

高世梁

021-50588666-8022

gaosl@ccnew.com

2009年6月12日

逆势扩张、展翅飞翔

—海南航空（600221）调研简报

公司调研

增持（首次）

报告关键要素：

国内和客运市场为主，受外部冲击小；逆势扩张，抢占市场；海南国际旅游岛带来发展机遇；民航基础设施建设基金返还和免征、30亿注资改善财务状况；相对较低估值提供安全性。

投资要点：

- **国内第四大航空公司，航线以国内和客运为主。**海航是国内第四大航空公司，目前拥有国内外航线473条、通航城市82个。08年公司旅客运输量为1438万人次，占全民航旅客运输量的7.5%；公司国内航线占95%以上，收入在9成左右。货运比重很小，08年只占营业收入的3%左右。以国内和客运航线为主的经营结构使公司很好的规避了国际经济危机所带来的冲击。
- **立足海南、辐射全国。**公司目前以海南为主要运营市场，08年在海口的市场份额为44%。同时，公司在北京、太原、西安、天津、乌鲁木齐、宁波、广州等地均有营运基地，实现了较完善的国内市场航线布局。
- **逆势扩张、抢占市场。**09年公司逆势提升运力规模，截止09年一季度公司共拥有89架飞机，相比08年底增加了12架。按照公司计划，09年将引进超过20架飞机，在未来的几年内每年也将快速提升机队规模。在国内其他航空公司收缩的时候，公司逆势扩张，有利于提高市场份额。从前5个月的经营数据来看，公司的ASK同比增速从1月份的13.9%上升到了5月份的25.4%，而旅客周转量同比增速也从1月份的10.6%上升到5月份的20.3%，呈现了良好效果。不过，公司的客座率同比变动百分比从1月份的上升2.4个百分点发展到5月份的下降3.1个百分点，这也是扩张策略带来的“副作用”。好在公司的客座率一直维持在较高水平，目前的下降也在管理层的可控预期内。
- **和竞争对手的差异竞争。**由于公司主要市场在海南，以价格敏感度较高的旅游客源为主，使得公司的平均票价水平要低于三大航。不过公司的高飞机利用率、高客座率很好的弥补了单位收费水平较低的问题。公司较早采用多等级舱位票价系统，通过对市场的细分、良好的营销以及航线管理，在竞争激烈的市场中保持一席之地。
- **海南国际旅游岛带来发展机遇。**09年1月《海南国际旅游岛规划纲要》出台，对海航来说带来良好机遇。便利的签证政策、开放的航权政策以及其他一系列特殊优惠政策将对公司市场品牌、航空运输业务以及其他副业带来明显的促进作用。
- **民航基础设施建设基金返还和免征、30亿注资改善财务状况。**09年4月公司已收到08年下半年的民航基础设施建设基金返还1.59亿元，同时免征09年上半年民航基础设施建设基金，对于公司成本下降有较大好处；向海南省发展控股有限公司以及海航集团定向增发30亿将下降公司的负债率、提升公司的融资能力、下降财务费用和提高现金流水平；此外，按照目前的航油价格水平，公司全年航油成本将大幅下降，也将对09年业绩带来明显促进作用。
- **给予“增持”评级。**不考虑定向增发的摊薄效应，我们预计公司09年每股收益为0.24元，市盈率为22.42倍。公司目前的PB水平在航空板块中最低，股价具有相对安全性，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济复苏程度对公司业务量影响；甲型流感影响；未来油价走势影响公司成本变动；

行业内竞争和其他运输方式竞争。

盈利预测

	2007	2008	2009E
营业收入（万元）	1355680	1355166	1558441
增长比率（%）	6.12	-0.37	15
净利润（万元）	65139	-142435	85700
增长比率（%）	290.62	- -	- -
每股收益（元）	0.18	-0.40	0.24
市盈率（倍）	29.88	- -	22.42

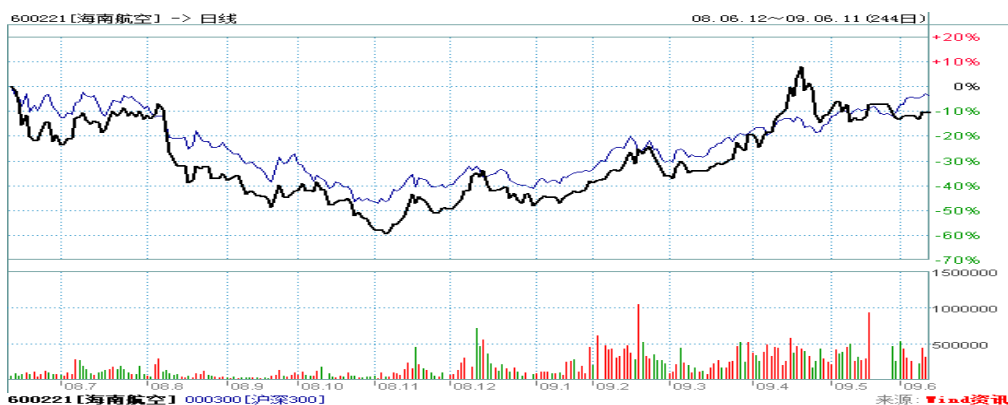
市场数据（2009年06月10日）

收盘价（元）	5.38
一年内最高/最低（元）	6.50/2.44
沪深300指数	2989.59
市净率（倍）	3.07
流通市值（亿元）	84.13

基础数据（2009年3月31日）

每股净资产（元）	1.75
每股经营现金流（元）	0.30
毛利率（%）	20.86
净资产收益率（%）	0.52
资产负债率（%）	86.93
总股本/流通股（万股）	353025/156368
B股/H股（万股）	18472/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。