

海南航空(600221)

受益国内客运市场复苏

依托海南省做强做大

✍ 吴莉

孙利萍

☎ 010-59312710

010- 59312823

✉

本报告导读:

- 09年航空主业将扭亏为盈, PB 2.9倍, 估值在航空板块中最低, 政府注资将取得突破, 受益于海南国际旅游岛建设, 增持评级, 目标价7.5元。

- 海航股份是海航集团航空运输板块的核心资产, 未来将是海航集团整合旗下航空运输资产的主要平台。海航股份是国内第四大航空运输公司, 占国内民航客运市场 10%左右的份额。除直接经营海南航空运输市场外, 海航股份还持有新华航空 60%股权、长安航空 87%的股权和山西航空 97%的股权, 在海南、北京、西安、太原机场所占的市场份额分别为 50%、10%、20%和 20%。
- 由于以国内客运业务为主, 国内航线旅客运输需求回升公司受益程度最大。公司业务以航空客运为主, 货运仅有腹仓货, 客运业务收入比重高达 92%。公司 90%以上的旅客运输量来自国内市场, 是国内航线客运需求回升受益最大的航空公司。主要航点北京、三亚、太原、西安机场 1-2 月旅客吞吐量增速较 08 年四季度显著回升, 且增速位居全国机场前列。
- 在国内客运市场需求回升、燃油成本大幅下降、民航建设基金减免及返还背景下, 09 年公司航空主业将扭亏为盈。同时 08 年底收购的燕京酒店和海航科航大厦 09 年也将贡献利润, 增厚 09 年 EPS 0.04 元。
- 09-13 年公司计划引进 87 架飞机, 为解决运力大规模扩张的资金需求, 我们判断海南省政府作为公司的控制股东很可能向上市公司注入资金, 注资规模很可能超出市场预期。
- 在国内经济扩内需、保发展的背景下, 中央政府近期将出台扶持海南省发展国际旅游岛的优惠政策, 公司占据海南航空运输市场 50%以上的市场份额, 将是建设海南国际旅游岛最大的受益者。
- PB 最低的航空股, 估值具有吸引力。按照预测的 08 年每股收益 -0.31 元计算, 公司 08 年底每股净资产为 1.86 元, 目前 PB 水平 2.9 倍, 估值较南航 5.9 倍、国航 3.7 倍的 PB 水平分别折价 50%和 20%, 估值水平在航空运输板块中最低。
- 给予公司增持评级, 目标价 7.5 元。我们在前期的二季度策略报告中没有考虑收购燕京酒店和北京科航公司贡献的收益, 在最新的预测中加入这一部分收益。预计公司 08-10 年 EPS 分别为-0.31 元、0.23 元和 0.27 元, 给予增持评级, 目标价 7.5 元 (对应 4 倍 PB)。

评级: **增持**

上次评级: 首次评级

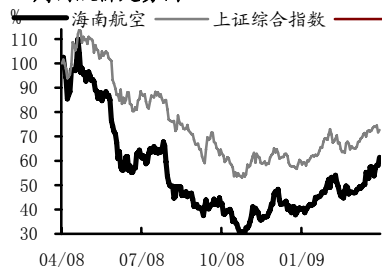
目标价格: **¥7.50**上次预测: **¥0.00**当前价格: **¥5.18**

2009.04.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.35 ~ 9.20
总市值 (百万元)	18,287
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,530/1,748
流通 B 股/H 股	
流通股比例	49.5%
日均成交量 (百万股)	15.2
日均成交额 (百万元)	69.0

52 周内股价走势图



相关报告

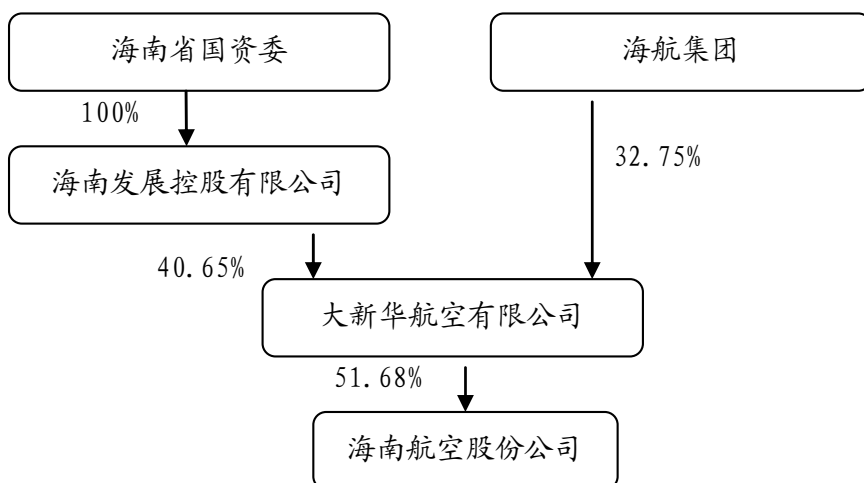
《航空运输业: 景气回升迹象明显, 上调评级至增持》2009.03.26
 《航空机场: 盈利拐点出现, 增持航空股》2009.04.14

1、海航股份是海航集团航空运输板块的核心资产，未来将是海航集团整合旗下航空运输资产的主要平台。

海航股份是国内第四大航空运输公司，旅客运输量占国内民航运输市场 10%左右的市场份额。第一大股东大新华航空公司持有海航股份 48.62%的股权，海南省国资委下属的海南发展控股公司和海航集团则分别持有大新华航空 48.62%和 32.75%的股权。

海航集团航空运输板块由以下几部分构成：海航股份专营干线旅客运输业务、与国内大型航空公司同台竞争；大新华快运专营支线运输；祥鹏航空和西部航空专营廉价航空运输；金鹿公务机公司专营公务机运输；金鹿航空专营旅游包机；扬子江快运主营航空货运。其中，海航股份是海航集团航空运输板块的核心资产，总资产规模占海航集团的 60%左右，未来将成为海航集团整合旗下航空运输资产的主要平台。

图 1：海航股份股权结构



资料来源：公司资料

2、由于以国内客运业务为主，国内航线旅客运输需求回升公司受益程度最大。

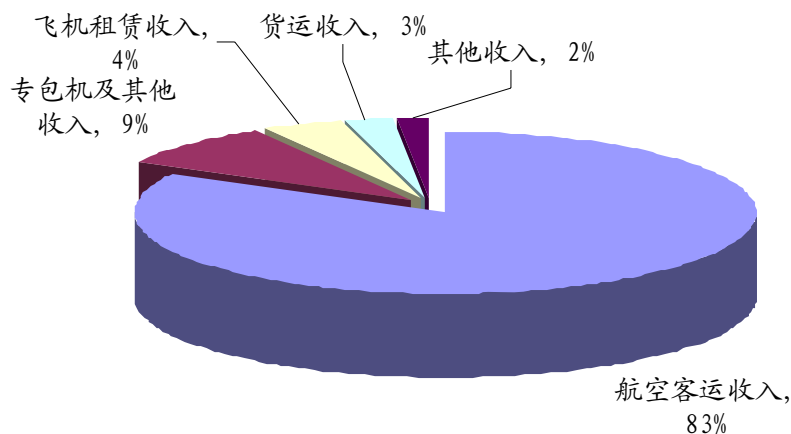
截止 08 年底公司拥有飞机 102 架，以自有和融资租赁的飞机为主，经营性租赁的飞机比重不大。其中盈利能力较差的 29 架支线运输机租赁给海航集团下属的大新华快运经营，3 架 B737-800 租赁给直接控股股东大新华航空经营，公司直接经营其余 80 架干线运输飞机，以波音 737 机型为主。由于公司机型结构简单、航班组织安排能力位居全民航前列、同时单位票价水平较低，近年来海航日飞机利用小时数保持 10 小时左右的水平，比主要航空公司多 1 个小时，客座率保持在 80%以上，比行业平均水平高 5 个百分点。

除直接经营海南航空运输市场外，海航股份还持有新华航空公司 60%股权、长安航空 87%的股权和山西航空 97%的股权，在海南、北京、西安、太原机场所占的市场份额分别为 50%、10%、20%和 20%。

公司业务以航空客运为主，没有货机，货运以腹仓货为主，客运业务收入（包括转包机收入）在总收入中所占的比重高达 92%、货运收入占比仅为 3%，货运下滑对公司影响不大。同时由于公司客运网络主要分布在国内，国际航线旅客所占的比重不到 10%，是国内航线旅客运输需求回升受益最大的航空公司。

从公司主要航点北京、三亚、太原、西安机场情况看，1-2 月份旅客吞吐量增速较 08 年四季度显著回升，并且增速处于全国机场前列，远高于行业平均水平。

图 2: 公司收入构成以客运业务为主



资料来源: 公司 07 年报告

表 1: 公司主要市场旅客吞吐量增速

	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
首都机场	19.0%	19.7%	16.2%	23.0%	29.5%
海口机场	15.7%	-4.8%	-7.5%	2.6%	-2.7%
三亚机场	42.9%	26.1%	30.8%	40.1%	28.5%
西安机场	13.4%	17.1%	16.6%	24.1%	29.4%
太原机场	27.7%	23.0%	10.9%	10.9%	25.5%
全国前 50 家机场合计	9.21%	8.02%	8.12%	17.33%	13.88%

资料来源: 民航总局

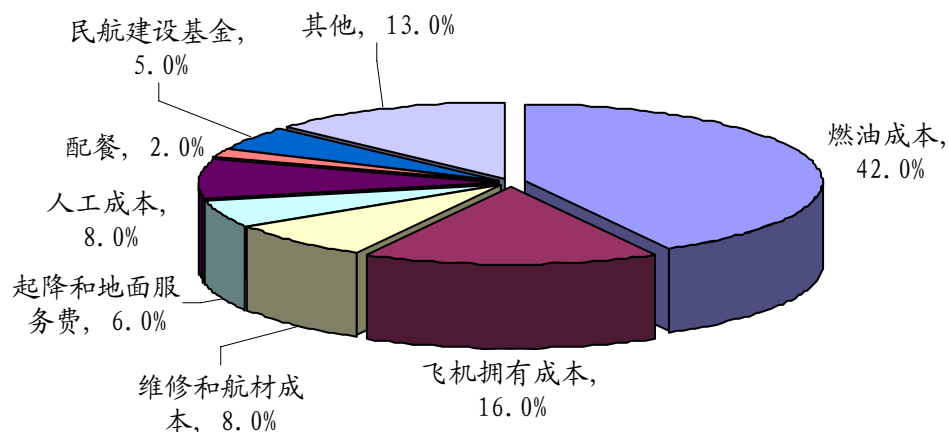
3、在国内客运市场需求回升、燃油成本大幅下降、民航建设基金减免及返还背景下, 09 年公司航空主业将扭亏; 同时 08 年底收购的燕京酒店和海航科航大厦 09 年也将贡献利润, 增厚 09 年 EPS 0.04 元。

燃油成本在公司总成本所占的比重高达 42%, 由于公司 90%以上的业务量集中在国内市场, 09 年国内航油价格持续下调公司受益程度是最大的。按照 09 年用电量 84 万吨、WTI 原有均价 55 美元测算, 公司 09 年燃油成本将下降 34%、减少 18 亿元左右、影响 EPS 0.38 元。

公司每年上缴民航建设基金 6.3 亿元左右、这部分支出占公司营业成本的 5%左右。民航总局 09 年返还 08 年下半年缴纳的民航建设基金、同时减免 09 上半年年民航建设基金将减少 09 年成本 6.3 亿元, 影响 EPS 0.14 元。

公司 08 年底分别以 6.18 亿元和 17.28 亿元的价格收购了燕京饭店 45%的股权、北京科航投资公司 95%的股权。预计 09 年这两个项目将分别产生净利润 0.97 亿元和 0.82 亿元, 将增厚公司 09 年 EPS 0.04 元。

图 3: 公司成本构成



资料来源：公司资料

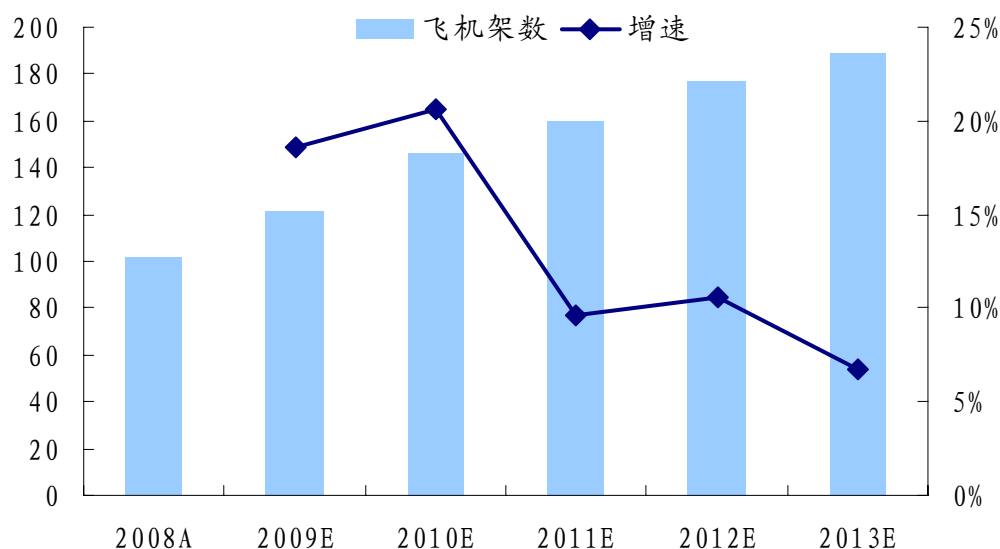
4、09-13 年公司计划引进 87 架飞机，为解决运力大规模扩张的资金需求，我们判断海南省政府作为公司的控制股东很可能向上市公司注入资金，注资规模很可能超出市场预期。

截止 08 年底，公司拥有 102 架飞机，其中 29 架多尼尔支线飞机由于能力较差出租给大新华快运经营、3 架 B737-800 租赁给大新华航空经营、公司直接运营其他 80 架飞机。其中，B737-800 机型 56 架、A319 机型 19 架、A330 机型 5 架，以国内干线运输市场为主。

公司未来几年运力扩张的步伐较大，09-13 年预计引入 87 架飞机（09-13 年分别投放 19 架、25 架、14 架、17 架和 12 架飞机）。由于海南市场空间相对较小，公司引进的运力未来将主要投放在北京市场。

为满足大规模运力扩张的资金需求，公司一方面计划发债融资，另一方面正在积极争取海南省政府进行注资，目前已经取得一定程度进展。考虑到公司飞机引进资金需求规模比较庞大，我们判断海航省政府的注资规模很可能超出市场预期，注资方式可能类似东航和南航。

图 4: 公司运力投放计划



资料来源：公司资料

5、在国内经济扩内需、保发展的背景下，中央政府近期将出台扶持海南省发展国际旅游岛的优惠政策，公司占据海南航空运输市场 50%以上的市场份额，将是建设海南国际旅游岛最大的受益者。

海南省拥有丰富的旅游资源，旅游业是海南省的支柱产业。为振兴区域经济，08 年底海南省编制《海南国际旅游岛规划纲要》，09 年 1 月国务院发展研究中心专家对海南省进行实地考察，建议国家在投资项目资金安排、财政和相关政策方面，对海南国际旅游岛建设给予支持。在今年全国“两会”期间，建设海南“国际旅游岛”写进全国政协报告；国家旅游局、国家税务总局等部委领导对海南国际旅游岛建设也表示明确支持。

在国内经济扩内需、保发展的背景下，中央政府近期将出台扶持海南省发展国际旅游岛的优惠政策，公司占据海南航空运输市场 50%以上的市场份额，将是建设海南国际旅游岛建设过程中最大的受益者。

6、PB 最低的航空股，估值具有吸引力。

按照预测的 08 年每股收益-0.31 元计算，公司 08 年底每股净资产为 1.86 元，目前 PB 水平 2.9 倍，估值较南航 5.9 倍、国航 3.7 倍的 PB 水平分别折价 50%和 20%，估值水平在航空运输板块中最低。

表 2：航空股估值比较

公司	股价	EPS			E2008 每股净资产	PB
		2008E	2009E	2010E		
中国国航	6.97	-0.78	0.16	0.21	1.86	3.7
南方航空	6.28	-0.74	0.20	0.20	1.07	5.9
海南航空	5.38	-0.31	0.23	0.27	1.86	2.9
东方航空	5.83	-2.43	-0.18	0.03	-1.84	

资料来源：国泰君安证券

7、给予公司增持评级，目标价 7.5 元。

我们根据如下假设对公司业绩进行测算：

全年国内航线旅客周转量增长 20%；国内航线裸票票价水平与 08 年持平，但受燃油附加费下降影响，单位客公里收入下降 12%；09 年 WTI 均价 55 美元，同比下降 45%；民航总局返还的 08 下半年民航建设基金 3 亿元计入 09 年；我们在前期的二季度策略报告中没有考虑收购燕京酒店和北京科航公司贡献的收益，在最新的预测中加入这一部分收益。

预计公司 08-10 年 EPS 分别为-0.31 元、0.23 元和 0.27 元，给予增持评级，目标价 7.5 元（对应 PB4 倍）。

表 3：公司业绩预测

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	13,557	13,700	14,744	18,479
增速	6.12%	1.06%	7.62%	25.33%
营业成本	10,595	12,500	11,402	14,174
增速	1.54%	17.99%	-8.79%	24.31%
营业利润	587	(1,200)	409	859
增速	452.52%			
利润总额	713	(1,100)	822	959
增速	259.94%			16.73%
净利润	708		630	717
增速	287.66%			13.73%
每股收益	0.18	-0.31	0.23	0.27

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com

文件名: 海南航空: 受益国内客运市场复苏, 依~1
目录: C:\Documents and Settings\LH\桌面
模板: C:\Documents and Settings\LH\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dot
标题:
主题:
作者: sinittek
关键词:
备注:
创建日期: 2009-4-15 13:28:00
修订号: 6
上次保存日期: 2009-4-15 14:14:00
上次保存者: MC SYSTEM
编辑时间总计: 15 分钟
上次打印时间: 2009-4-15 14:15:00
打印最终结果
 页数: 7
 字数: 684 (约)
 字符数: 3,904 (约)