

海南航空 (600221. sh)

航线网络结构优化, RPK 快速增长

黄永琳 交通运输业 研究员 董丁 交通运输业 研究助理
 电话: 020-87555888-660 电话: 020-87555888-403
 eMail: hyl2@gf.com.cn eMail: dd2@gf.com.cn

5 月份需求保持较快增长, 流感影响小

5 月份, 公司客运量和旅客周转量环比持续增长, 且同比增幅均比去年同期大幅提高。甲型 H1N1 流感疫情自 4 月份爆发以来, 对国内航空需求影响有限, 这符合我们之前的判断。5 月份, 公司运力投放持续快速增长, 客座率有所下降, 但仍高于行业平均水平。我们预计, 今年公司将实现旅客运输量同比增长 13%; 旅客周转量同比增长 15%。

运力投放快速增长

今年公司将新引进 33 架飞机, 其中 9 架用于租赁, 新投入运营的运力均为 B737 等中型客机, 原计划今年交付的宽体机将推迟至明年交付。预计公司今年运力增长将达 20% 以上。未来三年公司机队扩张较快, 预计大额资金需求依然会带来财务费用较快增长。

公司竞争力分析

公司在行业中具有零事故率、较高的正点率和客座率水平, 表明公司具有优秀的管理和服务能力。航线结构趋于优化, 公司 RPK 行业占有率稳中趋升。航线结构、以及航班时刻资源制约了公司的单位旅客收益水平, 公司通过加强成本控制力来提升盈利能力, 收入成本率行业内较低。公司的立地条件, 加之支线航空的运营, 使其受高铁的冲击较小。

投资建议

预计公司未来三年 EPS (增发后) 为 0.14 元、0.17 元、0.19 元。目前股价分别对应动态 PE 为 36.9 倍, PB 为 2.5 倍。从市净率估值来看, 公司的估值水平在航空板块中较低, 并且目前的股价水平接近向大股东定向增发的价格, 安全性较高。从成长性来看, 在建设海南国际旅游岛的背景下, 凭借优秀的管理和服 务、立地条件、基地分布, 通过加大开发国际航线、不断优化航线结构, 公司 RPK 具有快速增长的潜力。给予公司“买入”的投资评级。

风险分析

油价大幅波动的可能性较小。预计公司今年的航油采购均价为 4500 元/吨, 剔除国内对国际的溢价部分, 对应于国际航油价格 70 美元/桶, 航油价格每上涨 100 元/吨, 将带来公司 EPS 变化 0.02 元。

公司评级

买入

当前价格(元) 5.29
 目标价格(元) 7.00
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.21%	26.25%	-27.03%
上证综指	7.27%	23.99%	-17.83%

股票数据

总股本(万股)	353,025.3
流通 A 股(万股)	174,841.0
主要股东:	
	大新华航空有限公司
主要股东持股比例	48.62%
流通 A 股比例	49.53%

财务比率

ROE	-23.19%
ROA	-2.95%
资产负债率	86.20%
每股净资产(元)	1.74

2008 年报数据。

调研要点与投资建议

近期我们去公司调研,对于市场普遍关心的问题与公司董事长等多位高管进行了深入交流。公司及其他主要航空公司最新的运营数据表明,甲型H1N1流感疫情自4月份爆发以来,对国内航空需求影响很小,这符合我们之前的判断。2009年5月份,公司实现客运量和旅客周转量环比持续增长,且同比增幅均比去年同期大幅提高。07年以来,随着航权逐步开发,在国内其他主要航空公司的RPK行业占有率下降的同时,公司行业占有率却稳中趋升,表明公司航线结构趋于优化。公司在行业内拥有零事故率、较高的航班正点率和客座率水平,虽然航线和航班时刻资源制约了公司单位收益水平,但是公司通过有力的成本控制降低了收入成本率,该指标处于行业内较低水平。

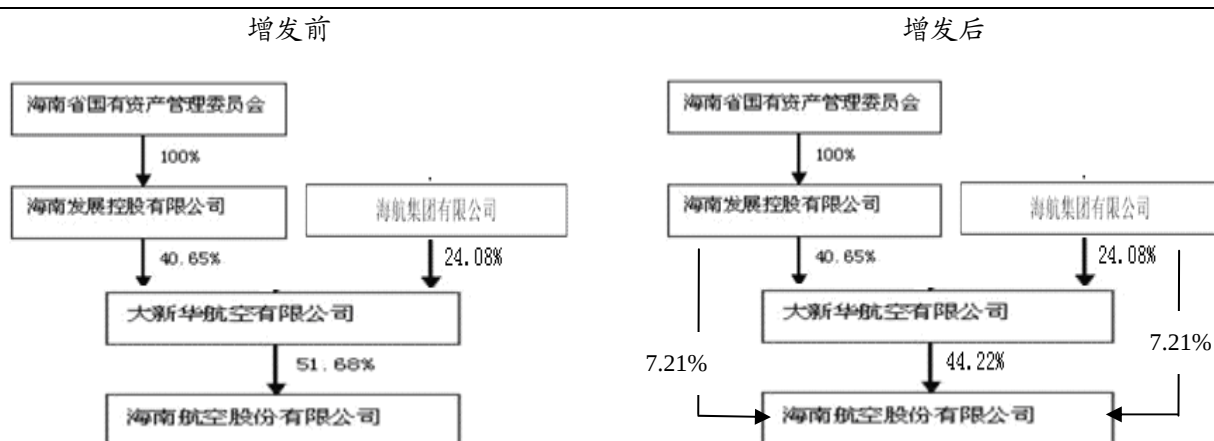
我们预计公司未来三年EPS(增发后)为0.14元、0.17元、0.19元。目前股价分别对应动态PE为36.9倍, PB为2.5倍。从市净率估值来看,公司的估值水平在航空运输板块中较低,并且目前的股价水平接近公司向大股东定向增发的价格,安全性较高。从成长性来看,海航RPK行业占有率稳中趋升,且在建设海南国际旅游岛的背景下,凭借优秀的管理和服务、立地条件、基地分布,通过加大开发国际航线、不断优化航线结构,公司RPK具有快速增长的潜力。我们给予公司“买入”的投资评级。

公司背景介绍

海南航空股份有限公司于1993年1月成立,于1997年在上交所上市。公司设立了海口、北京、宁波、三亚、西安、太原、天津、乌鲁木齐、广州、兰州、大连、深圳等航空营运基地,开通了国内外航线近500条,包括北京-柏林、北京-布达佩斯、北京-布鲁塞尔、北京-西雅图、北京-迪拜-罗安达、北京-圣彼得堡、海口-曼谷、三亚-首尔等多条国际定期、包机航线,同时公司拥有全国最多的支线航空机队。

经股东大会通过,公司将向实际控制人海南发展控股有限公司和海航集团非公开发行A股股票数量为5.95亿股,募集资金总额约为30亿元,即海南省政府和海航集团各15亿元的注资注入股份公司,其中拟以20.47亿元偿还银行贷款,剩余部分用于补充公司流动资金。增发之后,公司实际控制人海南发展控股有限公司的持股比例将由21.0%上升到25.2%。

图1: 公司股权结构图



数据来源: 上市公司

公司的经营情况分析

5月份需求保持较快增长, 流感影响小

2009年5月份, 公司实现客运量和旅客周转量环比持续增长, 客运量同比增长17.7%、旅客周转量同比增长20.3%, 增幅均比去年同期大幅提高。公司国内航线旅客输送量占比达90%以上, 甲型H1N1流感疫情自4月份爆发以来, 对国内航空需求影响有限, 这符合我们之前的判断。

5月份, 公司运力投放持续快速增长, ASK同比增长25.4%, 高于RPK增幅, 使得客座率有所下降, 但仍高于行业平均水平。

图2: 公司月度RPK的变化情况

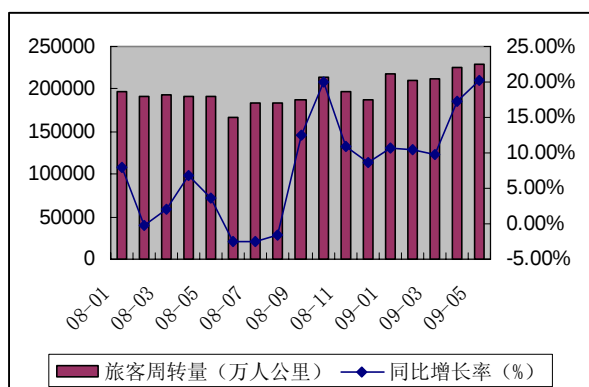
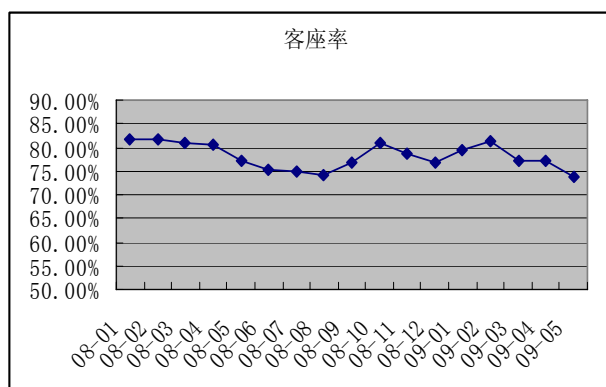


图3: 公司月度客座率的变化情况



数据来源: 上市公司、广发证券发展研究中心

客运量季节性波动逐渐平缓

民航业的季节性波动比较明显, 传统旺季处于每年的7-10月份。而公司旅客运输量的季节性波动越来越缓和, 这与公司的立地条件、市场结构特点有关。公司不断调整航线网络结构, 近几年旅客周转量增速明显高于旅客运输量。我们预计, 今年公司将实现旅客运输量同比增长13%; 旅客周转量同比增长15%。

图4：2008年公司主营业务收入分公司构成

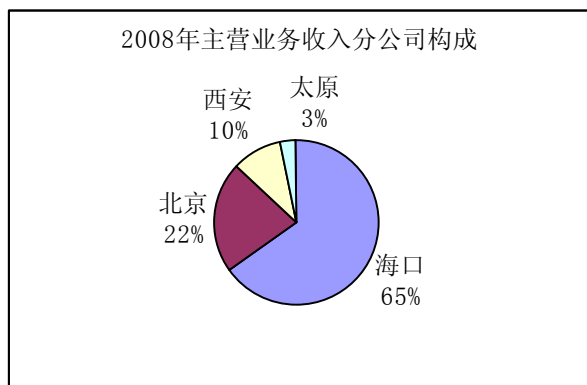
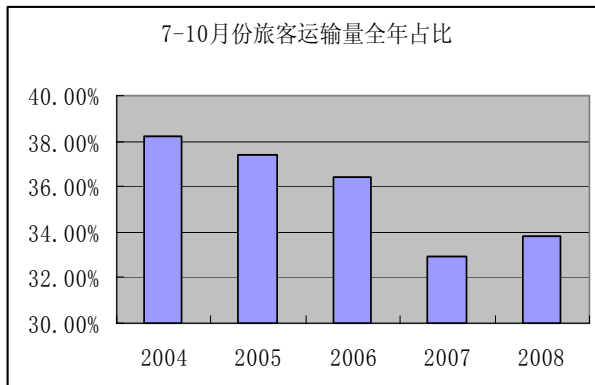


图5：7-10月份公司旅客运输量全年占比的变化情况



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

运力投放较快增长

今年公司将新引进33架飞机，其中9架用于租赁，新投入运营的运力均为B737等中型客机，原计划今年交付的宽体机将推迟至明年交付。我们预计，公司今年运力增长将达20%以上，客座率将比去年有所下降。

表 1：公司飞机引进计划

	2008	2009E	2010E	2011E
机队总数	143	176	196	212
计划新增飞机数		33	20	16
其中：				
新增 B737、A319 系列	-	33	14	14
新增 B787、A330、340 系列	-	0	6	2
预计购置飞机支出（亿美元）	-	21.15	22.7	14.0

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

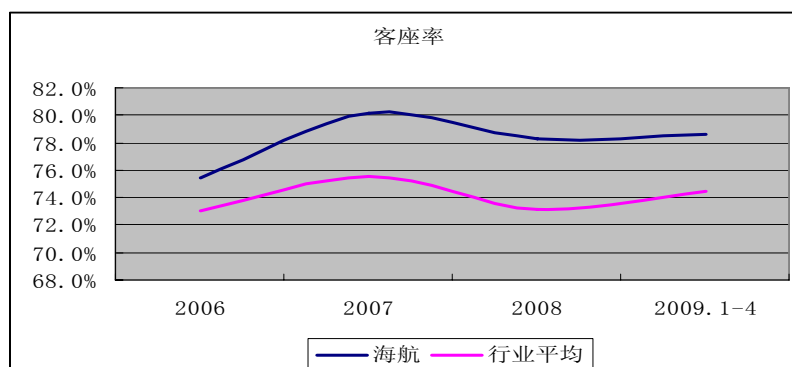
未来三年公司机队扩张较快，资本性支出将居高不下。虽然公司获得的省政府和集团注资30亿元，可以在短期内降低公司的资产负债率和财务费用，然而，我们预计大额资金需求依然会带来未来三年财务费用较快增长。

公司的竞争力分析

优秀的管理和服务能力

公司在行业中具有零事故率、较高的正点率和客座率水平，表明公司具有优秀的管理和服务能力。公司拥有一支稳定的管理队伍，这对公司发展战略的长期性和稳定性具有积极意义。

图6: 客座率比较



数据来源: 上市公司、中贸物流、广发证券发展研究中心

表 2: 1993 年以来中国民航重大事故

事件	原因
1993 年西北航空 Bae146 银川中断起飞意外	机械故障
1993 年东方航空 MD82 福州落地意外	操作失误
1993 年北方航空 MD82 乌鲁木齐降落意外	操作失误
1994 年西北航空 TU154 西安空难	机械故障
1997 年南方航空 B737 深圳空难	恶劣天气
2000 年武汉航空 Y7 武汉空难	恶劣天气
2002 年国航 B767 釜山空难	恶劣天气
2002 年北方航空 MD82 大连坠海	机械故障
2004 年东方航空 CRJ200 包头失事	操作失误

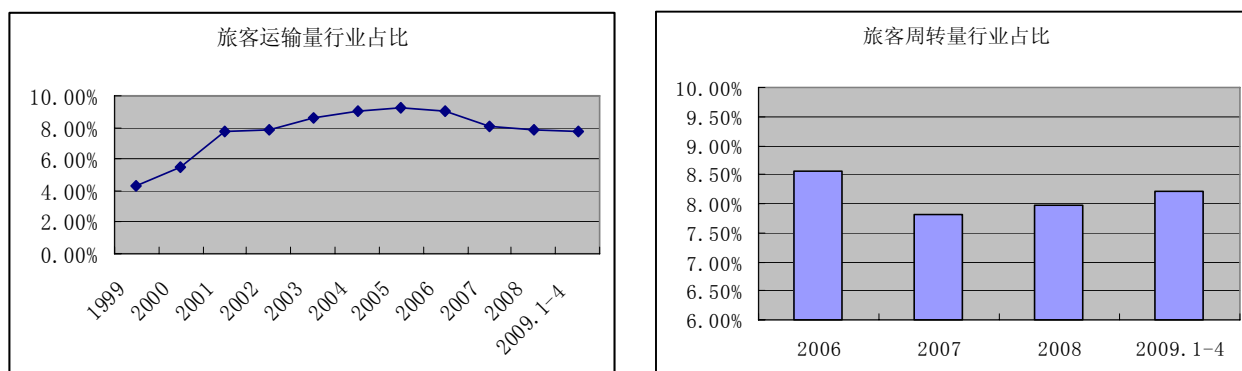
数据来源: 民航局、广发证券发展研究中心

RPK行业占有率稳中趋升

由于航权逐步开放, 国际三大航空联盟初步完成国内布局, 2007年以来国内主要航空公司旅客运输量行业占有率均呈现下降趋势, 而海航 RPK 行业占有率稳中趋升, 表明公司航线结构趋于优化, 国内远程航线客运量获得较快增长。

长期来看, 在建设海南国际旅游岛的背景下, 公司正在积极开发新的国际航线, 同时在国内消费结构升级的大趋势下, 旅游需求将拉动 RPK 快速增长。此外, 公司现有 12 个运营基地, 而设在中西部和东北部地区的基地数量占了近一半的比例, 中西部市场的潜能将为公司带来较大的增长潜力。

图7：公司市场占有率的变化情况



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

盈利能力具有提升潜力

航线结构、以及航班时刻资源制约了公司的收益水平，公司通过加强成本控制力来提升盈利能力，收入成本率居行业内较低水平。我们认为，通过不断优化航线结构、以优秀的管理和服吸收更多的常旅客会员，公司的盈利水平具有提升空间。

图8：客运收益比较

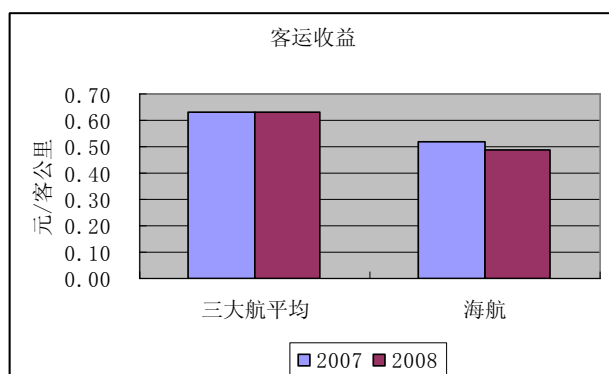
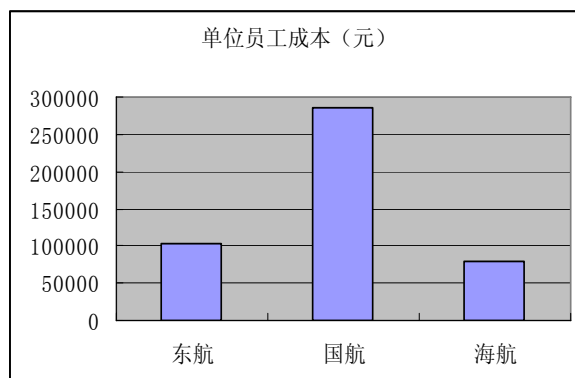


图9：2008年单位员工成本比较



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

表 3：单位成本和收入成本率比较

		南航		东航		国航		海航	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
单位成本 (元/可用吨)	单位经营成本	3.83	4.28	3.61	4.12	3.09	3.72	4.14	4.31
	单位经营成本 (除航油)	2.54	2.66	2.36	2.54	1.94	2.18	2.72	2.65
收入成本率 (%)	经营成本/收入	97.32	108.25	100.14	114.75	92.71	102.98	89.72	103.33
	经营成本(除航油)/收入	64.54	67.34	65.41	70.56	58.13	60.29	58.79	63.56

注：经营成本=营业成本+营业税金附加+销售费用+管理费用

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

公司正在积极开发新的国际航线。从目前国际航线的布局来看，我们认为，公司将开辟相对独立的目标市场——对国际目标市场的定位不会与国内三大航发生直接竞争。相对独立的国际市场有助于公司树立品牌、强化国际影响力，同时国际客源的增长也会带来收益水平的提升。

图10：公司主要国际航线



数据来源：上市公司

高铁冲击较小

未来两至三年国内“四纵四横”高速铁路客运网路将陆续贯通。高铁运输以较频密的发车率、较高的正点率、较便捷的地面交通接驳、较好的舒适度和安全性等优势，对航空运输发起挑战，尤其对1000公里附近及以内的干线航空运输的冲击较大。公司的立地条件——海南独特的地理位置，加之支线航空的运营（包括第三类机长-枢纽机场、第三类机场-本地区省会、重点旅游景区机场-其他地区省会），使其受高铁的冲击较小。

投资建议

盈利预测假设：

需求方面：2009-2010年，航线结构进一步优化，将带来国际和远程客运量较快增长，预计公司RPK年增长率分别为15%、13%、10%；

航油成本方面：预计今年公司航油采购均价为4500元/吨，剔除国内对国际的溢价部分，对应于国际航油价格70美元/桶，预计公司今年航油成本将大幅缩减34%，占营业成本的比例将由去年43%下降到32%；

其他：公司无航油套期保值合约，2009年公司将收到去年下半年民航建设基金返还1.59亿元，计入营业外收入。

基于以上假设条件，我们预计公司未来三年EPS（增发后）为0.14元、0.17元、0.19元。目前股价分别对应动态PE为36.9倍，PB为2.5倍。

从市净率估值来看，公司的估值水平在航空运输板块中较低。从实际控制人的注资行动不难看出，省政府和海航集团支持上市公司做强做大，并且目前的股价水平接近向大股东定向增发的价格，安全性较高。从成长性来看，海航RPK行业占有率稳中趋升，且在建设海南国际旅游岛的背景下，公司凭借优秀的管理和服务能力，通过加大开发国际航线、不断优化

航线网络结构，公司 RPK 具有快速增长的潜力。我们给予公司“买入”的投资评级。

表 4: 利润表预测	单位: 万元			
	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	1355166	1395320	1729637	1976412
同比增长率 (%)	-0.04%	2.96%	23.96%	14.27%
二、营业总成本	1526730	1347478	1631793	1858137
营业成本	1251614	1106352	1309032	1469012
主营毛利率 (%)	7.64%	20.71%	24.32%	25.67%
营业税金及附加	38427	35999	43587	48620
销售费用	58718	59441	73164	83207
销售费用率 (%)	4.33%	4.26%	4.23%	4.21%
管理费用	51590	52324	64688	73720
管理费用率 (%)	3.81%	3.75%	3.74%	3.73%
财务费用	64823	93362	141322	183578
财务费用率 (%)	4.78%	6.69%	8.17%	9.29%
资产减值损失	61559	0	0	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	3210	5939	9977	14966
四、营业利润	-168354	53781	107821	133242
加: 营业外收入	16034	15900	0	0
减: 营业外支出	1301	0	0	0
五、利润总额	-153621	69681	107821	133242
减: 所得税	5220	1742	21564	39973
六、净利润	-158841	67939	86257	93269
归属于母公司所有者的净利润	-142435	63862	81082	87673
七、每股收益:				
(一) 基本每股收益	-0.4	0.181	0.230	0.248
(二) 稀释每股收益	-0.4	0.135	0.172	0.186

主要风险分析

油价大幅波动。我们认为，全年油价将在40-80美元波动，鉴于需求因素，全球油价出现去年大幅波动情形的可能性较小。预计公司今年的航油采购均价为4500元/吨，剔除国内对国际的溢价部分，对应于国际航油价格70美元/桶，航油价格每上涨100元/吨，将带来公司EPS变化0.02元。

甲型H1N1流感的影响。世界卫生组织已将流感警戒级别调高至最高级第6级，但此调整原因并非源于流感的病毒性，而是其较强的传染性。我们认为，由于流感的毒性较温和、致命率很低，经历SARS事件之后国人已有较强的心理免疫力，加之国家防疫防控措施比较及时，流感疫情对航空公司的实质性影响有限。数据佐证，自今年4月流感在我国爆发以来，国内航空公司4、5月份的运营数据表明航空需求尤其是国内航线所受冲击很小。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

海南航空(600221)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。