

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 沈晓峰 (8621)65751772 shenxf@cjsc.com.cn

毛利率行业第一，关联交易增厚四季度业绩

事件描述

海南航空公布 2010 年三季报：

- 公司 2010 年三季度实现营业收入 60.81 亿元，同比增长 32.97%；归属母公司股东的净利润 12.25 亿元，同比增长 597.86%，实现 EPS 为 0.306 元。扣非后 EPS 为 0.244 元。
- 客座率提升行业最快，吨公里收入快速提升，毛利率同比提升 16 个百分点，三项指标三季度表现均行业第一。
- 期间费用率保持稳定，受益毛利提升和营业外收入，净利润大幅增长 674%。
- 年内两笔关联交易，预计带来 3.19 亿营业外收益，增厚业绩 0.065 元。
- 海南国际旅游岛规划正式得到批复，国人离岛免税或将出台，公司客运前景继续看好。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.61 元和 0.64 元，对应 PE 为 14.14 倍、14.15 倍和 13.49 倍。维持“推荐”评级。
- 风险提示。国际油价快速上涨，人民币升值后贬值，疾病、自然灾害等突发事件。

事件评论

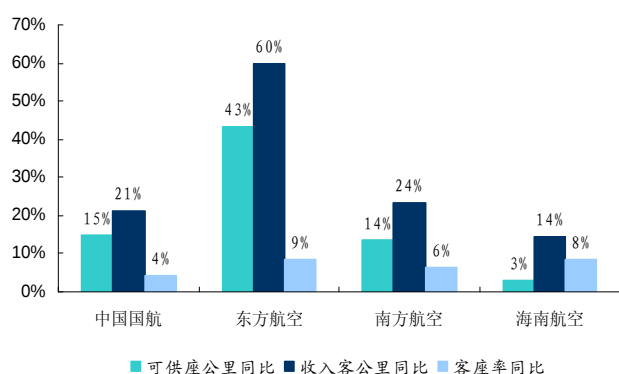
海南航空公布 2010 年三季报，实现营业收入 60.81 亿元，同比增长 32.97%；归属母公司股东的净利润 12.25 亿元，同比增长 597.86%，实现 EPS 为 0.306 元。扣非后 EPS 为 0.244 元。我们对此有以下几点看法：

第一，客座率、吨公里收入、毛利率均快速提升，三项指标行业均第一

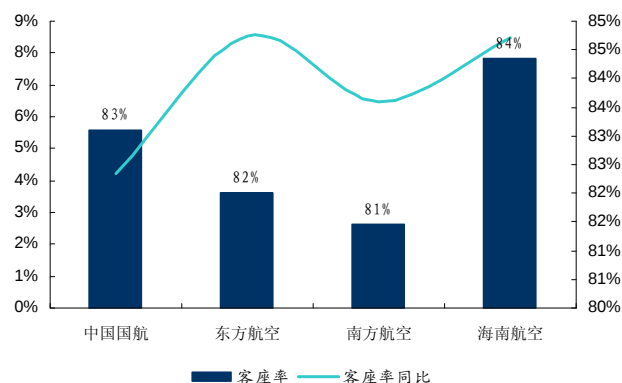
今年，受经济稳定、竞争格局稳定、消费升级等因素影响，航空运输需求旺盛，行业普遍量价齐升。公司客运业务同比增长行业最少，但客座率提升幅度行业最高，且依旧维持行业第一。

吨公里收入水平同比提升 16%，增幅低于东航 4 个百分点，高于南航 7 个百分点。（说明：国航三季报财务数据包含深圳航空，但生产数据不含深圳航空，因此不列入本次比较范围）不含国航，公司吨公里收入水平行业第一。

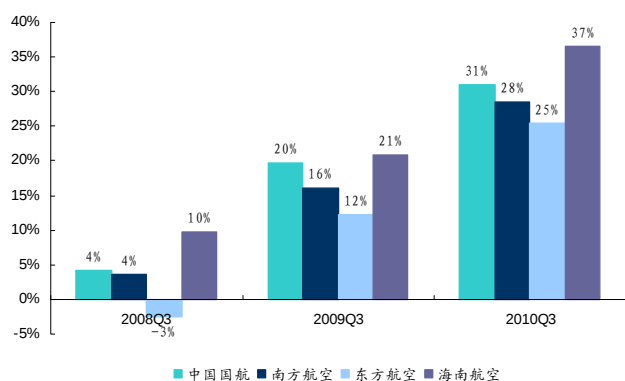
由于客座率和收入水平同比增速高于行业其他公司，公司三季度毛利率同比提升 16 个百分点，增幅行业第一，毛利率达 37%，维持行业第一。

图 1: 2009Q3-2010Q3 年主要客运指标对比


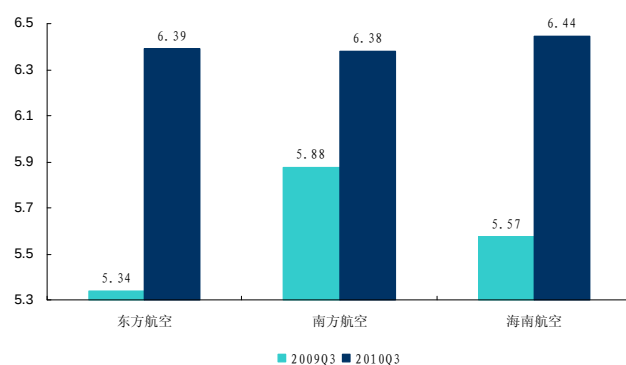
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 2009Q3-2010Q3 年客座率对比


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 2008Q3-2010Q3 年毛利率同比增幅


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

图 4: 2009Q3-2010Q3 年吨公里收入同比增幅


资料来源: 公司财报, Wind, 长江证券研究部

表 1: 公司利润表数据摘要

	2010Q3	2009Q3	同比增幅
营业收入 (百万)	6081.99	4574.08	32.97%
营业成本 (百万)	3857.92	3618.45	6.62%
毛利率 (%)	36.57%	20.89%	15.68%
营业利润 (百万)	1423.20	180.83	687.06%
营业外损益 (百万)	110.83	-0.96	-
利润总额 (百万)	1534.03	179.86	752.89%
所得税 (百万)	141.67	0	-
净利润 (百万)	1392.36	179.86	674.13%
归属于母公司所有者的净利润 (百万)	1224.67	175.49	597.86%
EPS (元/股)	0.306	0.05	512.00%

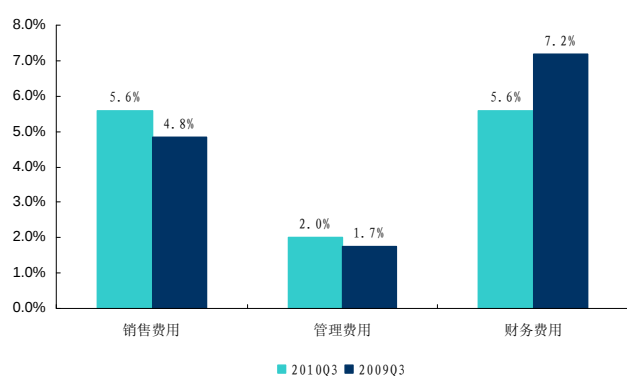
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二，期间费用率保持稳定，受益毛利提升和营业外收入，净利润大幅增长

公司三项费用占营业收入比重同比下降 0.7 个百分点，基本维持稳定。其中销售费用率下降 8 个百分点，呈稳步下降趋势；虽然我们预计受益汇兑收益，财务费用应同其他公司一样同比下降，但公司出现同比有 1.6 个百分点的提升，通过分析半年报我们发现，公司利息支出金额为汇兑损益的近 10 倍，因此汇兑收益对财务费用影响较小；管理费用率同比下降 0.3 个百分点，主要受益于公司内部管理效率的提升。

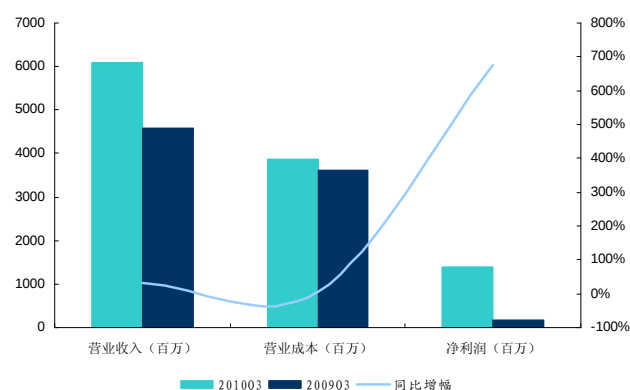
受益毛利率的大幅提升及新增公允价值变动 1.85 亿（2009 年年报将投资性房地产调整为公允价值计量，且占公允价值 90% 以上，因此我们认为本季度公允价值变动主要来自投资性房地产的公允价值变动），公司营业利润同比提升 687%；外加新增 1.1 亿营业外损益，利润总额同比提升 753%；由于去年同期所得税为 0，今年同期实际所得税率为 9.24%，因此净利润同比增幅略有下降，为 674%。

图 5：期间费用占收入比重维持稳定



资料来源：公司财报，长江证券研究部

图 6：主要财务指标同比变化



资料来源：公司财报，长江证券研究部

第三，年内两笔关联交易，预计带来 3.19 亿营业外收益，增厚业绩 0.065 元

公司在公布三季度财报的同时，发布两个关联交易，转让公司维修资产和 29 架 D328 飞机，共计带来资产盘盈 3.19 亿。按公告说明，将于年内计入公司财报，按今年 1-3 季度累计 6.76% 的实际税率和 10.14% 的少数股东权益计算，增厚业绩约 0.065 元。

表 2：公司利润表数据摘要

	标的	出让方	受让方	评估价 (亿元)	账面价 (亿元)	盘盈/盘亏 (亿元)	出让时间和方式
关联交易一	维修资产	海航股份	大新华航空技术	12.72	8.71	4.01	11 月 15 日股东会通过
关联交易二	29 架 D328 飞机	海航股份	海航航空控股	14.93	15.75	-0.82	后 30 日内现金支付

资料来源：公司公告，长江证券研究部

注：海航集团参股海航股份 7.21%，控股海航航空控股 100%；而海航航空控股控股大新华航空技术 100%。即关联交易一双方是公司与兄弟公司的全资子公司，关联交易二双方是公司与兄弟公司。

第四，维持“推荐”评级

公司后续的主要看点在于：1）海南是公司第一大市场，将受益四季度旅游旺季带来的量价齐升；2）《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，国人离岛免税或将出台，预计公司在海南的旅客周转量将继续维持高增长。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.61 元和 0.64 元，对应 PE 为 14.14 倍、14.15 倍和 13.49 倍。维持“推荐”评级。

风险提示

国际油价快速上涨，人民币升值后贬值，疾病、自然灾害等突发事件。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15548	21666	24818	28168	货币资金	12766	11917	13650	15492
营业成本	13256	15809	18083	20705	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2292	5857	6735	7462	应收账款	426	580	664	754
% 营业收入	14.7%	27.0%	27.1%	26.5%	存货	257	291	333	381
营业税金及附加	496	628	720	817	预付账款	663	789	903	1034
% 营业收入	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%	其他流动资产	12	17	19	22
销售费用	748	1062	1216	1380	流动资产合计	14124	13594	15570	17685
% 营业收入	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	可供出售金融资产	647	647	647	647
管理费用	411	477	546	620	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	2.2%	2.2%	2.2%	长期股权投资	622	632	643	657
财务费用	1313	1604	1491	1491	投资性房地产	5542	5822	6122	6442
% 营业收入	8.4%	7.4%	6.0%	5.3%	固定资产合计	35977	37729	39717	41510
资产减值损失	-15	48	26	28	无形资产	211	200	190	181
公允价值变动收益	585	280	300	320	商誉	329	329	329	329
投资收益	9	10	12	14	递延所得税资产	0	3	5	7
营业利润	-66	2328	3047	3461	其他非流动资产	1892	1892	1892	1892
% 营业收入	-0.4%	10.7%	12.3%	12.3%	资产总计	59343	60849	65116	69350
营业外收支	551	530	300	300	短期贷款	20074	17194	17649	17869
利润总额	486	2858	3347	3761	应付款项	4561	5418	6197	7099
% 营业收入	3.1%	13.2%	13.5%	13.4%	预收账款	718	997	1142	1296
所得税费用	130	200	669	940	应付职工薪酬	215	258	295	338
净利润	356	2658	2678	2821	应交税费	262	348	583	738
归属于母公司所有者的净利润	334.7	2532.5	2530.5	2655.3	其他流动负债	1602	1923	2199	2517
少数股东损益	21	126	147	165	流动负债合计	27433	26138	28066	29857
EPS (元/股)	0.08	0.61	0.61	0.64	长期借款	22385	20409	20409	20409
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	521	20	60	80
经营活动现金流净额	1948	6708	7397	7793	其他非流动负债	1818	1818	1818	1818
取得投资收益	15	0	0	0	负债合计	52158	48385	50354	52165
收回现金					归属于母公司	6549	11701	13852	16109
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	637	763	910	1075
固定资产投资	-5984	-3717	-4248	-4282	股东权益	7186	12464	14762	17185
其他	950	0	0	0	负债及股东权益	59343	60849	65116	69350
投资活动现金流净额	-5034	-3717	-4248	-4282	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	3000	0	0	EPS	0.081	0.614	0.613	0.644
银行贷款增加 (减少)	11251	-4856	455	220	BVPS	1.86	3.31	3.92	4.56
筹资成本	1996	-1984	-1871	-1889	PE	107.00	14.14	14.15	13.49
其他	-5816	0	0	0	PEG	1.08	0.14	0.14	0.14
筹资活动现金流净额	7431	-3841	-1416	-1669	PB	4.68	2.62	2.21	1.90
现金净流量	4346	-849	1733	1842	EV/EBITDA	21.52	10.41	8.84	7.86
					ROE	5.1%	21.6%	18.3%	16.5%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。