

海南航空(600221.sh)

坐享国际旅游岛，地产、免税、高尔夫一个都不能少

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210030005

事件

2010年10月3日，公司发布4个公告：

- (1) 出资15亿持有“海岛建设”33%的股权，海岛建设将致力于整合海南地产、免税、高尔夫、酒店等相关资源，是海航集团在琼资产整合平台。
- (2) 出资15亿，以4倍市净率，每股3.5元的价格增资新华航空，股权比例由60%上升至67.59%。
- (3) 出资4亿，持有40%股权，发起成立西安浐灞融资担保有限公司。
- (4) 按市场价与大新华技术签订飞机维修技术支持总协议。

我们的主要观点：

- (1) 公司有望分享国际旅游岛盛宴，想象空间巨大。海岛建设资产规模庞大，预计2015年资产规模达到1700亿，业务范围涵盖地产、免税、高尔夫、酒店、商业、农业、游艇等。公司持有海岛建设1/3的股权，将能够分享国际旅游岛盛宴，想象空间巨大。
- (2) 投资收益为公司的业绩高增长再上一层保险。公司运力投放速度高达25%，2010年基数又较低，将在未来获得行业内最高的业绩增长潜力。而投资收益将为公司的业绩增长再上一层保险。
- (3) 上调公司目标价为15.52元，维持买入评级。分别采用收益估算和资产价值估算，持有海岛建设将增厚公司价值5.08元和3.15元，上调公司目标价为15.52元，维持买入评级。
- (4) 风险提示：油价大幅上涨、人民币大幅贬值、突发灾难性事件

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13,551.66	15,548.36	19,614.00	23,721.00	26,687.00
增长率(%)	-0.04%	14.73%	26.15%	20.94%	12.50%
EBITDA(百万元)	615.52	3,594.35	6,988.00	8,759.00	9,323.00
净利润(百万元)	-1,424.35	334.67	2,282.00	2,673.00	3,336.00
增长率(%)	-318.66%	-123.50%	581.91%	17.14%	24.78%
每股收益(元)	-0.404	0.095	0.650	0.760	0.940
市盈率	-7.73	70.15	13.43	11.46	9.19
市净率	1.79	3.58	3.47	2.66	2.06
EV/EBITDA	56.40	14.97	9.84	7.78	7.16

数据来源：海南航空股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	9.86
目标价格(元)	15.52
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	12.68%	68.92%	52.40%
沪深300	-9.45%	7.35%	-12.82%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

4,125.49/3,345.19

主要股东：

大新华航空有限公司

主要股东持股比例

41.60%

财务比率

ROE	5.11%
ROA	3.34%
资产负债率	87.89%
每股净资产(元)	1.86

2009年年报数据

目录索引

一、事件	3
(一) 增资海航国际旅游岛开发建设有限公司	3
(二) 对中国新华航空集团有限公司增资	3
(三) 发起成立西安浐灞融资担保有限公司	3
(四) 与大新华航空技术有限公司签署飞机维修技术支持总协议	3
二、公司分享国际旅游岛的盛宴，想象空间巨大	3
三、投资收益锁定未来业绩增长	5
四、上调目标价为 15.52，维持“买入”评级	7
(一) 按照收益估算，海南航空每股价值增厚 5.08 元	7
(二) 按照资产价值估算，海南航空每股价值增厚 3.15 元	8
(三) 我们上调目标价为 15.52 元，维持买入评级	9
五、风险提示	9

图表索引

图 1：海航地产各分公司分布图	5
图 2：大英山（老机场）位置图	5
图 3：西海岸人工岛项目一期效果图	5
图 4：西海岸人工岛项目总体效果图	5
图 5：全球民航业利润波动巨大	6
图 6：中国民航业利润波动巨大	6
图 7：海南航空 EPS 预测	6
表 1：“海岛建设”资产整理	4
表 2：房地产行业总资产净利润率	7
表 3：主要参数取值与计算结果	7
表 4：总资产净利润与市盈率对海南航空每股价值增厚的敏感性计算	8
表 5：房地产行业资产负债率	8
表 6：主要参数取值与计算结果	9
表 7：资产负债率与贴现率对海南航空每股价值增厚的敏感性计算	9

一、事件

（一）增资海航国际旅游岛开发建设有限公司

海南航空股份有限公司拟对海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）控股子公司海航国际旅游岛开发建设有限公司（以下简称“海岛建设”）现金增资15亿元人民币。增资完成后，海岛建设注册资本变更为45亿元，公司与海航集团、海航实业控股有限公司分别持股33%、60%和7%。

海岛建设将致力于整合海南地产、高尔夫、酒店等相关资源，建设高端旅游产业项目，打造免税购物中心，改善海南旅游产业服务质量，提升海南国际旅游岛的整体形象，从而吸引更多游客和商务人士前往海南。

（二）对中国新华航空集团有限公司增资

新华航空每股净资产0.86元，公司拟按照4倍市净率的行业平均估值水平，以每股3.5元人民币的价格对新华航空进行现金增资15亿元人民币。新华航空注册资本由18.3亿元增至22.5857亿元，公司持有新华航空的股权比例由60%增至67.59%。增资后新华航空资产负债率将由78.21%降至64.75%，下降13.46个百分点。

（三）发起成立西安浐灞融资担保有限公司

公司拟通过控股子公司长安航空有限责任公司与西安市浐灞生态区管理委员会、海航实业控股有限公司以及海航集团西北总部有限公司共同以现金出资发起成立西安浐灞融资担保有限公司，出资总额为10亿元人民币，其中长安航空有限责任公司拟出资4亿元人民币，持股比例40%。

（四）与大新华航空技术有限公司签署飞机维修技术支援总协议

公司拟与大新华航空技术有限公司（以下简称“大新华技术”）签订有关飞机维修技术支援总协议。大新华技术为公司提供机队技术管理、航线维修、基地维修、飞机定检、附件维修等专业服务，公司向对方支付服务费用。

依据2007至2009年公司飞机维修业务实际成本费用，测算每飞行小时维修成本为1370元。约等于山东太古飞机工程有限公司为山东航空股份有限公司提供维修服务定价的每飞行小时1362元；低于北京飞机维修工程有限公司为中国国际航空股份有限公司提供维修服务定价的每飞行小时1625元。

二、公司分享国际旅游岛的盛宴，想象空间巨大

根据公开资料显示，海岛建设于2010年10月12日成立，依托海南国际旅游岛建设，全面统筹海航在琼产业资源，大项目突破、全产业联动，全力充当海航集团推动国际旅游岛建设的排头兵和推动器，以规模效应和产业集群效应实现海航新的发展和腾飞。

海岛建设的官方网站已经对公司的资产构成、未来规划进行了详细的介绍，业务范围涵盖地产、高尔夫、酒店、商业、农业、物业、游艇、医疗。整个公司的发展紧跟国际旅游岛的扶持方向，在免税、游艇等领域均有涉及，将会显著受益于政府即将出台的国际旅游岛细则。根据海航集团的估算，2015年海岛建设资产规模将达到1700亿。具

体资料我们整理如下所示。

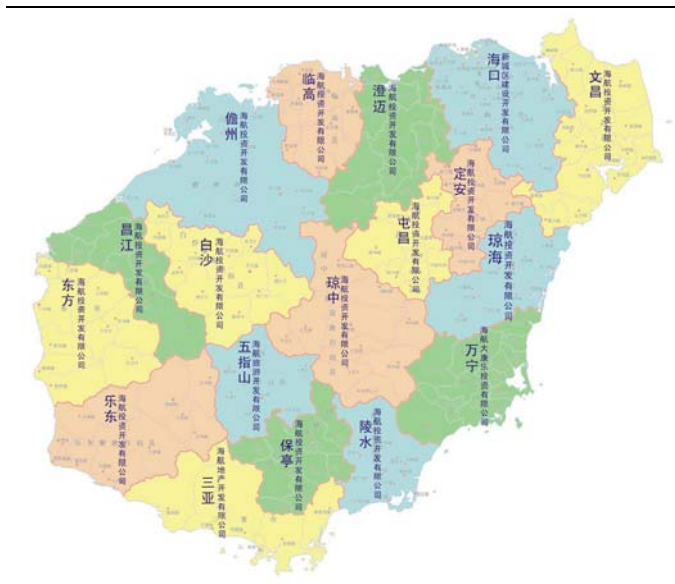
海南航空股份有限公司参股海岛建设33%的股权，而海岛建设资产规模巨大，随着国际旅游岛开发的不断推进，2011年免税、旅游等项目的实施，公司将能够分享盛宴，想象空间巨大。

表 1：“海岛建设”资产整理

业务板块	资产	个数	面积	储备或发展潜力	资产价值
海航地产	在建房地产项目	32个	241万平米		
	在建填海项目	1个	3000亩		
	拟建房地产项目	15个	100万平米		
	已建高尔夫项目	4个	9127亩	4.6万亩	
	2015年规划				1485亿
海岛高尔夫	康乐园温泉高尔夫球场 (18洞锦标级)	1个	2400亩		
	康乐园太阳河高尔夫球 场(18洞锦标级)	1个	1800亩		
	康乐园橡树林高尔夫球 场(18洞锦标级)	1个	2000亩		
	试运营球场	2个			
	在建高尔夫球场	4个			
	2015年规划	14个			70-90亿
海岛酒店	海南迎宾馆(五星)	1个			
	海南新国宾馆(五星)	1个			
	海南兴隆温泉康乐园酒 店(五星)	1个			
	亚太国际会议中心(五 星)	1个			
	2015年规划	13-15个			
海岛商业	在建大型商业广场	2个	10万平米		
	在建免税店、折扣店	6个			
	2015年规划	10个商业广场, 20 家门店			
海岛农业	产业园区	8个	4519亩	4000亩	
	2015年规划	10个	4万亩		
海岛物业	物业管理	51个	400万平米		
	2015年规划		2000万平米		
海岛游艇 邮轮	拟建船舶制造基地			180艘/年	
	拟建游艇生产基地			450艘/年	
海岛健康 医疗	海南海航健康医疗产业 投资管理有限公司				
	2015年总规划				1700亿

数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

图 1：海航地产各分公司分布图



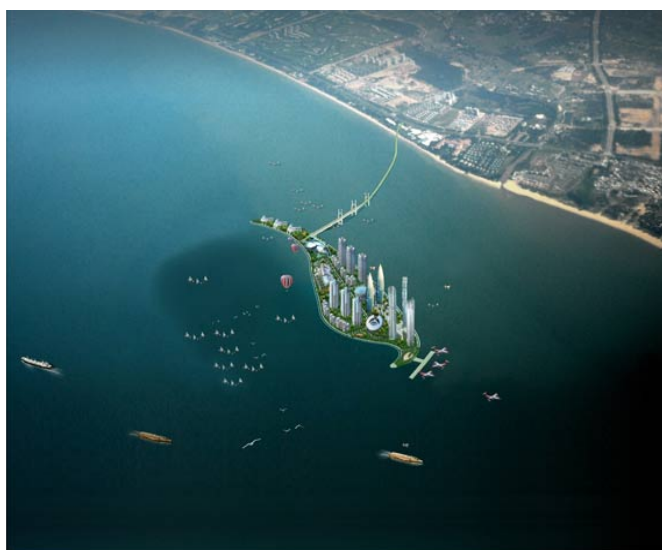
数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

图 2：大英山（老机场）位置图



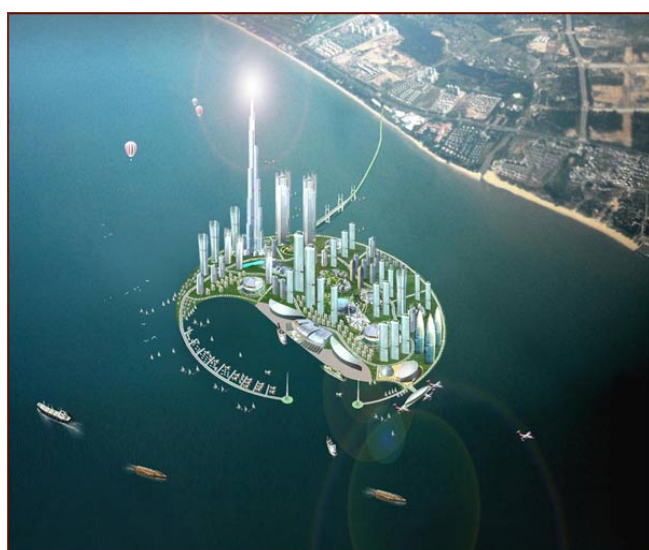
数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

图 3：西海岸人工岛项目一期效果图



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

图 4：西海岸人工岛项目总体效果图



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

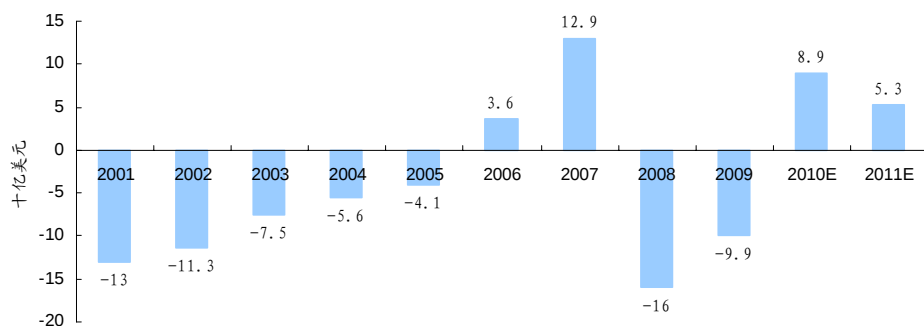
三、投资收益锁定未来业绩增长

我们在上一篇报告《海南航空：发现——被低估的航空公司》中对行业的未来进行了分析，认为未来行业供需基本相当进入平稳期，海南航空由于运力投放速度高达25%，2010年基数又较低，将在未来获得最高的业绩增长潜力。因此我们预测公司2010-2011年的EPS为0.65元和0.76元。

但是航空业属于强周期行业，利润的波动很大，从全球航空业和中国航空业的历史数据来看，保持持续增长具有相当的难度。公司通过投资海岛建设、沪深融资担保有限公司，以投资收益的形式能够保持未来业绩的持续增长。尤其是海岛建设，由于资产规

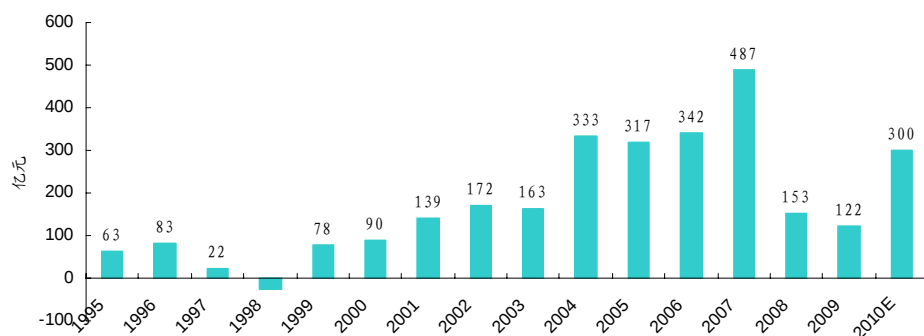
模巨大，对海南航空未来的业绩影响可能较大。因此我们认为，即使航空业在未来发生变化，行业的基本面低于我们的预期，投资收益也能锁定业绩增长，公司未来的业绩增长潜力比较有保障。

图 5：全球民航业利润波动巨大



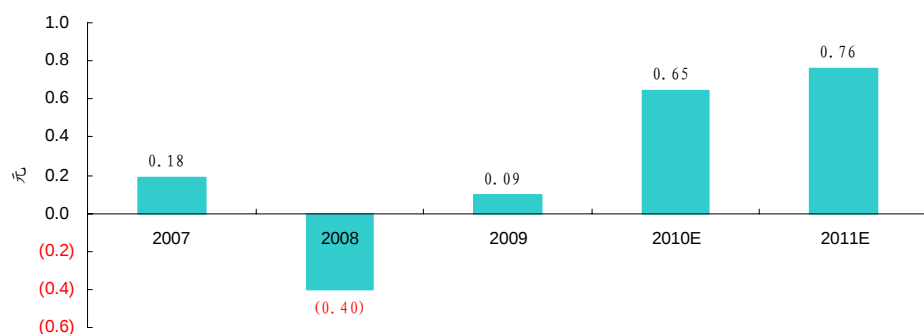
数据来源：IATA、广发证券发展研究中心

图 6：中国民航业利润波动巨大



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 7：海南航空EPS预测



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

四、上调目标价为15.52，维持“买入”评级

（一）按照收益估算，海南航空每股价值增厚5.08元

由于海岛建设资产规模巨大，我们首先按照收益估算的方法，来估算海岛建设对海南航空价值的增厚水平，我们按照如下公式来计算：

$\text{每股价值增厚} = \text{海岛建设总资产规模} \times \text{海岛建设总资产净利润率} \times (\text{贴现率}^4) \times \text{海南航空持股比例} / \text{海南航空股本数} \times \text{市盈率}$

从我们前面统计的资料来看，公司1700的资产中，有约1500亿为海航地产，因此我们将海岛建设看作房地产公司，总资产净利润率和市盈率均按照房地产行业平均水平取值。根据计算，海南航空由于持有海岛建设，每股价值增厚5.08元。

表 2：房地产行业总资产净利润率

证券代码	证券简称	2007	2008	2009
000002.SZ	万科A	7.1	4.2	5.0
000009.SZ	中国宝安	5.8	4.6	6.0
000024.SZ	招商地产	6.4	3.5	4.1
000031.SZ	中粮地产	10.2	1.8	3.4
000069.SZ	华侨城A	8.3	8.9	8.3
000150.SZ	宜华地产	14.4	7.4	8.6
000402.SZ	金融街	5.8	5.0	3.9
000616.SZ	亿城股份	6.5	5.1	6.6
000718.SZ	苏宁环球	7.6	11.5	10.4
000918.SZ	嘉凯城	-13.8	-29.9	16.8
000926.SZ	福星股份	6.3	5.1	4.0
600048.SH	保利地产	5.7	6.4	5.6
600173.SH	卧龙地产	5.4	5.5	6.0
600185.SH	格力地产	-4.9	-43.9	7.6
600208.SH	新潮中宝	5.0	7.2	6.9
600383.SH	金地集团	7.3	3.6	4.3
600657.SH	信达地产	-3.0	8.6	6.5
	地产行业	4.8	4.0	4.7

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 3：主要参数取值与计算结果

参数	取值	取值依据
海岛建设总资产规模	1700亿	海岛建设网站资料
海岛建设总资产净利润率	4.7%	房地产行业平均水平
贴现率	10%	
海南航空持股比例	33%	公司公告
海南航空股本数	41.3亿	公司公告
市盈率	12倍	房地产行业平均水平
海南航空每股价值增厚	5.08元	计算结果

数据来源：广发证券发展研究中心

表 4：总资产净利润与市盈率对海南航空每股价值增厚的敏感性计算

PE \ ROA	4.10%	4.30%	4.50%	4.70%	4.90%	5.10%	5.30%
9	3.32	3.48	3.65	3.81	3.97	4.13	4.29
10	3.69	3.87	4.05	4.23	4.41	4.59	4.77
11	4.06	4.26	4.46	4.65	4.85	5.05	5.25
12	4.43	4.65	4.86	5.08	5.29	5.51	5.73
13	4.80	5.03	5.27	5.50	5.73	5.97	6.20
14	5.17	5.42	5.67	5.92	6.18	6.43	6.68
15	5.54	5.81	6.08	6.35	6.62	6.89	7.16

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）按照资产价值估算，海南航空每股价值增厚3.15元

第二种方法我们采用估计资产价值的方法，来估算海岛建设对海南航空价值的增厚水平，我们按照如下公式来计算：

$$\text{每股价值增厚} = \text{海岛建设总资产规模} \times (1 - \text{资产负债率}) \times (\text{贴现率}^4) \times \text{海南航空持股比例} / \text{海南航空股本数}$$

我们仍然将海岛建设看作房地产公司，负债率按照房地产行业平均水平取值。根据计算，海南航空由于持有海岛建设，每股价值增厚3.15元。

表 5：房地产行业资产负债率

证券代码	证券简称	2007	2008	2009
000002.SZ	万科A	66.1	67.4	67.0
000009.SZ	中国宝安	59.1	59.0	60.2
000024.SZ	招商地产	63.6	56.5	61.8
000031.SZ	中粮地产	39.2	63.8	51.4
000069.SZ	华侨城A	54.2	50.4	62.8
000150.SZ	宜华地产	49.6	48.0	34.8
000402.SZ	金融街	64.6	46.1	62.4
000616.SZ	亿城股份	56.9	50.3	61.1
000718.SZ	苏宁环球	76.8	68.9	66.7
000918.SZ	嘉凯城	106.4	135.9	75.8
000926.SZ	福星股份	63.1	50.3	57.6
600048.SH	保利地产	68.6	70.8	70.0
600173.SH	卧龙地产	75.5	65.2	56.6
600185.SH	格力地产	55.9	88.8	69.2
600208.SH	新潮中宝	59.5	63.3	69.5
600383.SH	金地集团	63.7	70.3	69.6
600657.SH	信达地产	87.7	57.6	53.5
	地产行业	62.4	62.6	65.0

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 6：主要参数取值与计算结果

参数	取值	取值依据
海岛建设总资产规模	1700亿	海岛建设网站资料
海岛建设资产负债率	65%	房地产行业平均水平
贴现率	10%	
海南航空持股比例	33%	公司公告
海南航空股本数	41.3亿	公司公告
海南航空每股价值增厚	3.15元	计算结果

数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：资产负债率与贴现率对海南航空每股价值增厚的敏感性计算

贴现率 \ 资产负债率	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
7%	5.13	4.62	4.11	3.59	3.08	2.57	2.05
8%	4.91	4.42	3.93	3.44	2.95	2.46	1.97
9%	4.70	4.23	3.76	3.29	2.82	2.35	1.88
10%	4.50	4.05	3.60	3.15	2.70	2.25	1.80
11%	4.30	3.87	3.44	3.01	2.58	2.15	1.72
12%	4.11	3.70	3.29	2.88	2.47	2.06	1.65
13%	3.93	3.54	3.14	2.75	2.36	1.97	1.57

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）我们上调目标价为15.52元，维持买入评级

我们在此前的报告中预测公司2010-2012年的EPS为0.65元、0.76元和0.94元，考虑到公司2011年需求的持续增长性要好于三大航，同时2012年受高铁的冲击也小于三大航，按照2011年15倍PE，公司对应的股价为11.4元。

由于持有海岛建设的股权，按照两种方法计算的增厚，公司对应的股价分别为14.55元和16.48元，我们上调公司目标价至中间值15.52元，维持买入评级。

五、风险提示

油价大幅上涨、人民币大幅贬值、突发灾难性事件。

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2 年证券从业经历，入围 2009 年新财富交通运输行业最佳分析师，获 2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

相关研究报告

海南航空(600221.sh)_公司跟踪研究报告

杨志清

2010-10-31

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。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。