

海航控股 (600221)

证券研究报告

2018年06月12日

拟引入淡马锡，整合资源做主业

海航控股披露重组预案，拟引入淡马锡富敦投资

海航控股披露重组预案，拟向海航集团发行 33.6 亿股，对价 104.78 亿元向其收购海航技术 60.78% 股份、HNA Aviation 59.93% 股份、天羽飞训 100% 股权，并向天津创鑫投资购买其持有的西部航空 29.72% 股权、向海航西南总部购买其持有的西部控股 60.00% 股权；同时向包括淡马锡富敦投资在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 70.34 亿，投向海航技术天津发动机维修投资项目、海航技术西安附件维修投资项目、重庆天羽航空培训中心项目、陕西长安天羽飞行培训中心项目、天羽飞训海口培训中心购买飞行培训模拟机扩产项目、西部航空重庆江北机场生产基地二期建设项目、西部航空购买 4 架飞机等，其中淡马锡富敦锁定期为 36 个月，其他投资者锁定期为 12 个月。

大股东更替，控股股东将变为海航集团

本次交易完成前，大新华航空及其一致行动人合计持有公司 25.62% 股份，实际控制人为海南省国资委，本次交易完成后，不考虑发行股份募集配套资金，海航集团及其一致行动人将持有公司 22.17% 股份，超越大新华航空及其一致行动人的 21.35%，成为第一大股东，并成为海航控股实际控制人。

扩大机队强化主业规模，布局飞培维修保障主业发展

公司主营业务为航空客运，购买西部航空股权后，西部航空将成为公司控股公司，表内机队体量扩大，明显减轻同业竞争，此外，海航技术、HNA Aviation 下属的 SR Technics Switzerland 主业为航空器维修，天羽飞训主业为飞行培训，三者作为航空上游行业，对主业支持的重要性不言而喻，交易完成后将对公司主营业务产生积极的影响。

行业供需改善下公司将持续受益

2018 年行业机队增速放缓，时刻收紧改善供需格局，票价改革打开公商务干线市场提价空间，叠加去年同期低基数，多重利好下我们认为行业旺季票价客座率表现有可能超市场预期，且中长期看，行业供给增长逐步触及瓶颈，需求高速增长下，供需关系有望持续向好，运价上行趋势将起。公司是我国第四大航空集团，在北京、昆明、西安、海口、三亚等众多一二线城市市场拥有相当体量的时刻资源，有望持续受益于行业整体的运价提升。

投资建议

在不考虑本次增发收购的假设基础上，预计公司 18-19 年收入增速为 14.4%，18.9%，考虑到油价相比前次报告有所上涨，分别下调 18、19 年盈利预测 7%、21%，预计归母净利润分别为 34.2 亿，46.1 亿，同比分别增长 2.8%、34.8%，EPS 为 0.20 元、0.27 元，维持“增持”评级，目标价 3.7 元，对应 2018-2019 年 EPS 的 PE 估值为 18.5X、13.7X。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故，重组失败风险

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	68,527.82	81,493.88	96,061.63
增长率(%)	15.48	47.26	14.40	18.92	17.88
EBITDA(百万元)	11,665.81	10,452.26	13,036.90	17,335.92	21,001.01
净利润(百万元)	3,138.26	3,322.95	3,416.91	4,605.62	6,722.90
增长率(%)	4.51	5.89	2.83	34.79	45.97
EPS(元/股)	0.19	0.20	0.20	0.27	0.40
市盈率(P/E)	17.30	16.34	15.89	11.79	8.07
市净率(P/B)	0.97	0.94	1.04	0.96	0.87
市销率(P/S)	1.33	0.91	0.79	0.67	0.57
EV/EBITDA	5.89	6.87	6.01	4.46	3.51

资料来源：wind，天风证券研究所

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	3.23 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)	3.19
资产负债率(%)	59.80
一年内最高/最低(元)	3.39/3.11

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

- 《海航控股-年报点评报告:业绩平稳增长，小憩后再起航》2018-03-23
- 《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	34,263.91	40,746.94	38,424.65
应收账款	1,966.71	3,044.49	3,210.57	3,729.99	4,435.25
预付账款	980.05	1,759.56	497.11	2,209.04	933.36
存货	20.95	254.47	142.25	123.69	15.39
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	39,321.79	48,482.42	46,291.30
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	79,051.65	84,198.47	88,581.47
在建工程	11,516.02	14,949.31	12,937.62	11,382.43	10,372.20
无形资产	548.52	625.68	680.07	737.11	793.74
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	154,571.13	159,618.36	163,432.09
资产总计	148,144.02	197,347.89	193,892.92	208,100.78	209,723.39
短期借款	7,906.69	23,906.89	40,595.22	45,279.44	50,389.27
应付账款	5,735.55	11,384.43	10,483.90	13,792.71	12,928.58
其他	19,232.43	32,886.28	31,587.80	31,365.05	33,590.39
流动负债合计	32,874.67	68,177.59	82,666.92	90,437.21	96,908.24
长期借款	25,345.36	28,992.99	16,155.12	15,940.87	2,511.53
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	42,164.02	43,926.67	32,474.23
负债合计	80,267.86	123,390.57	124,830.94	134,363.87	129,382.47
少数股东权益	11,915.62	16,340.80	16,720.45	17,232.19	17,979.18
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	35,535.40	39,698.60	45,555.62
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	69,061.97	73,736.91	80,340.92
负债和股东权益总	148,144.02	197,347.89	193,892.92	208,100.78	209,723.39

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,410.14	3,881.75	3,416.91	4,605.62	6,722.90
折旧摊销	4,398.52	5,468.15	5,974.90	7,000.74	8,053.45
财务费用	4,509.08	1,885.31	3,902.79	5,776.30	5,778.45
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	3,911.47	707.50	2,631.20
其它	7,298.15	(11,476.64)	93.33	573.55	826.59
经营活动现金流	12,287.09	12,960.13	15,930.53	17,240.10	22,532.02
资本支出	8,903.79	28,288.03	9,692.67	9,642.50	10,536.05
长期投资	5,951.37	3,225.11	403.00	482.49	542.60
其他	(33,198.69)	(40,940.13)	(15,315.71)	(20,667.80)	(22,503.63)
投资活动现金流	(18,343.53)	(9,426.98)	(5,220.04)	(10,542.81)	(11,424.98)
债权融资	52,719.25	80,922.50	80,679.34	86,683.81	79,898.80
股权融资	15,132.17	(2,633.71)	(11,911.32)	(5,297.60)	(5,299.75)
其他	(57,063.25)	(70,124.92)	(81,605.88)	(81,600.46)	(88,028.39)
筹资活动现金流	10,788.17	8,163.87	(12,837.86)	(214.26)	(13,429.34)
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	(2,127.38)	6,483.03	(2,322.29)

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	68,527.82	81,493.88	96,061.63
营业成本	31,360.53	51,792.70	58,194.84	67,466.28	78,234.11
营业税金及附加	120.41	159.33	205.58	244.48	288.18
营业费用	1,781.93	2,460.99	2,604.06	3,096.77	3,842.47
管理费用	926.70	1,417.70	1,541.88	1,833.61	2,305.48
财务费用	4,522.03	2,100.96	3,902.79	5,776.30	5,778.45
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	3,159.20	4,558.88	7,169.11
营业外收入	1,060.91	517.62	1,550.04	1,843.32	2,172.83
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	4,704.54	6,396.70	9,337.36
所得税	652.23	928.69	907.98	1,279.34	1,867.47
净利润	3,410.14	3,881.75	3,796.57	5,117.36	7,469.89
少数股东损益	271.89	558.80	379.66	511.74	746.99
归属于母公司净利润	3,138.26	3,322.95	3,416.91	4,605.62	6,722.90
每股收益(元)	0.19	0.20	0.20	0.27	0.40

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.48%	47.26%	14.40%	18.92%	17.88%
营业利润	-0.99%	42.98%	-26.47%	44.30%	57.26%
归属于母公司净利润	4.51%	5.89%	2.83%	34.79%	45.97%
获利能力					
毛利率	22.91%	13.54%	15.08%	17.21%	18.56%
净利率	7.71%	5.55%	4.99%	5.65%	7.00%
ROE	5.61%	5.77%	6.53%	8.15%	10.78%
ROIC	9.91%	7.38%	7.52%	10.82%	13.01%
偿债能力					
资产负债率	54.18%	62.52%	64.38%	64.57%	61.69%
净负债率	8.89%	8.06%	8.80%	13.41%	8.63%
流动比率	0.90	0.63	0.48	0.54	0.48
速动比率	0.90	0.63	0.47	0.53	0.48
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	345.47	612.87	1,381.36
总资产周转率	0.30	0.35	0.35	0.41	0.46
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.20	0.20	0.27	0.40
每股经营现金流	0.73	0.77	0.95	1.03	1.34
每股净资产	3.33	3.43	3.11	3.36	3.71
估值比率					
市盈率	17.30	16.34	15.89	11.79	8.07
市净率	0.97	0.94	1.04	0.96	0.87
EV/EBITDA	5.89	6.87	6.01	4.46	3.51
EV/EBIT	9.13	13.31	11.09	7.49	5.70

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com