

航空运输 II
海南航空 (600221. SH) / 8.21 元
未来 3 年增速最快的航空公司
事 项

我们于 11 月 4 日，对海南航空进行了联合调研。主要围绕运力增长、海南旅游岛开发、高铁影响、航线网络布局、国际战略等方面进行了探讨。

主要观点

- ◆ **运力投放增速，行业景气时期将明显改善业绩。** 公司计划明年运力增长 25%，未来三年维持年 20% 的增速，这将大幅高于三大航增速。在三大航忙于打造枢纽网络、放缓运力增速时，海航加大投入、找漏子。在行业景气时期，业绩同速提升将是大概率事件。
- ◆ **主业运营情况良好，与同行比具备更多改善空间。** 2010 年 1-9 月，海南航空主营业务收入 142.41 亿元，主营业务利润率达 22.67%，高于行业平均水平。公司正在通过各种途径优化航线网络、提高飞机日利用率和客座率等。通过对网站订票的长期跟踪得出，海航的票价折扣普遍低于同行。这与其以往的销售策略有关。面对今年如此火爆的市场，一些航空公司的票价水平提升已非常有限。相比较，海航的票价水平更具成长空间，利润弹性更大。
- ◆ **明年旅游市场有望加速增长，利好海航。** 今年的世博会和亚运会带动了举办地市场需求的明显增长。而海航的上海、广州航线占比非常小，基本没有从中受益。相反，受世博、亚运影响，国内其它主要旅游城市航空需求增速放缓，某种程度上影响了海航的业绩。明年这些地区需求有望获得补涨，海航将因此受益。
- ◆ **成本水平偏低提升利润空间，机队优化将进一步降低航油及维修成本。** 从三季报显示来看，海南航空的销售费用、管理费用占总收入的比重均低于三大航，营业总成本占总收入的比重也仅次于国航，好于南航和东航。未来公司将逐步退出 B737CL 老旧飞机，同步引进 B787、A330、B737NG 等新型大中型飞机，机队结构将更趋合理化，机龄将更趋年轻化，这进一步降低了航油及维修成本。
- ◆ **800 公里以下受高铁冲突的航线占 6%，，航线网络结构决定其受高铁影响小于三大航。**
- ◆ **中长期受益于海南岛旅游开发，业绩将有较大提升。**
- ◆ **投资建议与盈利预测：** 我们看好海南航空未来三年的增长速度和业绩提升空间。预测 2010 年-2012 年 EPS 分别为：0.52，0.66，0.76 元，对应动态 PE15.79 倍、12.44 倍和 10.8 倍，估值面临修复，给予“推荐”评级。
- ◆ **催化剂：** 年内海南购物免税具体措施出台；集团支持。

研究员： 高利

联系人： 陈娟

Tel: 0755-82828557

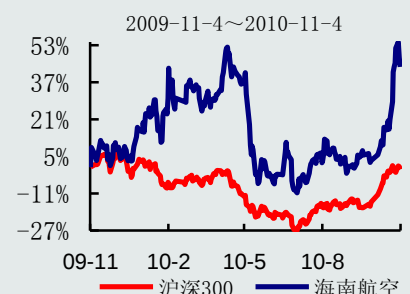
Email: chenjuan@hczq.com

投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	412549
流通 A 股/B 股(万股)	334519/18472
资产负债率(%)	87.89
每股净资产(元)	1.86
市盈率(倍)	101.21
市净率(倍)	4.41
12 个月内最高/最低价	9.0/4.81

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

主要调研内容：

1、明年运力增长 25%，未来三年维持年 20%的增速，大幅高于三大航

海航今年累计引进 13 架飞机，预计到 2010 年底，海南航空共运营飞机 100 架，其中 B737-800 飞机 71 架。今年运力增速不超过 15%，相对偏缓，出现了运力紧张的局面，尤其是 6 月以后的旺季运力增长缓慢。

2011 年，公司拟引进 B737-800 飞机 18 架，A330/B787 飞机 7 架，年末运营飞机 125 架，将基本缓解目前运力紧张的问题。总体上看，2011 年运力大约增长 25%，此后几年年增长率保持在 20%，大幅高于三大航的运力增速。

2、航线网络规划剑走偏锋，绕开与三大航的正面竞争，与高铁重合度约 6%，业内最小

目前海南航空有 9 个基地，分别为海口、北京、西安、太原、兰州、大连、广州、深圳、乌鲁木齐。其航线网络规划基本思路是：避开与三大航航线的正面竞争。目前三大航的工作重心并不在于追求运力的增速，而是着手构建自己的枢纽网络，主要运力将逐步投放干线市场。而海航采取找漏子的策略，其运力投放除了海口、北京这两个传统市场外，主要投放在太原、西安、兰州等地。

根据铁道部规划的至 2020 年《中长期铁路网规划（2008 年调整）》，国家将建设“四纵四横”客运专线与环渤海、长三角和珠三角地区三个城际快速客运系统。初步估算，海南航空有将近 6%的航线为 800 公里以下与高铁线路存在冲突的中短程线路。我们认为，高铁的影响只是暂时的，城际高铁客运网发展将有利于航空旅客通过铁路向大型枢纽机场聚集。

3、中长期受益于海南旅游岛开发，业绩将有较大幅度提升

海南国际旅游岛最大看点要数博彩业、免签证和零关税，这三大看点的任何一项落实都将给海南市场带来巨大的高端客流，海航作为海南省最大的航空运输企业，也是省内最大的上市公司必将受益于此。其中，免税指日可待。国务院目前同意海南在海口、三亚、琼海等地开办免税店，免税后的国际进口产品价格最高可降 40%。据海航透露，几大免税区域都到了海航集团来做。具体细则有望在年内出台，明年将会有实质性进展。

旅游岛发展意见中提出，海南将实行开放、便利的出入境管理措施。在已有的 21 国免签证基础上，先期增加芬兰、丹麦、挪威、乌克兰、哈萨克斯坦 5 国为入境免签证国家。此外，放宽对俄罗斯、韩国、德国的旅游组团人数，入境停留时间延长。据了解，作为我国第二大入境游客源地韩国最主要的旅游目的地就是海南，免签证将大大促进国外旅客到海南旅游的人数。发展意见中还提到探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票。如果接下来海南试行博彩业，那更将产生翻天覆地的变化。

4、现金流充沛，意欲加盟海南旅游岛开发

海航是海南省最大的上市公司，在省内拥有其他企业无可比拟的资源。行业龙头地位稳固、市场成熟，并拥有巨额的现金流。我们认为海航股份必将在海南国际旅游岛开发建设中发出自己应有的声音。

海航三季报披露，公司货币资金近 170 个亿。即便撇除抵押、担保的资金和飞机定金等，流动资金仍有近百亿。这一规模甚至超过了国内最大的航空公司中国国航，也远远超过了同规模航空公司。据了解，海航集团近期拿下了海口市西海岸填海造人工岛项目开发的批文，海

航股份有意参与此事，我们关注此事的进一步动向。

5、国际航线拓展思路明确，多为独飞航线

海航的国际航线拓展思路主要从以下三个方面着手：一是加强对京沪广三地航线开发力度，成为中国至非洲、俄罗斯中亚以及南美地区主要承运人；二是配合京沪广始发远程国际航线网络，建设天津、杭州、深圳始发至欧美一线城市的远程国际航线和亚洲区域内航线网络，形成南北贯穿、国内联动的全球及亚洲区域航线网络结构；三是利用乌鲁木齐、重庆等地方政府的支持，避开航权限制，开通地方串飞北京、上海至欧美一线城市的远程国际航线和亚洲区域内航线网络，为京沪广、津杭深国际航线网络提供补充。

据了解，目前海航的国际航线多为独飞航线，尽量避开与其他航空公司的正面竞争。我们认为，该战略对于夹缝中求生存的海航是正确的。随着经济发展、国与国之间往来日益频繁，海航先期培育航线，将会长期受益。但我们也看到，海航的国际航线大多不是传统热门航线，需要一定时间的市场培育期。

6、主业运营情况良好并具备改善空间

2010年1-9月，海南航空主营业务收入142.41亿元，主营业务利润率达22.67%，高于行业平均水平。为给投资者良好的回报和公司持续健康发展，本公司正在积极提高运营效率，主要通过以下方式：持续优化航线网络结构，实现本公司国际（含地区）航线、国内航线合理布局；合理匹配航线及机型，努力实现航线收入、运营效益最大化；适量调增飞机日利用率，提高资产运营效率；创新销售方式，提升销售指数，进一步提高客座率和货邮载运率。

7、成本水平偏低提升利润空间，机队优化将进一步降低航油及维修成本

从三季报显示来看，海南航空的销售费用、管理费用占总收入的比重均低于三大航，营业总成本占总收入的比重也仅次于国航，好于南航和东航。盈利能力有明显的改善。未来公司将逐步退出B737CL老旧飞机，同步引进B787、A330、B737NG等新型大中型飞机，机队结构将更趋合理化，机龄将更趋年轻化，这进一步降低了航油及维修成本；同时随着运营效率的提升，公司将拥有充足的运营资金，贷款规模可得以降低，进而有效减少财务费用的支出。

8、电子商务近年来发展迅猛

目前，国内航空公司的主要销售渠道有：代理人终端销售、官网销售、呼叫中心销售以及直属售票处销售。代理人终端销售为传统渠道，如携程、艺龙、芒果等，目前占据较大份额。近几年公司加强了官方网站的建设，优化产品结构，B2C销售发展非常迅猛。2007年海航B2C网站直销约4000万，而2010年截至到10月份，网站直销就已经超过8个亿。

9、北京市场对海航盈利起到举足轻重的影响

海航称，北京市场永远是海航最好的市场。目前海航在北京市场运营二十多架飞机，每年大约有1%的市场份额增长。即便是1%的增长，对海航的业绩影响也是非常大。海航前十大黄金航线全部都来自于北京市场。例如：北京=上海、北京=海口、北京=三亚、北京=布达佩斯、北京=布鲁塞尔、北京=柏林、北京=西雅图、北京=迪拜、北京=罗安达。

10、海南航空投资性房地产情况介绍

截至2010年9月30日，海南航空投资性房地产总价值约为60.76亿元。主要投资性房地产项目有六处：其中在北京拥有五处，分别为北京圣元中心（大新华航空大厦）、国瑞城酒店、国瑞城、海文大厦，北京海航大厦，总价值约55亿元；琼海一处琼海航空培训土地，价值6786万元。公司目前对投资性房地产的估值偏谨慎，并不希望通过公允价值变动科目提高

利润空间。

11、美元负债规模 22.34 亿美元，年内累计汇兑收益 2.8 亿元

截止 2010 年 9 月 30 日，海南航空美元负债余额 22.34 亿美元，其中长期借款 20.25 亿美元，短期借款 2.05 亿美元。2010 年人民币对美元汇率加速升值，2010 年 9 月 30 日人民币对美元汇率 6.70，较年初的 6.83 升值约 2%，为公司带来汇兑收益 2.8 亿元。

图表 1 海南航空外债规模情况表（单位：千元）

财务指标	2010 年 9 月 30 日美元余额	汇率变动	汇兑损益
长期借款-美元	2,025,554	0.1271	257,448
短期借款-美元	205,700	0.1271	26,144
长期应付款-美元	2,918	0.1271	371
合计	2,234,172	0.1271	283,963

资料来源：公司资料

12、大新华航空重启上市进程，拟在香港发行红筹股，目前尚处在前期沟通阶段

13、海航集团旗下六家租赁公司业务简介

目前海航集团和海航实业实际控制渤海租赁、长江租赁、扬子江租赁、大新华租赁、香港国际租赁和香港航空租赁六家融资租赁公司。

图表 2 海航旗下租赁公司战略定位及现有业务情况

公司名称	战略定位	现有业务情况
渤海租赁	市政基础设施、电力设施和设备、交通运输基础设施和设备以及新能源/清洁能源设施和设备租赁业务	目前主要项目有天津保税区办公大楼租赁项目、空客 A320 飞机厂房租赁项目等。
长江租赁	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	2010 年 4 月底，已起租的项目包括 56 架飞机
扬子江租赁	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	2010 年 4 月底，扬子江租赁已起租 8 架飞机共计 1.73 亿美元，已起租飞机发动机等航空器材共计 4.79 亿元
大新华租赁	船舶租赁	尚未开展具体业务
香港国际租赁	民用飞机租赁、飞机发动机及其他航空器材租赁、船舶租赁	2010 年 4 月底，香港国际租赁已起租的项目包括 5 架飞机和一台飞机发动机
香港航空租赁	民用飞机租赁和投融资服务	2010 年 4 月底，共起租 64 架飞机

资料来源：公司资料

14、海航集团物流板块介绍

海航集团控股、参股大新华物流控股（集团）有限公司、大新华物流有限公司、大新华轮船（烟台）有限公司、大新华轮船有限公司、恒运投资控股有限公司、金海重工股份有限公司、天津海运、上海海航实业有限公司、海航北方物流控股有限公司等多家物流公司。

其中，大新华物流控股（集团）有限公司控股股东为美兰国际机场有限责任公司，持股比例 51%，实际控制人为海南省国资委。扬子江快运航空有限公司为海航集团控股子公司，直接持股比例 49%。海航天天快递为海航集团北方总部控股子公司，持股比例 60%。

15、海航集团航空板块介绍

海航股份属于海航集团航空板块，是海航集团七大板块中最大的一个。海航集团航空板块中有 13 家航空公司。其中只有海南航空、新华航空、长安航空和山西航空业绩体现在海航股份上市公司的报表里。其他的诸如金鹿航空、首都航空、天津航空、扬子江快运、西部航空、大新华航空、香港航空、香港快运、云南祥鹏均不属于上市的海南航空股份有限公司范畴。但其航线网络规划由海航股份统一协调。

海航介绍，空难以后其支线航空的市场需求仍然旺盛。目前处于微盈利的状态。其下属几家子航空公司也都能够保证盈利。

海口老机场 3000 亩的地属于海航集团下属的海航置业。与上市公司海航股份无关。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14124	15114	15944	17883
现金	12766	13430	14115	15838
应收账款	318	404	382	370
其它应收款	109	315	285	319
预付账款	663	593	737	877
存货	257	322	379	437
其他	12	50	45	42
非流动资产	45220	54832	61995	68417
长期投资	622	655	644	648
固定资产	29120	39556	47325	53949
无形资产	211	174	136	99
其他	15266	14447	13890	13722
资产总计	59343	69946	77939	86300
流动负债	27433	31742	35607	39416
短期借款	16166	17782	19560	21516
应付账款	3381	4476	5356	6058
其他	7887	9484	10691	11841
非流动负债	24725	25809	27004	28188
长期借款	22385	23385	24385	25385
其他	2339	2423	2619	2802
负债合计	52158	57551	62612	67604
少数股东权益	637	837	1057	1307
股本	3530	4125	4125	4125
资本公积金	3924	6178	6178	6178
留存收益	-905	1254	3966	7086
归属母公司股东权益	6549	11558	14270	17390
负债和股东权益	59343	69946	77939	86300

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1948	6847	9437	10319
净利润	356	2359	2932	3370
折旧摊销	1901	2409	3154	3834
财务费用	1313	1677	1689	1736
投资损失	-9	-18	-20	-16
营运资金变动	-1159	2281	1722	1356
其它	-453	-1861	-41	39
投资活动现金流	-5034	-10374	-10281	-10301
资本支出	6342	10237	10237	10237
长期投资	1541	33	-11	4
其他	2848	-104	-55	-61
筹资活动现金流	7431	4191	1530	1705
短期借款	7145	1617	1778	1956
长期借款	4135	1000	1000	1000
普通股增加	0	595	0	0
资本公积增加	69	2255	0	0
其他	-3918	-1276	-1248	-1251
现金净增加额	4345	664	686	1723

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15548	21768	26121	30039
营业成本	13256	15673	18807	21628
营业税金及附加	496	653	784	901
营业费用	748	1088	1306	1442
管理费用	411	479	575	631
财务费用	1313	1677	1689	1736
资产减值损失	-15	0	0	0
公允价值变动收益	585	250	300	300
投资净收益	9	18	20	16
营业利润	-66	2466	3280	4017
营业外收入	584	500	500	500
营业外支出	33	17	21	24
利润总额	486	2949	3759	4493
所得税	130	590	827	1123
净利润	356	2359	2932	3370
少数股东损益	21	200	220	250
归属母公司净利润	335	2159	2712	3120
EBITDA	3148	6552	8123	9587
EPS（元）	0.09	0.52	0.66	0.76

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	14.7%	40.0%	20.0%	15.0%
营业利润	-103.9%	3662.9%	33.0%	22.5%
归属母公司净利润	-76.3%	545.2%	25.6%	15.0%
获利能力				
毛利率	14.7%	28.0%	28.0%	28.0%
净利率	2.2%	9.9%	10.4%	10.4%
ROE	5.1%	18.7%	19.0%	17.9%
ROIC	3.2%	9.5%	9.7%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	87.9%	82.3%	80.3%	78.3%
净负债比率	81.41%	79.00%	77.74%	77.07%
流动比率	0.51	0.48	0.45	0.45
速动比率	0.51	0.47	0.44	0.44
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.34	0.35	0.37
应收帐款周转率	39	55	62	74
应付帐款周转率	3.46	3.99	3.83	3.79
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.52	0.66	0.76
每股经营现金	0.47	1.66	2.29	2.50
每股净资产	1.59	2.80	3.46	4.22
估值比率				
P/E	84.07	15.23	12.12	10.54
P/B	4.30	2.84	2.30	1.89
EV/EBITDA	17	8	7	6

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801