兑收益1742万元，而上年同期为798万元。公司控股子公司--维修公司收到增值税返还款增加致营业外收入大幅增长。

表1：公司2011年中期利润表主要项目

利润表主要项目（单位：万元）	2011年 1-6月	2010年 1-6月	同比增减
一、营业总收入	43489.96	40078.34	8.51%
其中：营业收入	43489.96	40078.34	8.51%
二、营业总成本	35016.57	32075.40	9.17%
其中：营业成本	31115.30	26759.96	16.28%
营业税金及附加	1386.06	1235.75	12.16%
管理费用	3137.44	3196.81	-1.86%
财务费用 "	-622.23	882.88	-170.48%
三、营业利润	8473.39	8002.95	5.88%
加：营业外收入	262.31	8.34	3045.41%
减：营业外支出	4.88	104.58	-95.33%
四、利润总额	8730.82	7906.70	10.42%
减：所得税费用	2166.59	1827.57	18.55%
五、净利润	6564.22	6079.14	7.98%
归属于母公司股东的净利润	6527.64	6040.82	8.06%

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

海上石油业务：作业时间减少，收入和毛利双降

上半年公司营业总收入增加8.51%，其中海上石油飞行收入为324,747,676.00元，占比75%，同比减少2.63%，主要原因为临时合同减少致飞行小时有所减少。

公司现执行海上石油长期服务合同8个（因部分国外海上石油公司与中海油在同地区的作业合同合并），临时合同2个，投入直升机22架。去年同期，公司执行海上石油长期服务合同13个，临时合同5个，投入直升机20架。2011年1-6月完成海上石油作业飞行10,733架次，8,888小时33分，分别比上年同期增加1.08%和减少1.52%，公司海上石油直升机飞行服务的市场份额为60%左右，而去年同期为65%以上。

由于新增投入直升机致折旧增长以及油价成本大增，公司上半年海上石油业务营业成本同比增长1.6%，但由于人民币升值带来汇兑收益增加，致财务费用大幅减少，保证了母公司利润维稳。

陆上通航业务：收入大幅增长、毛利率较低

上半年公司实现陆上通航营业收入85,050,248.69元，占营业收入约20%，同比增

长49.92%，增加的主要原因是直升机租赁、代管、护林以及公务机包机收入均有增加。

控股子公司中信通航报告期负责运营直升机13架和公务机2架，共计飞行2,118架次、2,157小时36分，其中公务机飞行171架次、450小时41分，而去年同期共计飞行1,100架次、1,288小时12分，执行公务机飞行224架次、461小时51分，陆上通航飞行小时同比大幅增长67.5%，而其中执行公务机飞行略有下降。

我们认为，中信通航陆上通航飞行业务多来自政府部门和公用事业，在通用航空运输领域盈利能力较低，利润增幅明显低于收入增幅。

表2：公司主营业务收入和成本的变化

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 同比	营业成本 同比	毛利率 同比
一、通用航空运输业	40,979.79	28,571.52	30.28%	5.01%	9.87%	-3.08%
其中：海上石油服务	32,474.77	21,804.69	32.86%	-2.63%	1.63%	-2.52%
陆上通航	8,505.02	6,766.83	20.44%	49.93%	48.73%	0.64%
二、航空维修业	2,510.17	2,543.78	-1.34%	138.19%	236.83%	-29.68%
合计	43,489.96	31,115.30	28.45%	8.51%	16.28%	-4.78%

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

维修业务尚不成规模

公司维修业务对营业收入的贡献为5%-6%，但依然处于亏损状态。由于技术水平和人员的制约，公司现仅提供技术要求较低的直升机大修。2011年1-6月公司完成直九飞机大修3架，超美洲豹直升机大修1架。按维修合同进度正在进行飞机翻修5架（其中：陆航直九飞机大修3架，空军超美洲豹直升机大修2架）；维修飞机部附件累计63件；为中海油9个石油平台飞机加油设备年度检测14次。

投资建议

我们维持对公司的盈利预测，预计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。公司海上石油业务将跟随中海油的发展战略稳步推进，陆上通航业务受益于低空放开，虽然想象空间巨大，但是政策壁垒较多，需求可能需要逐步释放。建议持有。

风险提示

竞争加剧；政策落实不到位。

资产负债表

单位：百万元

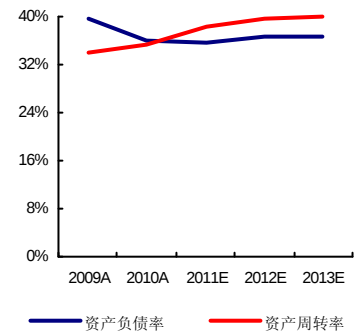
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	756	737	928	1,220	1,547
货币资金	257	238	359	585	840
应收及预付	261	197	270	311	345
存货	238	302	298	324	363
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,748	1,779	1,807	1,832	1,840
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,420	1,624	1,650	1,670	1,679
在建工程	185	26	28	30	32
无形资产	140	127	127	130	126
其他长期资产	3	2	2	2	2
资产总计	2,504	2,516	2,735	3,053	3,388
流动负债	306	219	190	228	254
短期借款	126	20	0	0	0
应付及预收	179	199	190	228	254
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	676	677	777	877	977
长期借款	676	677	777	877	977
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	981	896	967	1,105	1,231
股本	514	514	514	514	514
资本公积	462	462	462	462	462
留存收益	518	615	760	937	1,143
归属母公司股东权益	1,493	1,590	1,735	1,912	2,118
少数股东权益	30	30	33	35	38
负债和股东权益	2,504	2,516	2,735	3,053	3,388

利润表

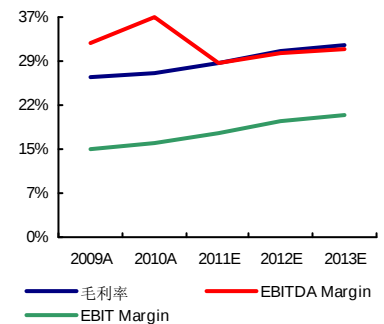
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	808	879	998	1136	1274
营业成本	593	640	709	784	866
营业税金及附加	25	27	30	34	39
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	71	75	86	98	110
财务费用	21	-13	-13	-12	-10
资产减值损失	1	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	98	155	185	230	270
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	194	239	279
所得税	24	38	47	60	70
净利润	113	125	148	179	209
少数股东损益	1	2	2	3	3
归属母公司净利润	112	123	145	177	206
EBITDA	261	323	290	349	400
EPS (元)	0.22	0.24	0.28	0.34	0.40

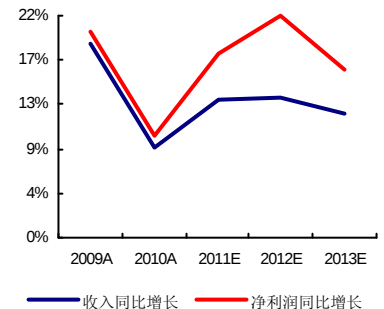
资产负债率趋势



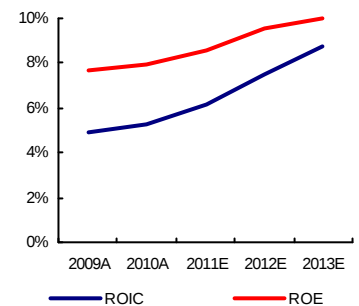
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

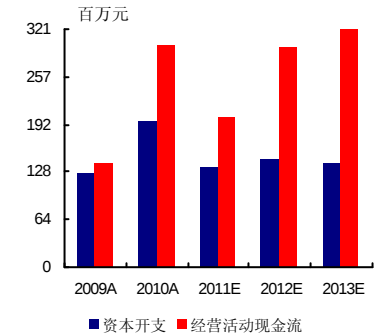
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	141	300	199	293	318
净利润	113	125	148	179	209
折旧摊销	142	185	117	130	141
营运资金变动	-99	1	-75	-28	-47
其它	-16	-11	10	12	14
投资活动现金流	-127	-197	-136	-146	-140
资本支出	-127	-197	-136	-146	-140
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-15	-122	58	79	77
银行借款	425	362	80	100	100
债券融资	-391	-443	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-49	-40	-22	-21	-23
现金净增加额	-1	-19	121	226	255
期初现金余额	259	257	238	359	585
期末现金余额	257	238	359	585	840

主要财务比率

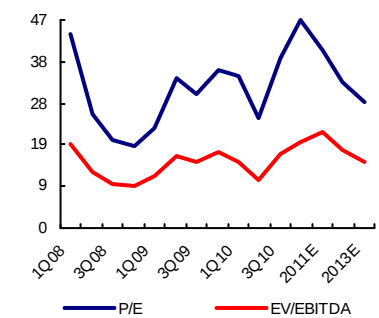
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	18.9%	8.9%	13.5%	13.8%	12.2%
营业利润	-19.2%	58.8%	19.4%	24.4%	17.1%
归属于母公司净利润	20.2%	10.0%	18.0%	21.7%	16.4%
获利能力					
毛利率	26.6%	27.2%	29.0%	30.9%	32.0%
净利率	14.0%	14.2%	14.8%	15.8%	16.4%
ROE	7.5%	7.7%	8.4%	9.3%	9.7%
ROIC	4.8%	5.1%	6.0%	7.3%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	39.2%	35.6%	35.4%	36.2%	36.4%
净负债比率	35.8%	28.3%	23.6%	15.0%	6.4%
流动比率	2.47	3.36	4.88	5.34	6.08
速动比率	1.67	1.96	3.28	3.89	4.63
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.35	0.38	0.39	0.40
应收账款周转率	5.01	5.03	5.34	5.12	5.16
存货周转率	2.52	2.37	2.38	2.42	2.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.24	0.28	0.34	0.40
每股经营现金流	0.27	0.58	0.39	0.57	0.62
每股净资产	2.91	3.10	3.38	3.72	4.12
估值比率					
P/E	35.7	47.0	40.4	33.2	28.5
P/B	2.7	3.6	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	17.4	19.3	21.7	17.7	15.0

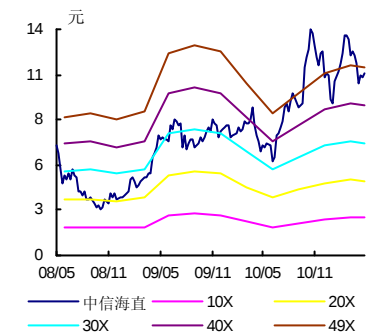
资本支出与经营活动现金流



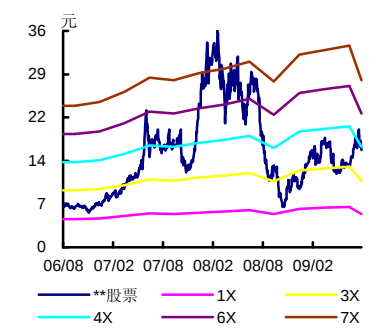
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，首席分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

中信海直：传统主业稳定发展，低空开放受益或许有限_公司调研简报

董丁

2011-05-30

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。