

投资收益保利润 经营逐步好转
谨慎推荐 维持评级

 分析师: 毛昂 ✉: maoang@chinastock.com.cn ☎: 010-66568732 执业证书号: S0130200010405

1. 事件

2010 年 8 月 30 日海南航空股份有限公司公布半年度报告, 公司经营收入 2010 年上半年, 公司完成业务收入 96.64 亿元, 较上年同期增长 42.28%, 2010 年上半年实现净利润 5.57 亿元, 较上年同期增长 218%, 基本每股收益 0.141 元, 较上年同期增长 182%。

2. 我们的分析与判断

分析报告期业绩的影响, 应该注意以下几个重要方面:

(1) 公司完成主营业务 2010 年上半年, 公司完成主营业务收入 87.42 亿元, 较上年同期增长 42.84%, 其中航空客运收入 81.03 亿元, 占主营业务收入的 92.69%, 货运及逾重行李收入 3.44 亿元, 占主营业务收入的 3.94%, 专包机及其他收入 2.60 亿元, 占主营业务收入的 2.98%。2010 年上半年实现净利润 5.57 亿元。

(2) 公司实现旅客运输量 917.4 万人次, 同比增长 12.64%; 累计货邮运输量 13.52 万吨, 同比增长 38.67%; 累计实现总周转量 171763 万吨公里, 同比增长 28.63%。

(3) 经营效率全面恢复。公司经营毛利率大幅度上升为 23.47%, 同比上升了 4 个百分点, 公司主要经营利润水平从去年同比亏损上升到大幅度盈利状态, 报告期公司营业利润 49026 万元, 营业外收入支出净收入达到 1.02 亿元, 同比减少 43%, 说明公司主要经营业务出现全面上升趋势, 经营毛利率水平已经创造近 5 年来最好水平, 并且超过 2007 年全年最好水平 21.85% 的 1.62 个百分点。

表 1: 公司经营: 客运上升、货运加速

指标	2010 年上半年	2009 年上半年	增减
可用座公里(ASK)	1,947,962	1,660,263	17.33%
运输总周转量 (万吨公里)	171,729	133,502	28.63%
客运总周转量 (万吨公里)	140,512	113,642	23.64%
货邮总周转量 (万吨公里)	31,217	19,860	57.19%
飞行总公里 (万公里)	11,172	9,861	13.30%
总飞行小时 (小时)	175,295	154,205	13.68%
飞行班次 (班次)	72,680	67,593	7.53%
飞机日利用率 (小时)	10.62	10.01	0.61
旅客运输量 (万人)	917.4	814.5	12.64%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

(4) 经营业务出现加速上升趋势。报告期公司可用座公里、运输总周转量、客运总周转量和货物运输总周转量分别增长 17.33%、28.63%、23.64% 和 57.19%, 说明公司已经进入全面上升的发展时期, 我们预计 2010 年下半年业务将继续保持 20% 以上的增长速度。

(5) 公司 2010 年上半年, 公司新引进 B737-800 型飞机 3 架, 调出 737-300 型飞机 1 架, A319 型飞机 2 架。截止 2010 年 6 月 30 日, 公司机队规模达 91 架。其中 B737-300 飞机 4 架, B737-400 飞机 9 架,

B737-800 飞机 65 架、B767-300 飞机 3 架、A319 飞机 2 架、A330-200 飞机 5 架、A340 飞机 3 架。

(6) 2010 年上半年, 海南省共接待游客 1323.62 万人, 同比增长 15.1%, 增速比上年同期加快将近 10 个百分点, 海南省国际旅游岛建设呈加速之势。2010 年 6 月, 《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》正式获得国家发展改革委的批复, 海南国际旅游岛建设再获政策支持, 为海南省航空运输业带来发展机遇。

(7) 国际石油价格上半年出现小幅度上升趋势, 目前在 75 美元/桶左右, 未来趋势呈现震荡局面的可能性还是比较大的。我们已经将 2010 年石油平均价格预测为从每桶 65 美元上升到 75 美元, 总体水平比较 2009 年平均将上升 20% 左右, 这对于公司经营应该是一个压力因素。如果国际石油价格再次出现大幅度上涨, 将对公司经营产生影响。

(8) 国内燃油再次大幅度上升。国家已经将国内燃油价格上涨了 500 元/吨, 出厂价格从 5050 元上涨到 5550 元, 如果国际石油平均价格上升到每桶 85 美元以上, 国家将再次上升燃油价格每吨 300 元左右, 同时燃油附加费可能将再次提升, 我们认为, 2010 年, 国内航油出厂价格平均将上升到 5550 元/吨左右, 比较 2009 年平均每吨 4750 元水平, 小幅度上升在 17% 左右。

(9) 人民币升值将给予公司业绩比较大的支持, 我们预计 2010 年和 2011 年人民币将分别上升 3% 左右, 对于公司业绩的支持分别达到 0.07 元和 0.07 元,

(10) 民航总局最新数据显示 2010 年上半年, 中国航空运输总周转量达 253.83 亿吨公里, 同比增长 31.7%, 旅客运输量大约 1.26 亿人, 同比增长 17.6%, 货邮运输量为 264.08 万吨, 同比增长 38.6%; 客座率为 81%, 同比增加 7 个百分点, 正常载运率为 72.4%, 同比增加 6.3 个百分点。中国民航业已经率先全球进入上升轨道。上述数据将支持民航业务进入新一轮经营上升周期。

(11) 公司旅客运输量同比增长 12.6%, 少于行业总体水平 5 个百分点, 运输总周转量同比增长 28.63%, , 少于行业总体水平 3 个百分点, 说明公司在行业竞争中还是有比较大的潜力的。

3. 投资建议

2010 年受到中国民航市场全面启动上升的影响, 公司航空业务增长速度将明显加快; 随着全球经济逐步恢复上升, 公司旅客运输业务和货运物流将重新恢复增长的趋势; 公司获得国家 30 亿元注资后, 对公司经营的支持进一步加强, 在国内外航空燃油都出现小幅度上升的局面下, 公司毛利率还是大幅度上升, 公司业务进入一个快速发展的时期, 但是经营业务将处于“良好”状态。

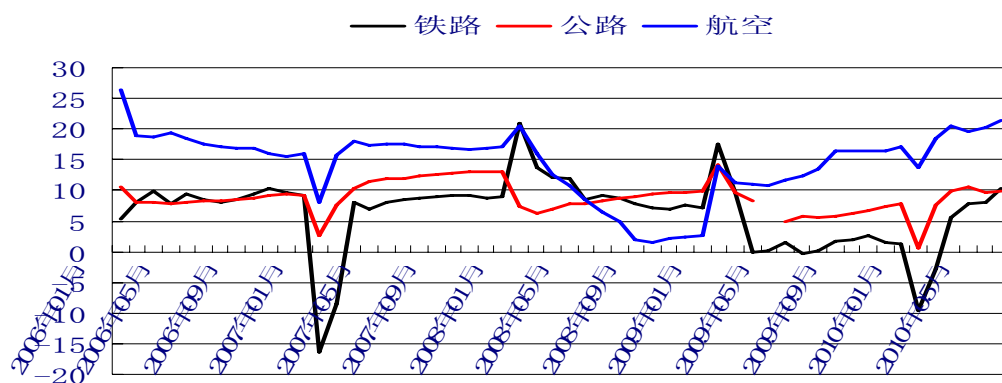
我们预计, 公司 2010 年-2012 年收入分别为 192 亿、204 亿和 228 亿, 净利润分别为 10.65 亿、11.87 亿和 13.13 亿, 每股收益分别为 0.26 元、0.29 元和 0.32 元, 公司业绩将呈现上升局面, 需求上升、运价提升、人民币上升的三重支持, 2010--2012 年 PE 分别为 23 倍、20 倍和 18 倍, 股票合理估值范围 4.35—7.25 元, 股票估值合理范围中枢。我们将公司评级维持为“谨慎推荐”。

表 2: 公司业绩预测表

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	12774	13526	13552	15548	19182	20373	22843
增长%		5.88%	0.19%	14.73%	23.37%	6.21%	12.12%
净利润(百万元)	150.01	626.85	-1424.8	334.56	1065	1187	1313
摊薄 EPS(元)	0.04	0.18	-0.4	0.09	0.26	0.29	0.32
PE(X)	147	33	--	62	23	20	18
EV/EBITDA(X)	146.5	9.54	4.97	5.92	6.74	6.87	6.87
PB(X)	3.35	3.27	3.17	3.10	2.99	2.83	2.78
ROIC	2.95%	4.27%	-1.70%	3.57%	4.44%	4.65%	4.76%
总资产周转率	0.51	0.54	0.47	0.51	0.54	0.56	0.57

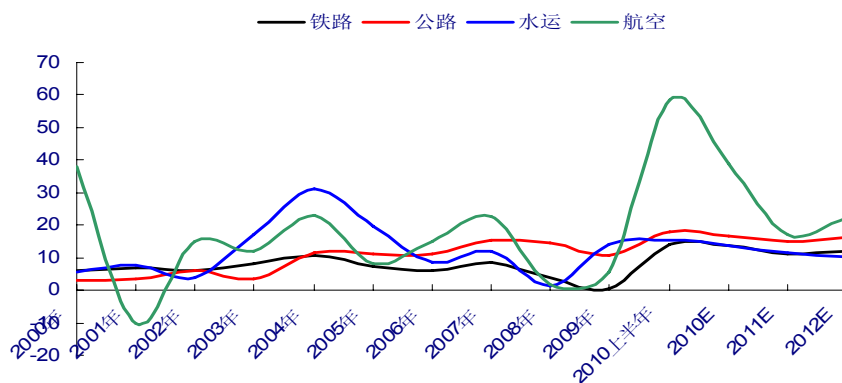
资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

图 1: 旅客运输累计周转量增长比较: 航空绝对加速领先



资料来源: 国家统计局

图 2: 货物运输周转量增长比较: 航空爆发、潜力巨大



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部

表 3: 公司业绩预测表

	2007A	2008A	2009A	2008H1	2009H1	2010H1	同比
一、营业总收入	13557	13552	15548	6879	6792	9665	42.29%
营业收入	13557	13552	15548	6879	6792	9665	42.29%
二、营业总成本	12983	15263	16208	6596	6800	9217	35.54%
营业成本	10595	12512	13256	5672	5471	7397	35.20%
毛利率	21.85%	7.67%	14.74%	17.55%	19.45%	23.47%	20.62%
营业税金及附加	429	384	496	216	213	269	26.07%
销售费用	625	587	748	340	292	434	48.58%
管理费用	515	516	411	228	245	289	18.09%
财务费用	811	648	1313	140	578	827	43.07%
资产减值损失	8	616	-15	0	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	-8	585	0	0	38	
投资净收益	13	32	9	11	6	4	-33.78%
四、营业利润	587	-1684	-66	295	-2	490	32481%
加: 营业外收入	131	160	584	30	184	103	-43.70%
减: 营业外支出	5	13	33	1	2	1	-9.38%
五、利润总额	713	-1536	486	324	181	592	227.80%
减: 所得税	5	55	130	1	0	2	
六、净利润	708	-1598	356	323	181	590	226.60%
减: 少数股东损益	57	-164	21	12	6	33	485.30%
归属\母公司净利润	651	-1424	335	311	175	557	218.19%
七、每股收益:							
基本每股收益	0.18	-0.4	0.09	0.088	0.051	0.141	176.47%

资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908