

海南航空 (600221)

御风而行 增长可期

-----海南航空 (600221) 调研报告

宋伟亚
 0755-23976003
 songweiya009360@gtjas.com
 S1070209050321

本报告导读:

投资要点:

- **大新华上市利于股份公司。**目前行业及公司内外部环境再次演变成积极态势,实际控制人大新华航空香港红筹上市日程值得期待。此背景下海航股份有动力强化运营提升业绩,获得海航集团支持也在情理之中;红筹上市后大新华航和海航股份以及海航集团剩余资产如何进一步整合应属中长期事项。
- **未来一年趋势继续向好。**公司市场战略已由剑走偏锋全面转向主流航空市场;公司客座率、飞机利用率等长期保持在行业前列,票价水平则相对较低而提升速度较快,这与公司若干运营特点环环相承。其一、海南 11 月至次年 3 月旺季反行业行情可供公司运力灵活调配;其二、公司除北京基地外,其他市场多非热门干线繁忙机场;其三、客座率与票价互为牵制又相互支持;其四、公司毛利率水平相对高且弹性大,表明公司运行和收益管理部门对上述特征把握和利用较为充分。中期年均 20% 的运力投放亦将弥补今年的运营短板。
- **受益国际旅游岛政策东风。**海航受益于国际旅游岛主题投资和未来政策东风的渐次兑现;预计公司和行业在 2011 年受高铁不利影响仍将较为有限。
- **维持“增持”投资评级和 11.8 元目标价。**预计公司 10-12 年收入增速分别为 39%、22% 和 13%,每股收益分别为 0.52 元、0.64 元和 0.49 元,对应动态市盈率分别为 17.7X、14.4X 和 18.8X。经近期调整公司市盈率基本和行业持平而市净率角度具备一定比较优势。
- **风险提示:油价变动超预期、大盘系统性风险等。**

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,552	15,548	21,588	26,385	29,781
(+/-)%	0%	15%	39%	22%	13%
经营利润 (EBIT)	-447	638	3,611	4,619	4,506
(+/-)%	-132%	243%	466%	28%	-2%
净利润	-1,431	335	2,149	2,625	2,020
(+/-)%	-320%	123%	542%	22%	-23%
每股净收益 (元)	-0.41	0.09	0.52	0.64	0.49
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	-3.3%	4.1%	16.7%	17.5%	15.1%
净资产收益率 (%)	-23.3%	5.1%	18.4%	18.4%	12.4%
投入资本回报率 (%)	-1.6%	1.5%	9.0%	10.8%	10.0%
EV/EBITDA	46.0	23.8	10.8	8.4	8.0
市盈率	-21.4	91.6	16.7	13.6	17.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.80

上次预测: 11.80

当前价格: 9.51

2010.11.21

交易数据

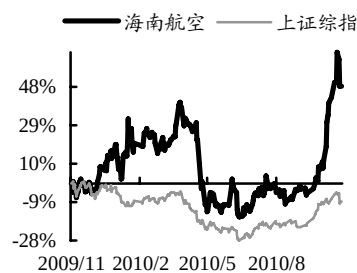
52 周内股价区间 (元)	4.81-10.56
总市值 (百万元)	39,233
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,125/3,345
流通 B 股/H 股 (百万股)	185/0
流通股比例	86%
日均成交量 (百万股)	58
日均成交值 (百万元)	403

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,288
每股净资产	2.74
市净率	3.5
净负债率	401%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.01	0.06
Q2	0.04	0.08
Q3	-0.02	0.30
Q4	0.07	0.08
全年	0.09	0.52

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	40%	57%	53%
相对指数	44%	49%	66%

相关报告

《高客座率催化业绩》

2010.10.31

模型更新时间: 2010.11.19

股票研究

工业

运输

海南航空 (600221)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.80

上次预测: 11.80

当前价格: 9.51

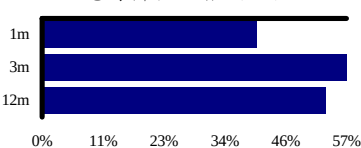
公司网址

www.hnair.com

公司简介

公司是海航集团下属航空运输产业集团的龙头企业,对所辖的中国新华航空有限责任公司、长安航空有限责任公司、山西航空有限责任公司实施行业管理。公司飞机种类繁多,适用于干线飞行、支线飞行、公务商务包机飞行、货运飞行和通用飞行。建立了海口、北京、宁波、三亚、西安、太原、天津、乌鲁木齐、广州 9 个航空营运基地,航线网络已遍布全国各地,开通了国内外航线近 500 条。公司海航鲲鹏标识成为中国民航企业中第一个也是唯一一个中国驰名商标。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

4.81-10.56

市值 (百万)

39,233

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

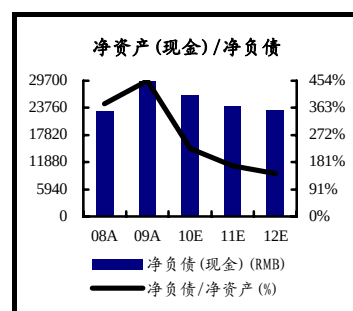
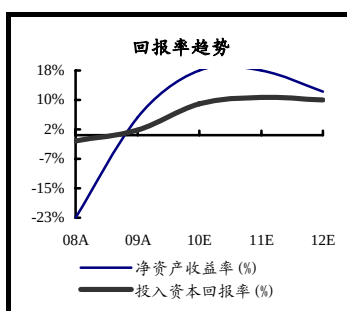
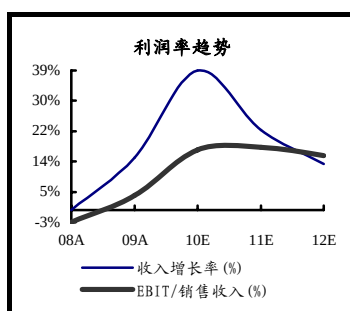
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	13,552	15,548	21,588	26,385	29,781
营业成本	12,512	13,256	15,834	19,146	22,318
税金及附加	384	496	601	735	829
销售费用	587	748	971	1,187	1,340
管理费用	516	411	571	697	787
EBIT	-447	638	3,611	4,619	4,506
公允价值变动收益	-8	585	0	0	0
投资收益	32	9	8	8	8
财务费用	648	1,313	1,254	1,429	1,629
营业利润	-1,687	-66	2,366	3,198	2,885
所得税	55	130	573	887	721
少数股东损益	-164	21	143	185	144
净利润	-1,431	335	2,149	2,625	2,020
货币资金、交易性金融资产	6,652	12,766	20,622	25,283	28,099
其他流动资产	98	12	0	0	0
长期投资	897	6,811	6,811	6,811	6,811
固定资产合计	33,924	35,977	39,234	42,124	44,647
无形及其他资产	5,624	2,432	736	710	683
资产合计	48,314	59,343	70,610	77,646	84,040
流动负债	21,235	27,433	15,794	13,020	15,251
非流动负债	20,407	24,725	42,385	49,385	51,385
股东权益	6,139	6,549	11,650	14,275	16,295
投入资本(IC)	28,941	30,590	32,145	32,532	33,879
NOPLAT	-463	468	2,889	3,510	3,380
折旧与摊销	1,617	1,901	2,157	2,524	2,891
流动资金增量	6,591	-2,547	1,932	2,477	1,149
资本支出	-7,787	-5,984	-3,218	-4,888	-5,388
自由现金流	-43	-6,162	3,761	3,624	2,032
经营现金流	3,696	1,948	5,954	7,460	6,196
投资现金流	-9,837	-5,034	-3,210	-4,880	-5,380
融资现金流	4,731	7,431	5,112	2,081	2,000
现金流净增加额	-1,411	4,346	7,856	4,661	2,816
收入增长率	0.0%	14.7%	38.8%	22.2%	12.9%
EBIT 增长率	-132.1%	242.6%	466.1%	27.9%	-2.4%
净利润增长率	-319.6%	123.4%	542.2%	22.2%	-23.1%
利润率					
毛利率	7.7%	14.7%	26.7%	27.4%	25.1%
EBIT 率	-3.3%	4.1%	16.7%	17.5%	15.1%
净利润率	-10.6%	2.2%	10.0%	10.0%	6.8%
净资产收益率(ROE)	-23.3%	5.1%	18.4%	18.4%	12.4%
总资产收益率(ROA)	-3.0%	0.6%	3.0%	3.4%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)	-1.6%	1.5%	9.0%	10.8%	10.0%
存货周转天数	8	7	8	8	8
应收账款周转天数	12	9	8	8	8
总资产周转天数	1187	1264	1099	49	39
净利润现金含量	-2.58	5.82	2.77	2.84	3.07
资本支出/收入	57%	38%	15%	19%	18%
资产负债率	86.2%	87.9%	82.4%	80.4%	79.3%
净负债率	377.5%	453.5%	227.7%	168.9%	142.9%
PE	-21.4	91.6	16.7	13.6	17.7
PB	5.0	4.7	3.1	2.5	2.2
EV/EBITDA	46.0	23.8	10.8	8.4	8.0
P/S	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目 录

1. 海航股份与大新华整体上市	4
1.1. 海航系航空主业资产厘清	4
1.2. 关于大新华整体上市	4
2. 海航股份运营简析	5
2.1. 剑走偏锋和趋向主流	5
2.2. 高利用率、高客座率和相对低票价水平环环相承	7
2.3. 毛利率水平高且弹性大	10
2.4. 未来三年运力投放有保障	12
2.5. 高铁可能产生的影响	13
3. 升值与油价：海水与火焰	14
4. 受益国际旅游岛政策东风	15
5. 盈利预测与评级	16
图 1：海航系航空主业简要关系图	4
图 2：海航系资本运作故事仍将继续	5
图 3：海航股份各部收入占比和增幅情况	6
图 4：海航居海口市场份额之首	6
图 5：海航三亚市场位居第二	6
图 6：海航北京市场份额居第四	7
图 7：西安市场份额第二	7
图 8：海航海口进港业务量反行业景气	8
图 9：海航三亚进港业务量反行业特征更为明显	8
图 10：海航飞机日利用率水平领先	9
图 11：海航客座率持续领先	9
图 12：海口和三亚市场海航与南航座公里收入水平对比	10
图 13：海航票价水平相对低而提升幅度较快	10
图 14：海航毛利率水平居上市公司之首	11
图 15：海航座公里收入增速相对快	11
图 16：海航 2010 年运力投放增长慢	12
图 17：海航现有机队规模和 11-13 年运力投放增长较快	13
图 18：目前四大航航线里程结构	13
图 19：四大航每股美元负债情况	14
图 20：wti 原油价格和本币兑美元汇率走势	15
图 21：国内航油价格仍有上调压力	15
表格 1：我国出行旅客在线消费格局	12
表格 2：美国出行旅客在线消费格局	12
表格 3：国际旅游岛建设目标	15
表格 4：值得期待的配套政策	15
表格 5：四大航业绩及估值情况比较	16

1. 海航股份与大新华整体上市

1.1. 海航系航空主业资产厘清

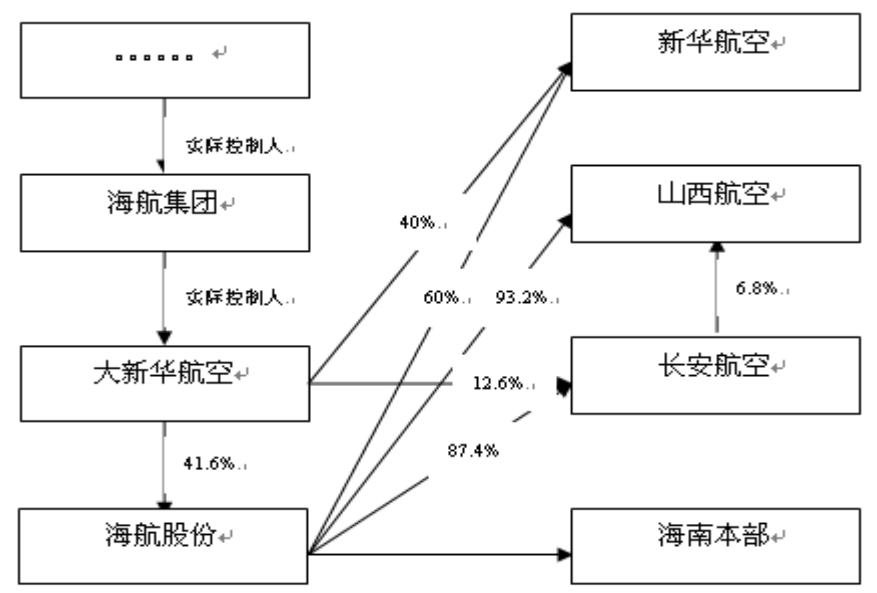
海航故事多。海航集团历史上曲折复杂而又纵横捭阖的资本运作令人印象深刻；诸多不同评价声音交错中，大海航完成了从一穷二白向现代大型综合服务运营商的阔步迈进。

其中航空企业群以大新华航空为核心，大新华又以海航股份为核心。经过历史上一系列并购重组注资等，目前海航股份主业资产边界主要涵盖：海南本部、新华航空 60%股权、长安航空 87.35%股权和山西航空 93.21%股权；其中山西航剩余股权由长安航持有。

大新华航空资产范围涵盖：海航股份 41.6%股权、长安航剩余股权、云南祥鹏控股权、香港航空和香港快运部分股权等。这一块加上预计即将纳入囊中的新华航空剩余 40%股权构成了大新华整体上市的基础资产。其他航空业务及相关资产板块尚在海航集团培育，其中航空板块涵盖天津航、首都航、西部航、扬子江快运和金鹿公务机等；集团内现代物流、商贸零售、机场管理、地产开发等其他六大板块经过近年来若干资本运作多已具备自身融资平台功能。

化繁就简，海航股份及与大新华等一致行动人简要关系如下图：

图 1：海航系航空主业简要关系图



数据来源：国泰君安证券研究

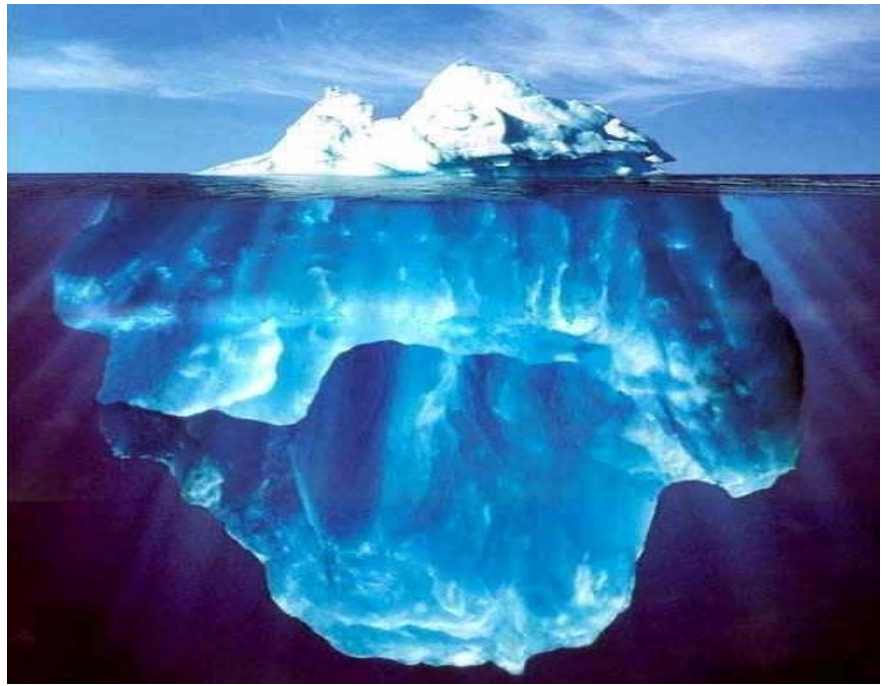
1.2. 关于大新华整体上市

大新华航空整体上市进而获取宽松的国际化融资平台战略谋划已久而波折不断；目前行业及公司内外部环境再次演变成积极态势，香港红筹上市日程值得期待。至于红筹上市后大新华航和海航股份以及海航集团剩余资产如何进一步整合则应属于中长期事项，毕竟海航股份在大新华航收购新华航剩余 40%股权后、事实上已成为运营统一体；此外海航股

份的变动还涉及 B 股以及自身融资平台发展及相关政策问题；而香港航空和香港快运的增资收购在大新华获得红筹身份后将变的顺理成章，集团相关资产的整合预计也可能优先于对股份公司整合的考虑。

在大新华整体上市再次提上日程背景下，海航股份有动力强化运营提升业绩，获得海航集团支持也在情理之中；而中长期海航系进一步的重组整合、走向何方此处我们暂不妄加猜测；但可以肯定的是，海航故事未来仍将是资本市场关注的焦点之一。

图 2：海航系资本运作故事仍将继续



数据来源：国泰君安证券研究

2. 海航股份运营简析

2.1. 剑走偏锋和趋向主流

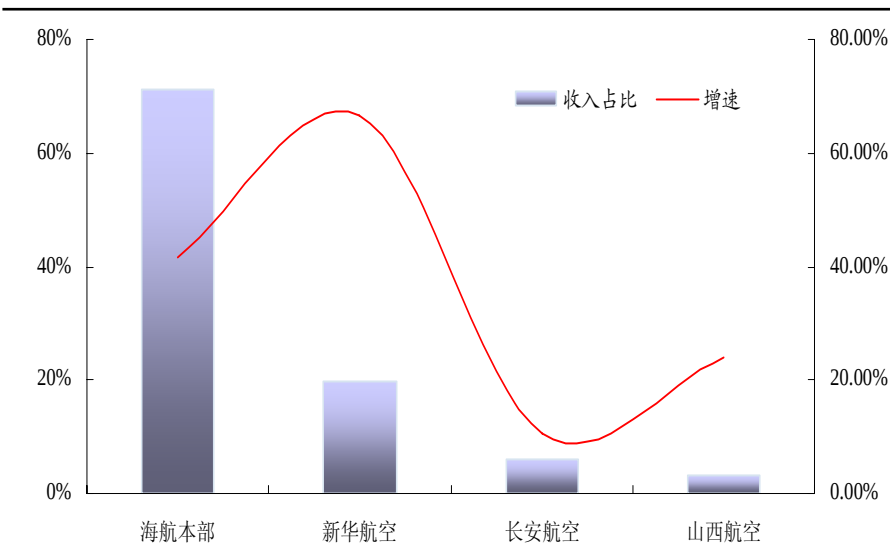
总的来看，多元化集中在集团层面进行，主要影响因素来自地方政企合作和现代服务业综合运营商的战略驱动；股份公司趋势上将相对专注于航空运输主业和主流航空市场。

民航业由于其行业特殊性及其我国具体的管理体制因素，存在市场准入、航线时刻以及具体的运价、航油、机场收费、空管收费等等领域相应管制规章制度；再加上逾十年的市场化探索与教训总结，我国航空市场形成了三大航、地方航和民营航等不同资本背景、市场定位和运营特征的航空公司运营主体，在此基础上各航获取各方面运营保障和支持资源的能力也差别较明显。

海航集团属地方航背景，但其战略愿景远大；这在根本上决定了公司选择次优战略、在次干线和支线航空市场上政企合作、开疆辟土的同时，对高品质主流航线的追求一刻也未停止过，而其特定地位和具体市场容量紧张使得这一过程显得较为曲折和不易。

股份公司全面转向主流航空市场态势较为明显。目前股份公司旗下四家名义运营主体：海航本部、新华航空、山西航空和长安航空。其中新华航、山西航和长安航均为本世纪初民航大重组中斩获的航空资源：新华航坐拥北京黄金市场，是海航系重点打造的主运营基地；山西航和长安航经营状况较不理想，市场定位也从重组时支线航空逐步转向次干线市场，新近 29 架多尼尔全部转让的关联交易使得股份公司从支线不良资产中脱身，山西航和长安航主力机型已均为 B737-800。而从运营基地看，海航股份已先后进军广州、深圳等地从而进一步介入大金三角市场。

图 3：海航股份各部收入占比和增幅情况



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

市场份额角度看，海口本部随着南航海南分公司运力投放占比有所下降，但主运营基地地位依然稳固；三亚旅游市场淡旺季客源波动大，公司未设运营基地、市场份额居第二；北京市场拓展难度大，市场份额略降，而预计今年旅客增长约 5%。

图 4：海航居海口市场份额之首

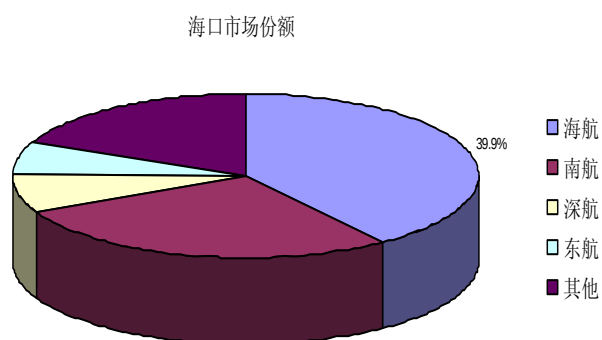
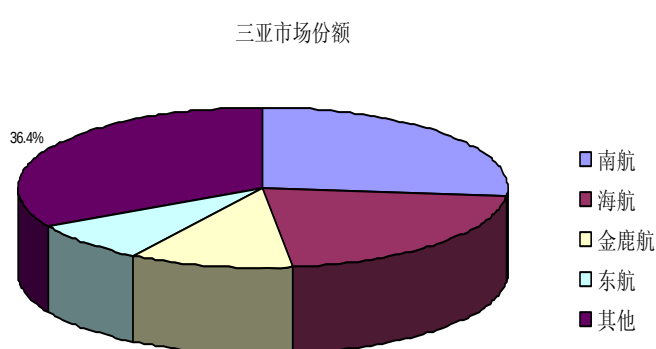


图 5：海航三亚市场位居第二



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 6：海航北京市场份额居第四

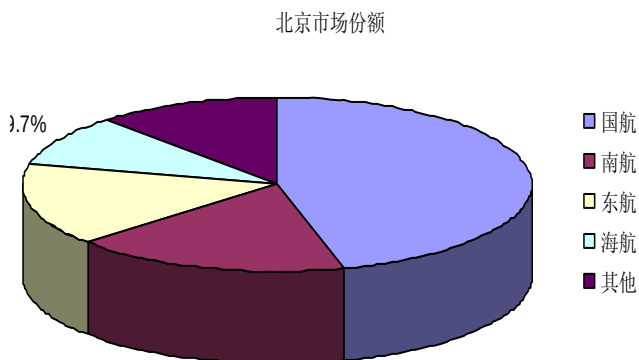
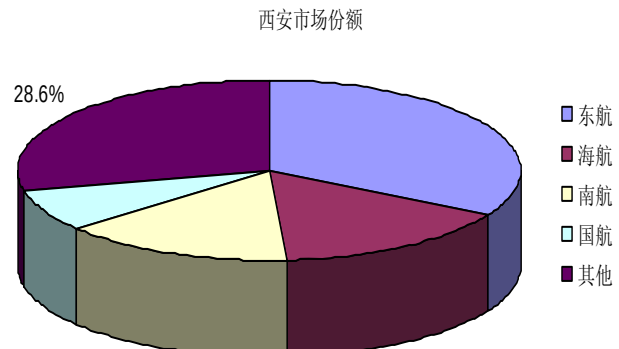


图 7：西安市场份额第二



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

2.2. 高利用率、高客座率和相对低票价水平环环相承

公司客座率、飞机利用率等长期保持在行业前列；票价水平则相对较低而提升速度较快，这与公司若干运营特点环环相承。

其一、海南 11 月至次年 3 月旺季反行业行情可供公司运力灵活调配。
自合并运行后，只是根据各个公司的注册地和公司整体航线布局有所区别，长安航和山西航市场定位和海南本部和新华航已协调统一，股份公司机队调配可统筹规划，根据市场行情对航线和航班时刻做相应的调整。4 季度和次年一季度公司一般会投放较多运力在海南旅游旺季市场，进而提高整体客座率、日利用率及收入水平。

其二、公司除北京基地外，其他市场多非热门干线繁忙机场。时刻资源和相关保障能力相对较为充裕，为公司飞机利用率提升提供基础条件。但从趋势上看，随着公司规模进一步扩大、全面转向主流市场和民航局强化安全要求等，日利用率的进一步提升必然将受到结构性因素约束。

其三、客座率与票价互为牵制又相互支持。与上述特点相对应，公司整体航线品质和旅客品质相对较低，致使单位票价水平相对较低，但这在侧面为高客座率提供旅游休闲客源支持；而在客座率达到较高位置后，运力的适度投放又可促进票价水平和整体收入水平的提升。

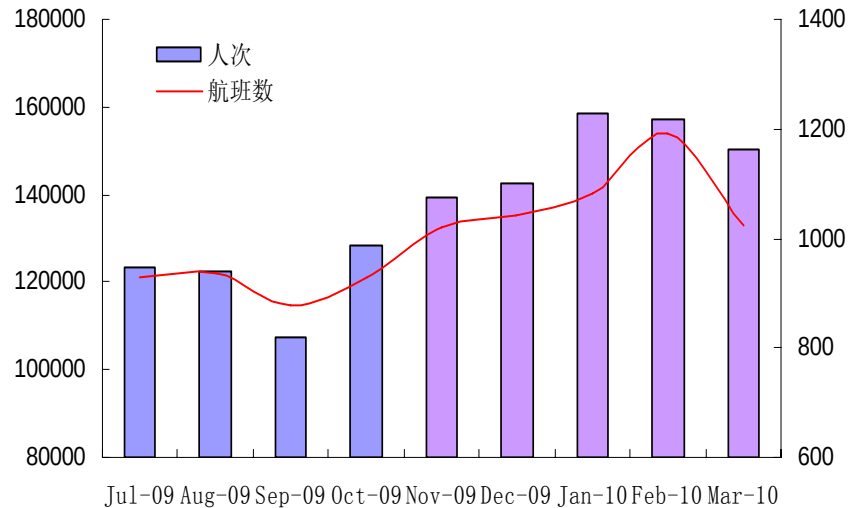
其四、公司毛利率水平相对高且弹性大，表明公司运行和收益管理部门对上述特征把握和利用较为充分。从大的供求趋势看，航空公司优化网络布局、争取票价提升、强调收益管理是主流，公司实际票价水平等要素也有望得到进一步提升。

2.2.1. 反行业旺季特征明显

行业特征看，11 月至次年 3 月为传统淡季，海南省因旅游市场而呈现出明显反行业特征。从 09 年相对较为正常的年份来看，参考海口美兰机

场进港数据, 预计 11 月-2010 年 3 月海航航班量相对于 09 年暑期旺季提升幅度约为 17%, 每航班承载人次提升约 24%; 运力逆势增长的同时客座率和单位票价水平也有所提升。主运营基地天然特征使得海航获得反行业差异化利润。

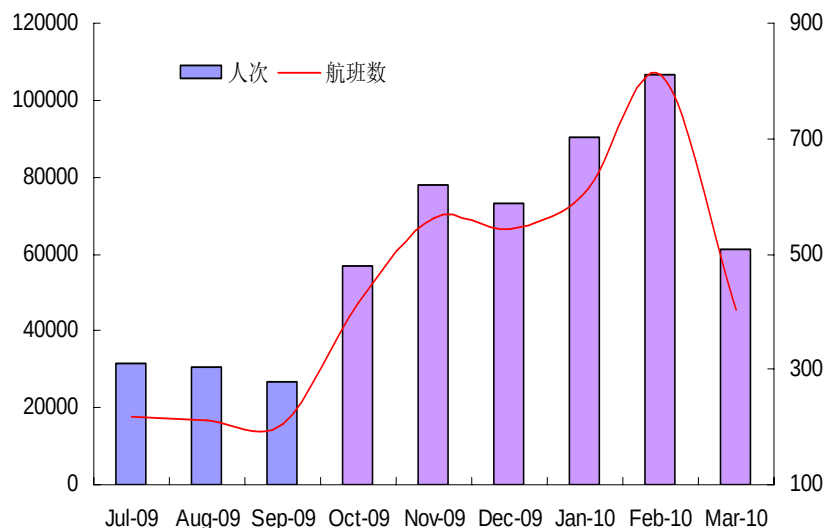
图 8: 海航海口进港业务量反行业景气



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

三亚机场是更典型的旅游市场, 9 月至次年 3 月份是全年最旺, 相对于行业旺季弹性更显著。参考三亚凤凰机场进港数据, 相对月 7-9 月份, 预计海航航班均量大幅增长 164%, 运载人次增长 163%, 供求双方匹配爆发。平均票价水平则略下降, 反映出市场竞争影响和旅游休闲市场固有特征: 量在价先。

图 9: 海航三亚进港业务量反行业特征更为明显

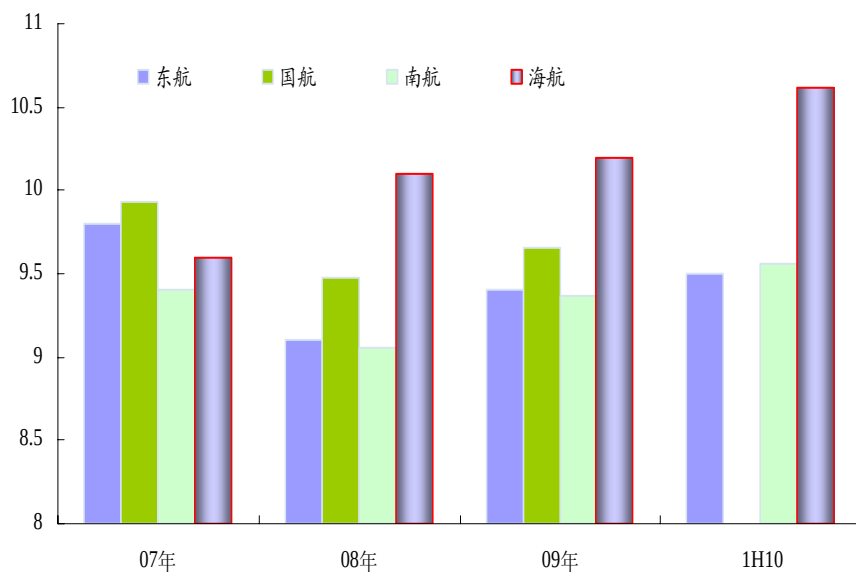


数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

2.2.2. 高飞机日利用率领先行业

海航飞机日利用率 07 年来稳步较快提升, 今年上半年创出历史高位 10.62 小时, 较明显高于三大航和行业平均 9.4 小时的水平。这在一定程度上缓冲了今年公司运力供给不够充分的窘况并进一步摊薄运营成本提高毛利水平。

图 10: 海航飞机日利用率水平领先

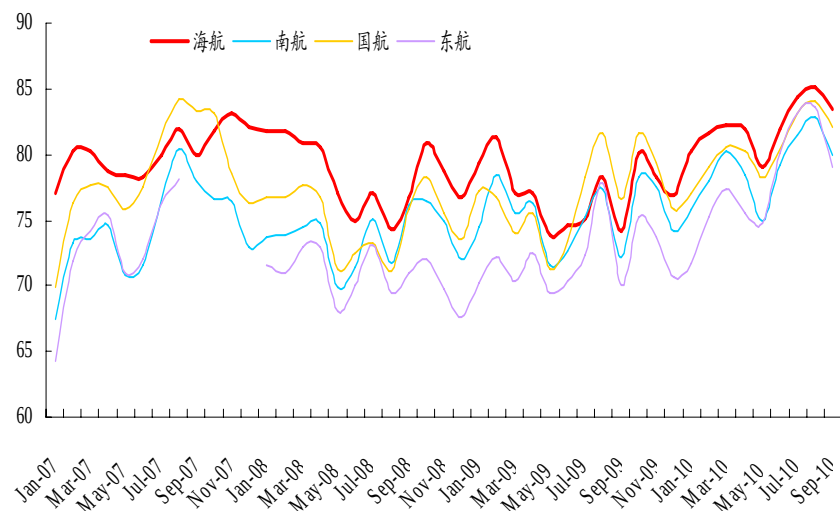


数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

2.2.3. 高客座率领先行业

海航客座率历史上也多处于行业领先地位, 10 年以来各月再次超越国航。这与公司偏紧的运力投放、相对低的票价和独特的旺季以及较强的销售能力特征密切相关。

图 11: 海航客座率持续领先



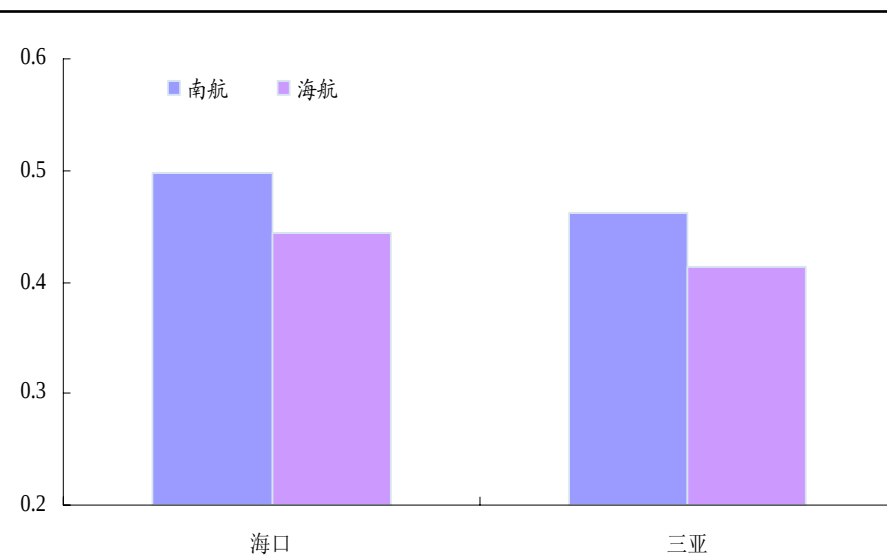
数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

2.2.4. 相对低的票价水平和较快的提升幅度

航线和旅客结构决定了公司票价水平绝对值较难和三大航匹敌。10 年上半年公司客公里收入 0.51 元, 较明显低于三大航超 0.6 元的水平。

参考海口和三亚进港情况, 预计海航今年累计票价水平低于主要竞争对手逾 10%; 在客座率略高的背景下, 座公里收入水平也低于南航约 10%。略具优势的票价仍是海航吸引旅客的重要手段。

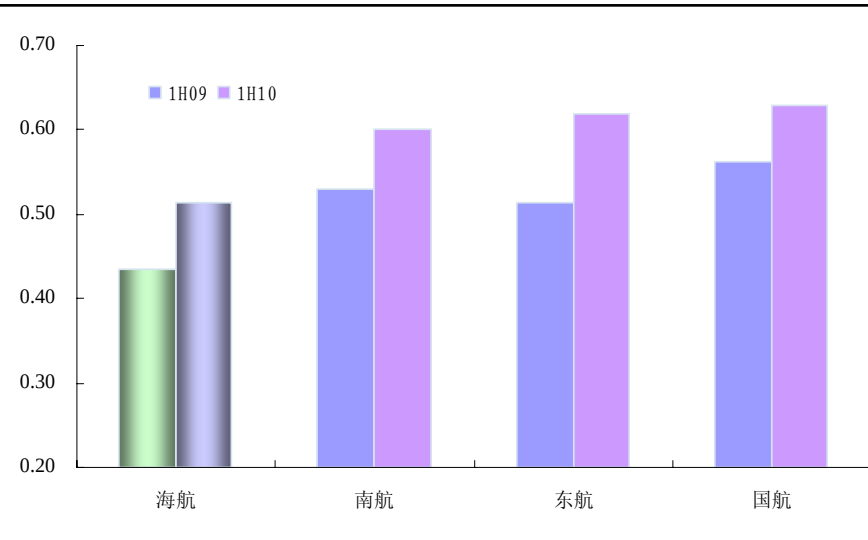
图 12: 海口和三亚市场海航与南航座公里收入水平对比



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

但今年繁荣的市场需求和偏紧的运力使得公司客座率和票价提升都较易实现,上半年公司整体票价提升幅度达 18.2%,较明显高于国航和南航,预计旺季三季度因运力投放局限而使得提升态势得到强化;东航则因整合和世博使得票价水平提升幅度更为显著。

图 13: 海航票价水平相对低而提升幅度较快



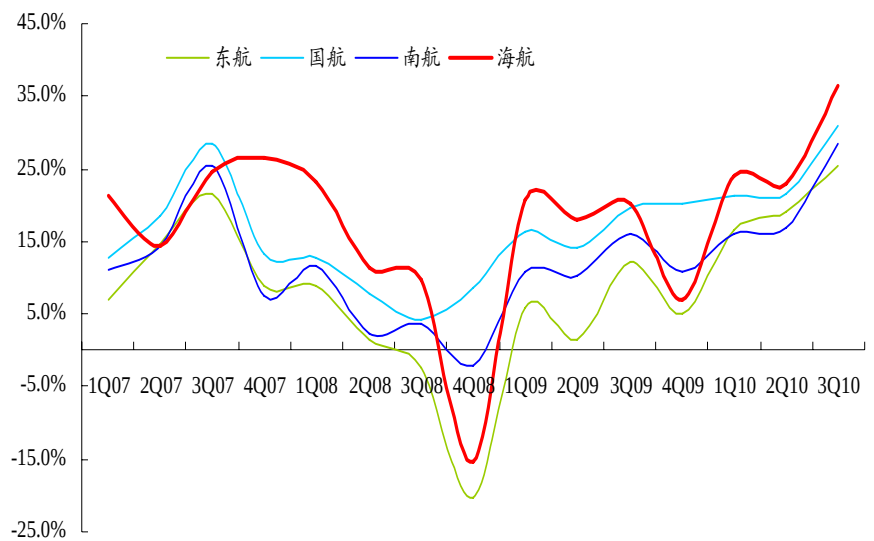
数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

2.3. 毛利率水平高且弹性大

从历史情况来看,海航持续保持着业内较为领先的毛利率水平,今年由于公司运力投放未及预期,客座率和票价带动收入和毛利水平提升更为明显,投入产出比显著增长。3 季度旺季毛利率提升月 13.5 个百分点,单季和累计提升幅度均列于四大航之首。

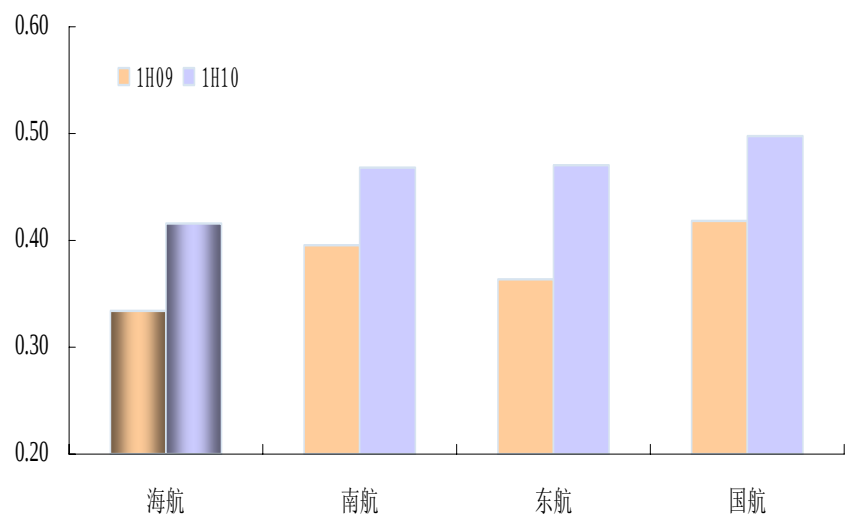
座公里收入指标也显示海航今年投产比效益明显提升,上半年 ASK 投放增长 17%,每座公里收入 0.42 元,同比大幅提升 24.5%;此增幅仅次于东航,较明显高于国航和南航。

图 14: 海航毛利率水平居上市公司之首



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

图 15: 海航座公里收入增速相对快



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

B2C 有看点。值得一提的还有海航销售费用率相较行业具备一定的比较优势, 费用占比一般低于三大航约两个百分点。公司 B2C 网上直销业务开展较好; 我们预计这也与公司休闲旅游主导的旅客结构密切相关。

我国 e 人群总量中商务客占主导地位; 而休闲旅游在在线领域占主导地位, 商务旅客在传统领域占主导地位。趋势上讲出行选择将向美国模式靠拢, 即休闲旅游逐渐占主导地位、而在线消费占更大比例。

行业增长模式角度看, 在线销售将和出境游、高端市场以及衍生增值服务并列成为航空市场增长新驱动。可以预见, 中长期海航必将受益于我国旅游休闲旅客和在线消费快速放大的市场蛋糕; 而其网络销售优势也将得到保持和强化。

表格 1: 我国出行旅客在线消费格局

国内	e 数量	在线	传统
休闲旅行	20%	50%	50%
商务出行	80%	10%	90%

数据来源: AC Nielsen 国泰君安证券研究

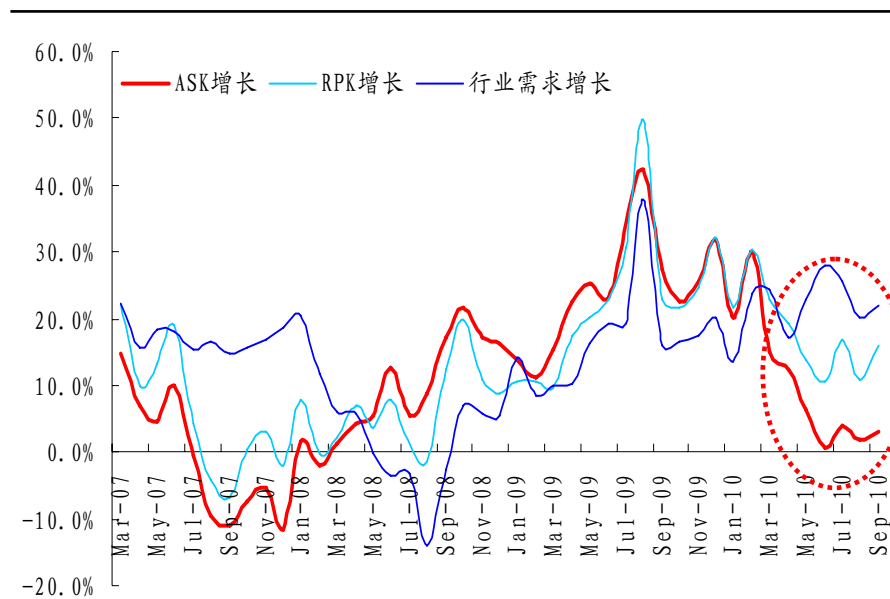
表格 2: 美国出行旅客在线消费格局

美国	e 数量	在线	传统
休闲旅行	70%	60%	40%
商务出行	30%	30%	70%

数据来源: AC Nielsen 国泰君安证券研究

2.4. 未来三年运力投放有保障

2010 年海航飞机引进并没有此前市场预期的高增速,事实上只有年初几个月 ASK 增速显著,而环比回落态势明显,6-10 月份增速均低于 4%。这一情况使得公司分享今年行业景气程度上略有欠缺的同时也为明年奠定了运力增长低基数效应。

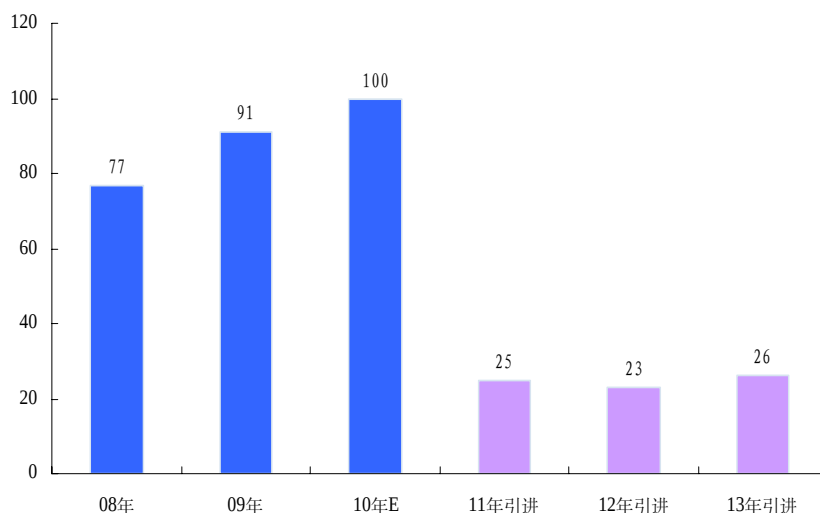
图 16: 海航 2010 年运力投放增长慢


数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

据了解,预计海航股份年底实际运营机队约 100 架;未来 11-13 年将分别引进 25/23/26 架,大致年均增长约 20%。由于机队规模基数较低,海航投放速度较明显高于三大航和行业平均水平。

也即今年应是公司运力投放的相对低谷、未来公司机队扩张还是有相当的保障。在相对低基数和行业供求趋势向好背景下,运力的较快投放能够弥补今年的市场短板、支持公司 11 年业绩的明显增长。

图 17: 海航现有机队规模和 11-13 年运力投放增长较快



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

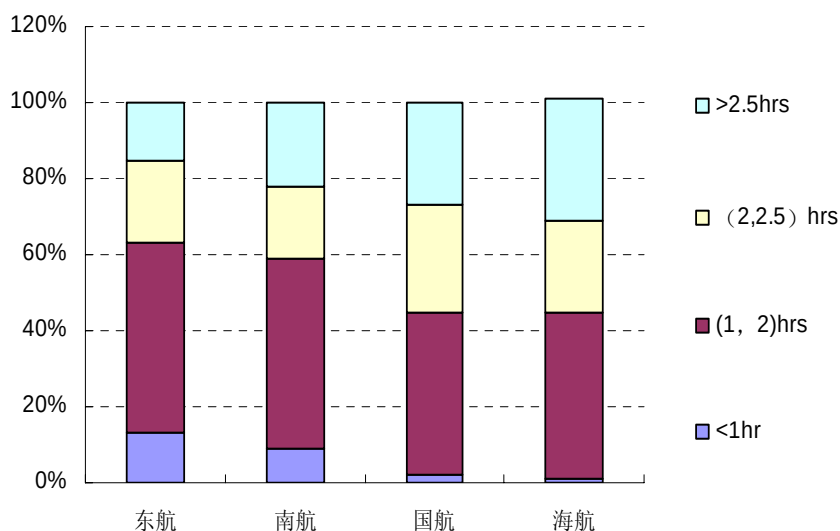
2.5. 高铁可能产生的影响

预计公司和行业在 2011 年受高铁影响仍将有限。而未来高铁网与公司 30% 的航空市场直接和间接角度构成冲突; 海航目前共 500 多条航线, 150 余条将受到不同程度的影响; 其中 800 公里以下有 6% 的市场冲击。

需要说明是, 高铁对航空公司最重要的影响并非特定航线的旅客运量和票价, 而是座公里收入, 也即特定市场投入产出比; 因为航班量的削减必然伴随量的下降, 航班量、客座率和票价的三重企稳回升才能看做特定市场投产比再次达到均衡的标志; 与此相关的另一个重要衍生影响是被影响市场的运力溢出, 这将关系到未来航空公司不同市场结构和地位的动态竞争演绎, 当下的航线结构不足以静态的推演未来影响。

进一步优化航线网络结构是行业包括公司必须面对的挑战而航空需求总量的较快自然增长是航空公司所寄希望的根本所在。

图 18: 目前四大航航线里程结构

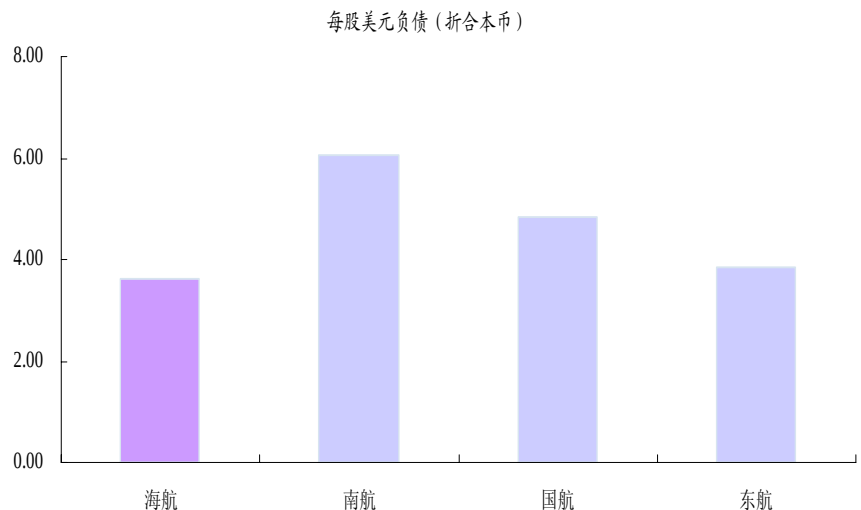


3. 升值与油价：海水与火焰

油价最近走势有所反复。美国新一轮量化宽松政策使得近期国际原油价格走出平台震荡出现新一轮上涨态势；而美元指数的反弹对其则构成了阶段性约束；与此同时本币兑美元升值也相对较为强劲。航空公司作为受汇率和油价影响最直接的品种，面临着一边是海水一边是火焰的运营格局；且从中长期来看，这种态势可能将会持续存在，而其中二者的阶段性背离则构成了对利多利空因素判断的一个重要基础。

从各大航美元负债和股本情况来看，海航航空对本币升值敏感性较明显小于南航和国航、略小于东航，截止3季度末海航美元负债约22.3亿美元，汇兑收益约2.8亿人民币；预计人民币每升值1%，海航每股收益约受益0.027元。

图 19：四大航每股美元负债情况



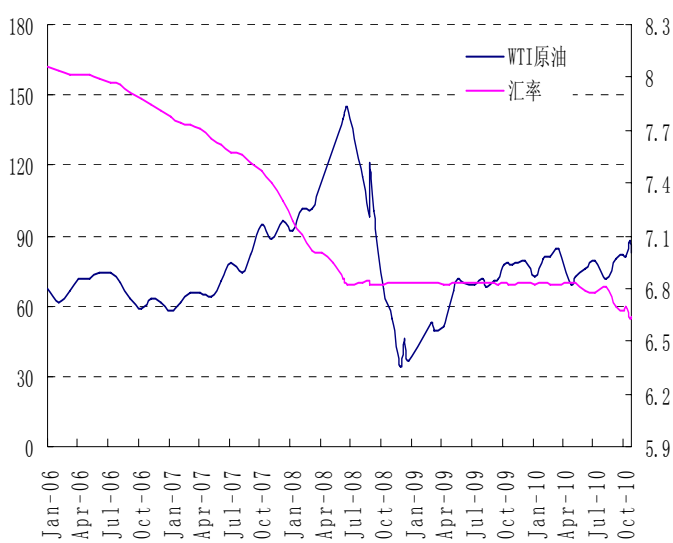
数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

近期国际原油价格脱离一年有余的盘整出现一定上涨，使得航空公司燃油成本预期受到一定冲击；燃油附加联动机制理论上可覆盖七八成的不利影响；但目前的行业既定态势使得航空公司在实际运营中无法回避油价切实的重要影响。

参考新加坡航油理论换算价格，继10月份上调出厂价220元/吨后，目前国内航油价格仍存在5%-10%的上调空间。

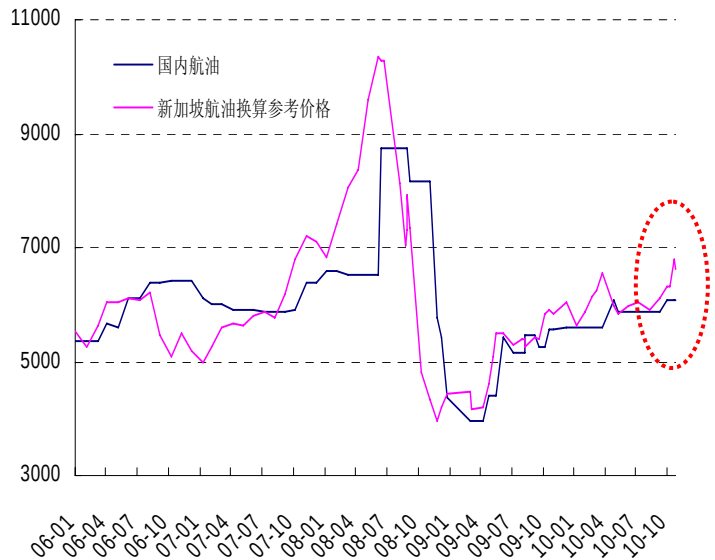
既定情况下值得关注和期待的是燃油附加联动机制能够顺利和完整的兑现、而不受通胀行政因素掣肘；与此同时国际油价上涨也受到若干因素约束。

图 20: WTI 原油价格和本币兑美元汇率走势



数据来源: wind 国泰君安证券研究

图 21: 国内航油价格有上调压力



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

4. 受益国际旅游岛政策东风

随着近期离岛免税等政策预期加强，海南国际旅游岛主题投资受到更多重视。海航航空无论从主题投资还是中长期实际受益角度，都是该板块中重要一员。

表格 3: 国际旅游岛建设目标

2009-2013 年	建成国际旅游岛雏形。旅游要素国际化改造基本完成。2013 年入境游客占全省旅游接待人数 10%以上，旅游外汇收入占旅游总收入 20%以上
2014-2018 年	基本建成国际旅游岛。旅游业管理体制、运行机制与国际基本接轨，旅游服务基本达到国际水准。2018 年，入境游客占全省旅游接待人数的 20%以上，旅游外汇收入占旅游总收入的 30%以上
2019-2028 年	建成世界一流的国际旅游岛。旅游产品达到国际水准，城市建设、公共服务设施、现代服务业等适应世界发展潮流。2028 年，入境游客占全省旅游接待人数的 30%以上，旅游外汇收入占旅游总收入的 40%以上

表格 4: 值得期待的配套政策

全面开放旅游业及相关产业	旅游市场实现全面放开，同时扩大旅游相关产业的开放，如旅游餐饮业文化、会展、体育产业等
入境免签	进一步扩大免签证国家范围，逐步扩大与中国签署旅游协定的国家和地区；放宽免签证组团人数限制（2 人以上）；延长免签时间，将享有免签证政策的游客在琼停留由 15 天延长至 30 天
离岛免税购物	设免税商场，实行离岛旅客免税购物政策，店内付款提货、离岛验放
扩大航权开放	第三、四、五航权开放的基础上，争取实施更加开放的航权政策，使海南岛上空成为自由天空
小额币自由兑换	开展外汇兑换公司试点工作，设立小额外币自由兑换窗口，办理个人外币兑换特许业务

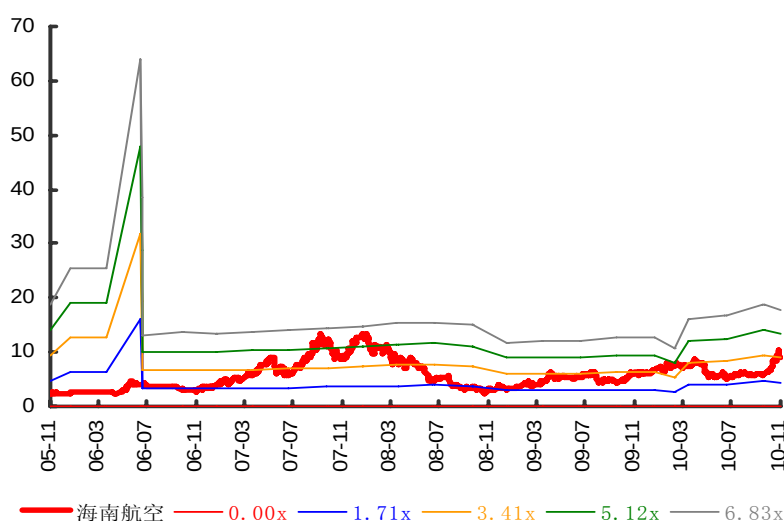
数据来源: 海南省政府网

5. 盈利预测与评级

维持“增持”投资评级和 11.8 元目标价。预计公司 10-12 年收入增速分别为 39%、22%和 13%，每股收益分别为 0.52 元、0.64 元和 0.49 元，对应动态市盈率分别为 18.3X、14.8X 和 19.4X。在其他航空股经过近期持续调整后，公司估值在市盈率方面基本与行业持平而市净率角度具备一定比较优势。

总结来讲，预计行业 2011 年趋势继续向好而公司看点相对较多；淡季海南航空市场反行业旺季特征提供差异化投资机会；中期运力的较快引进和旅游市场的快速放大等因素亦将对公司发展构成支持。主题投资角度，海航也将受益于国际旅游岛建设政策东风时隐时现、渐次兑现。

图 22: 海航 PB BAND



数据来源: wind

表格 5: 四大航估值情况比较 (19 日)

最新价格			流通市值 (亿)	市盈率 PE		PB
				10E	11E	
行业均值 (整体法)			327	15.9	14.7	4.7
行业中值			217	16.6	14.7	4.3
600029	南方航空	9.7	464	18.4	17.3	6.1
600221	海南航空	9.5	318	18.3	14.9	3.5
600115	东方航空	7.6	137	16.0	14.4	5.7
601111	中国国航	13.4	1051	15.2	14.3	5.0

数据来源: wind 国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		