

海航控股 (600221)

业绩平稳增长，小憩后再起航

事件

海航控股公布 2017 年年报，2017 年公司实现营业收入 599.0 亿元，同比增长 47.3%，实现归母净利润 33.2 亿元，同比增长 5.9%。

内生外延扩张，收入规模大幅提升

2017 年公司引进 78 架，退出 7 架客机，叠加并表天津航空及北部湾航空，机队规模从 2016 年报披露的 238 架大幅提升至 410 架。受此影响，公司全年 ASK 增速达到 49.1%，RPK 增速 46.1%，旅客运输量 761.9 万人次，同比增长 52.5%，相距旅客吞吐量排名第三的国航差距缩小至 25%。收益品质方面，全年客公里收益小幅提高 2.2%，为 0.455 元，带动全年收入增速大幅提高近五成，达到 47.3%。

油价走高提升成本影响毛利，汇兑收益大幅降低财务费用

2017 年布油均价 54.7 美金/桶，同比提高 21%，单位 ASK 航油成本提高 24.6%，航油成本达到 145.9 亿元，同比大增 85.7%，带来一定成本压力，受其影响，公司全年毛利率为 13.5%，同比下降 9.4bps，但得益于人民币对美元汇率升值，汇兑收益为 20.95 亿，财务费用同比大幅降低，财务费用率仅为 3.5%，同比大幅下降 7.6bps。综合来看，公司 2017 年净利润率为 6.5%，同比下降 1.9bps，但得益于业务规模大幅提升，净利润实现正增长，达到 13.8%。

放缓步伐，小憩后再起航

2017 年公司面对航油成本压力，快速扩张下仍可保障收益品质提升，业绩平稳增长，展望 2018 年，公司机队扩张速度放缓，且从时刻表分析来看，2018 年夏秋航季海航系航空公司周计划班次总量为 13246 班，同比仅增长 3.8%，增速大幅降低。我们认为在一二线机场时刻紧张，油价压力下三四线城市航线收益品质难以得到保障的当下，公司放缓脚步，修生养息，小憩后再起航，不失为一种理性的选择。

投资建议

在行业供需格局改善，票价管制松绑的大背景下，公司扩张速度放缓，存量航线收益品质同样有望明显回暖。在 2018-2019 年座公里收益分别提高 5pts、5pts，布油中枢 65 美金/桶，美元兑人民币汇率 6.35 的假设基础上，分别上调 2018-2019 年盈利预测 29.5%、62.1%。预计公司 2018-2019 年收入增速为 16.5%、20.0%，归母净利为 36.6 亿，58.2 亿，同比分别增长 10.3%、58.8%，EPS 为 0.22 元、0.35 元，维持“增持”评级，目标价 3.7 元，对应 2018-2019 年 EPS 的 PE 估值为 16.8 倍、10.6 倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价超预期上涨，汇率剧烈波动，安全事故

投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	3.25 元
目标价格	3.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	16,436.67
流通 A 股股本(百万股)	16,436.00
A 股总市值(百万元)	53,419.19
流通 A 股市值(百万元)	53,417.01
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	62.52
一年内最高/最低(元)	3.59/3.11

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《海航控股-公司点评:国内国际均保持高速增长，延续快速扩张势头》
2017-10-19

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40,678.13	59,903.95	69,784.40	83,751.86	99,638.66
增长率(%)	15.48	47.26	16.49	20.02	18.97
EBITDA(百万元)	11,665.81	10,452.26	13,826.58	18,708.76	23,755.94
净利润(百万元)	3,138.26	3,322.95	3,663.49	5,817.45	9,326.24
增长率(%)	4.51	5.89	10.25	58.80	60.31
EPS(元/股)	0.19	0.20	0.22	0.35	0.55
市盈率(P/E)	17.40	16.44	14.91	9.39	5.86
市净率(P/B)	0.98	0.95	1.04	0.95	0.83
市销率(P/S)	1.34	0.91	0.78	0.65	0.55
EV/EBITDA	5.89	6.87	5.45	3.88	2.79

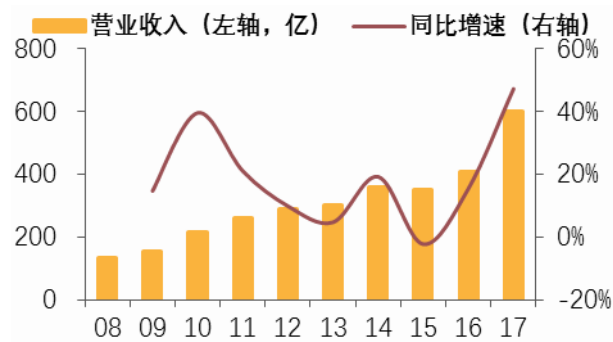
资料来源：wind，天风证券研究所



1. 事件

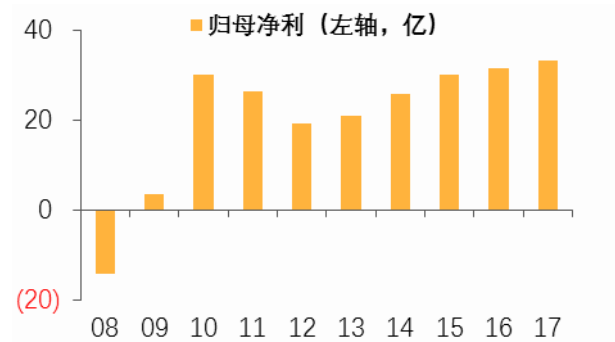
海航控股公布 2017 年年报，2017 年公司实现营业收入 599.0 亿元，同比增长 47.3%，实现归母净利润 33.2 亿元，同比增长 5.9%。

图 1：海航控股营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：海航控股归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 内生外延扩张，收入规模大幅提升

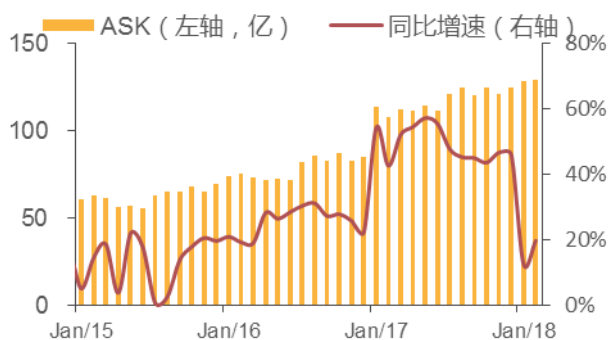
2017 年公司引进 78 架，退出 7 架客机，叠加并表天津航空及北部湾航空，机队规模从 2016 年报披露的 238 架大幅提升至 410 架。受此影响，公司全年 ASK 增速达到 49.1%，RPK 增速 46.1%，旅客运输量 761.9 万人次，同比增长 52.5%，相距旅客吞吐量排名第三的国航差距缩小至 25%。收益品质方面，全年客公里收益小幅提高 2.2%，为 0.455 元，带动全年收入增速大幅提高近五成，达到 47.3%。

表 1：海航 2017 年逐月机队进退情况

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	合计
引进	5	2	3	7	4	7	6	5	7	7	5	20	78
退出	0	2	0	1	2	0	0	0	1	0	1	0	7

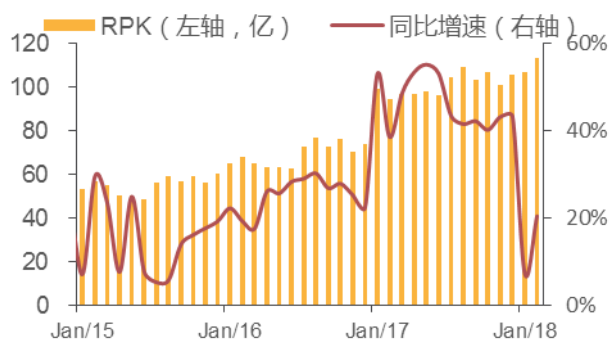
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：海航 ASK 及同比增速



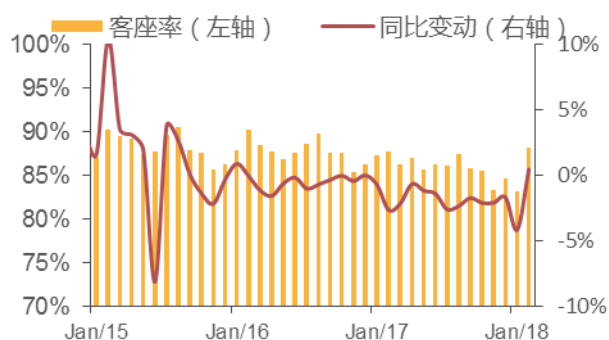
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：海航 RPK 及同比增速



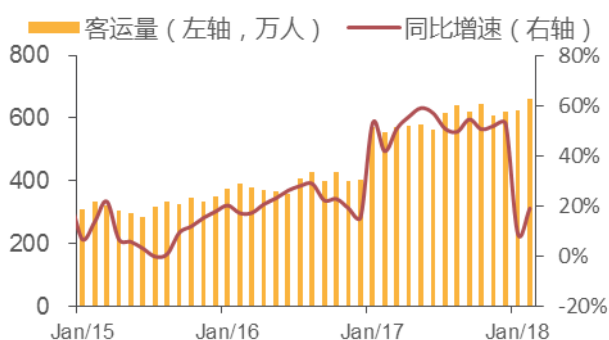
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：海航客座率及同比变动



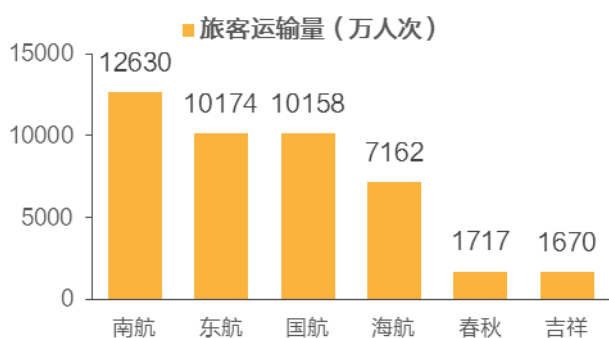
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：海航旅客运输量及同比增速



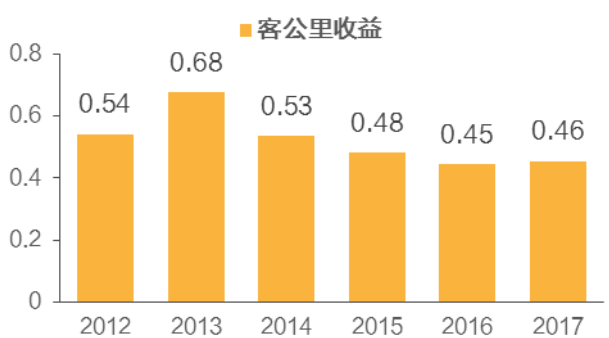
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017 年分民航旅客运输量对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：海航历年客公里收益变动

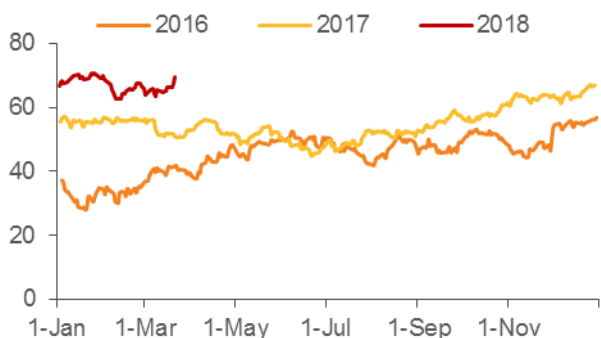


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 油价走高提升成本影响毛利，汇兑收益大幅降低财务费用

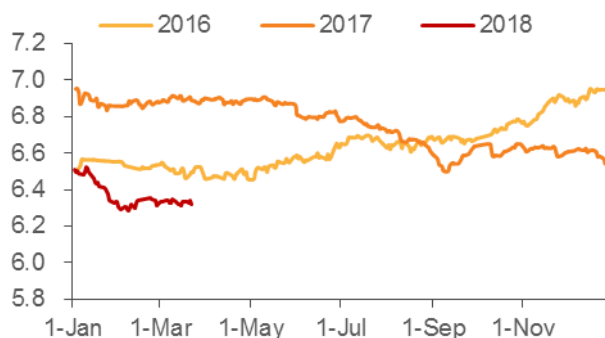
2017 年布油均价 54.7 美金/桶，同比提高 21%，单位 ASK 航油成本提高 24.6%，航油成本达到 145.9 亿元，同比大增 85.7%，带来一定成本压力，受其影响，公司全年毛利率为 13.5%，同比下降 9.4bps，但得益于人民币对美元汇率升值，汇兑收益为 20.95 亿，财务费用同比大幅降低，财务费用率仅为 3.5%，同比大幅下降 7.6bps。综合来看，公司 2017 年净利润率为 6.5%，同比下降 1.9bps，但得益于业务规模大幅提升，净利润实现正增长，达到 13.8%。

图 9：布油走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：美元兑人民币走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

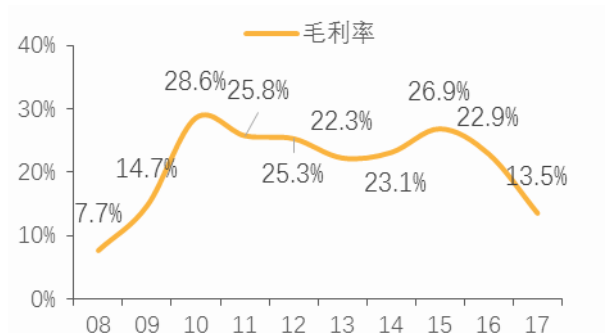
图 11：公司历年汇兑收益



资料来源：Wind，天风证券研究所

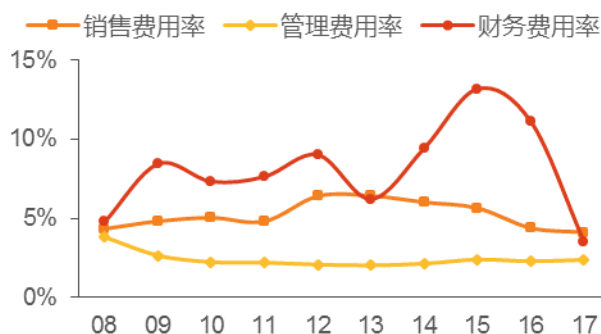
注：不包括汇兑损益资本化部分

图 12：海航历年毛利率



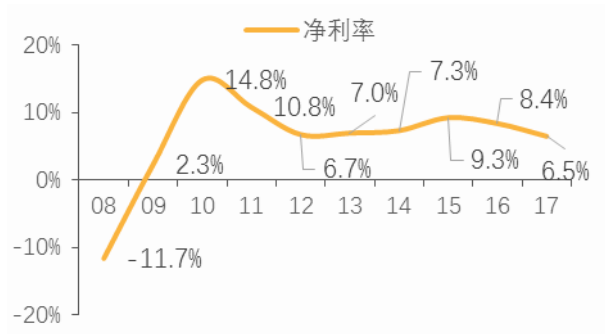
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：海航历年三费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：海航历年净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 放缓步伐，小憩后再起航

2017 年公司面对航油成本压力，快速扩张下仍可保障收益品质提升，业绩平稳增长，展望 2018 年，公司机队扩张速度放缓，且从时刻表分析来看，2018 年夏秋航季海航系航空公司周计划班次总量为 13246 班，同比仅增长 3.8%，增速大幅降低。我们认为在一二线机场时刻紧张，油价压力下三四线城市航线收益品质难以得到保障的当下，公司放缓脚步，修生养息，小憩后再起航，不失为一种理性的选择。

表 2：各航司夏秋航季周计划班次统计

	国内	国际	地区	时刻总量	增速	国内增速	国际增速	地区增速
国航	13314	2240	394	15948	5.0%	5.8%	2.3%	-2.5%
南航	18736	2867	398	22001	4.5%	4.0%	7.5%	4.7%
东航	15571	2866	516	18953	3.6%	4.1%	0.5%	4.9%
海航	12135	1021	90	13246	3.8%	3.3%	10.7%	0.0%
春秋	1786	648	86	2520	11.6%	12.3%	8.7%	19.4%
吉祥	2543	341	40	2924	19.8%	22.3%	5.9%	5.3%
山航	4118	268	36	4422	-1.1%	-0.8%	-6.9%	12.5%
川航	3772	330	38	4140	6.2%	4.4%	31.0%	11.8%

资料来源：pre-flight，天风证券研究所

3. 投资建议

在行业供需格局改善，票价管制松绑的大背景下，公司扩张速度放缓，存量航线收益品质同样有望明显回暖。在 2018-2019 年座公里收益分别提高 5pts、5pts，布油中枢 65 美金/桶，美元兑人民币汇率 6.35 的假设基础上，分别上调 2018-2019 年盈利预测 29.5%、62.1%。预计公司 2018-2019 年收入增速为 16.5%、20.0%，归母净利为 36.6 亿，58.2 亿，同比分别增长 10.3%、58.8%，EPS 为 0.22 元、0.35 元，维持“增持”评级，目标价 3.7 元，对应 2018-2019 年 EPS 的 PE 估值为 16.8 倍、10.6 倍。

4. 风险提示

宏观经济下滑，油价超预期上涨，汇率剧烈波动，安全事故

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	21,590.82	36,391.29	34,892.20	41,875.93	39,855.46
应收账款	1,966.71	3,044.49	3,325.27	3,807.60	4,661.69
预付账款	980.05	1,759.56	507.61	2,218.50	947.24
存货	20.95	254.47	142.92	124.60	15.52
其他	4,980.71	1,652.48	1,207.95	1,672.76	2,482.64
流动资产合计	29,539.24	43,102.29	40,075.94	49,699.39	47,962.55
长期股权投资	19,049.28	22,274.39	22,677.39	23,159.88	23,702.48
固定资产	58,090.89	73,907.94	80,338.44	85,357.16	89,179.47
在建工程	11,516.02	14,949.31	8,497.67	5,951.37	4,842.95
无形资产	548.52	625.68	903.31	1,176.82	1,444.12
其他	29,400.08	42,488.28	39,224.40	40,140.47	39,982.21
非流动资产合计	118,604.78	154,245.59	151,641.20	155,785.70	159,151.23
资产总计	148,144.02	197,347.89	191,717.14	205,485.09	207,113.78
短期借款	7,906.69	23,906.89	40,990.85	45,520.30	46,157.72
应付账款	5,735.55	11,384.43	10,585.66	13,870.01	13,049.73
其他	19,232.43	32,886.28	31,748.63	31,510.24	33,902.02
流动负债合计	32,874.67	68,177.59	83,325.14	90,900.55	93,109.46
长期借款	25,345.36	28,992.99	13,096.46	11,533.06	0.00
应付债券	5,957.96	10,807.25	10,724.50	11,212.00	11,699.50
其他	16,089.88	15,412.75	15,284.40	16,773.80	18,263.20
非流动负债合计	47,393.19	55,212.98	39,105.36	39,518.86	29,962.70
负债合计	80,267.86	123,390.57	122,430.51	130,419.41	123,072.16
少数股东权益	11,915.62	16,340.80	16,747.85	17,394.23	18,430.48
股本	16,806.12	16,806.12	16,806.12	16,806.12	16,806.12
资本公积	18,156.22	17,882.20	15,419.44	15,898.14	16,376.84
留存收益	33,349.91	35,264.64	35,732.66	40,865.32	48,805.01
其他	(12,351.71)	(12,336.44)	(15,419.44)	(15,898.14)	(16,376.84)
股东权益合计	67,876.16	73,957.32	69,286.63	75,065.67	84,041.62
负债和股东权益总	148,144.02	197,347.89	191,717.14	205,485.09	207,113.78

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,410.14	3,881.75	3,663.49	5,817.45	9,326.24
折旧摊销	4,398.52	5,468.15	6,102.83	7,133.47	8,151.66
财务费用	4,509.08	1,885.31	4,249.11	5,379.16	4,894.11
投资损失	(1,060.31)	(1,242.74)	(1,368.87)	(1,423.62)	(1,480.57)
营运资金变动	(6,268.49)	14,444.31	4,048.19	705.29	2,689.03
其它	7,298.15	(11,476.64)	120.72	708.20	1,115.85
经营活动现金流	12,287.09	12,960.13	16,815.48	18,319.94	24,696.31
资本支出	8,903.79	28,288.03	6,890.67	8,872.50	10,186.05
长期投资	5,951.37	3,225.11	403.00	482.49	542.60
其他	(33,198.69)	(40,940.13)	(9,711.71)	(19,127.80)	(21,803.63)
投资活动现金流	(18,343.53)	(9,426.98)	(2,418.04)	(9,772.81)	(11,074.98)
债权融资	52,719.25	80,922.50	78,016.31	82,516.86	73,155.72
股权融资	15,132.17	(2,633.71)	(12,257.64)	(4,900.46)	(4,415.41)
其他	(57,063.25)	(70,124.92)	(81,655.20)	(79,179.80)	(84,382.11)
筹资活动现金流	10,788.17	8,163.87	(15,896.52)	(1,563.40)	(15,641.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,731.74	11,697.02	(1,499.09)	6,983.73	(2,020.46)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	40,678.13	59,903.95	69,784.40	83,751.86	99,638.66
营业成本	31,360.53	51,792.70	58,465.63	67,963.88	78,815.11
营业税金及附加	120.41	159.33	209.35	251.26	298.92
营业费用	1,781.93	2,460.99	2,826.27	3,433.83	4,085.19
管理费用	926.70	1,417.70	1,639.93	2,010.04	2,391.33
财务费用	4,522.03	2,100.96	4,249.11	5,379.16	4,894.11
资产减值损失	2.01	4.78	2.00	3.00	4.00
公允价值变动收益	(20.04)	82.79	(286.33)	61.82	79.60
投资净收益	1,060.31	1,242.74	1,368.87	1,423.62	1,480.57
其他	(2,080.54)	(3,654.40)	(2,165.07)	(2,970.88)	(3,120.33)
营业利润	3,004.80	4,296.35	3,474.64	6,196.13	10,710.18
营业外收入	1,060.91	517.62	1,574.10	1,889.16	2,247.51
营业外支出	3.33	3.53	4.70	5.50	4.58
利润总额	4,062.37	4,810.44	5,044.04	8,079.79	12,953.11
所得税	652.23	928.69	973.50	1,615.96	2,590.62
净利润	3,410.14	3,881.75	4,070.54	6,463.83	10,362.49
少数股东损益	271.89	558.80	407.05	646.38	1,036.25
归属于母公司净利润	3,138.26	3,322.95	3,663.49	5,817.45	9,326.24
每股收益(元)	0.19	0.20	0.22	0.35	0.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.48%	47.26%	16.49%	20.02%	18.97%
营业利润	-0.99%	42.98%	-19.13%	78.32%	72.85%
归属于母公司净利润	4.51%	5.89%	10.25%	58.80%	60.31%
获利能力					
毛利率	22.91%	13.54%	16.22%	18.85%	20.90%
净利率	7.71%	5.55%	5.25%	6.95%	9.36%
ROE	5.61%	5.77%	6.97%	10.09%	14.21%
ROIC	9.91%	7.38%	8.23%	12.63%	16.50%
偿债能力					
资产负债率	54.18%	62.52%	63.86%	63.47%	59.42%
净负债率	8.89%	8.06%	8.77%	12.68%	7.17%
流动比率	0.90	0.63	0.48	0.55	0.52
速动比率	0.90	0.63	0.48	0.55	0.51
营运能力					
应收账款周转率	24.68	23.91	21.91	23.48	23.53
存货周转率	1,432.58	435.01	351.22	626.14	1,422.23
总资产周转率	0.30	0.35	0.36	0.42	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.20	0.22	0.35	0.55
每股经营现金流	0.73	0.77	1.00	1.09	1.47
每股净资产	3.33	3.43	3.13	3.43	3.90
估值比率					
市盈率	17.40	16.44	14.91	9.39	5.86
市净率	0.98	0.95	1.04	0.95	0.83
EV/EBITDA	5.89	6.87	5.45	3.88	2.79
EV/EBIT	9.13	13.31	9.76	6.27	4.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com