

海南航空 (600221. sh)

受益海南国际旅游岛建设，成长性显著

黄永琳 研究员
电话: 020-87555888-660
eMail: hyl2@gf.com.cn

董丁 研究助理
电话: 020-87555888-403
eMail: dd2@gf.com.cn

RPK 快速增长，行业份额具有提升趋势

2009 年公司实现客运量同比增长 19.1%; RPK 同比增长 24.0%; 客座率同比下降 1.2 个百分点，为 77.1%。公司 RPK 实现较快增长，行业份额具有不断提升之势，这不仅得益于公司较快的运力扩张，还表明公司的航线结构进一步优化。

以海南、北京为重点发展市场

公司立足于海南省，海口是公司的大本营，三亚市场份额相对较小。公司在海口、三亚的市场份额分别为 41%、13%。在建设海南国际旅游岛的契机下，公司将着力建设和发展三亚基地，预计其在三亚市场份额将进一步提升。

北京作为全国各大航空公司必争的枢纽市场，也是公司未来的重点发展市场。2009 年公司在北京的市场份额为 11.5%，同比略有提升。

优秀的管理和服务能力

海南航空公司被 SKYTRAX 评定为中国内地首家“四星级”航空公司。此项殊荣，无疑是对其良好的服务品质的肯定，将提升海南航空以及海航集团整个产品服务链的品牌。

高铁冲击较小

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，使其受高铁的冲击较小。预计 2009 年公司 55%-60% 左右的收入来自海南省市场。

投资建议

在建设海南国际旅游岛的契机下，公司成长性突出，预计 2009-2011 年公司 EPS 为 0.15、0.25（增发后）、0.35 元，目前股价对应 PB 水平分别为 3.7、2.4、2.1 倍。公司相对估值水平于行业内较低，给予“买入”评级。

主要风险

受经济等因素的影响，航空需求增长低于预期。海南国际旅游岛航权开放，市场化运营将可能导致恶性竞争。油价大幅上涨，加剧航空公司的航油成本负担。大盘估值中枢下降。

公司评级

买入

当前价格(元)	7.13
目标价格(元)	8.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.56%	46.71%	112.20%
上证综指	-1.80%	7.91%	67.46%

股票数据

总股本(万股)	353,025.2
	8
流通 A 股(万股)	352,991.7
	2

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	99.99%

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。

公司调研简要与投资建议

近年来，公司在行业内的RPK份额具有不断提升之势，这不仅受益于运力的快速扩张，还表明公司的航线结构趋于优化。管理方面，公司的市场化程度较高，在行业中具有零事故率、较高的正点率，并获得中国首家SKYTRAX“四星级”航空公司，此外公司拥有一支稳定的管理队伍。虽然从以往获得注资的能力上，海南航空弱于国内三大航，但此次国家出台的海南岛建设意见给予了明确的财政支持态度，我们坚信公司未来可能获得来自海南省政府、海航集团的注资支持。在建设海南国际旅游岛的契机下，公司成长性突出，预计2009-2011年公司EPS为0.15、0.25（增发后）、0.35元，目前股价对应PB水平分别为3.7、2.4、2.1倍。公司相对估值水平于行业内较低，给予“买入”评级。

公司的增长潜力分析

RPK快速增长，行业份额具有提升趋势

2009年公司实现客运量1788万人次，同比增长19.1%；RPK283亿公里，同比增长24.0%；ASK367亿人公里，同比增长25.9%；客座率同比下降1.2个百分点，为77.1%。

图1：海南航空公司月度RPK的变化情况

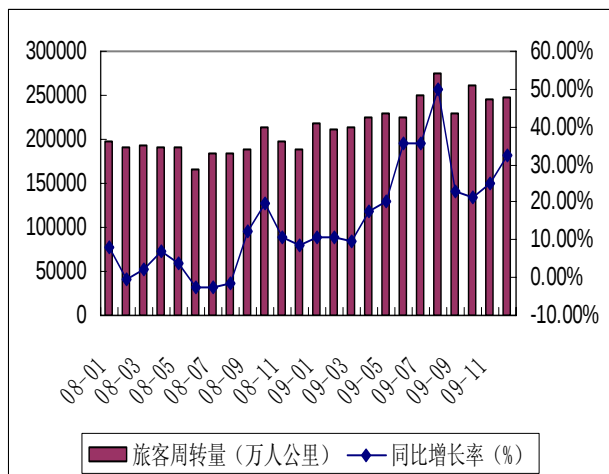
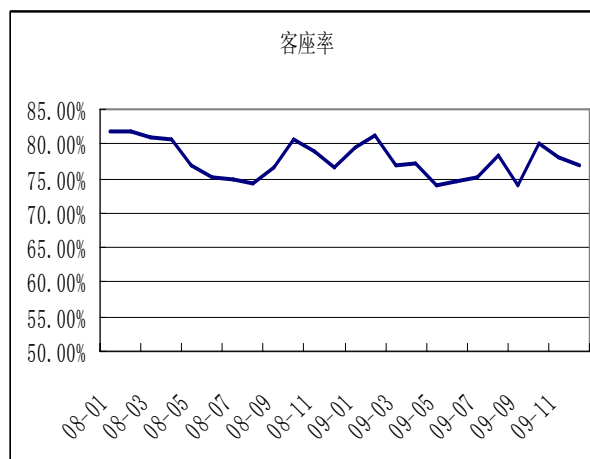


图2：海南航空公司月度客座率的变化情况



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

2009年前11月，公司实现旅客运输量同比增长18.5%、RPK同比增长23.2%，民航业实现旅客运输量同比增长19.6%、RPK同比增长16.5%。公司RPK实现较快增长，行业份额具有不断提升之势，这不仅得益于公司较快的运力扩张，还表明公司的航线结构进一步优化——长航线的发展，在客观上利于提高飞机利用小时，降低成本摊销。

图3：海南航空公司RPK行业份额

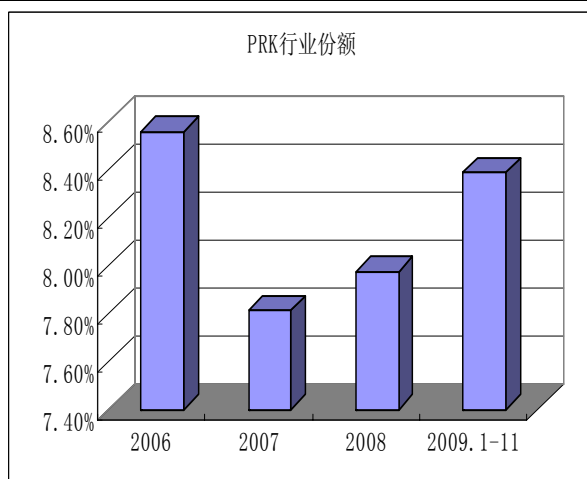
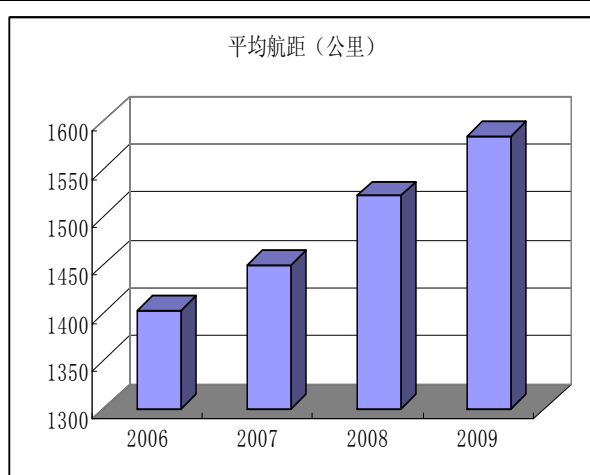


图4：海南航空公司平均飞行航距的变化情况



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

以海南、北京为重点发展市场

成立至今，海南航空在以海口为主基地的基础上，先后建立了北京、西安、太原、乌鲁木齐、广州、兰州、大连、深圳等八个航空营运基地，

开通了国内外航线近500条。公司立足于海南省，海口是公司的大本营，三亚市场份额相对较小。在建设海南国际旅游岛的契机下，公司将着力建设和发展三亚基地。目前公司在海口和三亚的市场份额分别为41%、13%。我们认为，在海南省政府和海航集团的鼎力支持下，公司以对新基地的大力投入，其在三亚的市场份额将进一步提升。三亚比海口更能显著分享国际旅游岛建设契机下带来的客源增长，而海南省政府正在大力推进海南西部旅游开发，海南东环铁路预计今年将建成通车，届时从海口到三亚只需90分钟。我们预计，受益于省政府的发展规划，海口—三亚环铁开通，以及海口购物免税的落实，将促使越来越多的航空旅客并不拘泥三亚一游，而是海南环游——即航空旅客从三亚入港（出港）、海口出港（入港）。

北京作为全国各大航空公司必争的枢纽市场，也是公司未来的重点发展市场。2009年公司在北京的市场份额为11.5%，同比略有提升，利于收益水平进一步改善。公司的国际定期航班大都以北京始发。

图5：海南航空公司主要国际航线



数据来源：上市公司

优秀的管理和服务能力

海南航空公司被SKYTRAX评定为中国内地首家“四星级”航空公司。SKYTRAX是当今全球最具有公信力和独立性的航空运输研究认证机构，其针对航空产品和服务研究评选具备广泛的权威性和指标性。每年SKYTRAX均会对世界上450多家航空公司的各项服务质量进行全方面的审核，从“一星”到“五星”分等级评定。当前世界上仅有韩亚、国泰、新加坡等6家航空公司获得SKYTRAX最高五星级航空公司称号。海南航空的此项殊荣，无疑是对其良好的服务品质的肯定，将提升海南航空以及海航集团整个产品服务链的品牌。

高铁冲击较小

未来两至三年国内“四纵四横”高速铁路客运专线与城际客运轨道将陆续贯通。高铁运输以较频密的发车率、较高的正点率、安全性等优势，对航空运输发起挑战。高铁将对1000公里以内的干线航空运输的冲击较大，对讲究“身份”、对个性化服务要求较高的高端商务旅客分流很少。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。预计2009年公司55%-60%左右的收入来自海南省市场。

盈利预测与投资建议

盈利预测的假设条件：

预计公司2009-2011年RPK同比增幅分别为23%、18%、16%，ASK同比增长25%、17%、15%；

表 1：海南航空公司主要经营指标预测

指标	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
RPK（万人公里）	2,019,164	2,160,546	2,191,311	2,695,313	3,180,266	3,679,727
同比（%）		7.00%	1.42%	23.00%	17.99%	15.71%
旅客运输量（万人）	1439.09	1,491	1,438	1,704	1,971	2,236
同比（%）		3.61%	-3.55%	18.50%	15.68%	13.44%
平均航距（公里）	1403	1449	1524	1582	1613	1646
同比增长率（%）		3.28%	5.16%	3.80%	2%	2%
ASK（万座位公里）	2,676,161	2,696,974	2,791,479	3,489,349	4,093,006	4,717,599
同比（%）		0.78%	3.50%	25.00%	17.30%	15.26%

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

2010年国际WTI原油年均价格80美元/桶，国际航油对原油的价格比率为1.1：1，国内航油对国际溢价比率为10%；

2010年人民币兑美元汇率升值3%；

销售费用率和管理费用率保持稳定；

所得税率25%。

我们预计2009-2011年公司EPS为0.15、0.25（增发后）、0.35元，目前股价对应PB水平分别为3.7、2.4、2.1倍。

近年来，公司在行业内的RPK份额具有不断提升之势，这不仅受益于运力的快速扩张，还表明公司的航线结构趋于优化。管理方面，公司的市场化程度较高，在行业中具有零事故率、较高的正点率，并获得中国首家SKYTRAX“四星级”航空公司，此外公司拥有一支稳定的管理队伍。虽然从以往获得注资的能力上，海南航空弱于国内三大航，但此次国家出台的海南岛建设意见给予了明确的财政支持态度，我们坚信公司未来可能获得来自海南省政府、海航集团的注资支持。在建设海南国际旅游岛的契机下，公司成长性突出，目前相对估值水平行业内较低，给予“买入”评级。

表 2：主要航空公司的估值比较

	代码	EPS			PE		当前 PB	评级
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E		
中国国航	601111.sh	0.33	0.35	0.46	32.12	30.29	5.50	买入
南方航空	600029.sh	0.20	0.18	0.20	30.95	34.39	4.80	买入
海南航空	600221.sh	0.15	0.25	0.35	46.80	28.08	3.82	买入
ST 东航	600115.sh	0.18	0.08	0.10	35.17	75.51	-17.98	买入

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

主要风险

受经济、偶发等因素的影响，航空需求增长低于预期。
海南国际旅游岛航权开放，市场化运营将可能导致恶性竞争。
油价大幅上涨，加剧航空公司的航油成本负担。
大盘估值中枢下降。

附：三大报表预测

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13556.80	13551.66	15203.20	17849.48	22043.22
减：营业成本	10594.52	12511.72	12058.85	13976.72	16658.35
营业税金及附加	429.02	384.27	462.61	543.14	670.75
营业费用	624.69	587.18	671.30	788.14	973.32
管理费用	514.77	515.90	567.79	666.62	823.25
财务费用	811.49	648.23	917.57	711.80	1300.46
资产减值损失	8.15	615.59	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	13.22	32.10	89.89	116.85	151.91
公允价值变动损益	0.00	-8.07	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	587.38	-1687.19	614.96	1279.91	1769.01
加：其他非经营损益	125.96	147.33	159.00	0.00	0.00
利润总额	713.34	-1539.87	773.96	1279.91	1769.01
减：所得税	5.02	54.95	171.02	290.77	404.27
净利润	708.33	-1594.82	602.94	989.15	1364.73
减：少数股东损益	56.94	-164.06	62.02	101.75	140.39
归属母公司股东净利润	651.39	-1430.76	540.92	887.40	1224.34
每股收益(EPS)	0.185	-0.405	0.153	0.251	0.347
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	7694.09	6075.09	152.03	178.49	220.43
应收和预付款项	3529.37	863.44	3740.32	1635.07	4904.49
存货	261.84	255.34	243.12	334.61	353.96
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	758.71	719.94	809.82	926.67	1078.58
投资性房地产	0.00	176.77	157.72	138.66	119.61
固定资产和在建工程	26269.42	33924.10	22146.67	20587.12	19027.57
无形资产和开发支出	402.33	237.13	202.18	167.22	132.26
其他非流动资产	559.88	5386.40	5291.95	5197.49	5197.49
资产总计	39475.64	47638.21	32743.81	29165.34	31034.40
短期借款	7465.55	9020.32	12134.64	64.43	5883.64
应付和预收款项	5355.88	9207.22	4812.05	10710.89	6917.44
长期借款	13540.53	18250.71	38243.83	45225.03	52832.21
其他负债	4678.26	4487.85	4487.85	4487.85	4487.85
负债合计	31040.21	40966.10	59678.37	60488.20	70121.15
股本	3530.25	3530.25	3530.25	4125.49	4125.49
资本公积	3854.14	3854.14	3854.14	6258.90	6258.90
留存收益	276.01	-1241.59	-700.67	186.72	1411.07
归属母公司股东权益	7660.41	6142.81	6683.72	10571.12	11795.46
少数股东权益	775.03	523.94	585.96	687.71	828.10
股东权益合计	8435.43	6666.74	7269.68	11258.83	12623.56
负债和股东权益合计	39475.64	47632.84	66948.06	71747.03	82744.71

现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	2544.01	3228.03	-4010.44	11954.71	-2685.38
投资性现金净流量	-6273.93	-9837.47	-23872.49	-8377.44	-9128.63
筹资性现金净流量	2568.41	4731.05	21959.87	-3550.81	11855.94
现金流量净额	-1180.47	-1905.60	-5923.06	26.46	41.94
现金及现金等价物期初余额	8256.17	7440.80	6075.09	152.03	178.49
现金及现金等价物期末余额	7440.80	6075.09	152.03	178.49	220.43

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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

海南航空(600221.sh)	董丁	2009-06-15
-----------------	----	------------

	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。