

海南航空(600221.sh)

航空主业较快增长，投资收益助推业绩

董丁 分析师

电话: 020-87555888-403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

投资建议

在海南国际旅游岛建设和集团的大力扶持下，公司业绩有持续超预期的可能。我们预计 2011-2012 年公司 EPS 为 0.95、1.04 元，目前股价对应 PE 分别为 8.5、7.8 倍，建议“买入”。

公司的主要看点

- 1、海南国际旅游岛建设的最大受益者；
- 2、分享国内二线市场的快速成长；
- 3、运力投放趋于谨慎，支撑高客座率水平；
- 4、航线结构优化以及机队优化，改善投入产出效率；
- 5、受高铁影响较小；
- 6、最高的正点率和“SKYTRAX 五星航空公司”殊荣影射公司航空运营管理水平专业、优秀；
- 7、投资收益锁定未来业绩增长；
- 8、受益大股东和省政府的大力扶持；
- 9、大新华上市渐行渐进。

股价的催化剂

- 1、受益海南岛冬季旅游旺季，预计今年 1 季报业绩增长良好；
- 2、海南岛国内居民消费免税政策有望于“五一”试行；
- 3、大新华上市渐行渐进。

风险提示

油价大幅上涨，高铁网络开通，突发灾难性事故。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15548.36	21706.15	26614.25	28299.94	32175.15
增长率(%)	14.73%	39.60%	22.61%	6.33%	13.69%
EBITDA(百万元)	2538.85	6510.54	7342.22	6702.11	8416.20
净利润(百万元)	334.67	3013.91	4545.12	4954.50	5349.79
增长率(%)	123.40%	800.56%	50.80%	9.01%	7.98%
每股收益(元)	0.09	0.73	0.95	1.04	1.12
市盈率	70.15	12.28	8.46	7.76	7.19
市净率	3.58	2.97	1.57	1.31	1.11
EV/EBITDA	20.95	10.09	7.37	7.44	5.22

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)	8.07
目标价格(元)	13.50
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	1.64%	-12.38%	11.77%
沪深300	1.68%	2.80%	0.69%

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	24.18%
ROA	8.01%
资产负债率	81.22%
每股净资产(元)	3.02
2010 年报数据	

目录索引

一、航空主业改善明显，未来较快增长可期	3
（一）2010 年盈利超预期.....	3
（二）海南国际旅游岛建设的最大受益者	3
（三）分享国内二线市场的快速增长	3
（四）运力投放趋于谨慎，支撑高客座率	4
（五）航线结构优化以及机队优化，有力地改善生产效率	4
（六）高铁影响较小	5
（七）优秀的航空运营管理	5
二、投资收益锁定未来业绩增长	5
三、受益于集团的大力扶持	5
四、投资建议	6
五、风险提示	6

图表索引

图 1：海口和三亚机场的吞吐量与设计吞吐能力比较.....	3
图 2：2010 年公司基地机场旅客吞吐量的增长率.....	4
图 3：公司客座率与行业比较	4
图 4：公司平均航距的变化	4
图 5：公司的机队规模.....	5
表 1：公司主营业务财务数据.....	3
表 2：海南航空在九大基地和主要城市的市场份额.....	4
表 3：公司的机队规模.....	5

一、航空主业改善明显，未来较快增长可期

（一）2010年盈利超预期

根据公司2010年报披露，公司实现EPS0.74元，其中可持续经营的每股收益0.53元。公司全年实现归属上市公司股东的净利润30.14亿元，同比增长8倍。航空客运收入大幅增长和毛利率水平显著提升，是公司净利润迅猛增长的主要原因。2010年，公司完成航空客运收入183.55亿元，同比增长43%，占主营业务收入的94%。需求和票价对客运收入增长的拉动分别为14.5%和24.8%。公司实现货运及逾重行李收入8.26亿元，同比增长71%，占主营业务收入的4%。在油价上涨和业务量的增长推动下，公司购买航油、支付起降、配餐费等主营业务成本同比增长18%，但显著低于收入增速，公司毛利率水平创历史新高。

表 1：公司主营业务财务数据

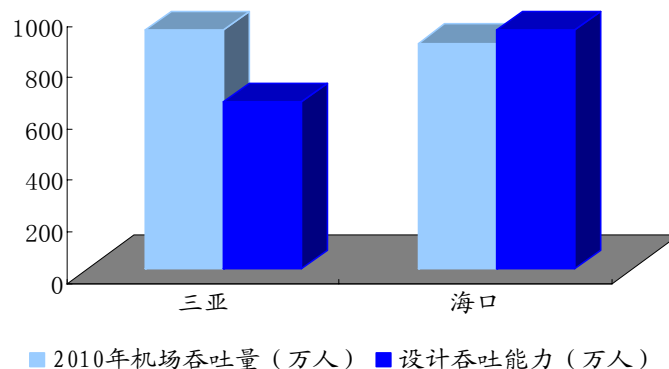
分行业或分产品	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 利润率（%）	主营业务收入 比上年增减（%）	主营业务成本 比上年增减（%）
客运收入	18354693	13700275	25.36	42.86	18.83
货运及逾重行李收入	826273	615439	25.52	71.31	42.16
包机收入	395339	294463	25.52	-9.32	-24.6
出售里程积分收入	38961	-	-	-11.73	

数据来源：上市公司财报、广发证券研究发展中心

（二）海南国际旅游岛建设的最大受益者

公司以海口为大本营，占海口和三亚的市场份额分别为40%、14%（海航集团在三亚占有较大的市场份额约为33%）。目前三亚机场时刻已经饱和，海口尚有一定的增长空间。去年年底海南东环高铁正式建成通车，从海口至三亚仅需1小时20分钟，缩短一半的行程时间。今年“五一”除三亚以外，海口等海南其他三市将推出免税店。人们到海南岛旅游，将不拘泥于三亚直游，而是海南环游，选择从海口出港或者入港，海口中转旅客提升，无疑公司是最大受益者。

图1：海口和三亚机场的吞吐量与设计吞吐能力比较



数据来源：Wind、广发证券研究发展中心

（三）分享国内二线市场的快速增长

去年我国航空业受到世博会、亚运会的拉动，今年航空需求将回归常态增长，消费升级驱动国内航空消费大众化趋势。相对于首都、上海、广州等一线城市，二、三线市场将获得更快的增长速度。除了海口主基地外，公司拥有北京、西安、太原、乌鲁木齐、广州、兰州、大连、深圳等八大航空营运基地。公司二线市场的贡献率较大，需求弹性较大。

图2：2010年公司基地机场旅客吞吐量的增长率

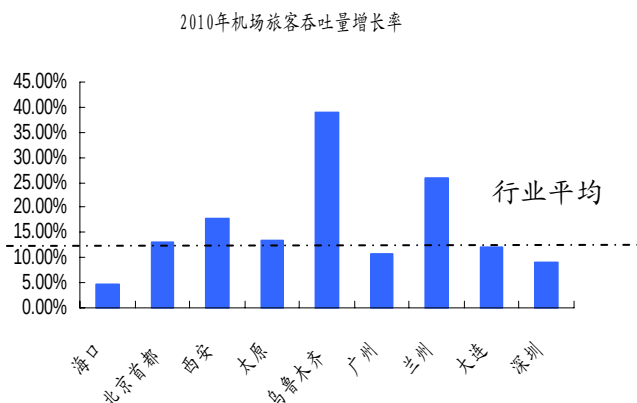


表2：海南航空在九大基地和主要城市的市场份额

	中国国航	南方航空	海南航空	深圳航空
北京	42%	20%	11%	2%
大连	7%	43%	5%	7%
广州	11%	49%	8%	11%
海口	2%	26%	40%	4%
兰州	8%	10%	21%	11%
宁波	4%	24%	24%	2%
三亚	6%	44%	14%	5%
深圳	10%	28%	10%	33%
太原	3%	19%	18%	3%
乌鲁	7%	54%	15%	3%
西安	7%	15%	22%	5%

数据来源：Wind、广发证券研究发展中心

数据来源：上市公司财报、广发证券研究发展中心

（四）运力投放趋于谨慎，支撑高客座率

公司管理者审时度势，改变快速扩展策略，未来公司的运力投放将趋于谨慎。2010年公司拥有机队规模97架，其中新引进12架、淘汰6架，可提供座位数617万个，同比增长11%。2011年计划引进10架飞机，预计未来运力增长将保持10%左右的增速。

公司历来是行业内客座率最高的航空公司，谨慎的运力投放将有力地支撑高客座率和收益水平。

图3：公司客座率与行业比较

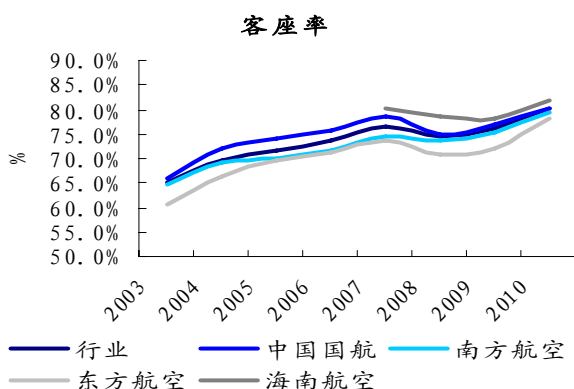
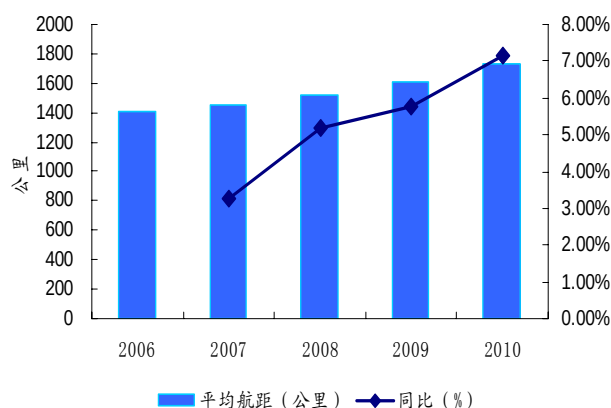


图4：公司平均航距的变化



数据来源：上市公司、广发证券研究发展中心

（五）航线结构优化以及机队优化，有力地改善生产效率

公司RPK增速明显超过客运量增速，表明航距增长、长航线比重不断提高。公司着力发展北京和三亚市场，围绕开拓国际长航线，有益于航班收益品质的提升。

去年年底公司已经剥离了支线飞机等盈利性较差的资产，机队大型化，航距拉长有

利于提高飞机利用率，降低单位油耗和单位成本摊销。目前公司拥有行业内最年轻的机队，非常有利于节油、降低维护成本。

图5：公司的机队规模

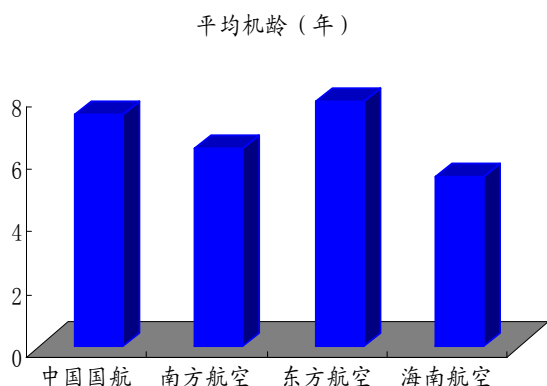


表3：公司的机队规模

	2008	2009	2010
B737-300	12	5	3
B737-400	10	9	9
B737-800	41	62	71
B767-300	3	3	3
A319	6	4	
A330-300			1
A330-200	4	5	7
A340-600	1	3	3
TOTAL	77	91	97

数据来源：上市公司、广发证券研究发展中心

（六）高铁影响较小

“四纵四横”高速铁路客运网路将建成开通，对1000公里附近及以内的干线航空运输的冲击较大。公司凭借独特的立地条件——海南独特的地理位置，较高的长航线占比以及在高铁布局密集东南沿海市场份额较小，使其受高铁的冲击较小。

（七）优秀的航空运营管理

在行业内公司拥有最高的正点率水平。除此之外，2011年1月份，公司荣膺国内首家“SKYTRAX 五星航空公司”称号，成功跻身于全球七家五星航空公司之列。具有权威的“SKYTRAX五星”殊荣，是对其良好服务的积极肯定，对提高海航品牌的认知度以及不断吸纳高端客户、提高收益大有裨益。我们认为，这也是集团着力打造世界级航空公司品牌的一个过程。

二、投资收益锁定未来业绩增长

公司持有海岛建设33%的股权，海岛建设致力于整合海南地产、高尔夫、酒店等高端旅游项目资源，打造免税购物中心，将充分受益海南国际旅游岛的建设。根据我们前期报告对其创造价值的估算，投资收益十分显著且弹性大。此外，公司受让海航航空控股旗下的三家全资地产公司100%股权，持有71万平米的商业地产。此次受让的地块交易价格较低，属于海口市核心地块，地理位置优越，升值空间较大。投资收益充分保证未来盈利处于快速向上的通道。

三、受益于集团的大力扶持

公司近期的活动，剥离盈利性较差的资产、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，且在大新华上市渐行渐进，公司的业绩具有持续超预期的可能。

四、投资建议

在海南国际旅游岛建设和集团的大力扶持下，公司业绩有持续超预期的可能。我们预计2011-2012年公司EPS为0.95、1.04元，目标价13.5元，建议“买入”。

五、风险提示

油价大幅上涨，高铁网络开通，突发灾难性事故。

资产负债表

单位：百万元

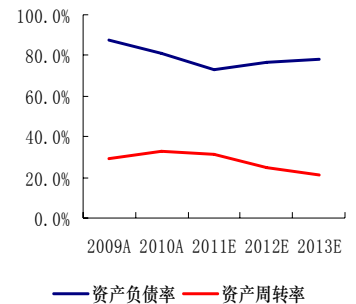
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	14,124	20,644	45,391	79,925	117,486
货币资金	12,766	16,680	42,537	76,806	112,738
应收及预付	1,089	3,878	2,542	2,795	3,137
存货	257	48	312	324	1,612
其他流动资产	12	39	0	0	0
非流动资产	45,220	50,908	50,772	52,354	52,039
长期股权投资	622	2,113	2,113	2,113	2,113
固定资产	29,120	29,985	31,197	31,852	31,491
在建工程	6,856	5,522	6,384	7,247	7,318
无形资产	762	833	625	689	664
其他长期资产	7,859	12,456	10,453	10,453	10,453
资产总计	59,343	71,553	96,163	132,279	169,525
流动负债	27,433	31,494	12,165	12,973	14,475
短期借款	16,166	17,704	0	0	0
应付及预收	7,253	9,263	12,165	12,973	14,475
其他流动负债	4,015	4,527	0	0	0
非流动负债	24,725	26,619	58,223	88,223	118,223
长期借款	22,385	23,223	53,223	83,223	113,223
应付债券	0	0	5,000	5,000	5,000
其他非流动负债	2,339	3,396	0	0	0
负债合计	52,158	58,113	70,389	101,196	132,698
股本	3,530	4,125	4,766	4,766	4,766
资本公积	3,924	6,231	13,008	13,008	13,008
留存收益	-905	2,109	6,654	11,609	16,958
归属母公司股东权益	6,549	12,465	24,429	29,383	34,733
少数股东权益	637	974	1,346	1,699	2,095
负债和股东权益	59,343	71,553	96,163	132,279	169,525

利润表

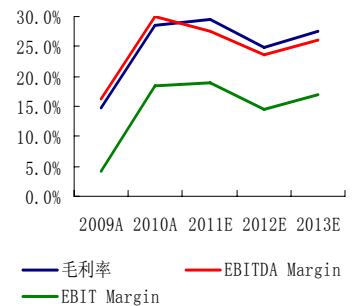
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15548	21706	26614	28300	32175
营业成本	13256	15493	18783	21259	23335
营业税金及附加	496	628	791	854	952
销售费用	748	1092	1257	1374	1567
管理费用	411	484	770	733	827
财务费用	1313	1588	1177	1033	1157
资产减值损失	-15	0	0	0	0
公允价值变动收益	585	355	1185	2654	1592
投资净收益	9	26	29	31	34
营业利润	-66	2802	5049	5734	5965
营业外收入	584	897	547	676	707
营业外支出	33	48	31	37	39
利润总额	486	3651	5565	6372	6633
所得税	130	430	648	1065	887
净利润	356	3221	4917	5308	5745
少数股东损益	21	207	372	353	395
归属母公司净利润	335	3014	4545	4954	5350
EBITDA	2539	6511	7342	6702	8416
EPS (元)	0.09	0.73	0.95	1.04	1.12

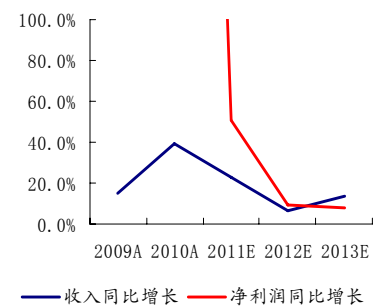
资产负债率趋势



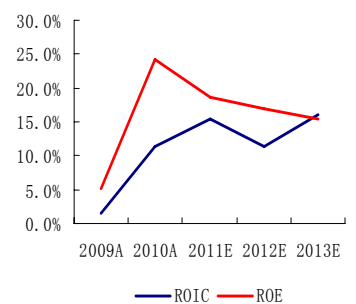
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,948	6,476	9,848	7,341	9,249
净利润	356	3,221	4,917	5,308	5,745
折旧摊销	1,901	2,500	2,329	2,621	2,922
营运资金变动	-1,049	-52	3,926	543	-129
其它	740	807	-1,324	-1,130	711
投资活动现金流	-5,034	-9,359	-464	-878	-312
资本支出	-5,984	-4,156	-1,677	-3,564	-1,939
投资变动	1,556	-4,102	29	31	34
其他	-606	-1,101	1,185	2,654	1,592
筹资活动现金流	7,431	5,248	16,473	27,807	26,995
银行借款	28,132	24,318	12,296	30,000	30,000
债券融资	-16,881	-21,112	-1,463	0	0
股权融资	0	3,116	7,418	0	0
其他	-3,820	-1,073	-1,778	-2,193	-3,005
现金净增加额	4,345	2,365	25,857	34,270	35,931
期初现金余额	6,652	12,766	16,680	42,537	76,806
期末现金余额	10,998	15,131	42,537	76,806	112,73

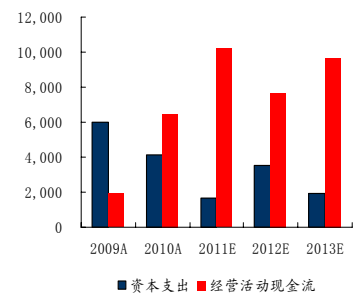
主要财务比率

单位：%

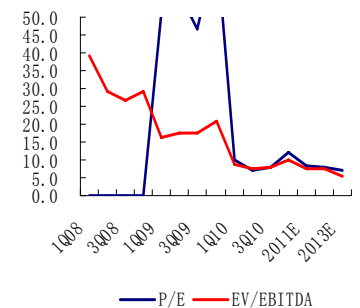
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	14.7%	39.6%	22.6%	6.3%	13.7%
营业利润	96.1%	4375.8%	80.2%	13.6%	4.0%
归属于母公司净利润	123.4%	800.6%	50.8%	9.0%	8.0%
获利能力					
毛利率	14.7%	28.6%	29.4%	24.9%	27.5%
净利率	2.3%	14.8%	18.5%	18.8%	17.9%
ROE	5.1%	24.2%	18.6%	16.9%	15.4%
ROIC	1.5%	11.4%	15.3%	11.4%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	87.9%	81.2%	73.2%	76.5%	78.3%
净负债比率	413.3%	213.3%	60.9%	36.7%	14.9%
流动比率	0.51	0.66	3.73	6.16	8.12
速动比率	0.48	0.64	3.65	6.08	7.95
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.33	0.32	0.25	0.21
应收账款周转率	41.00	49.60	38.50	42.54	43.07
存货周转率	51.78	101.83	60.24	65.60	72.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.09	0.73	0.95	1.04	1.12
每股经营现金流	0.55	1.57	2.07	1.54	1.94
每股净资产	1.86	3.02	5.13	6.17	7.29
估值比率					
P/E	70.1	12.3	8.5	7.8	7.2
P/B	3.6	3.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	20.9	10.1	7.4	7.4	5.2

资本支出与经营活动现金流

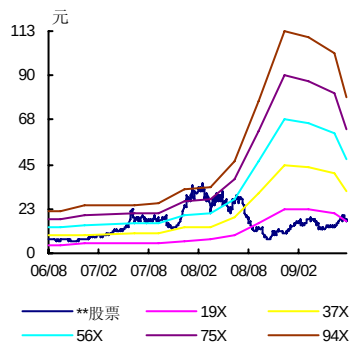
百万元



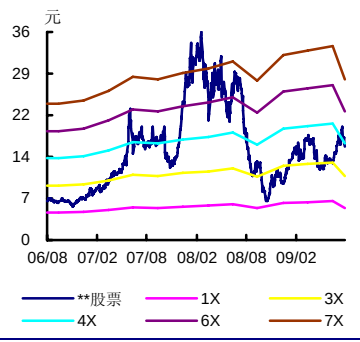
相对估值



PE BAND



PB BAND



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，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，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，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），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年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），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	2010-12-13
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。