

海南航空 (600221.SH)

客运实现以量补价，债务结构显著优化

核心观点

2016 实现营收 406.78 亿元同增 15.48%，营业成本 313.60 亿元同增 21.76%，归母净利润 31.38 亿元同增 4.50%，扣非后归母净利 23.03 亿元同增 4.40%，EPS:0.21 元/股，扣非后 EPS: 0.149 元/股

● 客运以量补价增收 15.49%，高品质管理确保高客座率

报告期公司总体 ASK 同比增长 25.73%，国内/国际同增 19.73%/57.36%。总体 RPK 同比增长 25.23%，国内/国际同增 20.16%/55.05%。全年总体客座率保持 87.83%，同比微降 0.36pct，其中国内同增 0.33pct，国际同减 1.19pct。

收入端国内/际实现以量补价，16 年国内航空市场呈现比较突出的结构性差异，二三线市场因短期运力投放过快票价承压下行，国际方面，由于大量新增航线的仍处于培育期，公司更多采用降价吸引客流的策略，报告期内公司国内和国际（包含地区）分别实现客公里收益 0.47 元（-6.68%）、0.41 元（-13.77%）。全年实现客运收入 370.33 亿元，同比增长 15.49%。

● 油价红利大幅削减航油成本，非油成本与运力增幅相匹

2016 年新加坡航空煤油均价同比下降 18.12%，公司单位 ASK 航油成本同比下降 16.12%，虽然全年 ASK 同比增长 25.73%，但总航油成本同比仅增 5.46%。伴随业务量机队扩张；职工薪酬、起降服务、飞机维护费用分别同增 30.59%、28.91%、24.45%。报告期内公司产生营业成本 313.60 亿元，同比增长 1.62%，其中非航油成本同增 28.39%与运力增速基本匹配。

● 债务结构持续优化，利息支出减少对冲增量汇兑损失

公司不断优化负债结构，目前公司美元负债 282.50 亿元人民币，较 2016 年中 324.60 亿元减少 42.1 亿元。报告期末人民币对美元每贬值 5%，公司净利润减少 11.14 亿元（2016 年中为 14.69 亿元）。风险敞口不断缩小。16 年人民币兑美元汇率贬值 6.83%，导致公司产生汇兑损失 21.41 亿元，与去年同期相比增加 3.34 亿元。剔除汇兑影响，公司营业利润同增 6.28%。

报告期内公司带息负债大幅降低，全年利息支出同比减少 4.69 亿元，受益于此，总体财务费用同比降低 2.65%。

● 提直降带持续推进，代理费用同减 4.11 亿元

16 年公司进一步落实“提直降代”，机票业务代理费用减少 4.11 亿，同比下降 35.19%，在业务量大幅提升的背景下，全年销售费用同减 10.37%。

● 投资建议

我们预计 17-18 年公司 EPS 为 0.22、0.25、0.28，对应 PE: 15.5x、13.8x、12.2x，维持“买入”评级。

● 风险提示

航空需求不达预期，人民币大幅贬值，油价大幅上升；

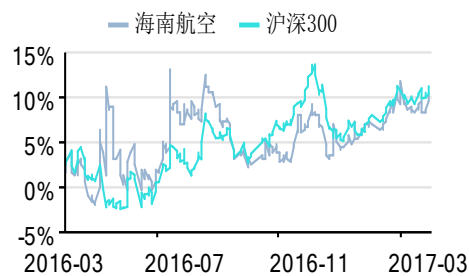
公司评级

当前价格 3.44 元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-29

相对市场表现



分析师：商 田 S0260516050001



021-60750634



shangtian@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发交运】海南航空 2016 半年报点评：国内高占比助业绩稳定，汇兑损失逾 6 亿 2016-08-30
- 海南航空（600221.SH）： 2013-12-13
- 现金受让祥鹏航空股权公告点评：同业整合进度符合预期，资产注入增厚业绩
- 海南航空（600221.sh）：竞争优势日益突出：品牌提升+成长空间+资产注入预期 2012-05-18

联系人：关鹏 021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	23551	29204	37489	45037	52540
货币资金	18693	21591	29586	36684	43261
应收及预付	1815	2947	3162	3608	4068
存货	36	21	97	101	102
其他流动资产	3007	4645	4645	4645	5109
非流动资产	101830	118605	118067	117390	116216
长期股权投资	13098	19049	19049	19049	19049
固定资产	57877	58091	59500	59357	57882
在建工程	11994	11516	10743	10118	9419
无形资产	1358	1832	658	749	877
其他长期资产	17504	28117	28117	28117	28988
资产总计	125381	147808	155556	162427	168756
流动负债	29728	32875	36606	38977	40205
短期借款	10918	7907	8446	9796	8922
应付及预收	9102	10706	14002	15023	17125
其他流动负债	9708	14262	14158	14158	14158
非流动负债	57089	47393	47393	47393	47393
长期借款	30243	25345	25345	25345	25345
应付债券	11896	5958	5958	5958	5958
其他非流动负债	14950	16090	16090	16090	16090
负债合计	86817	80268	83999	86370	87598
股本	12182	16806	16806	16806	16806
资本公积	5774	18156	18156	18156	18156
留存收益	12314	15194	18893	23037	27733
归属母公司股东权益	30270	50156	53856	57999	62696
少数股东权益	5083	11916	12233	12590	12993
负债和股东权益	125381	147808	155556	162427	168756

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	35225	40678	45135	52924	59770
营业成本	25756	31361	37000	43480	48904
营业税金及附加	105	120	134	688	777
销售费用	1987	1782	1805	2011	2391
管理费用	841	927	1053	1217	1375
财务费用	4645	4522	2141	2068	2176
资产减值损失	1	2	2	2	2
公允价值变动收益	166	-20	0	0	0
投资净收益	978	1060	948	995	1001
营业利润	3035	3005	3948	4453	5147
营业外收入	884	1061	891	945	966
营业外支出	5	3	8	5	5
利润总额	3914	4062	4831	5393	6108
所得税	657	652	814	893	1007
净利润	3257	3410	4017	4500	5100
少数股东损益	255	272	317	357	404
归属母公司净利润	3003	3138	3700	4143	4697
EBITDA	10479	10887	9453	10189	11292
EPS (元)	0.25	0.19	0.22	0.25	0.28

	单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	12536	12287	11027	9364	10861
净利润	3257	3410	4017	4500	5100
折旧摊销	3942	4399	4310	4660	4968
营运资金变动	1408	683	3005	571	1177
其它	3929	3796	-304	-368	-384
投资活动现金流	-7808	-18344	-1943	-2050	-1835
资本支出	-8795	-4282	-2890	-3045	-2836
投资变动	193	-16330	948	995	1001
其他	794	2269	0	0	0
筹资活动现金流	-6726	10893	-1090	-216	-2449
银行借款	23672	20603	539	1350	-874
债券融资	-29570	-30096	-104	0	0
股权融资	2800	23104	0	0	0
其他	-3629	-2717	-1525	-1565	-1576
现金净增加额	-1998	4836	7995	7098	6577
期初现金余额	21716	18693	21591	29586	36684
期末现金余额	19718	23530	29586	36684	43261

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.3	15.5	11.0	17.3	12.9
营业利润增长	21.5	-1.0	31.4	12.8	15.6
归属母公司净利润增长	15.9	4.5	17.9	12.0	13.4
获利能力(%)					
毛利率	26.9	22.9	18.0	17.8	18.2
净利率	9.2	8.4	8.9	8.5	8.5
ROE	9.9	6.3	6.9	7.1	7.5
ROIC	9.4	8.8	7.3	8.1	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	69.2	54.3	54.0	53.2	51.9
净负债比率	1.1	0.5	0.3	0.2	0.1
流动比率	0.79	0.89	1.02	1.16	1.31
速动比率	0.77	0.86	0.99	1.12	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.30	0.30	0.33	0.36
应收账款周转率	48.78	42.55	48.23	46.34	45.59
存货周转率	521.61	1,104.4	591.52	664.73	731.64
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.19	0.22	0.25	0.28
每股经营现金流	1.03	0.73	0.66	0.56	0.65
每股净资产	2.48	2.98	3.20	3.45	3.73
估值比率					
P/E	15.8	17.5	15.5	13.8	12.2
P/B	1.6	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.7	7.9	8.6	7.4	6.0

广发交通运输行业研究小组

- 商 田： 分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心，2014 年新财富非银行金融行业第三名（团队）。
- 曹奕丰： 联系人，上海复旦大学金融数学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：caoyifeng@gf.com.cn, 021-60750602。
- 关 鹏： 联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 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： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。