

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)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

毛利率翻倍，EPS 和分红均大超预期

事件描述

海南航空公布 2010 年年报：

（1）公司 2010 年实现营业收入 217.06 亿元，同比增长 39.60%；归属母公司股东的净利润 30.14 亿元，同比增长 800.56%，实现 EPS 为 0.74 元。扣非后 EPS 为 0.53 元。

（2）客座率依旧行业第一，受益行业景气毛利率翻倍。

（3）经常性收益贡献 EPS75%，其余主要来自资产转让和政府补贴，大超市场预期。

（4）千禧年后首次分红，公司后续的主要看点在于：海南是公司第一大市场，将受益收入增长带动旅游消费；《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获批，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 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72 元、0.73 元和 0.84 元，对应 PE 为 11.51 倍、11.26 倍和 9.86 倍。维持“推荐”评级。

（5）风险提示。京沪高铁提前至 6 月开通，国际原油价格快速上涨，疾病、自然灾害等突发事件。

事件评论

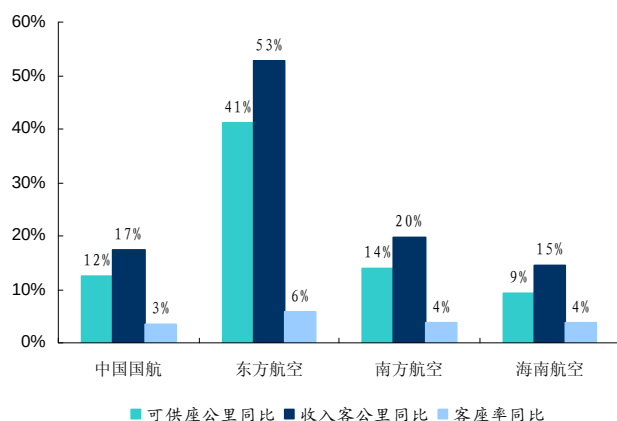
海南航空公布 2010 年年报，实现营业收入 217.06 亿元，同比增长 39.60%；归属母公司股东的净利润 30.14 亿元，同比增长 800.56%，实现 EPS 为 0.74 元。扣非后 EPS 为 0.53 元。我们对此有以下几点看法：

第一，客座率依旧行业第一，受益行业景气毛利率翻倍。

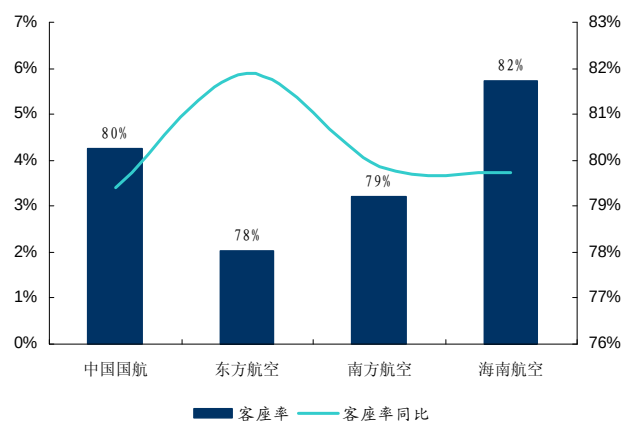
受益经济增长，航空运输需求旺盛。公司客运投入同比增幅行业最小，仅为 9%，但 15% 的需求增幅确保客座率在高基数下较快增长，依旧维持行业第一，全年平均 82%。

受益竞争集中、消费升级和两舱提价，行业票价快速提升，占公司主营收入 90% 以上的客运业务，实现 43% 的收入增长，而成本仅增长 19%，带动整个公司毛利率提升 14 个百分点，达 28.62%。期间费用稳中有降、投资收益大幅提升、关联交易额外增厚，导致净利润同比增加 800%。

分季度看，三四季度贡献最大：三季度行业旺季，主业贡献巨大；四季度维持景气，且营业外收益额外增厚。

图 1: 2010 年四大航客运指标对比


资料来源: Wind, 长江证券研究部

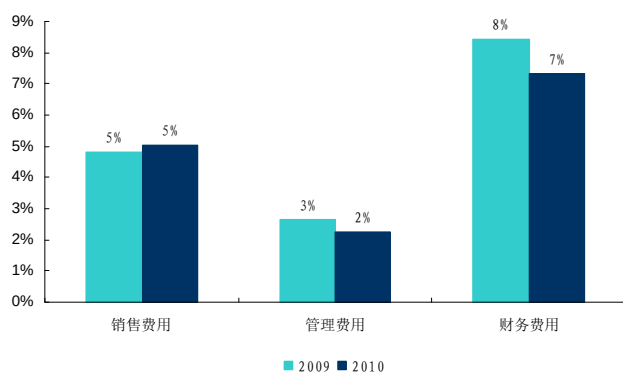
图 2: 2010 年四大航客座率对比


资料来源: Wind, 长江证券研究部

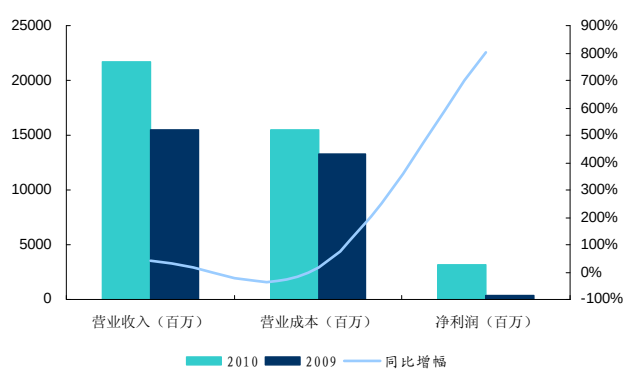
表 1: 公司利润表数据摘要

	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010Q1	2010	2009	同比增幅
营业收入 (百万)	5,959.55	6,081.99	4,989.48	4,675.12	21,706.15	15,548.36	39.60%
营业成本 (百万)	4,177.83	3,857.92	3,848.05	3,548.72	15,492.92	13,256.19	16.87%
毛利率 (%)	29.90%	36.57%	22.88%	24.09%	28.62%	14.74%	13.88ppt
营业利润 (百万)	888.92	1,423.20	222.81	267.45	2,802.38	-65.54	-
营业外损益 (百万)	636.05	110.83	100.75	1.29	848.92	551.09	54.04%
利润总额 (百万)	1,524.97	1,534.03	323.56	268.74	3,651.29	485.55	651.99%
所得税 (百万)	286.56	141.67	2.16	0.00	430.40	129.59	232.12%
净利润 (百万)	1,238.41	1,392.36	321.40	268.74	3,220.90	355.96	804.85%
归属于母公司净利润 (百万)	1,232.41	1,224.67	304.38	252.45	3,013.91	334.67	800.56%
EPS (元/股)	0.29	0.31	0.08	0.06	0.74	0.09	722.22%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 期间费用稳中有降


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

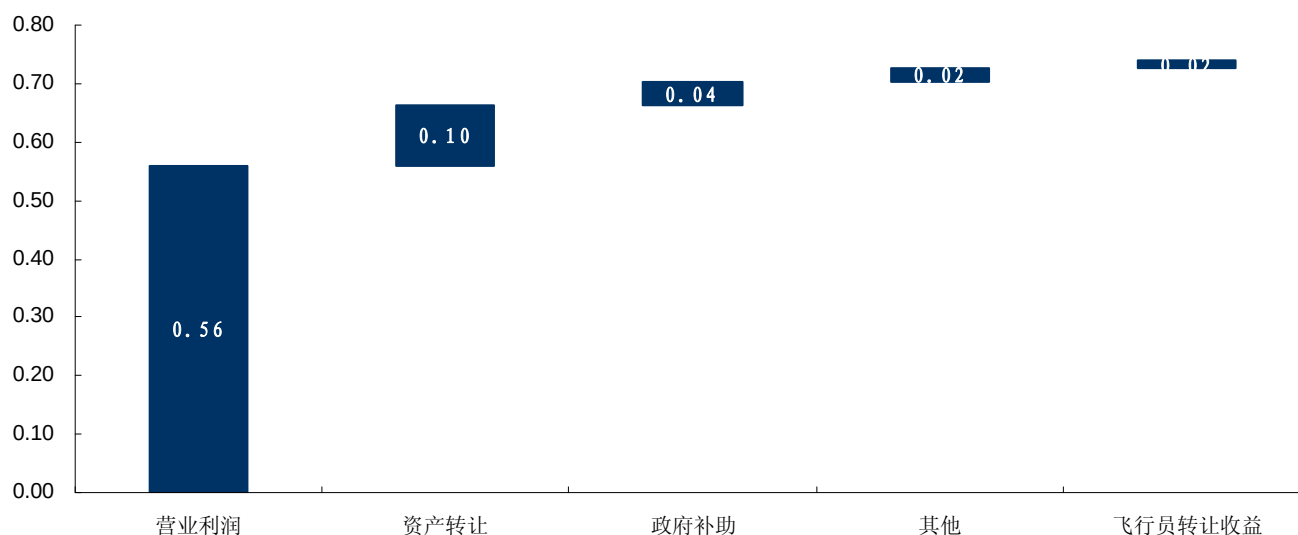
图 4: 主要财务指标同比变化


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

第二，经常性收益贡献 EPS75%，其余主要来自资产转让和政府补贴，大超市场预期。

公司 2010 年归属母公司利润同比增长 800%，大大高于业绩预增公告的增长 6 倍以上，EPS 大超市场预期中值 0.55 元，也超过我们的预测值 0.62 元。业绩大超预期的原因除主业增长强劲外，还来自资产转让 0.10 元及政府补助 0.04 元贡献。其中资产转让主要来自四季度两笔关联交易，而政府补贴主要为税费返还及补助。

图 5：公司 2010 年 EPS 拆解



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：关联交易增厚营业外收益（单位：千元）

关联方	关联交易内容	账面价值	评估价值	转让价格	获得的收益
大新华技术	飞机维修设备设施	811,014	1,272,047	1,272,047	461,033
海航航空控股	转让飞机	1,508,706	1,493,312	1,493,312	-15,394
香港航空	转让飞机	267,402	290,965	290,965	23,563

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，千禧年后首次分红，未来业绩稳定增长，维持“推荐”评级

公司在 1999 年利润分配时，对向全体股东按每 10 股送红股 0.8 股并派发红利 1 元(含税)，共计派发红股 54,092,800 股(每股面值为人民币 1 元)，共派发现金红利人民币 67,616,000 元。进入 2000 年后至今，未赠送红股或派发红利。

今日公司董事会会议审议并通过了《2010 年度利润分配预案》：本年度拟以 2010 年年末总股本 4,125,490,895 股为基数向全体股东每 10 股派发红利 0.5 元（含税），不进行资本公积金转增。

公司后续的主要看点在于：1）海南是公司第一大市场，将受益收入增长带动旅游消费；2）《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获批，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 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72 元、0.73 元和 0.84 元，对应 PE 为 11.51 倍、11.26 倍和 9.86 倍。维持“推荐”评级。

风险提示

京沪高铁提前至 6 月开通，国际原油价格快速上涨，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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21706	24340	26814	29796	货币资金	16680	14604	16088	17878
营业成本	15493	17245	19129	21219	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6213	7095	7685	8578	应收账款	3450	3869	4262	4736
% 营业收入	28.6%	29.1%	28.7%	28.8%	存货	48	53	59	66
营业税金及附加	628	589	649	721	预付账款	428	479	532	590
% 营业收入	2.9%	2.4%	2.4%	2.4%	其他流动资产	39	41	44	47
销售费用	1092	1163	1217	1285	流动资产合计	20644	19046	20985	23316
% 营业收入	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	可供出售金融资产	580	638	701	772
管理费用	484	487	536	596	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	长期股权投资	2698	2698	2704	2716
财务费用	1588	1840	1931	2047	投资性房地产	9873	10466	11094	11759
% 营业收入	7.3%	7.6%	7.2%	6.9%	固定资产合计	35389	38013	40301	42273
资产减值损失	-5	0	0	0	无形资产	200	194	188	182
公允价值变动收益	355	592	628	666	商誉	329	329	329	329
投资收益	26	17	23	29	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	2808	3625	4003	4624	其他非流动资产	1840	1840	1840	1840
% 营业收入	12.9%	14.9%	14.9%	15.5%	资产总计	71553	73223	78142	83187
营业外收支	849	350	350	350	短期贷款	22125	20557	20842	20762
利润总额	3651	3975	4353	4974	应付款项	6365	7131	7912	8776
% 营业收入	16.8%	16.3%	16.2%	16.7%	预收账款	823	923	1017	1130
所得税费用	430	795	1088	1243	应付职工薪酬	154	172	191	212
净利润	3221	3180	3265	3730	应交税费	622	813	1021	1154
归属于母公司所有者					其他流动负债	1406	1566	1731	1914
的净利润	3013.9	2954.7	3018.2	3448.2	流动负债合计	31494	31162	32713	33949
少数股东损益	207	225	247	282	长期借款	23223	23223	23223	23223
EPS (元/股)	0.73	0.72	0.73	0.84	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1354	118	157	166
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	2042	2042	2042	2042
经营活动现金流净额	6476	6559	8381	9196	负债合计	58113	56546	58135	59380
取得投资收益	32	17	17	17	归属于母公司	12465	15478	18560	22078
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-2637	0	0	0	少数股东权益	974	1199	1446	1728
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	13439	16677	20006	23806
固定资产投资	-4156	-5243	-5268	-5298	负债及股东权益	71553	73223	78142	83187
其他	-2566	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-9359	-5226	-5251	-5281		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.731	0.716	0.732	0.836
股权融资	3116	0	0	0	BVPS	3.02	3.75	4.50	5.35
银行贷款增加 (减少)	3206	-1568	285	-79	PE	11.28	11.51	11.26	9.86
筹资成本	2135	-1840	-1931	-2047	PEG	2.46	2.51	2.45	2.15
其他	-3209	0	0	0	PB	2.73	2.20	1.83	1.54
筹资活动现金流净额	5247	-3409	-1646	-2126	EV/EBITDA	9.17	7.81	6.95	6.01
现金净流量	2364	-2076	1485	1789	ROE	24.2%	19.1%	16.3%	15.6%

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，资深分析师，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。