

2016年12月22日

何敏亮

C0070@capital.com.tw

目标价(元)

3.5

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价(2016/12/21)	3.34		
上证综指(2016/12/21)	3137.43		
股价 12 个月高/低	4/2.95		
总发行股数(百万)	16806.12		
A 股数(百万)	11812.06		
A 市值(亿元)	561.32		
主要股东	大新华航空有限公司(24.33%)		
每股净值(元)	3.33		
股价/账面净值	1.00		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.3	4.7	-16.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016/8/30	3.35	买入

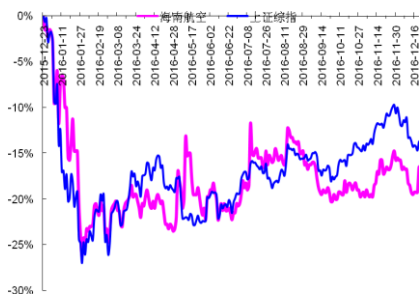
产品组合

客运收入	96.95%
货运收入	2.94%
其他	0.12%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.6%
一般法人	57.0%

股价相对大盘走势



海南航空(600221.SH)

Hold 持有

航空客运景气，然未来油价及汇率压力较大，预计今年业绩增速平稳，明年业绩增速有所回落

结论与建议：

出境游火热延续带动运量快速增长，前三季度营收增速较快；然四季度人民币贬值幅度扩大，财务费用激增，同时运力投入增加推涨折旧摊销，预计全年业绩增速平稳。预计公司 2016、2017 年净利润分别同比增长 18%、13.65%，当前 A 股股价对应 P/E 为 11 倍和 10 倍，给予持有的投资建议。

■ 2016 年 1-11 月，海航完成客运量 4296.87 万人次，YOY+22.46%；货运量 36.83 万吨，YOY+6.74%。客运方面，1-11 月完成旅客周转量 755.79 亿客公里，YOY+25.5%，其中国际航班 YOY+51.43%；客座率 87.98%，同比下降 0.4 个百分点。运力方面，1-11 月公司投入可用座公里 859.01 亿客公里，YOY+26.06%，其中国际航线 YOY+54.24%；1-11 月共引进新飞机 40 架，淘汰旧机型 10 架，截至 11 月底运营飞机合计 232 架。目前航空客运景气，今年出境游火热延续，带动业务量快速增长。

■ 公司今年前三季度实现营业收入 308.12 亿元，同比增长 15.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 34.03 亿元，同比增长 36.69%。其中第 3 季度实现营收 118.15 亿元，同比增长 18.13%；归母净利润 17.3 亿元，同比大增 94.96%。业绩增长的主要原因：一、出境游火热，加之 3 季度是传统旺季，客运收入增长较快；三、第 3 季度人民币贬值幅度明显收窄，Q3 美元兑人民币中间价涨幅仅为 0.7%，1-9 月涨幅为 2.84%，公司前三季度财务费用同比减少 15.22%。

■ 2015 年国际国内航油均价下跌 4 成以上，公司航油成本因此同比大减 32%。2016 年以来国际油价逐渐回升，不过按年初至今的航油均价算仍同比下跌 2 成，我们估计全年均价会较 2015 年下降约 20%，可减少燃油成本约 18 亿元。然而由于客运需求增长、油价低位等因素刺激公司加大运力投入、扩张机队规模，导致折旧摊销成本增加，抵消了燃油成本减少的正面影响，前三季度营业成本 18.48% 的同比增速快于营收。目前布伦特原油价格运行在 50 美元/桶上方，预计明年航油均价将同比上涨，航空公司燃油成本将同比增加。

■ 2015 年美元兑人民币中间价涨幅为 6.64%，导致公司汇兑损失大增 25 倍之多，推涨财务费用达 46.45 亿元。2016 年人民币贬值对公司财务费用的压力依然较大。进入 4 季度后，美元指数持续走强，导致人民币贬值幅度加大，截至 12 月 20 日，今年美元兑人民币中间价涨幅已达 7%。我们预计全年贬值幅度会超过此前估计的 5%，将达到 6%-7% 左右，汇兑损失会有约 20 亿元，财务费用会将达 50 亿元左右。我们维持人民币长期趋贬的看法，我们预计 2017 年贬值幅度理论上会在 5% 左右。

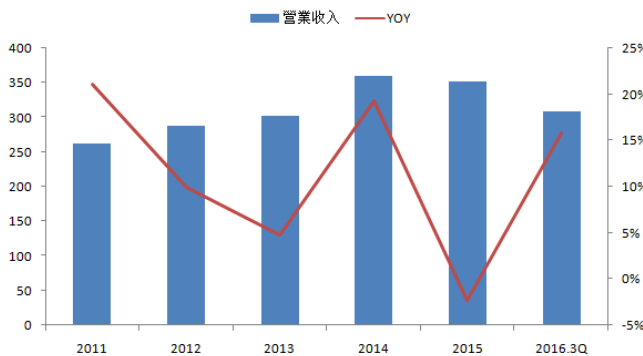
■ 综上所述，预计公司 2016 年和 2017 年分别实现净利润 35.43 亿元 (YoY+18%, EPS 为 0.291 元) 和 40.26 亿元 (YoY+13.65%, EPS 为 0.331 元)，当前股价对应 2016 年和 2017 年 P/E 为 11 倍和 10 倍，给予持有的投资建议。

■ 风险提示：油价上涨超出预期、人民币贬值超出预期。

..... 接续下页

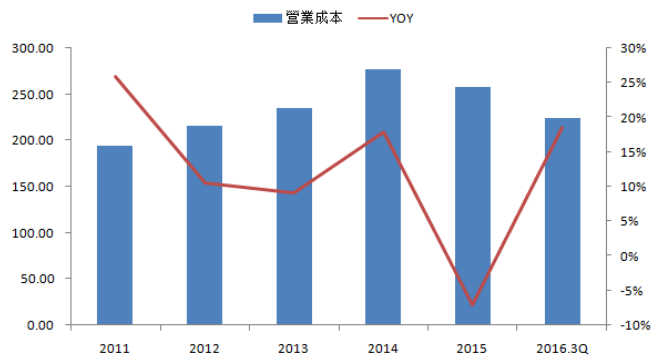
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,927	2,105	2,591	3,002	3,543	4,026
同比增减	%	-26.74%	9.19%	23.09%	15.88%	18.00%	13.65%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.32	0.17	0.21	0.25	0.29	0.33
同比增减	%	-50.38%	-45.40%	23.09%	15.88%	18.00%	13.65%
A 股市盈率 (P/E)	倍	13.37	11.57	16.08	15.78	11.11	9.77
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.12	0.1	0	0.06	0
股息率 (Yield)	%	0.56%	2.68%	2.36%	0.00%	1.75%	0.00%

图 1: 营业收入 (单位: 亿元)



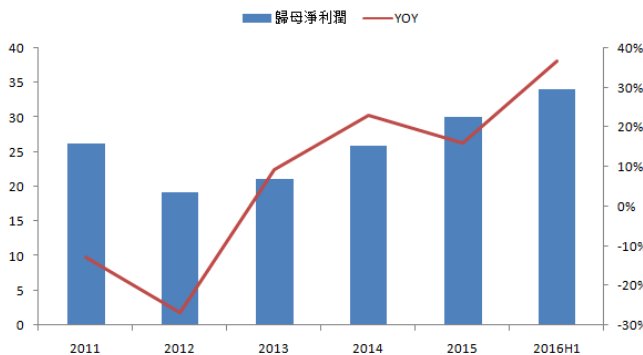
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 2: 营业成本 (单位: 亿元)



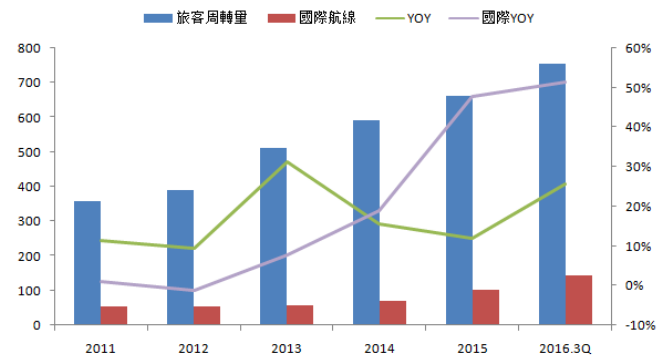
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 3: 归母净利润 (单位: 亿元)



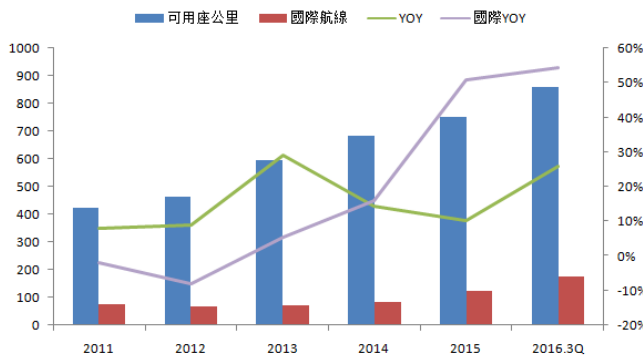
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 4: 旅客周转量 (单位: 亿客公里)



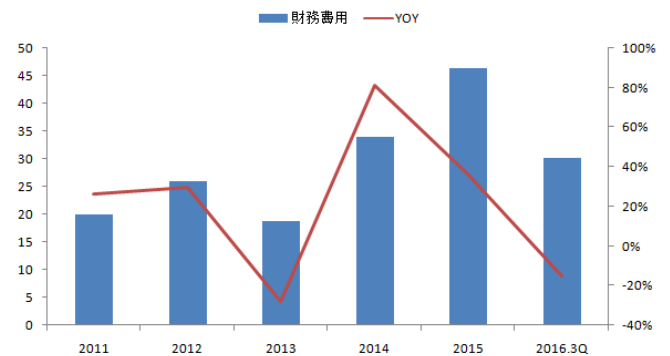
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 5: 可用座公里 (单位: 亿客公里)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 5: 汇兑损失 (单位: 亿元)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

表 1: 汇兑损失敏感性分析 (单位: 亿元)

匯兌損失		匯率波動幅度								
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
美元債務減少	30%	0.0	3.4	6.8	10.1	13.5	16.9	20.3	23.7	27.0
	20%	0.0	3.2	6.5	9.7	12.9	16.2	19.4	22.6	25.9
	10%	0.0	3.1	6.2	9.3	12.3	15.4	18.5	21.6	24.7
	0%	0.0	2.9	5.9	8.8	11.8	14.7	17.6	20.6	23.5
	-10%	0.0	2.8	5.6	8.4	11.2	14.0	16.8	19.5	22.3
	-20%	0.0	2.6	5.3	7.9	10.6	13.2	15.9	18.5	21.2

数据来源:wind 资讯, 群益证券整理

表 2: 财务费用敏感性分析 (单位: 亿元)

財務費用		匯率波動幅度								
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
美元債務減少	30%	29.0	32.2	35.5	38.8	42.1	45.3	48.6	51.9	55.2
	20%	29.4	32.5	35.7	38.8	41.9	45.1	48.2	51.3	54.5
	10%	29.8	32.8	35.8	38.8	41.8	44.8	47.8	50.8	53.8
	0%	30.3	33.1	36.0	38.8	41.7	44.5	47.4	50.2	53.1
	-10%	30.7	33.4	36.1	38.8	41.5	44.3	47.0	49.7	52.4
	-20%	31.2	33.7	36.3	38.9	41.4	44.0	46.5	49.1	51.7

数据来源:wind 资讯, 群益证券整理

表 3: 航油成本变动敏感性分析 (单位: 亿元)

航油成本		油價波動幅度								
		-40%	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
運力增長	20%	-35.8	-26.8	-17.9	-8.9	-4.5	0.0	4.5	8.9	17.9
	22%	-36.4	-27.3	-18.2	-9.1	-4.5	0.0	4.5	9.1	18.2
	24%	-37.0	-27.7	-18.5	-9.2	-4.6	0.0	4.6	9.2	18.5
	26%	-37.6	-28.2	-18.8	-9.4	-4.7	0.0	4.7	9.4	18.8
	28%	-38.2	-28.6	-19.1	-9.5	-4.8	0.0	4.8	9.5	19.1
	30%	-38.7	-29.1	-19.4	-9.7	-4.8	0.0	4.8	9.7	19.4

数据来源:wind 资讯, 群益证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业额	28868	30231	36044	35225	40858	45792
经营成本	21558	23501	27703	25756	30075	34606
毛利	7310	6730	8341	9469	10783	11186
营业税金及附加	875	522	68	105	82	92
销售费用	1847	1942	2166	1987	1634	1832
管理费用	599	609	768	841	1021	1145
财务费用	2604	1878	3401	4645	5000	4500
资产减值损失	86	55	(6)	1	0	0
投资收益	188	606	805	978	1000	1000
营业利润	1992	2265	2499	3035	4046	4618
税前利润	2654	2673	3213	3914	4921	5593
所得税	709	565	570	657	1083	1230
少数股东权益	17	3	51	255	295	336
净利润	1928	2105	2591	3003	3543	4027

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	22312	20665	21716	18693	19055	19344
存货	71	62	63	36	38	40
应收帐款	542	578	734	710	746	783
流动资产合计	25687	24445	28789	23551	20538	20866
长期投资净额	9077	13664	12825	13098	13753	14440
固定资产合计	67032	78837	93193	101830	106922	112268
在建工程	12001	11519	13061	11994	12594	13223
无形资产及其他资产合计	164	159	341	332	349	366
资产总计	92719	103282	121982	125381	142461	148841
流动负债合计	35328	39792	38546	29728	40410	39766
长期负债合计	33482	37966	51711	57089	59943	62941
负债合计	68810	77758	90257	86817	100354	102707
少数股东权益	112	115	3073	5083	5337	5604
股东权益合计	23909	25524	31725	38564	42108	46134
负债和股东权益总计	92719	103282	121982	125381	142461	148841

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	10196	7835	6005	12536	10029	8023
投资活动产生的现金流量净额	(7878)	(13677)	(6312)	(7808)	(6246)	(4997)
筹资活动产生的现金流量净额	1719	3910	460	(6843)	(3422)	(2737)
现金及现金等价物净增加额	4036	(1938)	162	(1998)	361	289

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。