

2014年11月03日

中信海直 (000099.SZ)

低空开放渐进，三级火箭已燃

■海油开发市场广阔，市场格局趋稳，收入稳步增长

我国天然气人均消费量仍远低于世界平均水平，油气产量在能源结构中占比将逐步提升，油气需求复合增长率将维持5~7%，我国天然气对外依存度超过60%，未来将继续维持在高位，深海油气开发力度加大，预计海上石油开采对海上飞行服务需求巨大，公司海上通航业务将伴随中海油稳步成长，预计营收复合增长率8%~10%，EPS复合增长率超过10%。

■陆上通航只待东风，商业模式待创新，运营维修培训 500 亿空间

美国通航发展说明经济发展、技术革新、空管理理念和配套设施是必不可少要素，我国通航瓶颈在于通航机场数量与人才缺口依旧明显，政策理念转变是行业催化剂。通航运营改进商业模式，容量400亿；飞行器价格平民化提升保有量，维修市场容量50亿；通航飞行员缺乏近3万人，预期缺口率90%，培训市场尚处萌芽期，市场容量50亿。

■维修业务先发优势明显，团队与经验铸就运营培训业务护城河

海直维修公司独霸欧直直升机维修市场，逐步拓宽维修范围逐步扩大，预计2020年带动EPS增加0.9元；公司超过30年的通航运营经验和资深飞行师团队有助于在长期铸就运营培训业务护城河。预计2020年带动EPS增加0.6元。

■投资建议：行业爆发背景下，公司陆上通航业务有望依次依照维修、培训、运营业务呈三级火箭发展。我们给予买入-A投资评级，6个月目标价18元。我们预计公司14-16年EPS分别为0.40、0.49、0.56元，该预测并未包含陆上通航业务，较为保守，存在上调可能，6个月目标价18元，相当于2014年45动态市盈率。中信海直属于近期安信联合推荐通用航空主题投资标的之一，详细内容请参见我们深度报告《通航产业：通航春天渐行渐近，产业迎来发展良机》，其他推荐标的为：海特高新、川大智胜、四创电子、四川九洲、威海广泰等。

■风险提示：通航政策开放不及预期，市场竞争程度超预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,091.4	1,187.2	1,358.8	1,508.8	1,654.7
净利润	142.8	192.2	228.7	277.6	317.2
每股收益(元)	0.28	0.37	0.40	0.49	0.56
每股净资产(元)	3.24	4.00	4.60	4.99	5.43
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	50.1	37.9	34.8	28.7	25.1
市净率(倍)	4.3	3.5	3.0	2.8	2.6
净利润率	13.1%	16.2%	16.8%	18.4%	19.2%
净资产收益率	7.3%	7.9%	8.8%	9.8%	10.3%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
ROIC	7.0%	6.8%	6.7%	6.8%	7.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司深度分析

证券研究报告

航空

投资评级

增持-A

首次评级

6个月目标价

18.00元

股价(2014-11-3)

14.88元

交易数据

总市值(百万元)	8,497.11
流通市值(百万元)	8,497.11
总股本(百万股)	606.07
流通股本(百万股)	606.07
12个月价格区间	6.80/14.10元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	14.01	49.57	94.62
绝对收益	16.35	56.30	100.29

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001
zourf@essence.com.cn
021-68763702

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

相关报告

通航春天渐行渐近 产业迎来发展良机 2014-10-29

目录

1. 突破来自陆上通航，经营风险释放打开杠杆空间	5
1.1. 公司简介.....	5
1.2. 毛利率重回上升轨道，陆上通航存爆发空间.....	5
1.3. 汇兑损益影响较小，高客户集中度无忧.....	9
1.4. ROE 稳步提升，未来存翻倍潜能.....	9
2. 能源紧缺将旷日持久，海洋油气开发潜力巨大	10
2.1. 油气需求稳步增长，天然气在能源结构中占比逐步提升.....	10
2.2. 油气对外依存度持续走高，海上油气开发潜力巨大.....	11
2.3. 寡头市场相对份额稳定，公司业务伴随中海油成长.....	12
3. 陆上通航：政策打开瓶颈，运营、维修、培训爆发成长	13
3.1. 他山之石：美国通航的迅猛发展，经济、政策、技术与设施是关键.....	13
3.2. 本国现状：行业实现快速增长，空域空间亟待放开.....	15
3.3. 通航展望与公司地位：公司将分享运输、维修、培训 500 亿蓝海.....	19
3.3.1 运输：商业模式降门槛，千亿市场在望，公司取得 15% 的市场份额.....	20
3.3.2 维修：通航平民化撬动百亿空间，公司独家分享欧直盛宴，空间 50 亿元.....	22
3.3.3 培训：市场空间 50 亿，毛利率是运营 2 倍，公司师资水平领先.....	24
4. 投资建议：海上业务稳步增长，陆上业务三级火箭爆发	25

图表目录

图 1: 中信海直业务范围.....	5
图 2: 中信海直股权结构图.....	5
图 3: 中信海直历年收入规模 (单位: 亿元)	6
图 4: 中信海直历年收入结构	6
图 5: 中信海直运营业务量结构 (按时间)	7
图 6: 中信海直运营业务量结构 (按架次)	7
图 7: 中信海直维修业务 (单位: 万元)	7
图 8: 中信海直历年成本规模	8
图 9: 中信海直历年成本结构占比.....	8
图 10: 中信海直飞机历年作业时间与增速.....	8
图 11: 单位运营小时收入成本与毛利率.....	8
图 12: 汇兑损益与占营业利润的比重	9
图 13: 中信海直历年净利润与净资产收益率水平	9
图 14: 中信海直销售净利率对 ROE 影响	10
图 15: 中信海直税收与利息对 ROE 影响	10
图 16: 中信海直经营性净资产收益率	10
图 17: 航空类企业杠杆率对比	10
图 18: 人均天然气消费量与液化石油气消费量.....	11
图 19: 人均煤气消费量	11
图 20: 中国与全球能源生产量结构对比.....	11
图 21: 中国人口数量与增长率	11
图 22: 石油生产消费量与对外依存度	11
图 23: 天然气生产消费量与对外依存度.....	11
图 24: 中海油天然气产量市场份额 (单位: 十亿立方英尺)	12
图 25: 中海油石油产量市场份额 (单位: 万吨)	12
图 26: 中信海直市场份额.....	13
图 27: 美国人均 GDP	14
图 28: 美国空域管理结构.....	14
图 29: 美国飞行员数量	14
图 30: 美国航空机场占比.....	14
图 31: 通用航空飞行器数量	15
图 32: 通用航空飞行器小时 (千小时)	15
图 33: 通用航空业务量结构	15
图 34: 我国通用航空飞行器数量 (单位: 架)	16
图 35: 我国通用航空飞行作业量时间 (单位: 万小时)	16
图 36: 我国通用航空业务量结构.....	16
图 37: 我国通用航空飞行器年飞行时间.....	16
图 38: 我国通航企业数量.....	16
图 39: 我国通航企业地域分布	16
图 40: 中国人均 GDP	17
图 41: 通用航空机场数量.....	17
图 42: 通用航空执照人数.....	18
图 43: 美国飞行员年龄结构.....	18
图 44: 中国通用航空未来发展趋势.....	19
图 45: 刘德华私人飞机.....	20
图 46: 赵本山公务机.....	20

图 47: 西锐单发四座活塞飞机 (外观)	21
图 48: 西锐单发四座活塞飞机 (内饰)	21
图 49: 动力三角翼飞机	22
图 50: 吉林 NYNJA 型喷气机	22
图 51: 海特高新培训业务毛利率情况	24
图 52: 中信海直归属于母公司净利润 (单位: 亿元)	25

表格目录:

表 1: 中信海直主要飞机资产 (截至 2014 年中报)	5
表 2: 中信海直主要直升机参数	6
表 3: 中信海直维修业务成果	7
表 4: 中信海直前 5 大客户	9
表 5: 中国石油资源分布	12
表 6: 中海油、中石油、中石化海上油气开采规划	13
表 7: 通用航空政策一览	18
表 8: 通用航空业务与对应飞行高度 (单位: 米)	19
表 9: 美国通用航空组织形式	20
表 10: 中信海直运输业务净利润增量预测	22
表 11: 低端通航飞机与桥车价格对比 (单位: 万元)	22
表 12: 我国主要航空维修企业一览	23
表 13: 中信海直维修业务净利润测算 (亿元)	24
表 14: 中信海直培训业务净利润测算 (单位: 亿元)	25
表 15: 中信海直陆上通航业务盈利预测关键假设	25

1. 突破来自陆上通航，经营风险释放打开杠杆空间

1.1. 公司简介

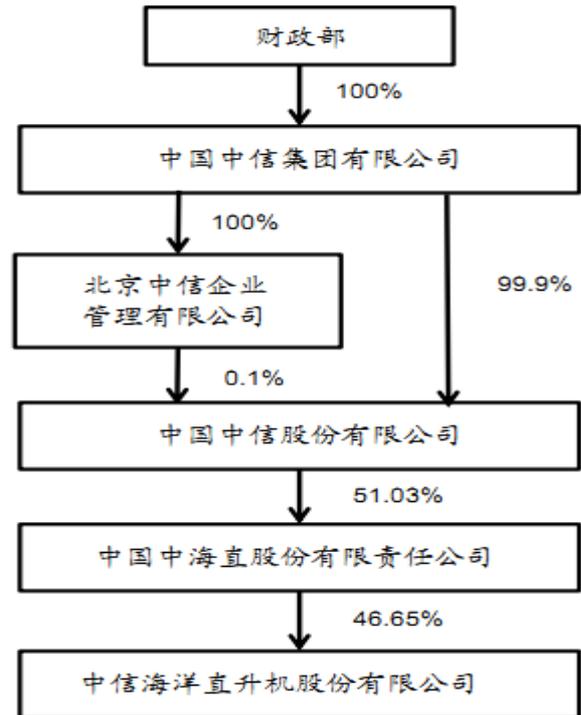
中信海直是我国规模最大的通用航空企业，主要为国内外用户提供海上石油服务与其他多项通用航空服务，业务范围涵盖我国三大海域和主要城市，设有深圳基地，湛江、上海和天津三个子公司。公司的第一大股东为中国中信股份有限公司，实际控制人为财政部。

图 1：中信海直业务范围



数据来源：中信海直官网、安信证券研究中心

图 2：中信海直股权结构图



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

1.2. 毛利率重回上升轨道，陆上通航存爆发空间

中信海直目前以自有、租赁、执管与代管的形式共运营 53 架飞机，其中约有 30 架飞机用于海上业务，20 架飞机用于陆上业务。

表 1：中信海直主要飞机资产（截至 2014 年中报）

类型	型号	数量	航空器种类
自有	AS 332L1	8	直升机
	SA 365N	2	直升机
	EC 155B/B1	15	直升机
	EC 135P2	1	直升机
	A109E	1	直升机
	EC 225	7	直升机
	小计	34	
租赁	SA 365N	2	直升机
	KA-32A11BC	1	直升机
	KA-32A	1	直升机
	AS 350B3	2	直升机
	EC 225	1	直升机
	S92	1	直升机

	小计	8	
	H 410	2	直升机
	Z 11	1	直升机
	A109	1	直升机
执管	AS 350B3	1	直升机
	KA-32A11BC	1	直升机
	A 109S	2	直升机
	Falcon 7X	2	公务机
	小计	10	
代管	Falcon 900DX	1	公务机
	小计	1	
投入运营飞机合计		53	

数据来源：公开信息整理、安信证券研究中心

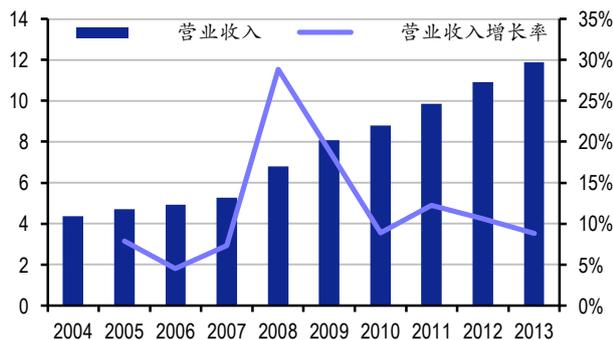
表 2：中信海直主要直升机参数

	AS332L1 美洲豹	EC225	EC155B1	AS365N 海上型 海豚	A109E	h410	Z11	AS350B3	A109E	A109S	KA32A
载客人数	19 人	19 人	12 人	8 人	6 人	4 人	5 人	6 人	6 人	3 人	13 人
最大起飞总重	8600 公斤	11000 公斤	4900 公斤	4000 公斤	2850 公斤	1400 公斤	2200 公斤	2250 公斤/2800 公斤(带外吊挂)	2850 公斤	3000 公斤	12700 公斤
可用载荷	4100 公斤	5744 公斤	1800 公斤	1500 公斤	1000 公斤	200 公斤					
巡航速度	278 公里/小时	265 公里/小时	277.75 公里/小时	250 公里/小时	292 公里/小时	235 公里/小时	220 公里/小时	230 公里/小时	289 公里/小时	252 公里/小时	230 公里/小时
最大速度	310 公里/小时	324 公里/小时	324 公里/小时	320 公里/小时	311 公里/小时	324 公里/小时	278 公里/小时	287 公里/小时	311 公里/小时	311 公里/小时	260 公里/小时
标准航程	1000 公里	1500 公里	830 公里	870 公里		最大航程 660 公里	最大航程 600 公里	665 公里	970 公里	948 公里	920 公里
续航时间	3.8 小时	6 小时	3.0 小时	3.0 小时		3 小时 /50 分	3 小时 /10 分	3 小时 /50 分	3 小时 30 分	4 小时 50 分	4 小时 30 分
每小时耗油	467 公斤/小时	630 公斤/小时	320 公斤/小时	260 公斤/小时		250 公斤	100-150 公斤	100—120 公斤/小时	150—200 公斤/小时	150—200 公斤/小时	

数据来源：公开资料整理、安信证券研究中心

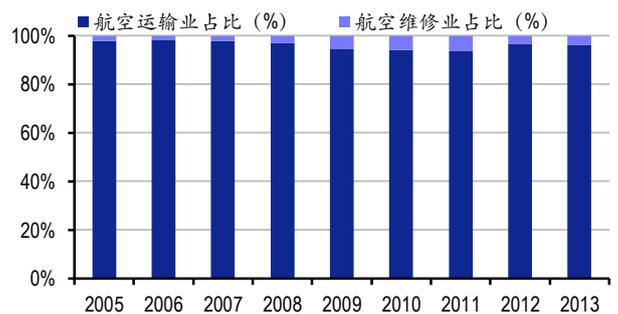
公司 2013 年营业收入为 13.9 亿元，2008-2013 年复合增长率为 11.8%，增速较为平稳。公司业务包括陆上通航运营服务、海上通航运营服务与航空飞行器维修业务，其中运营服务收入占比超过 95%，是公司营业收入的主要来源，业务分块发展如下：

图 3：中信海直历年收入规模（单位：亿元）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：中信海直历年收入结构

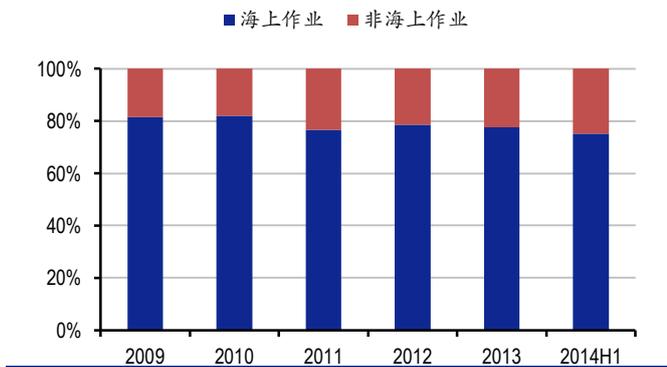


数据来源：Wind、安信证券研究中心

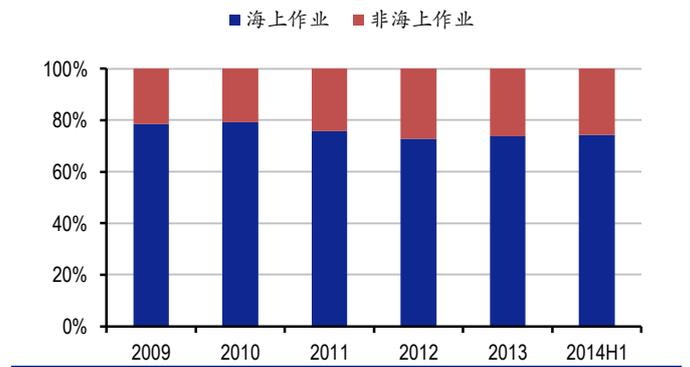
- (1) 海上通航作业由母公司执行，工作内容主要包括人员和物资的运输，平台或储油轮绞车提油服务、VIP 飞行、医疗急救、台风撤离等，业务量占比接近 80%并保持稳定；
- (2) 陆上通航作业由公司控股 93.97%的海直通用航空公司承接，专业经营陆上除公务机、飞艇外的直升机业务，满足工业通航需求为主；公司拟在陆上公务机盈利能力出现转机后重新介入公务机市场；陆上通航业务量占比接近 20%并保持稳定。

图 5：中信海直运营业务量结构（按时间）

图 6：中信海直运营业务量结构（按架次）



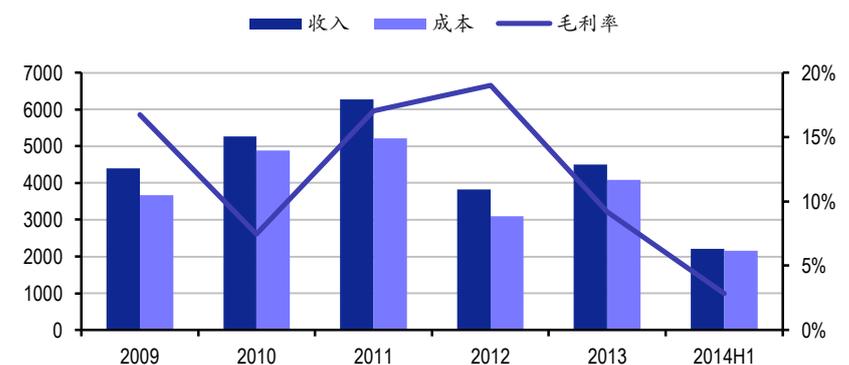
数据来源：公司年报、安信证券研究中心



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

- (3) 维修业务由公司持股 51%股权的中信海直通用航空维修工程有限公司执行，该公司是唯一被欧洲空客直升机公司授权的、有资质维修欧直系列飞机的公司。军用直升机的大修及部附件维修占比较高，2013 年军用直升机维修在维修业务中约占 72%。

图 7：中信海直维修业务（单位：万元）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

中信海直维修中心不仅是中国地区唯一一家获得欧直公司认可的维修公司，同时也是 Turbomeca 公司认可的中国地区引擎服务中心。Turbomeca 公司为欧直公司生产线提供动力装置。2012 年 11 月，经欧直公司授权，中信海直通用航空维修工程公司扩展了其直升机支持及旋翼叶片维修服务范围，进一步提高了公司的服务水平。2014 年上半年毛利率下滑的原因主要是当期收入与成本不匹配。

表 3：中信海直维修业务成果

时间	维修业务
2010	以直升机整机大修为重点，同时发展部附件修理、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、液压件修理以及对外承接技术服务等。

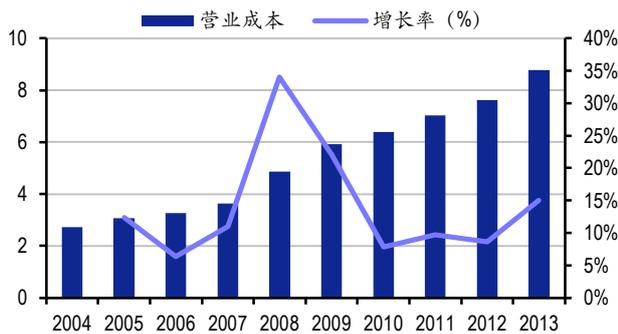
2011	完成直九直升机大修 5 架，超美洲直升机大修 3 架；飞机部附件修理累计完成 187 件；为中海油 9 个石油平台飞机加油设备年度检测 34 次。
2012	完成直升机整机大修 4 架，修理桨叶 32 片，Z9 型直升机主起落架故障修理 1 件和收放作动筒故障修理 2 件。电子电器部附件修理 200 件左右。
2013	完成了 12 架直升机的大修任务，正在进行大修 AS332L1 直升机 2 架、AS342L1 直升机和 SA365N 直升机各 1 架；完成桨叶修理 30 片，部附件维修 37 件。维修公司并获得空中客车直升机公司松鼠直升机主减大修的资质。
2014H1	维修羚羊直升机 2 架、超美洲豹直升机 2 架、直九直升机 1 架；累计完成直升机部附件修理 21 件；对 9 个石油平台飞机加油设备检测共 21 次。维修公司按进度正在进行大修海豚直升机 4 架，羚羊直升机 5 架，BH 项目直升机 2 架。

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

(4) 培训业务有望成为公司新的增长极，公司已成立培训中心，覆盖飞行、机务、维修、航务等专业培训，未来可逐步扩展对外培训业务。

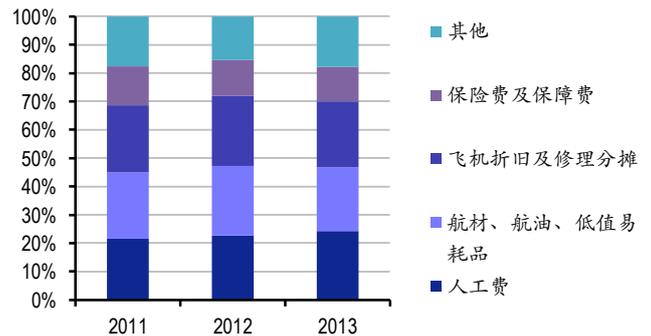
公司 2013 年营业成本为 8.77 亿元，2008-2013 年复合增长率 12.6%，略高于营业收入增速。成本结构近年较为稳定，人工费、航材航油低值易耗品与飞机折旧与修理分摊合计占比约 70%。人工费属于半变动成本，公司现有团队 2/3 是机长，每年招收固定数量新人；航材航油低值易耗品费用与飞行作业时间正比例相关，比例稳定，是变动成本；飞机折旧与分摊费用与公司购置飞机计划与现有有机队结构联系紧密，更偏向为固定成本。

图 8：中信海直历年成本规模



数据来源：Wind、安信证券研究中心

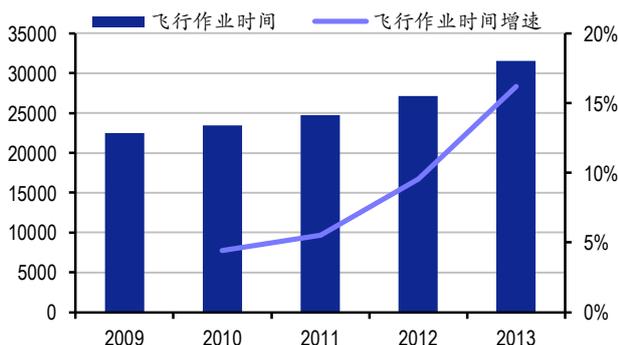
图 9：中信海直历年成本结构占比



数据来源：Wind、安信证券研究中心

近年来海洋石油勘探业务发展迅猛，带动公司海上通航服务时间实现快速增长。陆地通航由于政策限制，服务规模较小，但政策的打开将创造巨大的增量空间。公司在严控成本的同时逐步提高价格，实现毛利率在 2009-2012 年的逐步提升。公司在 2013 年引入的新飞机未能完全投入运营，定价中枢下移，因此毛利率短暂下滑，随着新飞机重新投入使用，毛利率在 2014 年重回上升轨道。

图 10：中信海直飞机历年作业时间与增速



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

图 11：单位运营小时收入成本与毛利率

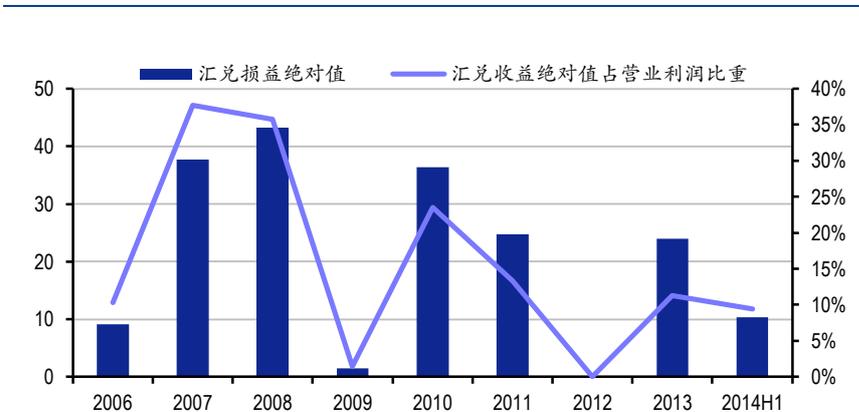


数据来源：Wind、安信证券研究中心

1.3. 汇兑损益影响较小，高客户集中度无忧

2013 年年末，公司资产端固定资产占比为 61%，主要是通航飞机及发动机，负债端长期债券与应付债券合计占比约 61%，其中长期借款包括从国家开发银行的港币与美元贷款，汇率波动对营业利润约有 10% 的影响。

图 12：汇兑损益与占营业利润的比重



数据来源：Wind、安信证券研究中心

公司的前五大客户收入之和占比超过 80%，其中中海油作为我国最大的海洋石油开发企业，占比超过 50%。应收账款周转天数稳定在 70-85 天，不存在应收账款的回款问题。

表 4：中信海直前 5 大客户

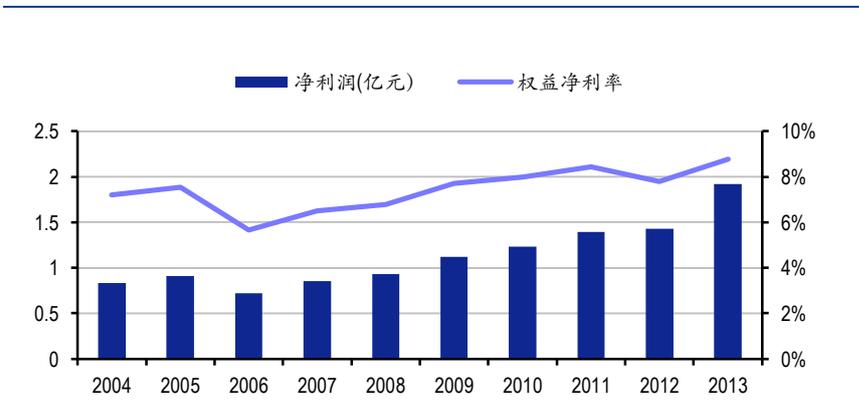
客户名称	销售额（百万元）	占年度销售总额比例（%）
中国海洋石油总公司 CNOOC China Limited-Panyu Operation Company	668.50	56.31%
CACT OPERATORS GROUP	125.40	10.56%
中华人民共和国国家林业局	97.34	8.20%
总参陆航部装备局维修和航材处	63.27	5.33%
合计	37.28	3.14%
	991.79	83.54%

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

1.4. ROE 稳步提升，未来存翻倍潜能

公司 2013 年净利润 1.92 亿元，2008-2013 年复合增长率为 15.6%，代表价值创造的净资产收益率逐步攀升至 8.8%。

图 13：中信海直历年净利润与净资产收益率水平

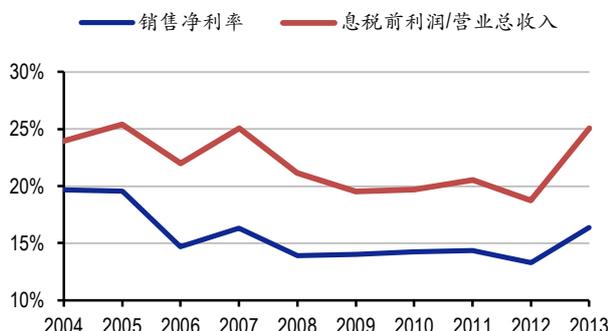


数据来源：Wind、安信证券研究中心

公司 ROE 的稳步上升主要受人民币升值驱动，人民币汇率升值带来利息费用增速放缓，

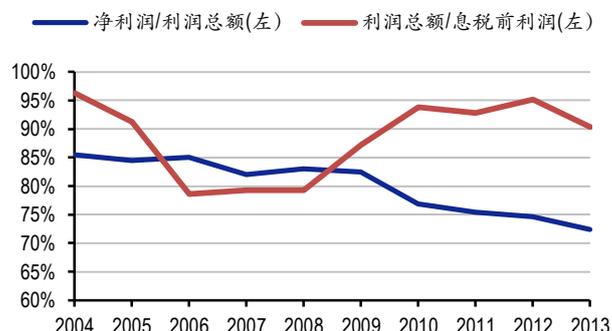
ROE 提升；公司在 2012 年发行可转债后第二年利息费用大幅上升，公司剥离海直通航公务机和飞艇业务，转回了资产减值损失并获得投资收益共 3300 万元，息税前利润占营业收入比重有所提高，带动 2013 年 ROE 继续攀升。

图 14：中信海直销售净利率对 ROE 影响



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 15：中信海直税收与利息对 ROE 影响



数据来源：Wind、安信证券研究中心

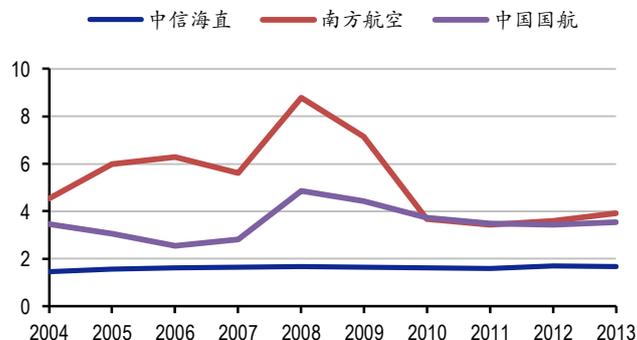
公司杠杆率在过去十年来维持稳定，仅为运输航空类公司的 50%，运营模式未成熟是主要原因。运输航空运营模式已经成熟，业务量增速稳定，稳定的现金流能够支撑高杠杆运营。而通用航空由于基础设施相对匮乏，政策法规限制，业务量空间远未打开，公司经营资产收益率水平远高于融资成本 (2%-4.5%)，存在杠杆提升空间。随着行业瓶颈打开，公司有望合理地提升杠杆水平与运输航空看齐，ROE 存在翻倍空间。

图 16：中信海直经营性净资产收益率



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 17：航空类企业杠杆率对比



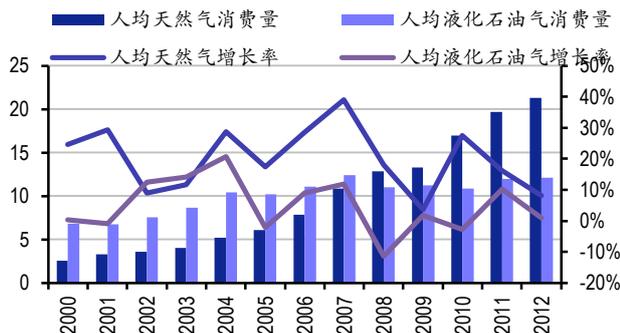
数据来源：Wind、安信证券研究中心

2. 能源紧缺将旷日持久，海洋油气开发潜力巨大

2.1. 油气需求稳步增长，天然气在能源结构中占比逐步提升

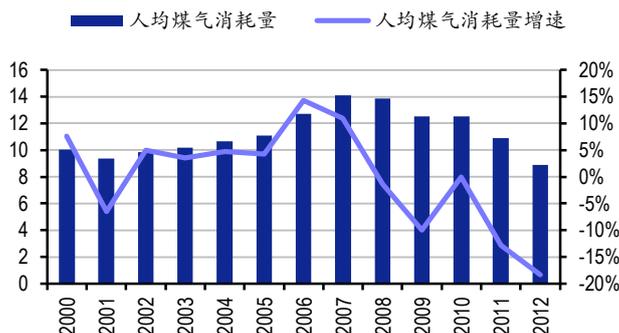
液化石油气与天然气是居民生活必备能源，随着天然气炉具逐步替代原有的煤气罐，我国天然气消费量开始步入稳定增长通道，液化石油气的增长开始放缓，而传统的煤气能源消耗量增速则逐步走低。

图 18: 人均天然气消费量与液化石油气消费量



数据来源: Wind、安信证券研究中心

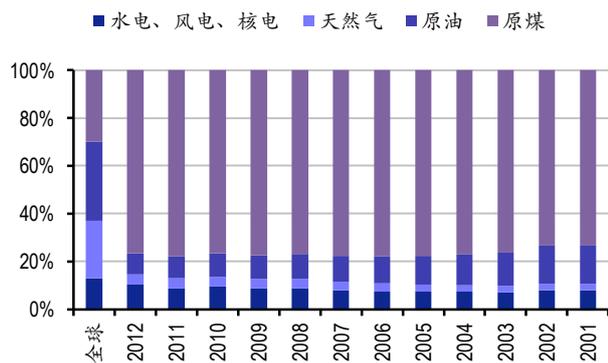
图 19: 人均煤气消费量



数据来源: Wind、安信证券研究中心

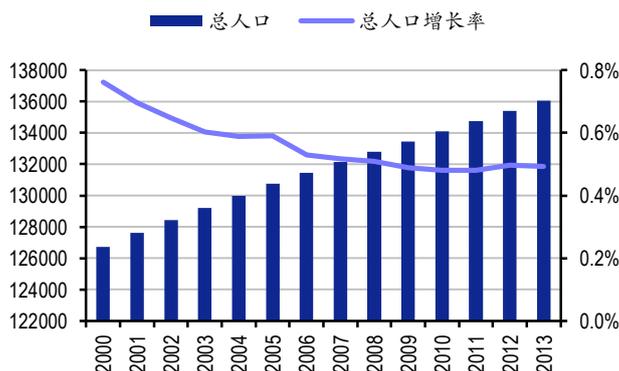
与国际能源产量结构相比,我国能源产量结构占比严重失衡,过高的煤炭占比不仅导致较低的资源利用率,而且造成严重的污染问题。国家近年积极倡导发展新能源与天然气开采,转变原油的精炼方式,以逐步扭转能源结构失衡问题。“十三五”能源规划显示力争在十三五末煤炭占一次能源消费比重下降到 60% 以内,2030 年下降到 50% 左右。若叠加 0.5% 的人口自然增长率,预计未来三年油气需求复合增速在 5-7% 之间,仍然维持平稳发展。

图 20: 中国与全球能源生产量结构对比



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 21: 中国人口数量与增长率



数据来源: Wind、安信证券研究中心

2.2. 油气对外依存度持续走高,海上油气开发潜力巨大

我国作为经济快速增长并处于工业化时代的大国,能源消费量增长迅速,但受限于本国能源储备量与开采技术,对外依存度不断走高,本国开采量愈发难以满足国内需求,政府对能源安全问题的重视未有松懈,鼓励有质量有效率地开采石油与天然气能源。

图 22: 石油生产消费量与对外依存度

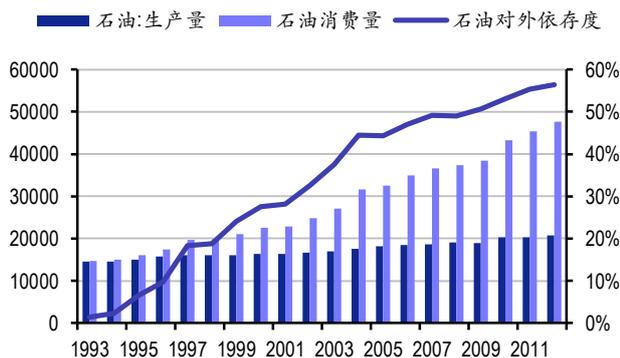
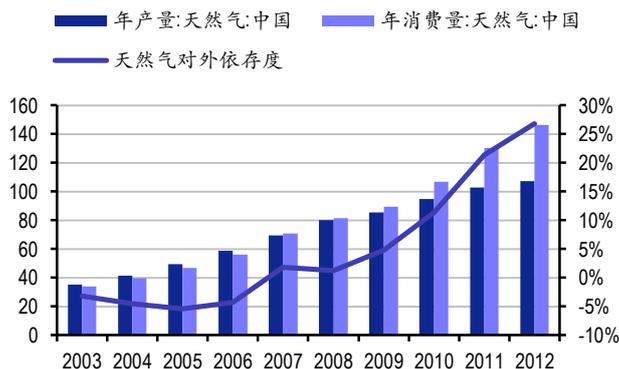


图 23: 天然气生产消费量与对外依存度



数据来源: Wind、安信证券研究中心

数据来源: Wind、安信证券研究中心

全球近十年发现的大型油气田中,海洋油气田已占60%以上,特别是水深500米至1500米的深海油气勘探,已成为多数海洋油气经营者重要战略资产的组成部分,深水是未来世界能源的主要接替区。

我国目前陆上油气探明率已经较高,开采速度逐步放缓,而海上油气开发潜力巨大。从石油资源分布来看,海洋油气可采储量占全国约为16%,海洋油气待探明储量占全国约为27%,而随着我国深海油气勘探技术不断提高。海洋油气探明量占比将逐步提高。

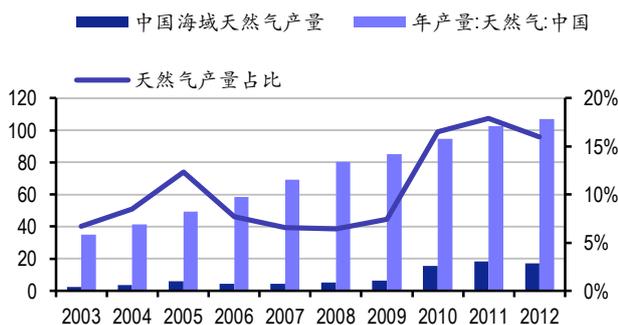
表5: 中国石油资源分布

地区	总资源量 (亿吨)	可转化资源量 (亿吨)	转化率 (%)	已探明储量 (亿吨)	探明率 (%)	待探明储量 (亿吨)	可采储量总计 (亿吨)
陆上	826.70	430.00	52.00	193.56	45.00	236.44	105.79
东部	480.70	277.40	57.70	155.27	56.00	122.13	72.98
中部	77.50	30.50	39.40	11.60	38.00	18.90	5.36
西部	259.40	122.00	47.00	26.67	21.90	95.33	27.43
其他	9.10	0.10	1.10	0.02	19.00	0.08	0.02
海洋	26.00	98.40	40.00	12.09	12.30	86.31	21.75
全国	1,072.70	528.40	49.30	205.65	38.90	322.75	127.54

数据来源: 环球能源网、安信证券研究中心

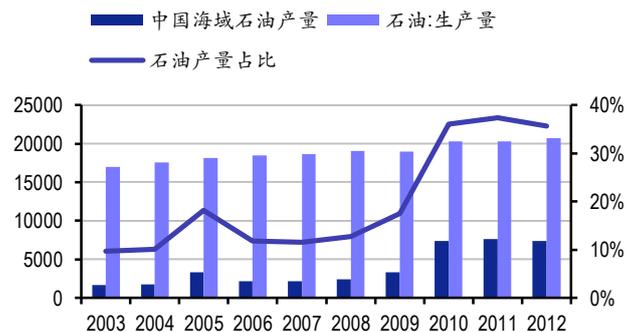
中信海直的第一大客户中国海洋石油总公司(中海油)是我国规模最大的石油公司之一,我国最大的海上石油生产商。中海油第五届领导班子在上任后,加速推进海上石油的开发工作,2010年中国海油国内年海上油气产量超5000万吨,建成了“海上大庆油田”,市场份额近年稳定在30~40%。

图24: 中海油天然气产量市场份额 (单位: 十亿立方英尺)



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图25: 中海油石油产量市场份额 (单位: 万吨)



数据来源: Wind、安信证券研究中心

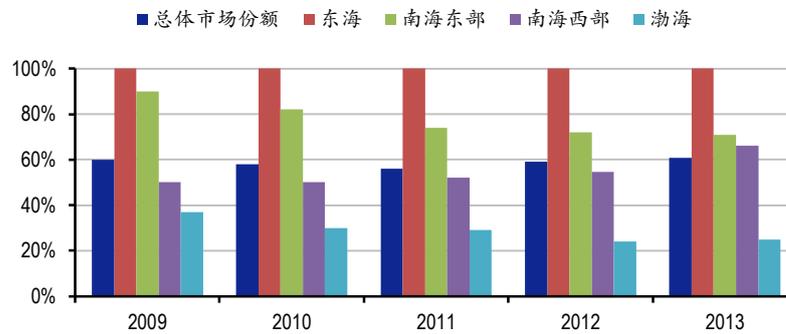
9月29日,“十三五”能源规划在“十二五”规划“五基一带”基础上增加一条近海油气开发带,能源形成五基两带的格局,海上油气开采有望迎来新的增长点。中海油3000米深水半潜式钻井平台“海洋石油981”在2012年的顺利交付意味着海洋油气开采逐步从大陆架走向深海,海上钻井平台的离岸化趋势将大幅增加对海上直升机的运输需求。

2.3. 寡头市场相对份额稳定, 公司业务伴随中海油成长

目前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,形成了寡头垄断格局,其中中信海直市场份额占有率为61%左右,处于龙头地位,基本垄断了东海地区的服务,占据了南海东部地区大部分市场份额。近两年南航珠直加

大投入，中信海直东部市场份额小幅下降，但市场地位没有变化。

图 26: 中信海直市场份额



数据来源: 公司年报、安信证券研究中心

海上直升机的采购商包括中海油、中石化和中石油。国务院于 2004 年下令原油勘探“内部相互开放”，中石油获得了勘探及开采南海石油天然气的许可证，中石化与巴西海上石油勘探巨头联合，但目前大部分区块在勘探打井阶段，主要采购需求方仍为中海油。

表 6: 中海油、中石油、中石化海上油气开采规划

	海上石油资产	2020 年计划
中海油	石油产量超过 7500 万吨	投资 2000 亿元，建设三个海上大庆
中石油	渤海地区的浅海油田	投资 600 亿元，建成 4 座钻井平台
中石化	东海南海大陆架 12 个，开采区块 2 个	投资 2000 亿元，开发南海油气

数据来源: 安信证券研究中心

海上飞行服务采购商与供应商均为寡头垄断，且通过长期合同完成服务，市场份额短期较难有所变动。中信海直尽管是龙头企业，但难以完全垄断市场，服务采购商更倾向于通过控制分配订单维持运营行业适度竞争。中信海直将伴随中海油成长。

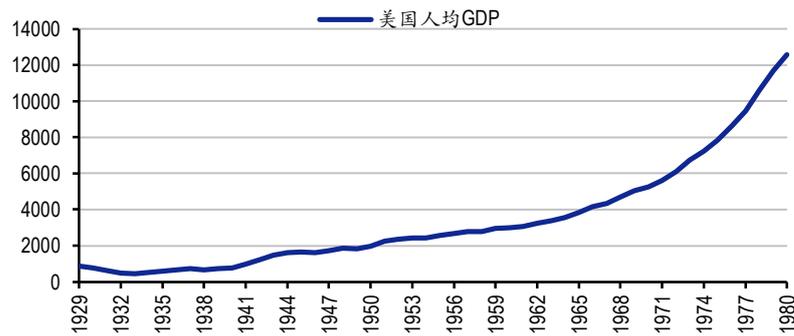
3. 陆上通航: 政策打开瓶颈, 运营、维修、培训爆发成长

3.1. 他山之石: 美国通航的迅猛发展, 经济、政策、技术与设施是关键

在通用航空发展史中, 美国无疑是起步最早, 最为成熟的通用航空市场: 美国通用航空机群占全美注册航空器的 96%, 累计飞行小时占总飞行小时的 80%, 通航产业链产值超过美国 GDP 的 1%。对美国通航行业发展历史和现状的简要梳理对我国通用航空的未来发展方向有较大的指导意义。

轿车在二战前已经被美国人普遍使用, 根据国际对居民收入和交通工具关系判断, 人均 GDP 低于 1000 美元时倾向汽车, 1000~4000 美元时倾向商用飞机, 4000 美元以上时倾向私人飞机。二战后随着美国人民生活的不断改善, 对交通工具便捷性的要求逐步提高, 商用飞机与通用航空也逐步成为家庭的代步工具。

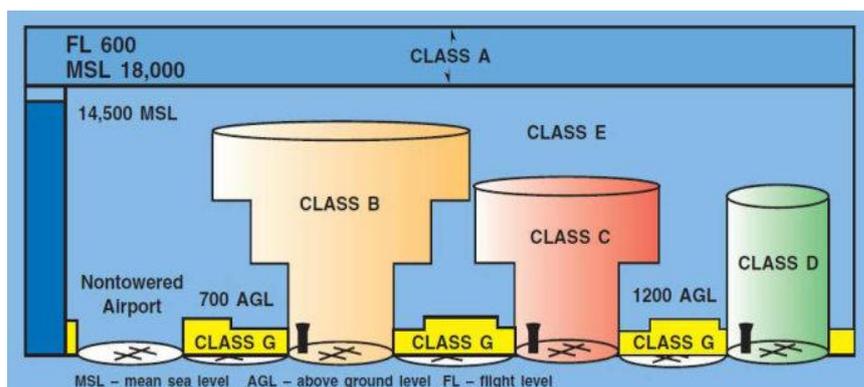
图 27: 美国人均 GDP



数据来源: Wind、安信证券研究中心

20 世纪 30 年代, 美国超过 85%的空域就已被划归为民用。1960 年美国机载应答器开始投入使用, 空域管理的范围也从最初的个别机场扩展到航线和整个地区区域, 逐步形成了 ABCDEG 分层管理的空管结构, 通用航空飞行器可以在除特定管理的 ABCD 之外的 E 和 G 空域自由飞行。

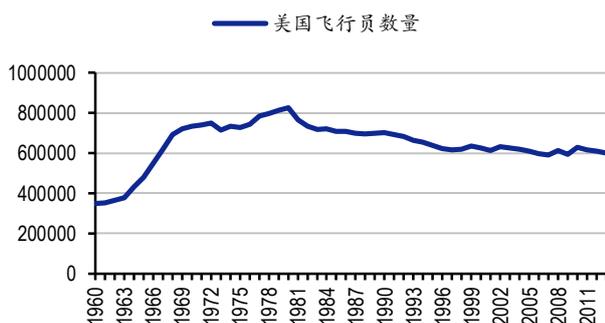
图 28: 美国空域管理结构



数据来源: GAMA、安信证券研究中心

美国通航主要采用目视飞行和仪表飞行规则。飞行员可以选择目视飞行, 不与空管联系与协调, 完全依靠自主巡视避让的方法确保与其它飞机之间的安全, 或者可以选择仪表飞行, 向空管要求雷达跟踪服务, 每个仪表飞行需要一个飞行计划, 在交通不过于拥挤时从提交计划到放行起飞只需要几分钟的时间。空域规则与放行规则划定后, 飞行员数量在随后的 20 年内逐步增加, 行业步入成熟期后私人航空机场的占比高达 75%。

图 29: 美国飞行员数量



数据来源: GAMA、安信证券研究中心

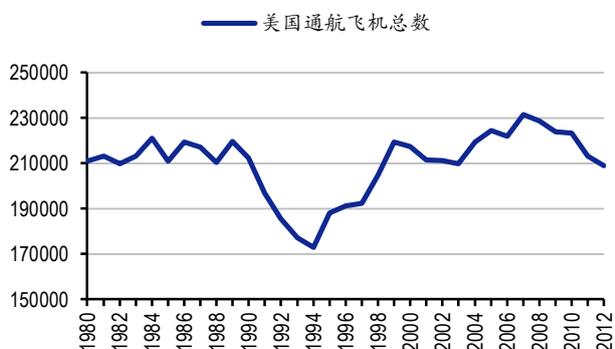
图 30: 美国航空机场占比



数据来源: GAMA、安信证券研究中心

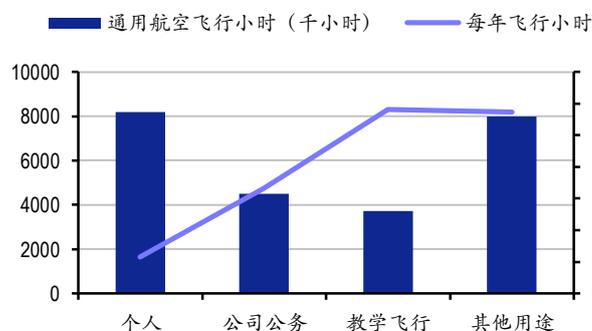
截止 2012 年，美国通用航空器接近 21 万架，通用航空飞行时间达到 818 万小时。美国通航使用者的主要用途为私人飞行，其次是公司公务飞行和教学飞行，其他用途主要包括政府应用、开发和试验、校验飞行和演习飞行。

图 31：通用航空飞行器数量



数据来源：GAMA、安信证券研究中心

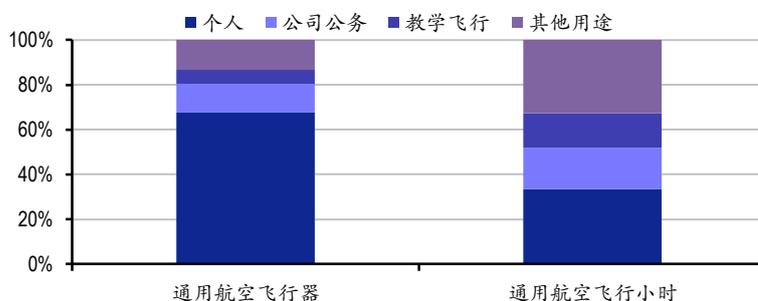
图 32：通用航空飞行器小时 (千小时)



数据来源：GAMA、安信证券研究中心

通航业务结构显示个人虽拥有超过 60% 的通航飞行器，却仅占有 35% 的通航业务量，使用时间为每年 50 小时，效率最低；教学飞行与其他用途飞机使用效率最高，达到 290 小时，效率最高。

图 33：通用航空业务量结构



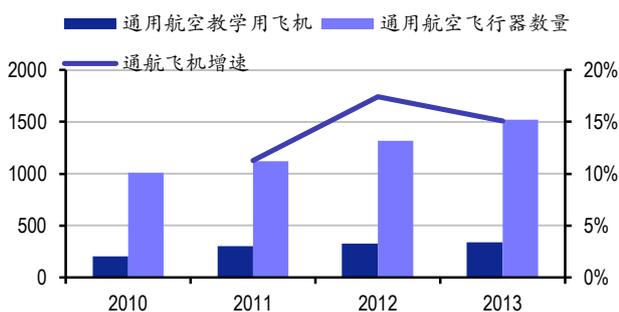
数据来源：GAMA、安信证券研究中心

经济发展、技术革新、空管理念和配套设施在美国通航的发展中扮演了不可或缺的作用：经济水平的提高是通航消费意愿的基础，机载应答器的全面应用为全面空管提供了可能性，管理部门效率优先的施政理念是空域得以合理划分的后盾，通航机场与飞行员的迅猛增加是业务量迅速爆发的必要条件。各国通航的发展路径虽有所不同，但均具备这四个必要条件。

3.2. 本国现状：行业实现快速增长，空域空间亟待放开

2010 年 11 月，国务院、中央军委相继发布了《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，将低空空域改革作为助推通用航空发展的着力点，并确定了我国通用航空分三阶段开展的目标，通航产业随即步入高速发展阶段。2013 年通用航空器的飞行数量和通用航空作业量时间分别为 1513 架和 59 万小时，近三年复合增长率分别为 19.4% 与 14.5%。

图 34: 我国通用航空飞行器数量 (单位: 架)



数据来源: Wind、安信证券研究中心

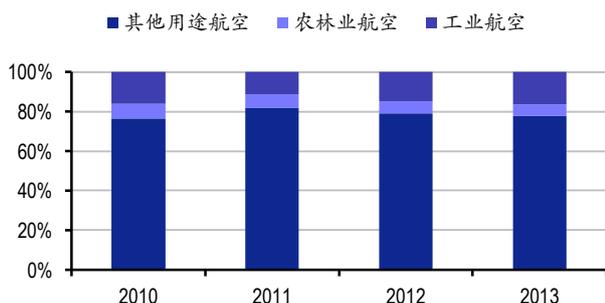
图 35: 我国通用航空飞行作业量时间 (单位: 万小时)



数据来源: Wind、安信证券研究中心

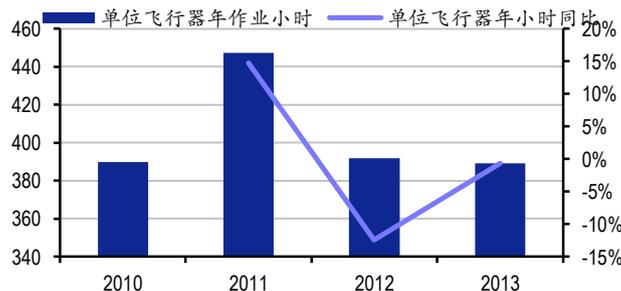
官方统计农林业与工业航空占比合计为 20%，结构上已经和美国通航较为接近。我国通航飞行器在 2010 和 2011 年十分紧缺，导致单位飞行时间大幅上升，2012 年飞行器制造快速增加，2013 年后飞行器制造进入稳定发展阶段。

图 36: 我国通用航空业务量结构



数据来源: Wind、安信证券研究中心

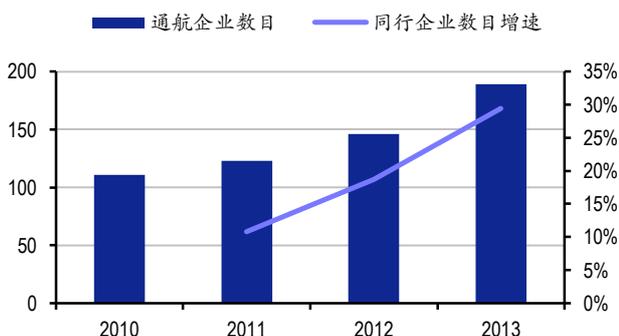
图 37: 我国通用航空飞行器年飞行时间



数据来源: Wind、安信证券研究中心

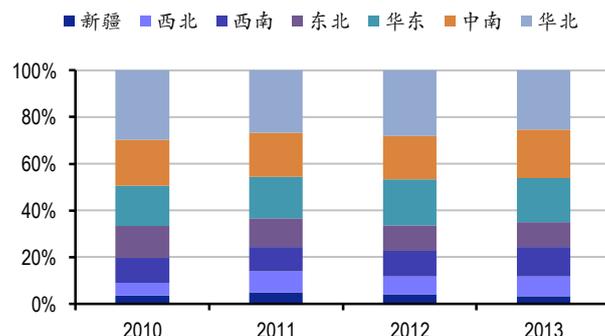
我国通航市场呈现小而散的特点，通航企业的近 3 年复合增速为 19.4%，高出飞行时间增速飞行器增速 5 个百分点，单个企业拥有的通航飞行器数量有所降低，超过 60% 的企业位于华北、中南和华东地区，呈现出分散特征。

图 38: 我国通航企业数量



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: 我国通航企业地域分布

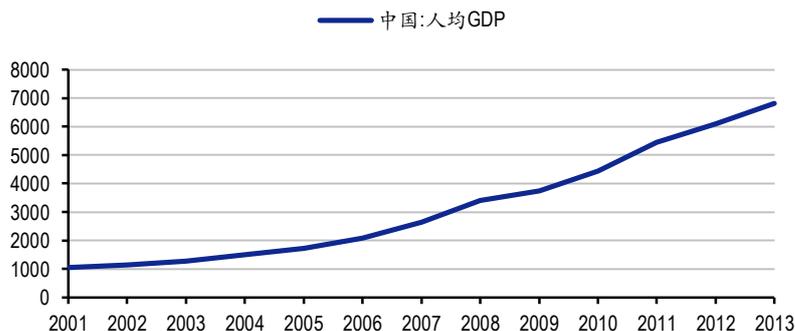


数据来源: Wind、安信证券研究中心

美国通航发展中经济发展、技术革新、配套设施和空管理念四要素也可以用来衡量我国通航产业目前的发展状况。

我国人均 GDP 在 2010 年时突破 4000 美元，目前已接近 7000 美元，在 2020 年有望超过 8000 美元，已充分具备了发展通用航空的经济条件。我国民用航空运输在经历了数十年发展后已步入成熟阶段，发展通用航空所需的技术条件也已经成熟。

图 40：中国人均 GDP

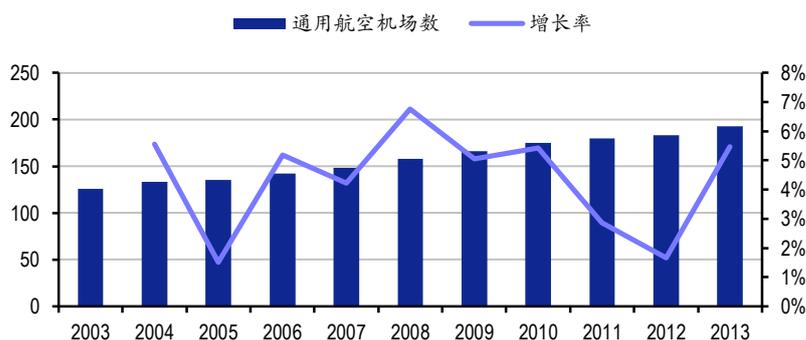


数据来源：Wind、安信证券研究中心

配套设施方面，我国通航机场偏少，通航飞行人员短缺且年龄结构不合理。

通航机场数目约有 200 家，相当于美国通航机场的 1%，全国民用机场 2020 年布局规划共建立 246 家机场，推算年均增长 7 家机场，各省市同时也大力建设通航机场，江苏省、湖南省、新疆省将分别在 2020 年前新建 13、10、26 个机场，预建设机场数已超过总机场规划数量，我们预计通航机场有望在 2020 年起达到 270 家机场。

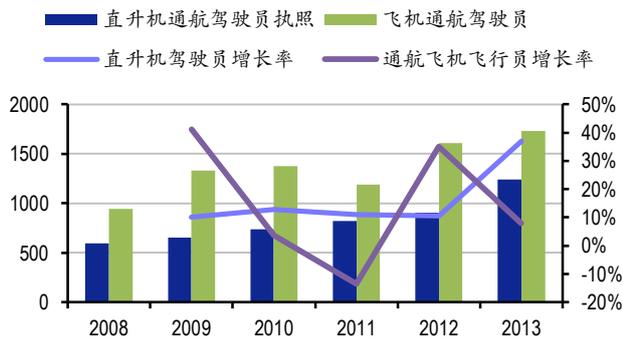
图 41：通用航空机场数量



数据来源：GAMA、安信证券研究中心

我国 2013 年底通航飞行员接近 3000 名，我国目前拥有 1500 架通航飞机，按照每架配备 3 名执照人员计算，飞行员缺口率高达 50%；并且我国超过 1/3 的通航飞行员超过了 50 岁，老龄化明显，新生代飞行员缺失严重。

图 42: 通用航空执照人数



数据来源: 中国民航驾驶员发展年度报告、安信证券研究中心

图 43: 美国飞行员年龄结构



数据来源: Wind、安信证券研究中心

安全为先空管理理念推动通航政策匀速铺开, 产业补贴逐步落实到位。我国空管理理念以安全为先, 逐步放开对基础设施, 通航飞行器, 系统装备, 飞行任务审批等限制。

表 7: 通用航空政策一览

时间	政策文件	政策内容
2012 年 5 月	《通用机场建设规范》	规范通用机场建设, 合理确定通用机场的建设规模和运行设施
2012 年 5 月	《民航局关于引进进口通用航空器管理暂行办法》(征求意见稿)	对引进通用航空器实行分类分口管理
2012 年 12 月	《通用航空发展专项资金管理暂行办法》	首个通航产业专项补贴政策, 支持通用航空企业开展作业、完善培训、增添设备
2013 年 1 月	《引进通用航空器管理暂行办法》	新通用航空器的审批权将由民航总局下放到各地区民航管理局, 引进通用航空器将施行分类管理
2013 年 1 月	《促进民航业发展重点工作分工方案》	通用航空方面巩固农、林航空等传统业务, 积极发展应急救援、医疗救助、海洋维权、私人飞行、公务飞行等新兴通用航空服务; 加强通用航空基础设施建设,
2013 年 5 月	《民用航空工业中长期发展规划 (2013-2020 年)》	大力发展先进的空管系统装备、通用航空通信导航监视系统和设备, 飞行培训、客户服务、快速检测、保养维修和机场保障设备, 以及通用航空特种任务系统和设备。
2013 年 11 月	《通用航空飞行任务审批与管理规定》	简化通航飞行任务审批流程

数据来源: CAAC、安信证券研究中心

此外, 民航局为培育通航事业的早期发展, 其财务司在 2013 年 5 月提出通航企业专项资金使用预案, 以过去两年的运营数据为依据为 65 家通航企业补贴 3.9 亿元, 针对 2014 年预算对 79 家通航企业补贴 2.1 亿元。该刺激政策对通航行业的早期扩张至关重要。

预案中的补贴细则体现出国家对通航的扶持和引导方向:

- (1) 按作业类别换划分, 农林牧渔、工业、社会事业、应急救援等飞行作业可以申请补贴, 其中农林牧渔作业和应急救援作业的补贴标准是其他国家的数倍之多, 表明国家更偏向于扶持带有公益性质和产业辅助性质的通航作业。
- (2) 国家对补贴年度内完成飞行员初始培训且取得商照的企业, 按商照颁发不超过 12 万元的补贴。国家意识到通航飞行员的匮乏与培养成本高昂的矛盾, 以补贴形式缓解该矛盾。
- (3) 对购置、更新和改造投资额在 30 万元以上的作业设备和安全设备单个项目不超过 100 万元。这对于以重资产扩张的通用航空非常重要。

空域开放空间层次不够, 已开放空间割裂严重, 审批流程仍显冗余, 这些因素制约了通航业务量的进一步爆发。目前我国空域高度开放空间主要限定在 1000 米以下, 且分割较为明显, 整片通航飞行区域较少, 1000-3000 米空域开放地域更为稀少。

通航作业类型与高度的关系说明,只有进一步开放空域空间层次,并减少空间割裂区段,个人消费类通航业务才可能获得爆发式增长,业务量结构才能向美国以消费型通航作业为主靠拢,其中商务飞行所需的 3000 米以上空域开放最为关键。

表 8: 通用航空业务与对应飞行高度 (单位: 米)

业务类型	飞行高度	业务类型	飞行高度
航空护林	15-300	空中拍照	3000
农林牧播种	15-300	人工降水	3000-5000
农林牧飞行	15-300	航空摄影	3000-7000
巡逻、救护	15-300	航空遥感	3000-7000
石油服务	1000 以下	航空探矿	3000-7000
培训	1500 以下	商务飞行	3000 以上
私人飞行	1500 以下		

数据来源: CAAC、安信证券研究中心

此外,我国通航飞行前至少要等待 6 个小时,大幅高于美国几分钟的电子审批时间,削弱了通航本该独具的便利省时的特性,而该特性是美国通航得以和航空铁路抗衡的重要优势。通航政策的进一步放开是业务量火箭式增长的重要前提。

3.3. 通航展望与公司地位: 公司将分享运输、维修、培训 500 亿蓝海

空域资源的放开将催生通航运输与通航娱乐等消费类通航的兴起,前者在近年通航放开后业务量占比将大幅提升,随着我国人均 GDP 超过 8000 美元后,通航娱乐业务量也将快速提升。国务院发布的《关于促进民航业发展的若干意见》也提出要分三阶段发展通用航空,在 2020 年通用航空的飞行总量要达 200 万小时,据此数据估计,未来几年国内通用航空飞行量每年增长约 19%,带动相关维修与培训产业链快速发展。

2010 年中信海直制订的十年战略规划,要以“做国内领先、国际知名的通用航空综合服务提供商”为发展目标,以海上、陆上、维修、培训作为业务发展方向,涉及范围包括海上石油服务、陆上通航、通航维修、培训业务等通航产业链业务。

公司海上石油服务业务有望随海油勘探开发稳步增长,预计未来三年收入增长率为 8%~10%,低空开放有助于公司陆上通航业务,依现状判断,陆上业务有望沿维修、运营、培训路线发展,呈三级火箭式增长。

图 44: 中国通用航空未来发展趋势



数据来源: 北航通用航空产业研究中心、安信证券研究中心

3.3.1 运输：商业模式降门槛，千亿市场在望，公司取得 15% 的市场份额
新兴交通工具都会经历从精英化消费到大众化消费的逐步演变，美国 19 世纪初的运河运输，19 世纪 50 年代铁路运输和 20 世纪 20 年代的航空运输都经历了该演变过程，最终成为当时重要的交通工具。以大型集团公司的董事长和影视体育明星为主体的超高收入群体将是第一批尝鲜者。

图 45：刘德华私人飞机



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 46：赵本山公务机



数据来源：互联网、安信证券研究中心

根据胡润之富豪榜在 2011 年的统计，我国十亿富豪约在 540-600 人，2012 年国际移民报告显示，我国亿元身家富豪数量为 6.35 万人。该群体有能力自主购买并运营私人飞机，闽商邹建明选择从上海回福建过年，在起飞前数日要向空管提出申请，“省亲之旅”花费约 300 万元。在通航政策放开后，富人的私人飞机利用率将进一步提高，并经媒体宣传见诸大众，客观上起到了宣传和培育通航市场的效果。

超高收入人群是通航产业的点火器，公司和高收入人群的消费是行业发展引擎。美国通航运营的多种组织模式大幅降低了消费门槛，适应并满足客户不同的需求。通航发达国家中常见的组织形式包括：私人合伙制、飞行俱乐部制、分时制和基地运营商 (FBO)，组织结构愈发复杂，飞行费用依次升高。

表 9：美国通用航空组织形式

	定义	飞机所有权	飞机使用权	飞机管理权	飞机飞行费用承担	优势	劣势
私人合伙制	几个飞行水平相当的自然人共同拥有使用一架飞机	合伙人	合伙人	合伙人	内部协商	人均费用最低，大大提高使用效率，适用于纯休闲娱乐用途	难以协调
飞行俱乐部	以非盈利为目的的通航运营组织	俱乐部成员集资购买或成员将飞机交付俱乐部使用	俱乐部成员，会员飞机比不超过 10	内部成员管理、维修厂、FBO	一次性入门费（象征性~几百美元）、月费（除油料费用等直接飞行费用以外的间接飞行费用和计提费用）、每次飞行费用（租金和燃油费用	使用费用更低（俱乐部本身不盈利），飞机的状态更好（俱乐部成员熟悉）、飞机保养好（俱乐部本身不盈利，没运营压力）、对会员长期占用飞机管理宽松	组织管理专业性不足
分时制	由专业的经营机构负责管理和维护私人飞机的使用组织形式	专业管理公司独享或会员分享	入会会员使用飞机，会员与飞机比例超过 10 人，每人每年使用时间有所限制，一般为 100 小时	私人飞机管理公司	入门费（较高）、月费（飞机管理维护费用）、每次飞行费用（燃油费和租赁费）	规模较大导致服务更为便利和专业，费用低于 FBO	使用费比飞行俱乐部高，不提供飞机培训、通航运营等服务
基地运营商 (FBO)	以航油销售为核心，兼营飞机租	FBO 一般不会自行购买飞机，私人飞机	委托租赁飞机和自购飞机均向所有人开放	FBO 负责飞机的日常维护，	临时租赁，无须入门费和月费，每次飞机只需支付租金，包括租赁费和 FBO 的合理利润	资源优势，飞行服务站的身份可以提供天气预报、空域申请、停机等服务	盈利性为主，注重航空器的利用率，维护保养较弱；租

赁、飞行	机主委托	但不负	机价格最高
培训和飞	FBO 管理	责飞机	
机服务等	其租赁的	年检	
业务	飞机		

数据来源：安信证券研究中心

美国通用航空组织形式的发展大致依照私人合伙制、飞行俱乐部式、分时制、基地运营商的路径。与美国二战后飞行器与飞行员众多，管制较少，以市场力量驱动发展相比，我国通航飞行员与通航机场匮乏，行政管制放松是行业主要驱动力。因此我国通航早期组织形式更可能以盈利性公司主导的分时制和基地运营商为主，私人合伙制和俱乐部形式的发展有赖于国家进一步放开私人或多人注册航空器等限制。

即便是收费水平较高的分时制组织形式也能大幅降低消费门槛，分时制组织的收费形式包括：入门费+月费+每次飞行费用，一次性入门费一般在数千美金至2万美金不等，以“西锐”单发四座活塞飞机为例，月度管理费是700-800美元，西锐飞机的每小时租金约为150美元，假设私人每年使用飞机时间约为120-150个小时，则首次支出2万美金，年支出在3-5万美金（不包括燃油收费），与以离岸价格60万美元购入维护运营西锐四座飞机相比，成本大幅降低，选择也更为灵活。

图 47：西锐单发四座活塞飞机（外观）



数据来源：中国民航网、安信证券研究中心

图 48：西锐单发四座活塞飞机（内饰）



数据来源：私人飞机网、安信证券研究中心

每年 30-40 万人民币的航空支出（未包括燃油收费）能被身价亿元级乃至千万级的高收入群体所接受，以 2011 年胡润之富豪榜 6.35 万名亿元以上富豪数量保守估算，高端通航年运输收入规模至少在 200 亿元以上，若考虑 2011 年至今以来富人数量的增长和中国高端消费品高定价特点，低空打开将在 2020 年有望创造千亿空间。

严格来说，我国尚未有全国性上规模的通航运营公司，通航运营市场是完全的蓝海。公司丰富的直升机运营经验是陆上通航竞争的核心优势。公司已拥有近 30 年的通航运营经验，已经成长为全国最大的通用航空公司和亚洲最大的通用航空公司之一，在全国有多家分公司开展多年业务，有成熟的飞行器运营经验，并且在 2013 年剥离非盈利飞艇和公务机业务，聚焦研发直升机运营模式，在陆上通航竞争长跑中大概率上将会胜出。

我们保守预计中国目前有 9 万名亿万富翁（假设 2011 年至今复合增长率 12%），2014 年-2020 年复合增长率 5%，2020 年达到 12 万名，其中 80% 的富翁采用使用通用航空，每人每年的通航费用至少为 40 万元（包括燃油收费），市场容量约 400 亿元；考虑到各地均在建立通航园区，行业起步时格局较为分散，后期效仿运输航空实现集中化，保守预测

公司所占市场份额在 3%~7%，毛利率与目前海上石油业务相近，为 20%~36%，则 2020 年，营业收入增量约为 42 亿元，在不发行新股的假设下 EPS 增量为 0.9 元，约为 2013 年 EPS 的 3 倍。

表 10：中信海直运输业务净利润增量预测

市场份额 毛利率	3%	4%	5%	6%	7%
20%	2.3	3.1	3.9	4.6	5.4
24%	2.8	3.7	4.6	5.6	6.5
28%	3.2	4.3	5.4	6.5	7.6
32%	3.7	4.9	6.2	7.4	8.6
36%	4.2	5.6	6.9	8.3	9.7

数据来源：Wind、安信证券研究中心

3.3.2 维修：通航平民化撬动百亿空间，公司独家分享欧直盛宴，空间 50 亿元

根据使用用途不同，我国通航飞机可以为三类：

- (1) 高端运输型直升机与喷气机内饰豪华，续航里程在 1000-2000 公里之间，主要迎合高端收入人群的通航运输需求；
- (2) 工业通航飞机实用为王，是目前陆地通航主流，高空播撒、航空观测等多功能并举，续航里程在 300-800 公里之间；
- (3) 娱乐运输型通航飞机诸如动力三角翼与单发开仓喷气机更符合大众娱乐休闲的需要，续航里程不是最重要的考虑因素，该类飞机有望凭借日益平民化的价格逐渐赢得通航爱好者的喜爱。

表 11：低端通航飞机与轿车价格对比（单位：万元）

通航机型	价格	轿车类型	价格
单发非开仓喷气飞机	120-160	宝马 7 系	93-320
吉林 NYNJA 型飞机	120-140	宝马 X5	90-200
单发开仓喷气机	80-100	宝马 5 系	40-80
沈阳法库通航飞机	40-60	宝马 3 系	30-50

数据来源：互联网资料、安信证券研究中心

图 49：动力三角翼飞机



数据来源：互联网资料、安信证券研究中心

图 50：吉林 NYNJA 型喷气机



数据来源：互联网资料、安信证券研究中心

高端运输将持续受益于运营模式创新与配套设施完善，娱乐运输将受益于人均收入提高

与消费升级，中国民航和通航的飞机比例为 1:0.68，而美国是 1:32，中国私人飞机数量提升空间较大。中国通航运营量预计复合 19% 的增长率有望带动通航飞机保有量在 2020 年达到 10000 架，根据国际经验，通用航空投入产出比大约在 1:10，产业链产值有望达到万亿级别，所对应的维修市场也有望将迎来高速发展。

行业高速发展背景下，维修市场国产化打开我国航空维修企业的成长空间：《民用航空维修行业“十二五”发展指导意见》显示，全行业承担的维修产值不足市场总产值的 25%。中国民航 70% 以上的发动机需送国外维修厂家进行翻修，即使在国内完成的发动机翻修，其核心部件的深度维修仍需送往国外。到“十二五”期末，我国部附件国内维修率增至 40% 以上，全行业国内维修产值增长至维修行业市场总量的 50%，并拥有 3~5 个主流发动机型号的维修能力。

表 12：我国主要航空维修企业一览

企业名称	类型	主要业务
四川海特高新技术股份有限公司	内资	机载设备部附件维修，发动机维修，整机维修
广州航新航空科技股份有限公司	内资	航空维修支持、ATE（自动测试设备）研制及系统集成、飞机改装、机载设备研制
西安翔宇航空科技股份有限公司	内资	航空专用测试设备等，航空机载设备附件维修
成都华太航空科技有限公司	内资	航空器机载设备及附件维修、航空机载型号产品研制、航空电子测试设备研制、
北京飞机维修工程有限公司	合资	机场和机务地面设备维护与贸易等服务
四川斯奈克玛航空发动机维修有限公司(SSAMC)	合资	维修发动机型号：JT9D\PW4000\CFM56\RB211\GTCP85-129
广州飞机维修工程有限公司(GAMECO)	合资	维修发动机型号：CFM56-3
中国东方航空股份有限公司飞机维修基地	非独立法人	维修发动机型号：JT8D\CF6\GE90\CFM56\RB211\V2500\GARET85-129
中国西南航空公司飞机维修基地	非独立法人	维修发动机型号：JT9D\PW4000\CF6\CFM56\V2500\GTCP85-98DHF
摩天宇航空发动机维修有限公司(MTU)	合资	维修发动机型号：JT8D\RB211\WJ5\WJ6\TA6B\TA6A\TA12\GTCP85-98DHF 等
厦门太古飞机维修工程有限公司	合资	维修发动机型号：V2500\CFM56
北京飞机维修工程有限公司	合资	大修和改装波音 747 大型客机;维修机型：B747
广州飞机维修工程有限公司	合资	维修机型：B747\B757\B767\B777\A320\A321

数据来源：互联网资料、安信证券研究中心

我们做粗略保守推算，公司在 2013 年完成了 12 架直升机的大修任务，正在进行大修 AS332L1 直升机 2 架、AS342L1 直升机和 SA365N 直升机各 1 架；完成桨叶修理 30 片，部附件维修 37 件，维修收入为 4500 万元。但公司维修的飞机属专业工用直升机，维修费用行规，通航平民化后，按照每架飞机大修、桨叶、部附件配套维修与私用飞机养护费用降低至 100 万，10000 架飞机的维修将创造至少 100 亿市场。

中信海直作为中国地区唯一一家获得欧直公司认可的维修公司，有望通过内生外延等方式分享通航产业成长盛宴。

公司有望借助欧直的外延式发展提升业务规模，目前我国运营的欧直直升机约为 180 架，占国内直升机市场的 40%，相比于 2010 年近 50% 的市场份额有所下降。按照 2020 年中国 10000 架通航飞机保有量中直升机与非直升机各半计算，结合飞机进口替代趋势，保守估计欧直直升机 2020 年市占率将下降至 20%，需求约为 1000 架，与欧直首席执行官在 2011 年的预测基本一致。

公司可以充分利用与欧直公司的合资关系拓展维修机型和维修部件，提供更多附加增值服务，提高合作效率降低沟通成本，提升现有维修业务的毛利率水平。公司在 2011 年已获得直升机支持及旋翼叶片维修服务资格，在 2013 年获得“松鼠”直升机传动部件大修资质，逐步扩大维修范围，未来有望实现对欧直直升机维修全覆盖。

我们假设每架欧直系列飞机机身、发动机、零部件维修年均 300 万，欧直直升机维修市

场容量约为 30 亿元，公司维修业务毛利率在 8%~16%，公司占欧直直升机维修市场份额在 40~80%间，则 2020 年营业收入增量约为 18 亿元，在不增发新股前提下约提升 EPS0.36 元，相当于再造一个中信海直。

表 13：中信海直维修业务净利润测算（亿元）

市场份额 \ 毛利率	40%	50%	60%	70%	80%
8%	0.96	1.2	1.44	1.68	1.92
10%	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4
12%	1.44	1.8	2.16	2.52	2.88
14%	1.68	2.1	2.52	2.94	3.36
16%	1.92	2.4	2.88	3.36	3.84

数据来源：Wind、安信证券研究中心

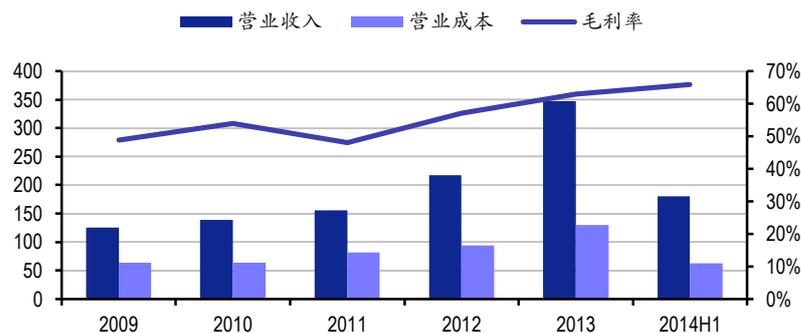
3.3.3 培训：市场空间 50 亿，毛利率是运营 2 倍，公司师资水平领先

我国目前通航飞机与直升机执照人员共计 3000 人，按照 2020 年通航飞机达到 10000 架，按照美国成熟通航市场经验，每架通航飞机需要 3 名执照飞行员（21 万架通航飞行器对应 60 万名执照飞行员），我国通航飞机员缺口至少为 27000 名。

直升机培训价格与培训机型有关，综合观察，飞机和直升机私照培训价格区间在 10~20 万元，商照培训在家在 40~50 万元，明显高于国际商照价格 1 万美元，若通航放开，市场充分竞争，预计 2020 年时商照平均价格将降低至 20 万元，市场空间约为 50 亿元。

海特高新于 2008 年进入航空培训市场，目前已经成长为国内设备、经验、能力最为丰富的培训公司之一，其培训业务毛利率超过 60%，是中信海直通航运营 30%毛利率的一倍，通航运营公司若成功切入航空培训业务不仅扩大业务规模，还将大幅提高毛利率中枢。

图 51：海特高新培训业务毛利率情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

与其他教育行业类似，资深师资力量是通航培训中最核心也是最难积累的资产，中信海直飞行员资质超过市场平均水平，：截止 2013 年底，中信海直有飞行员 157 名，机长比例约占 2/3，机长资格审定高于民航标准，平均飞行时间超过 6000 小时。公司飞行员中有 16 名荣获功勋奖章、有 26 名荣获金质奖章、有 31 名荣获银质奖章、有 34 名荣获铜质奖章，多名飞行员获中国民航安全飞行奖章。公司每年将把部分飞行员送达到国内外的主要航校进行培训，延续了优秀的飞行员结构。

我们按照飞行员缺口 2.7 万人，商照均价 20 万元，考虑到通航培训门槛相对较低，且学生

存在就近培训的倾向，市场容量约为50亿元，我们保守预计公司培训业务市场份额波动区间为3%~7%，毛利率为40%~60%，则2020年公司营业收入增量约为2.7亿元，增加EPS0.23元

表14：中信海直培训业务净利润测算（单位：亿元）

市场份额 \ 毛利率	3%	4%	5%	6%	7%
40%	0.648	0.864	1.08	1.296	1.512
45%	0.729	0.972	1.215	1.458	1.701
50%	0.81	1.08	1.35	1.62	1.89
55%	0.891	1.188	1.485	1.782	2.079
60%	0.972	1.296	1.62	1.944	2.268

数据来源：Wind、安信证券研究中心

4. 投资建议：海上业务稳步增长，陆上业务三级火箭爆发

我们坚定看好低空开放下行业的爆发性增长，分享近千亿元的行业规模。公司作为通航运营行业龙头，海上石油业务收入在海油开发背景下维持稳定的市场份额，未来三年将维持8~10%的中速增长率，陆上通航业务有望依次依照维修、培训、运营业务呈三级火箭发展，成长为陆上巨头，我们对于三块业务的关键性假设如下表：

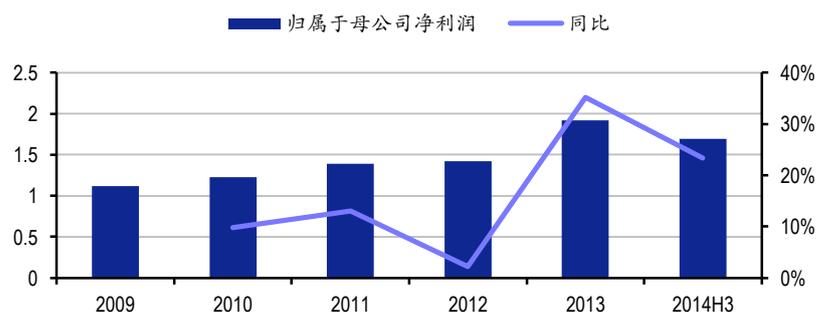
表15：中信海直陆上通航业务盈利预测关键假设

类别	假设项目	假设数值/区间	2020年影响
运营	亿元身家富翁人数	12万	市场容量400亿；营收增量42亿；EPS增量0.9元
	年通航运输收入	40万	
	公司市占率	3%-7%	
	毛利率	20%~36%	
维修	欧直直升机需求	1000架	市场容量50亿；营收增量18亿元；EPS增量0.36元
	单架年维修需求	300万	
	欧直公司市占率	40~80%	
	维修毛利率	8%~16%	
培训	飞行员缺口	2.7万	市场容量50亿；营收增量2.7亿元；EPS增量0.23元
	私照培训价格	20万	
	公司市占率	3%~7%	
	毛利率	40%~60%	

数据来源：Wind、安信证券研究中心

公司传统的海上石油勘探业过去5年归属于母公司净利润增长率为14.4%，且呈逐步加速迹象，我们假设海上石油作业营业收入增长率为8%-10%，则保守估计归属于母公司净利润复合增长率为10%-12%。

图52：中信海直归属于母公司净利润（单位：亿元）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

按照以上关键假设保守预测,公司 2020 年 EPS 有望达到 2.3 元($0.9+0.36+0.23+0.4*1.1^6$), 6 年复合增速有望达到 34%, 剔除掉管理成本的同比例上升则约为 30%。

我国低空瓶颈主要在于中短期的政策事件影响、配套设施完善与商业模式的摸索, 因此我国通航发展速度大概率上要远快于美国。中国资本总能快速的充盈进利润蓝海, 中国手机产品迅速平民化既是例证, 因此如果通航政策打开, 通航机场、通航飞行员的供应将迅速增加, 各地踊跃试错找到最佳的通航商业模式, 消费者渗透率逐步提高, 该窗口期大致为 1~2 年, 此后业绩开始逐步呈现, 预计维持 3-4 年高增长, 增长率将高于 6 年复合增长率 30%。此外, 中信海直大股东中信集团旗下拥有众多优质资产, 若中信海直发展状况良好, 不能排除有资产注入的预期。

我们首次给予买入-A 投资评级, 6 个月目标价 18 元。我们坚定看好公司海上石油服务业利润复合增长率 10%-12%, 在通航会议放开低空管制后, 中期内受益于陆上通航行业的爆发。公司在 2016 年陆上通航业绩的爆发力取决于政策落实进度与公司管理层的推进意向, 因此暂不纳入估值中。我们给予买入-A 投资评级, 6 个月目标价 18 元。我们预计公司 2014 年-2016 年的收入增速分别为 14.5%、11.1%、9.7%, EPS 分别为 0.40、0.49、0.56 元; 我们的预测并未包含陆上通航, 较为保守, 不排除上调业绩的可能; 首次给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 18 元, 相当于 2014 年 45 的动态市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,091.4	1,187.2	1,358.8	1,508.8	1,654.7	成长性					
减:营业成本	762.7	877.3	950.3	1,027.2	1,113.6	营业收入增长率	10.6%	8.8%	14.5%	11.0%	9.7%
营业税费	31.9	7.9	13.6	15.1	16.5	营业利润增长率	1.4%	13.5%	17.5%	22.2%	14.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	2.8%	34.5%	19.0%	21.4%	14.3%
管理费用	91.5	116.4	135.9	150.9	165.5	EBITDA 增长率	14.7%	14.4%	25.2%	10.6%	11.4%
财务费用	10.3	4.9	40.0	10.0	10.0	EBIT 增长率	20.9%	10.1%	33.2%	8.8%	13.8%
资产减值损失	7.4	-17.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.7%	6.8%	37.9%	8.8%	13.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.5%	41.0%	6.5%	4.6%	2.6%
投资和汇兑收益	-	15.1	31.0	-	-	净资产增长率	14.9%	23.3%	7.6%	8.6%	8.9%
营业利润	187.6	212.9	250.1	305.7	349.1	利润率					
加:营业外净收支	6.8	55.7	59.8	69.9	79.8	毛利率	30.1%	26.1%	30.1%	31.9%	32.7%
利润总额	194.3	268.6	309.8	375.5	429.0	营业利润率	17.2%	17.9%	18.4%	20.3%	21.1%
减:所得税	49.3	74.0	77.5	93.9	107.2	净利润率	13.1%	16.2%	16.8%	18.4%	19.2%
净利润	142.8	192.2	228.7	277.6	317.2	EBITDA/营业收入	29.7%	31.3%	34.2%	34.0%	34.6%
						EBIT/营业收入	18.1%	18.3%	21.3%	20.9%	21.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	580	651	708	705	657
货币资金	862.3	220.0	108.7	120.7	132.4	流动营业资本周转天数	117	138	137	129	136
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	382	379	254	229	229
应收帐款	281.9	361.8	323.9	456.7	406.1	应收帐款周转天数	91	98	91	93	94
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	100	97	100	95	93
预付帐款	15.9	4.1	20.1	7.4	20.5	总资产周转天数	1,029	1,118	1,026	952	896
存货	309.5	328.9	423.9	368.9	481.8	投资资本周转天数	728	847	894	850	803
其他流动资产	24.4	88.2	37.5	50.0	58.6						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	7.9%	8.8%	9.8%	10.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	5.1%	6.0%	6.9%	7.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	7.0%	6.8%	6.7%	6.8%	7.4%
固定资产	1,839.8	2,454.8	2,886.9	3,020.1	3,020.6	费用率					
在建工程	74.1	273.3	67.3	36.7	23.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无形资产	15.0	16.0	15.3	14.6	13.9	管理费用率	8.4%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	108.1	93.0	18.5	3.7	2.6	财务费用率	0.9%	0.4%	2.9%	0.7%	0.6%
资产总额	3,531.0	3,840.0	3,902.3	4,078.9	4,160.1	三费/营业收入	9.3%	10.2%	12.9%	10.7%	10.6%
短期债务	80.4	182.3	293.3	255.8	391.0	偿债能力					
应付帐款	123.4	144.0	122.2	176.2	148.7	资产负债率	43.6%	36.0%	32.2%	29.6%	24.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	77.2%	56.3%	47.6%	42.1%	33.0%
其他流动负债	218.3	225.0	240.9	229.0	229.1	流动比率	3.54	1.82	1.39	1.52	1.43
长期借款	623.7	608.9	363.1	229.3	4.5	速动比率	2.81	1.22	0.75	0.96	0.80
其他非流动负债	492.1	222.8	238.3	317.7	259.6	利息保障倍数	19.17	44.29	7.25	31.57	35.91
负债总额	1,537.8	1,382.9	1,257.7	1,208.1	1,032.9	分红指标					
少数股东权益	30.3	29.8	33.2	37.2	41.6	DPS(元)	0.04	0.07	0.08	0.10	0.11
股本	513.6	567.9	567.9	567.9	567.9	分红比率	18.0%	22.2%	19.6%	19.9%	20.6%
留存收益	1,449.3	1,859.3	2,043.4	2,265.7	2,517.7	股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
股东权益	1,993.2	2,457.1	2,644.5	2,870.8	3,127.3						
						现金流量表					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E						
净利润	145.1	194.6	228.7	277.6	317.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	200.2	234.4	174.6	198.1	213.2	EPS(元)	0.28	0.37	0.40	0.49	0.56
资产减值准备	7.4	-17.3	-	-	-	BVPS(元)	3.24	4.00	4.60	4.99	5.43
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	50.1	37.9	34.8	28.7	25.1
财务费用	11.7	6.6	40.0	10.0	10.0	PB(X)	4.3	3.5	3.0	2.8	2.6
投资损失	-	-15.1	-31.0	-	-	P/FCF	17.2	-9.1	-55.1	164.2	111.7
少数股东损益	2.2	2.4	3.6	4.1	4.5	P/S	7.8	7.2	5.9	5.3	4.8
营运资金的变动	-203.1	-160.5	87.5	-43.9	-108.5	EV/EBITDA	13.2	15.2	19.0	17.1	15.1
经营活动产生现金流量	204.8	303.7	503.4	445.8	436.5	CAGR(%)	24.7%	18.3%	17.9%	24.7%	18.3%
投资活动产生现金流量	-260.5	-1,026.4	-369.0	-300.0	-200.0	PEG	2.0	2.1	1.9	1.2	1.4
融资活动产生现金流量	673.6	80.7	-245.7	-133.8	-224.8	ROIC/WACC	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
						REP	2.6	2.5	3.7	3.5	3.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邹润芳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034