

# 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 4 月 1 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](mailto: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](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

联系人 石炯

[shijiong@dwzq.com.cn](mailto:shijiong@dwzq.com.cn)

联系人 毛新宇

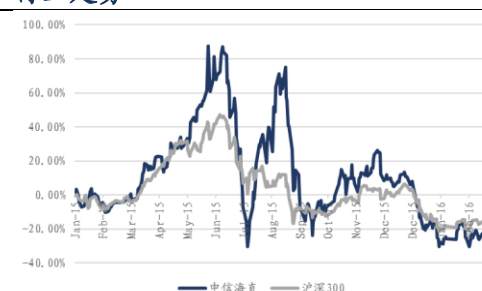
15221608997

[maoxy@dwzq.com.cn](mailto:maoxy@dwzq.com.cn)

联系人 王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto: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 |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 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   |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 4962 | 5164  | 5261  | 5714  |
| <b>流动负债</b>    | 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   |
| <b>非流动负债</b>   | 1386 | 932   | 947   | 953   |
| 长期借款           | 763  | 763   | 763   | 763   |
| 其他非流动负债        | 623  | 170   | 185   | 191   |
| <b>负债合计</b>    | 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  |
| <b>负债和股东权益</b> | 4962 | 5164  | 5261  | 5714  |

## 现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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         | -45  | -29   | 15    | 6     |
| <b>投资活动现金流</b> | -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         | -98  | -301  | 60    | 54    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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         | -190 | -407  | -161  | -170  |
| <b>现金净增加额</b>  | 40   | 41    | 108   | 435   |

资料来源：东吴证券研究所

## 利润表

单位: 百万元

| 会计年度            | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 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     |
| <b>营业利润</b>     | 189  | 314   | 432   | 588   |
| 营业外收入           | 44   | 44    | 43    | 44    |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 232  | 358   | 476   | 631   |
| 所得税             | 59   | 91    | 121   | 161   |
| <b>净利润</b>      | 173  | 267   | 354   | 470   |
| 少数股东损益          | 4    | 6     | 8     | 11    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 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  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| 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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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.gs jq.com.cn>

