

海南航空(600221.sh)

集团大力支持，公司价值再上层楼

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12月10日，公司公告以24.6亿元人民币的价格受让海南航鹏实业有限公司、海南国旭实业有限公司和海南国善实业有限公司3家地产项目公司各100%股权。3家公司主要资产为位于海口市大英山新城市中心区核心地段的4幅土地，土地总面积为171.92亩，规划建筑面积71.53万平方米。

我们的主要观点：

- (1) 本次交易增厚公司价值**1.03元/股**。按照售价2万/平米，建安成本3500元/平米计算，此次交易将增厚公司的价值1.03元/股。
- (2) 国际旅游岛剑在弦上，公司持有资产未来增值空间较大。公司上次公告持有海岛建设的股权，本次又持有了71万平米的商业地产，而国际旅游岛细则即将出台，海南的土地价格可能会出现较大的涨幅，公司持有的资产未来可能具有较大的增值空间。
- (3) 集团继续支持公司的可能性较大。从近期公司的公告来看，无论是出售航修资产、参股海岛建设，还是购买土地，均是集团对上市公司的支持。我们预期公司未来继续获得集团支持的可能性较大。
- (4) 上调公司目标价为**16.55元**，维持“买入”评级。
- (5) 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)	9.23
目标价格(元)	16.55
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	0.44%	61.65%	54.61%
沪深300	-3.94%	7.82%	-11.55%

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年报数据	

目录索引

一、事件	3
二、本次交易约能增厚公司价值 1.03 元/股	3
三、国际旅游岛剑已在弦，公司持有资产未来具有较大增值空间	4
四、未来集团继续扶持上市公司的可能性较大，看好长期的发展趋势	5
五、再次上调目标价为 16.55 元，维持“买入”评级	5
六、风险提示	5

图表索引

图 1：海口房屋销售价格与指数的变化	4
图 2：海口土地交易价格与指数的变化	5
表 1：公司公告周边地价与售价对比	3
表 2：此次交易增厚公司价值测算	3
表 3：单位售价与建安成本对公司价值增厚的敏感性测试	4

一、事件

2010年12月10日，公司公告受让海南航鹏实业有限公司、海南国旭实业有限公司和海南国善实业有限公司3家地产项目公司各100%股权。3家公司均为海航航空控股有限公司全资子公司，主要资产为位于海口市大英山新城市中心区核心地段的4幅土地，土地总面积为171.92 亩。拟受让价格为评估值减去相关税费后确定为246,485万元人民币。

四块土地分别为位于海口市大英山新城市中心区核心地段的C09、C10、D09 和D01，北靠大英山国兴大道，紧邻新海南省政府、海南大厦（在建）、新海航大厦（在建）、日月广场（在建）等项目，地理位置极为优越。四幅土地的总面积约171.92亩，规划建筑面积71.53万平方米。截止2010年9月30日，四幅土地均已实现宗地红线外“五通”（即通路、通电、供水、排水、通讯）及宗地红线内“场地平整”。

二、本次交易约能增厚公司价值1.03元/股

根据公司的公告，此次交易的土地楼面地价为3446元/平米，低于周边土地交易价格6224元/平米。而周边写字楼售价为2万/平米，更有均价达2.6万/平米的售价，因此获利空间较大。

表 1：公司公告周边地价与售价对比

项目说明	价格
海南航空此次受让大英山4 幅土地	楼面价3446 元/m ²
海口市海甸岛二东路南侧五宗土地拍卖	楼面价6224 元/m ²
证大国际金融中心	销售均价为2 万元/平米
天邑国际	销售均价约2.6 万元/平米

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

根据我们测算，按照平均售价20000万元/平米，本次交易大约能增厚公司价值1.03元/股，具体测算过程如下表所示，相应的敏感性测算也一并列表如下。如果售价能达到26000元/平米，则增厚公司价值约为1.4元。

表 2：此次交易增厚公司价值测算

项目	数值	单位	比率	数值
楼面地价	3446	元/平米		
建安成本	3500	元/平米		
售价	20000	元/平米		
毛利润	13054	元/平米	毛利率	65%
三项费用	1800	元/平米	费用率	9%
营业税	1100	元/平米	营业税率	5.50%
土地增值税	2246	元/平米	土地增值税率	17%
营业利润	7908	元/平米	营业利润率	40%
所得税	1976.919	元/平米	所得税率	25%
净利润	5931	元/平米	净利润率	30%
土地面积	71.53	万平米		
总净利润	424227	万元		
公司股本	41.25	亿		
每股价值增厚	1.03	元/股		

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：单位售价与建安成本对公司价值增厚的敏感性测试

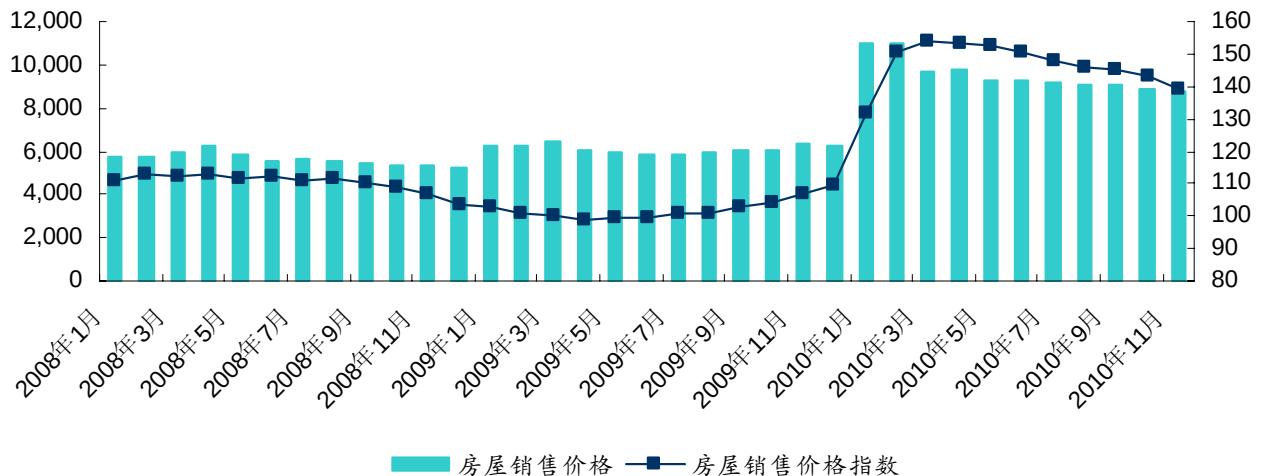
	单位售价	14000	16000	18000	20000	22000	24000	26000	28000
建安成本									
2000		0.68	0.83	0.95	1.07	1.19	1.30	1.41	1.50
2500		0.65	0.80	0.94	1.06	1.18	1.30	1.41	1.52
3000		0.61	0.77	0.91	1.05	1.17	1.29	1.40	1.52
3500		0.57	0.73	0.88	1.03	1.16	1.28	1.40	1.51
4000		0.52	0.70	0.85	1.00	1.14	1.27	1.39	1.50
4500		0.47	0.65	0.82	0.97	1.11	1.25	1.37	1.49

数据来源：广发证券发展研究中心

三、国际旅游岛剑已在弦，公司持有资产未来具有较大增值空间

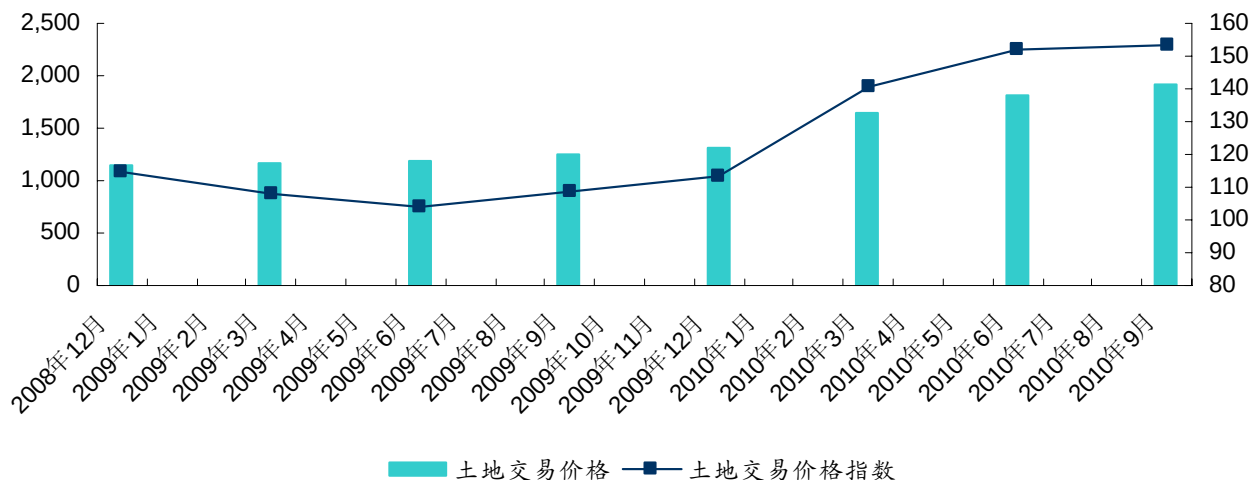
公司近期持续公告投资地产公司股权，而自国际旅游岛政策公布以来，海口的房价和地价均呈现快速上涨趋势，增速高达40%-50%。而新一轮国际旅游岛细则又出台在即，我们预期2011年海南的土地和房价增速虽然超过2010年的可能性较小，但是仍然有可能保持较快的增长。公司本次持有的71.53万平米商业用地和上次持有的海岛建设股权，均受益于国际旅游岛的不断开发与推进，继续增值的空间较大。

图 1：海口房屋销售价格与指数的变化



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：海口土地交易价格与指数的变化



数据来源：广发证券发展研究中心

四、未来集团继续扶持上市公司的可能性较大，看好长期的发展趋势

从近期的公告来看，无论是出售航修资产，还是入股海岛建设，购买土地，对公司的价值均有显著的增厚。我们认为集团旗下资产众多，又与海南省政府战略合作，共建国际旅游岛。上市公司未来有望继续获得集团的扶持，分享国际旅游岛的盛宴，我们看好公司的长期发展趋势。

五、再次上调目标价为16.55元，维持“买入”评级

我们在《海南航空：发现——被低估的航空公司》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。

在《海南航空：坐享国际旅游岛，地产、免税、高尔夫一个都不能少》中，考虑到公司持有海岛建设的股权，我们上调公司目标价至15.52元。

公司本次交易完成后，考虑到公司价值再次增厚1.03元，我们继续上调公司的目标价为16.55元，维持“买入”评级。

六、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)_公告点评	杨志清	2010-12-05
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。