

分析师： 杨志清 (8621) 63233650 yangzq@cjsc.com.cn

吴云英 (8621) 63233650

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

4 月运营数据点评——大超预期

事件描述

海南航空公布 4 月份经营数据：

- 收费客公里 22.5 亿客公里，同比增长 17.31%；
- 可用座公里 29.19 亿座公里，同比增长 22.67%；
- 客座率 77.1%，环比上升 0.1 个百分点，同比下降 3.5 个百分点。

对此我们主要有以下观点：

- 公司前四个月的经营数据大大超过我们的预期
- 公司在谷底激进的扩张运力 50%，必定在未来成为最大的受益者
- 随着海南旅游业的发展和国际旅游岛的建设，公司未来的需求增速至少在 15% 以上
- 看好公司未来的发展趋势，重申“推荐”评级

事件评论

第一，公司前四个月的经营数据大大超过我们的预期

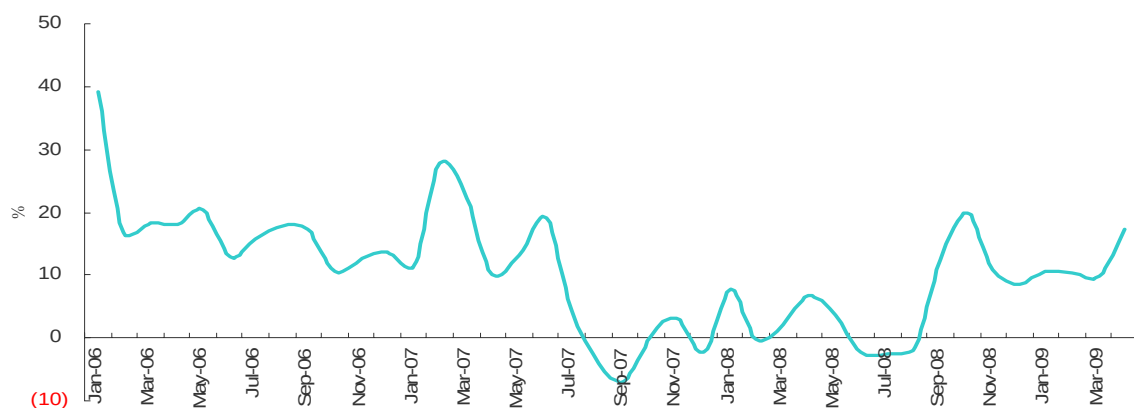
公司前四个月的经营数据在行业内处于领先水平，尤其是 4 月份，收费客公里更是同比增长了 17.31%，而客座率却保持了环比持平，大大超过我们的预期。

表 1 海航的经营数据在行业内处于领先水平

月份	收费客公里增速				客座率水平			
	海航	国航	南航	东航	海航	国航	南航	东航
1 月	10.63	10.52	11.07	6.46	79.40	77.20	74.47	70.22
2 月	10.44	6.21	3.46	3.00	81.30	76.80	78.36	72.14
3 月	9.81	5.16	4.90	8.65	77.00	74.00	75.56	70.29
4 月	17.31				77.10			

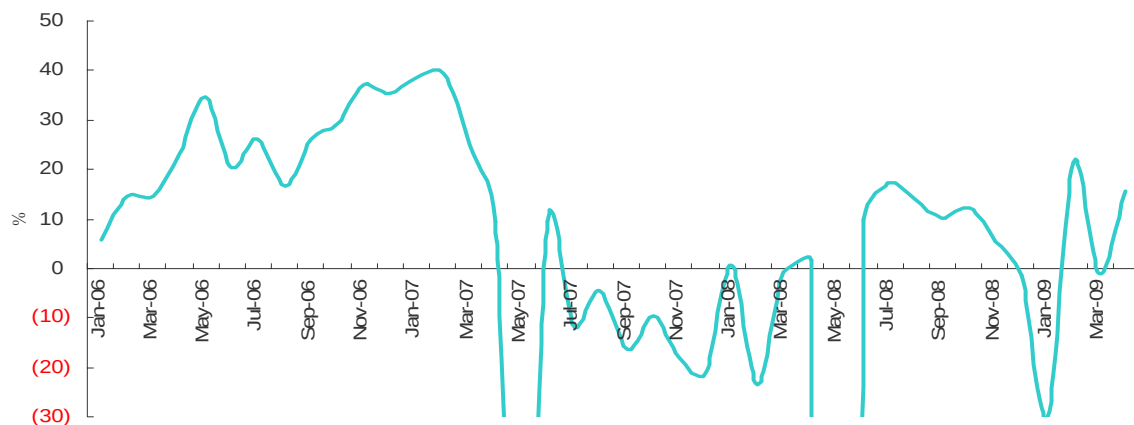
资料来源：长江证券研究部

图 1 收费客公里增速大幅提高



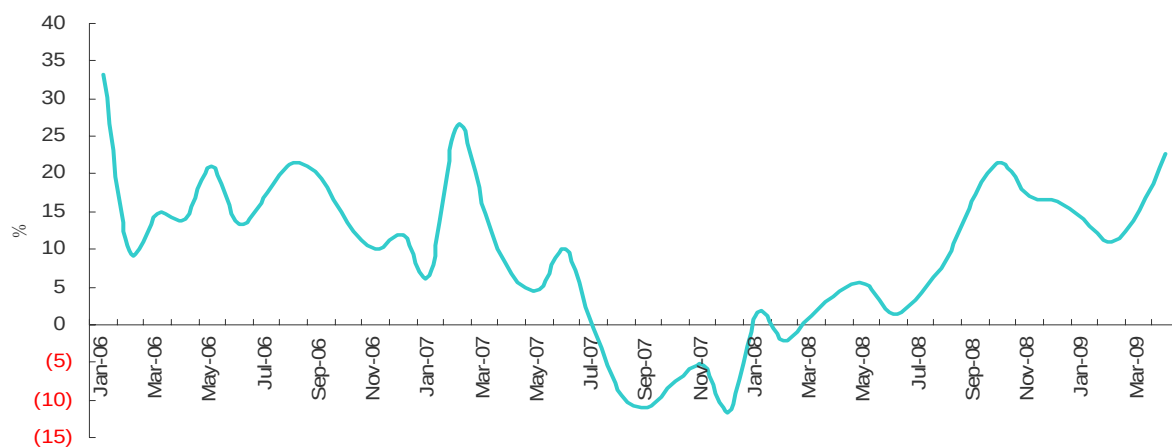
资料来源：长江证券研究部

图 2 收费货运吨公里增速大幅回升



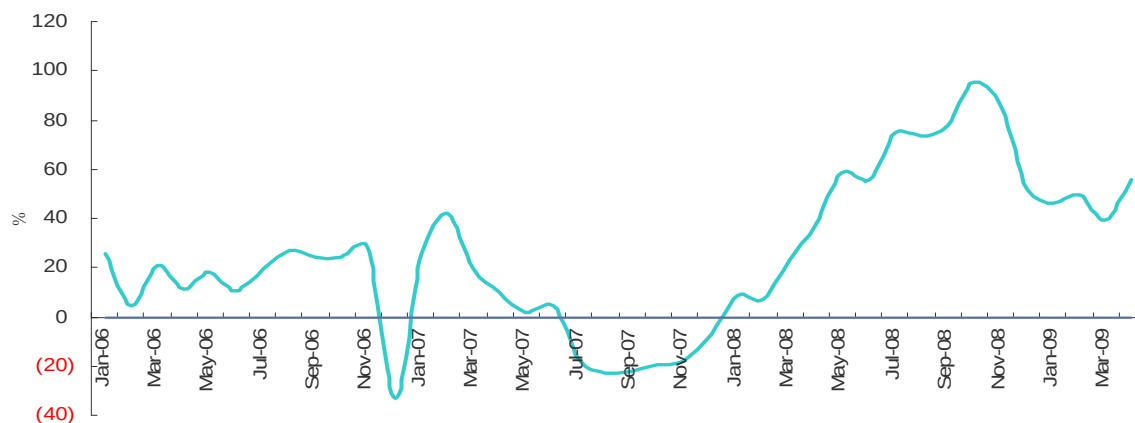
资料来源：长江证券研究部

图 3 可用座公里增速处于持续扩张中



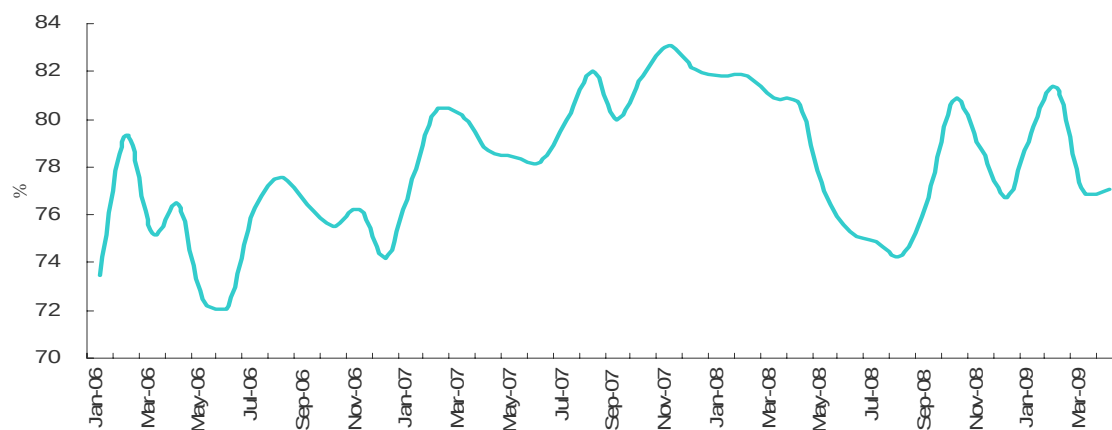
资料来源：长江证券研究部

图 4 可用货运吨公里正在持续扩张



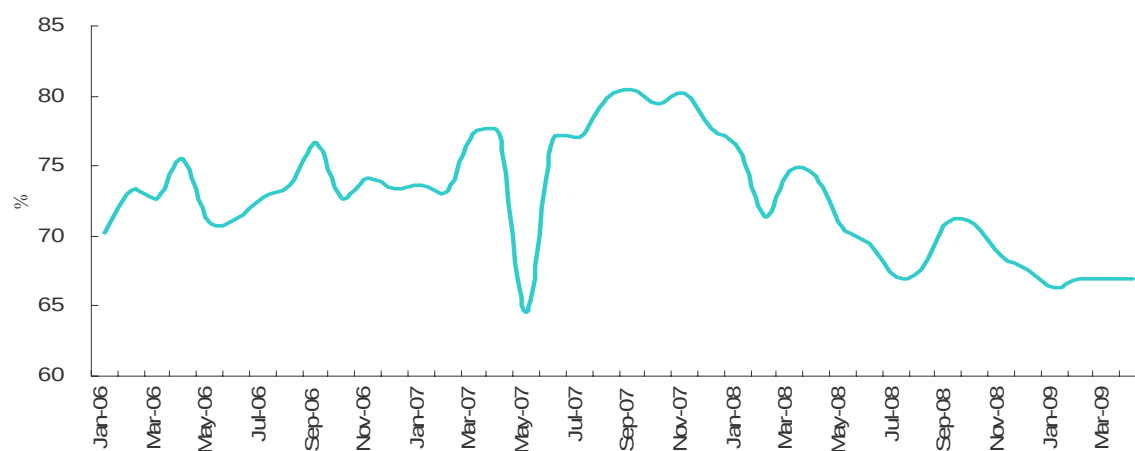
资料来源：长江证券研究部

图 5 客座率保持了环比平稳



资料来源：长江证券研究部

图 6 总载运率保持环比平稳



资料来源：长江证券研究部

第二，公司在谷底激进的扩张运力 50%，必定在未来成为最大的受益者

公司最近一期的董事会决议公告：2009 年公司计划引进飞机 38 架，包括 A340 飞机 2 架、A330 飞机 3 架、A319 飞机 9 架、B737-800 飞机 24 架。根据 2008 年年报披露的飞机数量为 77 架，这一扩张计划大约为现有运力的 50%，扩张的速度在行业内应该是非常罕见的。现在正是行业的大周期底部，在谷底激进扩张，那么毫无疑问，在行业复苏和增长时期，必定是最大的受益者。

第三，随着海南旅游业的发展和国际旅游岛的建设，公司未来的需求增速至少在 15%以上

海南航空依托海南岛独特的地理位置，占有海南岛市场份额的 1/3，在过去几年中收费客公里基本都保持了 20%以上的增长，而海南岛也为公司贡献了 65%的收入份额。经过我们的测算，随着海南旅游业的发展和国际旅游岛的建设，保守估计每年的收费客公里增速应该在 15%以上（预测过程请参考报告《2008 年报及 2009 年 1 季报点评》）。

表 2 考虑货币补贴换算的海南航空未来旅客周转量增速预测

年份	享受增量国际需求份额	10%	30%	50%	70%	90%
2009		15.9%	15.9%	16.0%	16.0%	16.1%
2010		17.8%	22.1%	26.3%	30.6%	34.9%
2011		15.6%	18.9%	21.9%	24.8%	27.4%
2012		14.0%	16.6%	18.9%	20.9%	22.8%
2013		12.4%	14.5%	16.3%	17.9%	19.2%

资料来源：长江证券研究部

第四，看好公司未来的发展趋势，重申“推荐”评级

我们维持前期对公司基本面的判断和对盈利的预测，公司 09-11 年 EPS 为 0.25 元、0.12 元和 0.23 元，同样维持前期对公司合理股价的判断，目标价 8.84 元（不考虑注资预期则为 7 元）。

表 3 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13552	15365	18457	21720	货币资金	6652	7542	5537	6516
营业成本	12516	12054	14206	16485	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1036	3311	4251	5234	应收账款	441	500	600	707
% 营业收入	7.64%	21.55%	23.03%	24.10%	存货	255	246	290	336
营业税金及附加	384	436	523	616	预付账款	272	262	309	358
% 营业收入	2.84%	2.84%	2.84%	2.84%	其他流动资产	249	153	153	153
销售费用	587	666	800	941	流动资产合计	7869	8703	6889	8070
% 营业收入	4.33%	4.33%	4.33%	4.33%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	516	585	703	827	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%	长期股权投资	720	733	746	758
财务费用	648	1378	1884	2062	投资性房地产	172	172	172	172
% 营业收入	4.78%	8.97%	10.21%	9.49%	固定资产合计	23706	33783	39524	44617
资产减值损失	616	0	0	0	无形资产	237	225	213	202
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	32	32	32	32	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	-1684	279	373	821	其他非流动资产	5197	5197	5197	5197
% 营业收入	-12.42%	1.81%	2.02%	3.78%	资产总计	48309	59366	62278	67791
营业外收支	136	787	147	147	短期贷款	9020	15812	15512	15905
利润总额	-1536	1066	520	968	应付款项	4279	1205	1421	1649
% 营业收入	-11.34%	6.94%	2.82%	4.46%	预收账款	861	1837	3010	4389
所得税费用	52	85	42	77	应付职工薪酬	139	134	158	183
净利润	-1588	981	479	891	应交税费	208	235	283	333
归属于母公司所有者					其他流动负债	6728	4087	3361	3907
的净利润	-1424	880	429	799	流动负债合计	21235	23310	23744	26366
少数股东损益	-164	101	49	92	长期借款	18250.7	26250.7	28250.7	30250.7
EPS (元/股)	-0.40	0.25	0.12	0.23	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	2157	2157	2157	2157
经营活动现金流净额	3696	2020	5166	7635	负债合计	41642	51718	54152	58774
取得投资收益	55	0	0	0	归属于母公司	6143	7022	7452	8250
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	524	625	675	767
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	6667	7648	8126	9017
固定资产投资	-8509	-12000	-7000	-7000	负债及股东权益	48309	59366	62278	67791
其他	-1384	13	13	13	基本指标				
投资活动现金流净额	-9837	-11987	-6987	-6987		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.40	0.25	0.12	0.23
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.9	2.2	2.3	2.6
银行贷款增加(减少)	19131	14792	1700	2393	PE	-13.1	21.2	43.5	23.4
筹资成本	648	1378	1884	2062	PEG	0.1	-0.4	0.5	3.3
其他	-15049	-5312	-3768	-4123	PB	2.8	2.4	2.3	2.1
筹资活动现金流净额	4731	10857	-184	331	EV/EBITDA	-44.3	12.6	12.1	10.2

分析师介绍

杨志清，同济大学道路与机场工程系博士，交通部公路科学研究院联合培养研究生，从事交通运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。