

业绩小幅下滑，加码维修、培训业务有望开辟新利润增长点

投资评级：买入（首次）

2016年3月22日

事件：公司发布2015年年报，公司全年总营收12.9亿元，同比下滑3.7%；归母净利1.7亿，同比下滑15.9%；EPS 0.28元。公司拟向全体股东以每10股派发现金红利0.75元，不进行转增股本。

投资要点

■ 公司经营总体稳定，受海油景气度影响业绩小幅下滑

公司两大主营业务中，通航运输业务累计飞行3.5万架次、2.3万小时，实现营收12.4亿元，同比下滑4.6%；通航维修业务累计贡献营收6.6千万，同比上涨14.9%。两大业务共实现营收12.9亿元，主要受油价低迷影响，海上石油业务需求降低，导致公司业绩小幅下滑，但总体经营情况比较稳定，基本符合预期。受油价缓慢复苏影响，预计未来海油通航运输业务有望保持5%的复合增速。受低空空域开放影响，陆上通航运输业务有望保持30%-40%的复合增速；通航维修业务有望保持30%的复合增速。

■ 严格把控通航成本，毛利率有望逐步提升

公司2015年人工费减少3.6%，油价下滑导致航材及燃油消耗减少近26%，运营保费降低近20%，三大因素共同推动毛利率上涨。其中：通航运输业务毛利率33.55%，提高近4个百分点；通航维修业务毛利率24.6%，提高6.5个百分点；总体毛利率33.34%，提高4.2个百分点。

■ 受人民币贬值影响，财务费用暴涨

主要受人民币贬值带来的汇兑损失以及利息费用上涨的影响，公司本年度财务费用1.16亿元，同比暴涨327%。公司管理费用率9.4%，与上年基本持平。

■ 通航运输为依托，发力维修与培训两大方向

公司海上石油的通航运输业务为国内绝对龙头，未来有望保持稳定发展；通航维修以及通航培训业务则有望受益我国低空开放带来的通航产业爆发。公司以海上石油的通航运输业务作为依托，飞机维修、飞行培训业务两大业务作为未来主要发展方向，我们认为：作为低空开放的直接受益者，公司未来维修、培训两大业务的营收增速将不低于30%。

■ 盈利预测与投资建议

公司是海上石油通航运输、港口引航业务的国内绝对龙头，未来有望保持稳定发展；陆上通航、通航维修以及通航培训业务有望受益我国低空开放带来的通航产业爆发。我们预计公司2016-2018年的EPS为0.4, 0.5, 0.67元，对应PE 30/24/18X。首次覆盖，给予“买入”评级。

催化剂：通航产业政策超预期、培训业务进展顺利。

■ 风险提示

政策推广低于预期、行业景气度下滑、汇率波动风险

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇

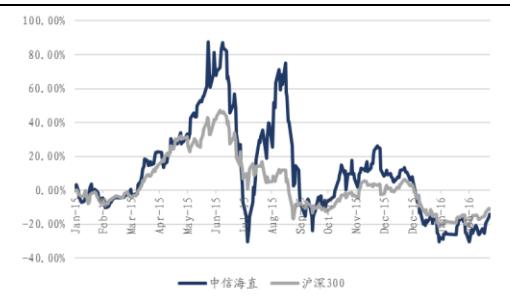
15221608997

maoxy@dwzq.com.cn

联系人 王皓

wangh@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

收盘价（元）	12.03
一年最高价/最低价	26.28/9.72
市净率	2.56
流通A股市值（亿元）	71.58

基础数据

每股净资产（元）	4.59
资产负债率（%）	43.28
总股本(百万股)	606.07
流通A股(百万股)	606.07

相关研究

资产负债表

	单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1426	1500	1864	2577
现金	380	421	529	965
应收账款	402	403	504	629
其他应收款	46	75	92	108
预付账款	20	17	22	25
存货	395	450	554	658
其他流动资产	183	134	163	192
非流动资产	3536	3664	3397	3136
长期投资	0	32	32	32
固定资产	3302	3107	2899	2685
无形资产	16	15	15	14
其他非流动资产	218	511	452	406
资产总计	4962	5164	5261	5714
流动负债	762	1142	890	918
短期借款	200	841	539	518
应付账款	108	125	163	193
其他流动负债	454	176	187	207
非流动负债	1386	932	947	953
长期借款	763	763	763	763
其他非流动负债	623	170	185	191
负债合计	2148	2074	1837	1871
少数股东权益	32	38	47	58
股本	606	660	690	690
资本公积	1033	1033	1033	1033
留存收益	1183	1358	1654	2062
归属母公司股东权益	2782	3051	3378	3785
负债和股东权益	4962	5164	5261	5714

现金流量表

	单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	328	51	486	580
净利润	173	267	354	470
折旧摊销	267	219	220	221
财务费用	116	102	111	118
投资损失	-2	-5	-5	-5
营运资金变动	-181	-503	-210	-231
其他经营现金流	-45	-29	15	6
投资活动现金流	-215	-299	54	47
资本支出	167	0	0	0
长期投资	-50	-2	6	7
其他投资现金流	-98	-301	60	54
筹资活动现金流	-73	288	-433	-191
短期借款	143	641	-302	-21
长期借款	-26	0	0	0
普通股增加	0	54	30	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-190	-407	-161	-170
现金净增加额	40	41	108	435

资料来源：东吴证券研究所

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1289	1685	2117	2583
营业成本	860	1102	1365	1623
营业税金及附加	5	8	10	12
营业费用	0	0	0	0
管理费用	122	163	203	247
财务费用	116	102	111	118
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	5	5	5
营业利润	189	314	432	588
营业外收入	44	44	43	44
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	232	358	476	631
所得税	59	91	121	161
净利润	173	267	354	470
少数股东损益	4	6	8	11
归属母公司净利润	169	261	346	459
EBITDA	572	635	764	927
EPS (元)	0.28	0.40	0.50	0.67

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-3.7%	30.7%	25.6%	22.0%
营业利润	-20.7%	66.4%	37.7%	35.9%
归属于母公司净利润	-16.3%	53.9%	32.7%	32.8%
获利能力				
毛利率(%)	33.3%	34.6%	35.5%	37.2%
净利率(%)	13.1%	15.5%	16.3%	17.8%
ROE(%)	6.1%	8.5%	10.2%	12.1%
ROIC(%)	6.0%	7.0%	9.3%	12.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	43.3%	40.2%	34.9%	32.7%
净负债比率(%)	56.57%	77.32%	70.89%	68.46%
流动比率	1.87	1.31	2.10	2.81
速动比率	1.35	0.92	1.47	2.09
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.33	0.41	0.47
应收账款周转率	4	4	5	5
应付账款周转率	7.78	9.47	9.48	9.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.40	0.52	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.08	0.74	0.88
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.62	5.12	5.74
估值比率				
P/E	46.86	30.45	22.94	17.28
P/B	2.85	2.60	2.35	2.10
EV/EBITDA	14	13	11	9

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>