

证券研究报告

航空运输 III



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

推荐 (维持)

分析师 朱峰  
021-38565939  
zhufeng@xyzq.com.cn  
SAC:S0190511100001

中信海直 (000099)

## 公布大型机购置议案，全力进军深海油田

2011 年 11 月 21 日

## 投资要点

## 事件：

公司发布公告，拟购置 7 架 EC 225LP 型直升机，并在未来 3-4 年内分阶段交付，以解决大型远程直升机的市场需求，进一步拓展直升机海上石油飞行服务市场。本次购置直升机项目投资总额预计不超过 14,300 万欧元（约折合人民币 123,500 万元，不含进口环节相关税费），实际投资进度按照直升机交付计划实施。购置直升机项目的资金主要由公司自筹解决。

## 点评：

- **购置大型机有利于提升公司市场份额和竞争力。**随着我国海上油气近海勘探开发技术已成熟稳定、深海油气勘探开发技术取得重大突破，在稳定增加的近海油田直升机服务的基础上，深海油气勘探开发的直升机服务将成为市场竞争的重要区域。购置大型机有利于公司不断提高海上石油直升机飞行服务的作业能力，稳固并扩大公司在海上石油直升机飞行服务的市场份额，增强公司核心竞争力。
- **购置 EC225 是最优选择。**目前全球大型直升机生产处于寡头垄断地位，仅有欧直、西科斯基、奥古斯塔等公司能够生产。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。

表 1、公司拥有的中型直升机 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

- **购机进程紧密衔接。**由于欧直公司大型机产能不足，而新购置直升机交付需要 1-2 年的周期，故公司在 8 月 23 日发布公告保留购买尚未完成交付的 4 架中型机 EC155B1 的购机合同，拟用 2 架中型机顶替 1 架大型机以缓解近期大型机运力不足的矛盾。此次 EC225 的购机意向公告，则是确定了未来大型机机队的发展规划，拟在未来 3-4 年内分阶段交付，使得剩余 4 架 EC155B1 和 7 架 EC225 的交付时间得以衔接，以抓住市场机遇提升公司整体实力。
- **风险控制合理。**考虑到经营环境的不确定性，本次购置直升机将设置退出机制。如公司内外部环境发生重大变化，公司根据实际情况可以及时调整购机计划，适当减少购机数量，以有效控制投资风险。
- **改善机队结构，提升盈利水平。**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。公司新购置 EC225 飞机，既能满足深海油田开发需求，又能契合石油公司对直升机“喜新厌旧”的特点，有利于提升收费水平。经公司测算，购置 7 架 EC225 直升机方案的税后财务内部收益率为 9.2%，投资回报期为 13.86 年，高于公司 2010 年 7.7% 的 ROE 水平，公司盈利水平有望得到提升。
- **将发行可转债筹资购机。**截至 2011 年中报，公司固定资产中飞机账面净值为 15.4 亿元，总资产 25.3 亿元。此次购机预计投资额为 12.35 亿元，资本开支庞大，因此公司拟通过发行可转换债券解决部分资金来源。发行可转债一来可以解决融资难题，二来会使得股本逐渐稀释从而避免一次性摊薄导致的业绩下滑。
- **盈利预测与估值：**由于购机进程和可转债发行计划未定，同时欧直公司大型机产能不足，短期内交付 EC225 不太可能，所以我们暂不考虑 EC225 的购置，维持先前的盈利预测，预计 2011~2012 年 EPS 为 0.27、0.35、0.46 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 30X PE，目标价 10.5 元，维持推荐评级。
- **风险提示：**油价大跌致使海油开发减速；低空开放和陆上通航发展低于预期；发生飞行安全事故；可转债发行未获批准致使融资困难。

## 附表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 737  | 896   | 1050  | 1267  |
| 货币资金           | 238  | 290   | 345   | 450   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 153  | 193   | 229   | 272   |
| 其他应收款          | 38   | 55    | 65    | 78    |
| 存货             | 302  | 351   | 403   | 459   |
| <b>非流动资产</b>   | 1779 | 1791  | 1858  | 1898  |
| 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  | 1841  | 1972  |
| 在建工程           | 26   | 38    | 59    | 70    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 15   | 14    | 13    | 12    |
| <b>资产总计</b>    | 2516 | 2687  | 2908  | 3165  |
| <b>流动负债</b>    | 219  | 276   | 292   | 284   |
| 短期借款           | 20   | 62    | 54    | 20    |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 49   | 56    | 65    | 73    |
| 其他             | 150  | 158   | 173   | 191   |
| <b>非流动负债</b>   | 677  | 677   | 727   | 777   |
| 长期借款           | 677  | 677   | 727   | 777   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 896  | 953   | 1019  | 1061  |
| 股本             | 514  | 514   | 514   | 514   |
| 资本公积           | 462  | 462   | 462   | 462   |
| 未分配利润          | 470  | 568   | 703   | 892   |
| 少数股东权益         | 30   | 32    | 35    | 38    |
| <b>股东权益合计</b>  | 1620 | 1734  | 1889  | 2104  |
| <b>负债及权益合计</b> | 2516 | 2687  | 2908  | 3165  |

## 现金流量表

| 单位：百万元            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 125  | 137   | 178   | 238   |
| 折旧和摊销             | 110  | 188   | 213   | 239   |
| 资产减值准备            | -4   | -5    | 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   | -28   | -28   | -32   |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 2    | 2     | 3     | 3     |
| 营运资金的变动           | 1    | 8     | -13   | -14   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 300  | 287   | 379   | 462   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -197 | -280  | -370  | -380  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -122 | 45    | 45    | 23    |
| 现金净变动             | -19  | 52    | 54    | 106   |
| 现金的期初余额           | 257  | 238   | 290   | 345   |
| 现金的期末余额           | 238  | 290   | 345   | 450   |

## 利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 879  | 967   | 1149  | 1361  |
| 营业成本            | 640  | 702   | 806   | 918   |
| 营业税金及附加         | 27   | 31    | 37    | 44    |
| 销售费用            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用            | 75   | 81    | 96    | 114   |
| 财务费用            | -13  | -28   | -28   | -32   |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 155  | 181   | 237   | 317   |
| 营业外收入           | 9    | 5     | 5     | 5     |
| 营业外支出           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 163  | 185   | 241   | 321   |
| 所得税             | 38   | 46    | 60    | 80    |
| 净利润             | 125  | 139   | 181   | 241   |
| 少数股东损益          | 2    | 2     | 3     | 3     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 123  | 137   | 178   | 238   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.24 | 0.27  | 0.35  | 0.46  |

## 主要财务比率

|                | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 8.9%  | 10.0% | 18.8% | 18.5% |
| 营业利润增长率        | 58.8% | 17.1% | 30.8% | 33.8% |
| 净利润增长率         | 10.0% | 11.4% | 30.2% | 33.4% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 27.2% | 27.5% | 29.8% | 32.6% |
| 净利率            | 14.0% | 14.2% | 15.5% | 17.5% |
| ROE            | 7.7%  | 8.1%  | 9.6%  | 11.5% |
| <b>偿债能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 35.6% | 35.5% | 35.0% | 33.5% |
| 流动比率           | 3.36  | 3.25  | 3.60  | 4.46  |
| 速动比率           | 1.99  | 1.98  | 2.22  | 2.85  |
| <b>营运能力(次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.35  | 0.37  | 0.41  | 0.45  |
| 应收帐款周转率        | 5.02  | 5.58  | 5.43  | 5.42  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.24  | 0.27  | 0.35  | 0.46  |
| 每股经营现金         | 0.58  | 0.56  | 0.74  | 0.90  |
| 每股净资产          | 3.10  | 3.31  | 3.61  | 4.02  |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |       |       |       |
| PE             | 42.1  | 37.8  | 29.0  | 21.8  |
| PB             | 3.3   | 3.0   | 2.8   | 2.5   |

## 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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

## 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](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控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。