

2010 年 8 月 30 日

海南航空

业绩强劲反弹

A
持有

600221.SS – 人民币 5.86

目标价格: 人民币 6.21 (↗9.00)

李雁

(8610) 6622 9014

yan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210060003

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(12)	1	(1)	16
相对新华富时 A50 指数 (%)	13	1	1	31

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	4,125
流通股 (%)	50
流通股市值 (人民币百万)	12,086
3 个月日均交易额 (人民币百万)	206
净负债比率 (%) (2010E)	606
主要股东 (%)	
大新华航空	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

2010 年上半年, 公司实现营业收入 96.65 亿元, 同比增长 42.3%, 营业成本 73.97 亿元, 同比增长 35.2%, 实现归属于上市公司股东净利润 5.57 亿元, 同比增长 218.2%, 每股收益 0.141 元。我们认为公司将继续受益国内航空客货运市场高度景气, 我们将公司 2010-12 年盈利预测从 0.203 元、0.250 元和 0.283 元上调至 0.270 元、0.291 元和 0.310 元, 将目标价格下调至 6.21 元, 并维持对公司持有评级不变。

中报要点

- 受益于国内经济强劲增长, 公司客货运输量大幅提升。2010 年上半年, 旅客周转量同比增长 23.64%, 同比提高 4.12 个百分点。货邮周转量同比增长 57.19%。
- 运力投放增长低于需求增长, 公司单位客公里收益水平同比增长了 14.1%; 主营业务毛利率提升 4.32 个百分点, 达到了 20.22%。
- 《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》正式获批, 公司在海南省的优势地位将使其充分受益于国际旅游岛的建设发展。

估值

- 考虑到市场估值重心下移, 我们按照 23 倍 2010 年市盈率将公司目标价由 9.00 元下调至 6.21 元, 维持对公司持有评级不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	13,552	15,548	21,460	25,513	30,406
变动 (%)	0	15	38	19	19
净利润 (人民币 百万)	(1,414)	335	1,114	1,201	1,278
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.401)	0.095	0.270	0.291	0.310
变动 (%)	(325.6)	(123.7)	184.9	7.8	6.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.300	0.322	0.335
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.203	0.250	0.283
调整幅度 (%)	-	-	32.9	16.5	9.3
核心每股收益 (人民币)	(0.401)	0.136	0.277	0.298	0.317
变动 (%)	(325.3)	(134.1)	103.1	7.6	6.2
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	61.8	21.7	20.1	18.9
核心市盈率 (倍)	N/M	42.9	21.1	19.7	18.5
每股现金流量 (人民币)	1.05	0.55	1.69	1.38	1.55
价格/每股现金流量 (倍)	5.6	10.6	3.5	4.2	3.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	38.9	20.4	18.2	19.9	20.4
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2010 年上半年净利润同比增长 218.2%

2010 年上半年，公司实现营业收入 96.65 亿元，同比增长 42.3%；营业成本 73.97 亿元，同比增长 35.2%；实现归属于上市公司股东净利润 5.57 亿元，同比增长 218.2%，每股收益 0.141 元；扣除非经常性损益后，每股收益为 0.114 元。

图表 2.业绩摘要

(人民币，百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动%
营业收入	6,792.3	9,664.6	42.3
营业成本	(5,470.8)	(7,396.8)	35.2
营业税金及附加	(213.5)	(269.1)	26.1
销售费用	(292.3)	(434.3)	48.6
管理费用	(245.1)	(289.5)	18.1
财务费用	(578.1)	(827.1)	43.1
资产减值损失	0.0	0.0	n.a.
加：公允价值变动损益	0.0	38.4	n.a.
投资收益	6.0	4.0	(33.8)
营业利润	(1.5)	490.3	n.a.
营业外收入	184	103.5	(43.7)
营业外支出	(2)	(1.4)	n.a.
税前利润	180.7	592.3	227.8
所得税费用	0.0	(2.2)	n.a.
归属于母公司股东的净利润	175.0	556.8	218.2
少数股东损益	5.7	33.3	485.3
基本每股收益	0.051	0.141	176.5
主要比率(%)			
毛利率	16.3	20.7	
经营利润率	n.a.	5.1	
净利率	2.6	5.8	

资料来源：公司数据

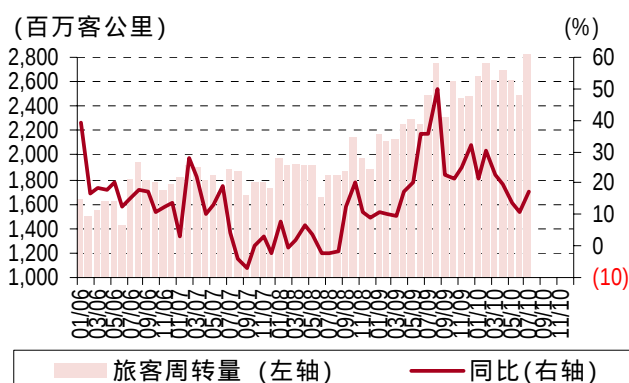
航空运输需求旺盛，公司盈利能力提升

受益于国内经济强劲增长，公司 2010 年上半年在航空客、货运量上录得大幅增长。客运方面，公司期内共实现旅客运输量 917.4 万人次，同比增长 12.64%，旅客周转量同比增长 23.64%，客座率达到 81.14%，同比提高 4.12 个百分点。货邮运方面，公司期内实现货邮运输量 13.52 万吨，同比增长 38.67%，货邮周转量同比增长 57.19%。公司总体载运率达到 69.81%，同比提升 3.93 个百分点。飞机日利用率达到 10.62 小时，同比增加 0.61 小时。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。截至 2010 年 6 月 30 日，公司运营的机队规模达 91 架。

由于运力投放增长低于需求增长，因此公司单位客公里收益水平同比增长了 14.1%，客货经营收入及毛利率水平大幅提升。其中，航空客运收入 81.03 亿元，同比增长 41.07%，毛利率提升 3.97 个百分点，达到 19.88%；货运及逾重行李收入 3.44 亿元，同比增长 104.66%，毛利率提升 4.47 个百分点，达到 20.22%。公司主营业务毛利率提升 4.32 个百分点，达到了 20.22%。

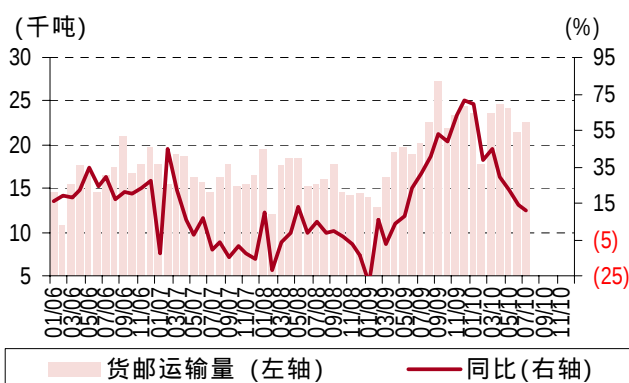
公司销售费用和管理费用同比提升了 48.6% 和 18.1%，而财务费用上升了 43.1%，主要是由于公司人民币负债增加导致利息支出增加了 36%，且存款利息收入有所下降。公司录得汇兑收益 0.97 亿，同比增加 56.5%，但公司以美元负债折合人民币较 09 年底下降了 22.8% 至 122.6 亿人民币。

图表 3. 公司旅客周转量



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 公司货邮运输量



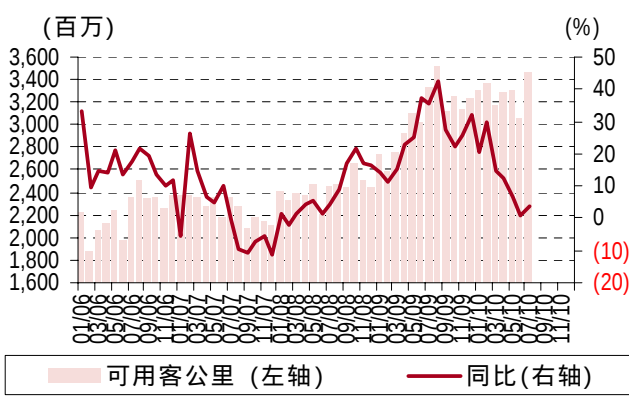
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 公司客座率



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 公司可用客公里



资料来源：公司数据、中银国际研究

受益海南国际旅游岛建设，努力发展区域外市场

2010 年 6 月，《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》正式获得国家发改委批复，海南国际旅游岛建设再获政策层面支持。随着建设的推进，我们认为海南的旅游市场将充分受益国内消费升级以及国外知名度提升。公司作为海南省运输企业龙头，业务经营将充分受益海南航空运输需求的提升。

作为国内第四大航空企业，公司在 2010 年 SKYTRAX 年度评选中荣获“中国最佳航空公司”与“中国地区卓越服务奖”两项大奖，我们认为，公司除了巩固在海南省的市场优势之外，还将继续开发在北京等地的市场，并积极开拓国际航线、加强与国际航空公司合作，致力于发展成为大型国际性航空企业。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,552	15,548	21,460	25,513	30,406
销售成本	(12,512)	(13,256)	(16,562)	(20,496)	(24,457)
经营费用	129	247	(573)	(479)	(964)
息税折旧前利润	1,169	2,539	4,325	4,538	4,985
折旧及摊销	(1,617)	(1,901)	(1,616)	(1,945)	(1,985)
经营利润(息税前利润)	(447)	638	2,710	2,593	3,000
净利息收入/(费用)	(1,173)	(1,313)	(1,597)	(1,370)	(1,653)
其他收益/(损失)	97	1,160	281	280	250
税前利润	(1,524)	486	1,395	1,503	1,598
所得税	(55)	(130)	(209)	(225)	(240)
少数股东权益	164	(21)	(71)	(77)	(81)
净利润	(1,414)	335	1,114	1,201	1,278
核心净利润	(1,414)	482	1,143	1,230	1,307
每股收益 (人民币)	(0.401)	0.095	0.270	0.291	0.310
核心每股收益 (人民币)	(0.401)	0.136	0.277	0.298	0.317
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长 (%)	0	15	38	19	19
息税前利润增长 (%)	(133)	(243)	325	(4)	16
息税折旧前利润增长 (%)	(59)	117	70	5	10
每股收益增长 (%)	(326)	(124)	185	8	6
核心每股收益增长 (%)	(325)	(134)	103	8	6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6,652	12,766	8,584	10,205	11,555
应收帐款	863	1,089	1,652	1,964	2,341
库存	255	257	386	459	547
其他流动资产	98	12	1,887	1,911	1,941
流动资产总计	7,869	14,124	12,510	14,540	16,385
固定资产	34,101	41,518	66,511	80,213	93,915
无形资产	237	540	205	198	192
其他长期资产	6,106	3,162	6,210	7,182	8,326
长期资产总计	40,444	45,220	72,926	87,594	102,434
总资产	48,314	59,343	85,435	102,134	118,819
应付帐款	6,921	5,279	9,228	10,747	12,583
短期债务	11,577	20,074	36,694	49,933	57,379
其他流动负债	2,737	2,080	3,916	4,656	5,549
流动负债总计	21,235	27,433	49,838	65,337	75,510
长期借款	20,132	23,887	26,181	26,023	31,623
其他长期负债	279	838	449	530	81
股本	3,530	3,530	4,125	4,125	4,125
储备	2,615	3,019	4,133	5,334	6,610
股东权益	6,145	6,549	8,258	9,459	10,736
少数股东权益	524	637	708	785	866
总负债及权益	48,314	59,343	85,435	102,134	118,816
每股帐面价值(人民币)	1.74	1.86	2.00	2.29	2.60
每股有形资产(人民币)	1.67	1.70	1.95	2.24	2.56
每股净负债/(现金) (人民币)	7.10	8.84	13.16	15.94	18.77

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(1,524)	486	1,395	1,503	1,598
折旧与摊销	1,617	1,901	1,616	1,945	1,985
净利息费用	1,173	1,313	1,597	1,370	1,653
运营资本变动	2,338	(1,159)	3,198	1,212	1,463
税金	(55)	(130)	(209)	(225)	(240)
其他经营现金流	147	(462)	(611)	(94)	(63)
经营活动产生的现金流	3,696	1,948	6,984	5,710	6,396
购买固定资产净值	(8,509)	(6,342)	(26,600)	(15,600)	(15,600)
投资减少/增加	(1,329)	1,308	(2,709)	(1,001)	(1,209)
其他投资现金流	0	0	0	0	1
投资活动产生的现金流	(9,837)	(5,034)	(29,309)	(16,601)	(16,808)
净增权益	0	0	595	0	1
净增债务	7,831	10,658	20,829	13,796	13,361
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(2,451)	(1,460)	(1,514)	(1,283)	(1,598)
融资活动产生的现金流	5,380	9,198	19,911	12,513	11,765
现金变动	(761)	6,113	(2,414)	1,621	1,352
期初现金	7,441	6,652	10,998	8,584	10,205
公司自由现金流	(6,142)	(3,085)	(22,325)	(10,891)	(10,413)
权益自由现金流	(170)	5,577	(3,009)	1,621	1,351

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	8.6	16.3	20.2	17.8	16.4
息税前利润率	(3.3)	4.1	12.6	10.2	9.9
税前利润率	(11.2)	3.1	6.5	5.9	5.3
净利率	(10.4)	2.2	5.2	4.7	4.2
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
利息覆盖率	(0.3)	0.5	1.4	1.4	1.4
净权益负债率	375.7	434.1	605.5	641.9	667.5
速动比率	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	N/M	61.8	21.7	20.1	18.9
核心业务市盈率	N/M	42.9	21.1	19.7	18.5
目标价对应核心业务市盈率	N/M	45.5	22.4	20.8	19.6
市净率	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
价格/现金流	5.6	10.6	3.5	4.2	3.8
企业价值/息税折旧前利润	38.9	20.4	18.2	19.9	20.4
周转率					
存货周转天数	7.5	7.0	7.1	7.5	7.5
应收帐款周转天数	27.6	22.9	23.3	25.9	25.8
应付帐款周转天数	155.2	143.2	123.4	142.9	140.0
回报率 (%)					
股息支付率	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.1
净资产收益率	(20.6)	5.3	15.1	13.6	12.7
资产收益率	(1.0)	0.9	3.2	2.3	2.3
已运用资本收益率	(0.6)	1.4	4.9	3.8	3.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371