

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

执业证书编号： S0490510120001

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

业绩同比增长 6 倍以上，唯一超市场预期

事件描述

海南航空今日发布业绩预增公告，其主要内容为：

- 2010 年归属于母公司所有者的净利润同比增长 6 倍以上，即为去年的 7 倍多。

我们认为：

- 1) 受益行业景气、市场集中、品牌提升，预计 EPS 为 0.57 元，唯一高于市场预期；
- 2) 在供不应求、市场集中的前提下，公司获“SKYTRAX 五星航空公司”称号，加上海岛低空开放、国人离岛免税等国际旅游岛相关政策支持，且受高铁分流最小，需求将稳定增长，从而带来业绩高增长；
- 3) 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.62 元、0.69 元和 0.73 元，对应 PE 为 12.66 倍、11.51 倍和 10.86 倍。长期来看国际旅游岛政策的不断推出将持续利好公司；短期来看春节为海南旅游旺季、目前估值位于低位，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，受益行业景气、市场集中、品牌提升，预计 EPS 为 0.57 元，唯一高于市场预期。

去年同期，公司归属于母公司所有者的净利润为 3.35 亿元，每股收益 0.09 元。按预增公告所示计算，2010 年归属于母公司所有者的净利润约为 23.45 亿，每股收益 0.5684 元。

公司公告认为促成 2010 年业绩增长的原因有：1) 2010 年度，全球经济形势总体趋稳回暖，国内宏观经济平稳较快增长，航空运输市场快速复苏并保持高速增长；2) 2010 年 6 月，《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》正式获得国家发展和改革委员会的批复，海南国际旅游岛建设再获政策支持，海南地区的旅客运输量持续增长；3) 公司成功荣膺“SKYTRAX 五星航空公司”称号，跻身于全球七家五星航空公司之列。公司服务品牌效应增强，运营效率提高，对业绩改善均产生积极影响。

自 1 月 4 日东方航空公布业绩预增公告至此，四大上市航空公司已悉数公布业绩预增，海航成为唯一一家高于市场预期的公司。导致业绩超过市场中性预期的原因，我们已在 2011 年 10 月 29 日发布的海南航空季报点评报告《毛利率行业第一，关联交易增厚四季度业绩》中指出，“四季度两笔关联交易，即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 1：四大上市航空公司 2010 年业绩预增对比

公司简称	预增倍数	去年同期（亿）	2009EPS	2010EPS（E）	市场预测中值
东方航空	10 倍左右	5.4	0.08	0.4789	0.52
南方航空	15 倍左右	3.58	0.05	0.5470	0.57
中国国航	200%以上	50.29	0.42	0.7802	0.91
海南航空	6 倍以上	3.35	0.09	0.5684	0.55

数据来源：wind，公司公告，长江证券研究部

第二，在供不应求、市场集中的前提下，公司获“SKYTRAX 五星航空公司”称号，加上海岛低空开放、国人离岛免税等国际旅游岛相关政策支持，且受高铁分流最小，需求将稳定增长，从而带来业绩高增长。

2011 年上半年的航空竞争格局将维持 2010 年下半年态势不变，即供不应求、市场集中，在此前提下，高投入意味着高产出。公司今年计划引进飞机 25 架，其中 18 架 B737-800，2 架 B787，5 架 A330，维持大约 20% 的增速，大大高于行业 11% 的平均增幅。

公司北京始发的部分国际航线经过多年培育，已经进入公司十大盈利航线之列。成为全球第七家五星航空公司后，公司国际市场的影响力将进一步提升，在国际需求快速增长的市场中分多一杯羹。

海南省航权办、省发改委、省旅游委等单位在 1 月 28 日联合举行新闻发布会，宣布海南开放 1 千米以下低空空域，助力国际旅游岛建设。海岛低空开放、国人离岛免税等政策提升海岛吸引力，加上海岛交通方式有限，航空溢出少，公司在海南岛的市场份额最高，受益最大。

2011 年京沪高铁提前开通，但海航航空主要基地位于海口、三亚、北京、西安等，与高铁重叠度行业最小，因此受高铁冲击最小。

第三，维持“推荐”评级。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.62 元、0.69 元和 0.73 元，对应 PE 为 12.66 倍、11.51 倍和 10.86 倍。长期来看国际旅游岛政策的不断推出将持续利好公司；短期来看春节为海南旅游旺季、目前估值位于低位，维持“推荐”评级。

风险提示

国际原油价格快速上涨，旅游岛开发不如预期，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	26158	29989	货币资金	12766	11917	14387	16494
营业成本	13256	15809	18928	21907	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2292	5857	7230	8083	应收账款	426	580	700	803
% 营业收入	14.7%	27.0%	27.6%	27.0%	存货	257	291	348	403
营业税金及附加	496	628	759	870	预付账款	663	789	945	1094
% 营业收入	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%	其他流动资产	12	17	20	23
销售费用	748	1062	1282	1469	流动资产合计	14124	13594	16402	18819
% 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	575	660	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	1553	1437	1428	投资性房地产	5542	5822	6122	6442
% 营业收入	8.4%	7.2%	5.5%	4.8%	固定资产合计	35977	37729	39730	41540
资产减值损失	-15	48	38	32	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	8	8
营业利润	-66	2379	3451	3957	其他非流动资产	1892	1892	1892	1892
% 营业收入	-0.4%	11.0%	13.2%	13.2%	资产总计	59343	60849	65963	70515
营业外收支	551	530	300	300	短期贷款	20074	17152	17661	17663
利润总额	486	2909	3751	4257	应付款项	4561	5418	6485	7509
% 营业收入	3.1%	13.4%	14.3%	14.2%	预收账款	718	997	1203	1380
所得税费用	130	204	750	1064	应付职工薪酬	215	258	309	358
净利润	356	2706	3001	3193	应交税费	262	349	634	812
归属于母公司所有者的净利润	334.7	2577.6	2835.7	3005.6	其他流动负债	1602	1923	2303	2664
少数股东损益	21	128	165	187	流动负债合计	27433	26097	28595	30385
EPS (元/股)	0.08	0.62	0.69	0.73	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	6706	8085	8285	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	48344	50883	52693
收回现金					归属于母公司	6549	11740	14150	16705
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	765	930	1117
固定资产投资	-5984	-3717	-4262	-4300	股东权益	7186	12505	15080	17822
其他	950	0	0	0	负债及股东权益	59343	60849	65963	70515
投资活动现金流净额	-5034	-3717	-4262	-4300	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	0.625	0.687	0.729
银行贷款增加 (减少)	11251	-4898	510	2	BVPS	1.86	3.33	4.01	4.73
筹资成本	1996	-1940	-1863	-1879	PE	97.51	12.66	11.51	10.86
其他	-5816	0	0	0	PEG	0.90	0.12	0.11	0.10
筹资活动现金流净额	7431	-3838	-1353	-1878	PB	4.26	2.38	1.97	1.67
现金净流量	4346	-849	2470	2107	EV/EBITDA	20.48	9.87	7.87	6.88
					ROE	5.1%	22.0%	20.0%	18.0%

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。