

分析师： 吴云英

联系人： 杨志清 (8621)68751772 yangzq@cjsc.com.cn

2009 年中报点评——主业盈利可喜，运力激进扩张迎接行业复苏

事件描述

海南航空公布 2009 年中报：

- 公司 2009 年上半年实现收入 67.92 亿，同比下降 1.27%，归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿，同比下降 43.72%，每股收益 0.051 元，同比下降 42.05%。

事件评论

第一，政府补贴无法弥补汇兑收益下降，净利润同比下降

公司 09 年中报同比变化最大的科目是财务费用和营业外收入，对业绩产生重要影响。上半年，公司财务费用总计 5.78 亿，同比增加 313.32%，大幅增长的主要原因是人民币兑美元升值步伐放缓，导致汇兑收益净额由去年的 4.53 亿下降到今年的 0.62 亿，同比下降 86.31%。另外，公司上半年营业外收入为 1.84 亿，同比增长 503.55%，大幅增长的主要原因是公司获得了政府补助，包括民航总局及各分局补助的航线补贴和航线资源返还款总计 1.76 亿，而去年同期的政府补助只有 2710.5 万。综上，财务费用对 EPS 贡献为 -0.16 元，营业外收入对 EPS 的贡献为 0.05 元，两项科目对 EPS 净影响为 -0.11 元，政府补贴无法弥补汇兑收益下降带来的影响。

表 1：海南航空 09 年中报利润表摘要

项目	09 年中报（百万）	08 年中报（百万）	同比
一、营业收入	6,792.3	6,879.5	-1.27%
减：营业成本	5,470.8	5,671.8	-3.54%
营业税金及附加	213.5	216.1	-1.23%
销售费用	292.3	339.9	-13.99%
管理费用	245.1	227.7	7.65%
财务费用	578.1	139.9	313.32%
资产减值损失	0.0	0.2	-100.00%
加：公允价值变动收益	0.0	0.0	#DIV/0!
投资收益	6.0	10.9	-44.66%
二、营业利润	(1.5)	294.8	-100.51%
加：营业外收入	183.8	30.5	503.55%
减：营业外支出	1.6	1.2	27.46%
三、利润总额	180.7	324.1	-44.24%
减：所得税费用	0.0	1.1	-100.00%

四、净利润	180.7	322.9	-44.04%
归属于公司所有者的净利润	175.0	311.0	-43.72%
少数股东损益	5.7	12.0	-52.45%
五、每股收益			
（一）基本每股收益	0.051	0.088	-42.05%
（二）稀释每股收益	0.051	0.088	-42.05%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，上半年主业盈利，行业中仅次于国航

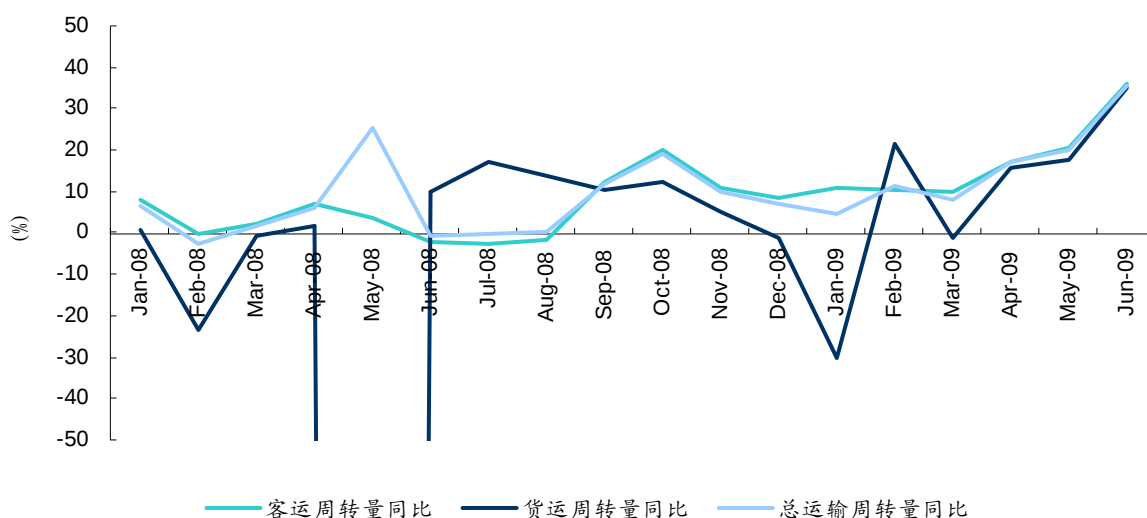
海航上半年扣除非经常性损益后的基本每股收益为0.003元，在所有航空公司中，是除了国航以外唯一主业能够盈利的。公司上半年运输总周转量同比上升17.03%，其中客运周转量同比上升18.04%，货运周转量同比上升11.57%，但是主营业务收入却同比下降3.44%，主要原因是上半年国际旅客市场大幅下滑，国内几大航空公司纷纷缩减国际航班，增加运力执行国内航班，致使国内市场竞争异常激烈，票价处于较低水平，且1月15日起国内航线停征燃油附加费，公司的单位收入从5.55元/吨公里降至4.58元/吨公里，同比下降17.39%。与此同时，航油价格持续下调为航空公司降低运营成本创造了有利条件。今年上半年的航油均价为4284元/吨，与2008年上半年6661元/吨的均价相比，降幅达35.69%。综合考虑航油价格下降和燃油附加费取消等各种因素，公司的盈利能力仍有提升空间，因此上半年公司主营业务实现微利。

表 2：A 股航空公司 09 年中报业绩汇总

	国航	ST 东航	南航	海航	ST 上航
基本每股收益（元）	0.25	0.2369	0.006	0.051	-0.084
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元）	0.02	-0.5598	-0.19	0.003	-0.628

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：海南航空运输周转量表现



资料来源：长江证券研究部

第三，运力投放迎接需求复苏，维持“推荐”评级

2009 年上半年，公司净增加运力 14 架，其中新引进飞机 18 架，退出飞机 4 架，截止 2009 年 6 月 30 日，公司运营

的机队规模达 91 架。公司在行业低谷时期选择增加投放运力，主要是看好国内航空需求的率先复苏，以及对海南岛旅游市场的信心。上半年公司在海口的营业收入同比增长了 9.27%，我们认为三季度的国内旅游旺季将带来量价齐升局面，公司上半年增量不增收的态势也将得到缓解。

未来两年，随着航空需求进一步的复苏，公司的运力投放将逐步在收入和利润方面得到体现。公司面临的主要风险是航油价格上涨和航空需求因甲型流感无法正常复苏。

我们对公司 09-11 年的业绩预测分别为 0.19 元、0.24 元和 0.33 元，对应 PE 为 27.2 倍、21.3 倍和 15.5 倍，维持“推荐”评级。

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	16434	19693	23297	货币资金	6652	8067	5908	6989
营业成本	12516	13188	15220	17597	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1036	3246	4473	5700	应收账款	441	535	641	758
% 营业收入	7.64%	19.75%	22.71%	24.46%	存货	255	269	310	359
营业税金及附加	384	466	558	661	预付账款	272	287	331	382
% 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	712	853	1009	流动资产合计	7869	9310	7343	8641
% 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	626	750	887	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	800	880	960
财务费用	648	1206	1471	1862	投资性房地产	172	172	172	172
% 营业收入	4.78%	7.34%	7.47%	7.99%	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	200	200	200	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	-1684	436	1041	1480	其他非流动资产	5197	5197	5197	5197
% 营业收入	-12.4%	2.65%	5.28%	6.35%	资产总计	48309	60040	62866	68564
营业外收支	136	493	147	147	短期贷款	9020	13241	12190	12022
利润总额	-1536	929	1188	1628	应付款项	4279	1319	1522	1760
% 营业收入	-11.3%	5.65%	6.03%	6.99%	预收账款	861	1905	3156	4636
所得税费用	52	74	95	130	应付职工薪酬	139	146	169	195
净利润	-1588	855	1093	1498	应交税费	208	252	302	357
归属于母公司所有者的净利润	-1424	766	980	1343	其他流动负债	6728	4248	3505	4073
少数股东损益	-164	88	113	155	流动负债合计	21235	21111	20844	23044
EPS (元/股)	-0.40	0.19	0.24	0.33	长期借款	18250.7	26250.7	28250.7	30250.7
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	3696	1877	5283	8031	其他非流动负债	2157	2157	2157	2157
取得投资收益					负债合计	41642	49519	51252	55452
收回现金	55	0	0	0	归属于母公司				
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益	6143	9909	10889	12232
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	524	612	725	880
固定资产投资	-8509	-12000	-7000	-7000	股东权益	6667	10521	11615	13112
其他	-1384	80	80	80	负债及股东权益	48309	60040	62866	68564
投资活动现金流净额	-9837	-11920	-6920	-6920	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	3000	0	0	EPS	-0.40	0.19	0.24	0.33
银行贷款增加 (减少)	19131	12220	949	1833	BVPS	1.9	2.6	2.8	3.2
筹资成本	648	1206	1471	1862	PE	-12.5	27.2	21.3	15.5
其他	-15049	-4969	-2941	-3724	PEG	0.1	1.0	0.6	2.2
筹资活动现金流净额	4731	11458	-522	-29	PB	2.9	2.1	1.9	1.7
现金净流量	-1438	1415	-2159	1081	EV/EBITDA	-43.3	13.3	11.2	9.1
					ROE	-23.8%	8.1%	9.4%	11.4%

资料来源：长江证券研究部

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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	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。