

证券研究报告

航空运输 III



分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S1010210030008

推荐 (维持)

联系人: 朱峰
021-38565939
zhufeng@xyzq.com.cn

海南航空 (600221)

海航债券发行申请获证监会通过

2011 年 5 月 8 日

投资要点

事件:

5 月 7 日海南航空发布公告, 拟公开发行不超过 50 亿元公司债券的申请已与近日获证监会审核通过, 公司将在收到中国证券监督管理委员会书面通知后另行公告。

本次发行债券的基本条款包括:

- (1) 债券票面总额不超过 50 亿元人民币
- (2) 本次发行公司债券可向公司股东配售
- (3) 本次发行的公司债券为固定利率债券, 本次公司债券的期限为不低于 5 年期 (含 5 年), 可以为单一期限品种, 也可以是多种期限的混合品种
- (4) 本次发行的公司债券票面利率及其付息方式由公司和保荐机构 (主承销商) 根据市场询价协商确定
- (5) 本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还部分银行贷款, 优化公司债务结构; 并拟用剩余部分资金补充公司流动资金, 改善公司资金状况

点评:

● 发行债券有利于公司优化债务结构, 抓住时机快速发展

海南航空较三大航而言, 实力尚有差距, 在这些年的快速发展当中, 虽然经营稳健, 但对资金的渴求从来没有停止, 资金依然是公司快速发展的一个瓶颈。截至 2011 年一季报, 海航资产负债率达到 81%, 高于国航和南航。细分负债结构, 公司流动负债占总负债比例偏高, 达到 51.7%, 高于其他三大航。

图 1、海航资产负债率高于国航和南航

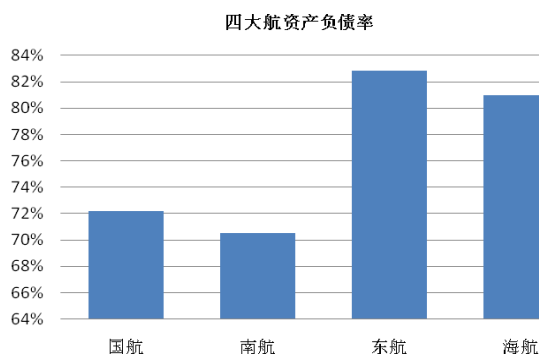
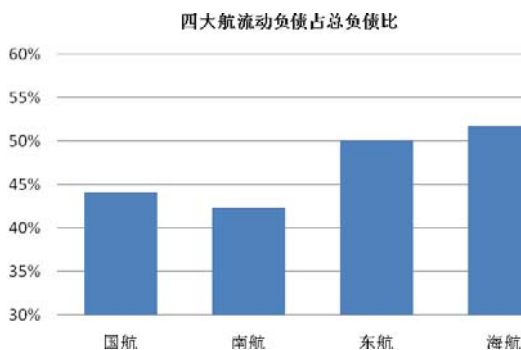


图 2、海航流动负债比例偏高



数据来源: 公司公告、兴业证券研究所

根据公司董事会在年报中披露的 2011 年经营目标，公司预计 2011 年度的资金需求约 280 亿元人民币，资金用途主要是保障运力增长。本次长期债券发行成功后将有利于优化公司债务结构，减轻公司发展的资金压力。

● 债券可向股东配售，彰显集团支持力度

根据公告，本次发行公司债券可向公司股东配售，不排除集团参加认购的可能性。这一方面有利于债券的顺利发行，另一方面也体现了集团对于海航发展的大力支持。

● 发行固定利率债券，利于公司在加息周期中锁定利率，降低未来筹资费用

今年以来中国央行为抑制通胀已加息二次、上调存款准备金率三次。随着贷款利率提高和贷款规模扩大，公司一季度财务费用较去年同期就增加 1.85 亿元，增幅达 48%，财务费用的压力可见一斑。

在全球经济复苏、货币流动性泛滥的背景下，未来几年中国仍将处于加息周期中。公司本次发行固定利率债券，有利于获得一个较低的利息率，从而降低未来的筹资费用。

● “离岛免税”异常火爆，拉动海南航空需求，海航成为最大受益者

与“离境退税”遇冷形成鲜明对比，从 4 月 20 日开始试行的“离岛免税”异常火爆，三亚免税店个别商品开门 10 分钟即告断货。三亚免税店试运营的 11 天中，游客接待量已经超过 17.5 万人次，达成交易 35800 多笔。五一期间各地赴海南的航班一票难求。

根据海南省有关部门的测算，“离境退税”政策吸引下的年销售规模在 20 亿左右，年退税规模不到千万元。而“离岛免税”购物的潜在市场规模预计每年高达 200 亿元左右。

海航在海口美兰机场占有 45% 左右的市场份额，在三亚凤凰机场占有 28% 左右的市场份额，位居国内航空公司之首。公司将是海南旅游岛建设和“离岛免税”政策的最大受益者。

表 1、“离岛退税”和“离境退税”政策比较

		5 月 1 日正式实施离岛退税政策试点	1 月 1 日起执行离境退税政策试点
适用对象及条件	政策适用对象	年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民。	境外旅客
	政策适用条件（需同时符合）	国内旅客持居民身份证（港澳台旅客持有效旅行证件），国外旅客持护照。	购物金额达到起退点
		免税购物次数、金额、数量在国家规定的范围内，并按规定取得购物凭证。	离境日距退税物品购买日不超过 90 天
		由旅客本人乘机随身携运离岛。	所购退税物品由境外旅客本人随身携运出境
离岛免税店、免税商品品种、免税税种	离岛免税店	离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。	退税定点商店
	免税商品品种	首饰、工艺品、手表、香水等 18 种商品。	国家允许携带出境并享受退税政策的个人生活物品，但食品、饮料、水果、烟、酒、汽车、摩托车等不包括在内。
	免税税种	离岛免税政策免税税种为关税、进口环节增值税和消费税。	离境退税税种为增值税，退税率统一为 11%。
免税购物离岛次数、金额、数量	离岛次数	非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。	起退点暂定为 800 元人民币
	离岛金额、数量	离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内（含 5000 元），即单价 5000 元以内（含 5000 元）的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 5000 元。	

离岛免税政策实施流程	流程	离岛免税店进口免税商品，离岛旅客在店内选购付款，免税店根据旅客离岛时间运送货物，旅客在机场隔离区提货并乘机携运离岛等环节。	离境退税政策的基本流程包括购物申请退税、海关验核确认、代理机构退税和集中退税结算四个环节。
------------	----	---	---

资料来源：兴业证券研究所

- 随着海南国际旅游岛建设和离岛免税政策的持续推进，以及大新华航空整体上市有望重启，发展前景看好。我们预测公司 2011~2013 年 EPS 为 0.74、0.86、0.97 元，给予 15X PE，估值 11.1 元，维持推荐评级。
- 风险提示：油价持续大幅上涨、国际经济复苏曲折

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20644	23969	25592	25114
货币资金	16680	19140	20188	19077
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	558	690	773	865
其他应收款	2893	3503	3924	4387
存货	48	56	62	69
非流动资产	50908	55732	63103	72968
可供出售金融资产	580	600	600	600
长期股权投资	2113	2393	2592	2792
投资性房地产	9873	10367	10886	11430
固定资产	29985	33124	37789	44197
在建工程	5522	6188	7921	10346
油气资产	0	0	0	0
无形资产	200	194	189	184
资产总计	71553	79702	88695	98081
流动负债	31494	34088	36801	39623
短期借款	17704	18000	19000	20000
应付票据	3217	3777	4180	4615
应付账款	3148	3777	4180	4615
其他	7426	8533	9441	10393
非流动负债	26619	28823	31212	33453
长期借款	23223	25223	27223	29223
其他	3396	3600	3989	4230
负债合计	58113	62911	68013	73076
股本	4125	4125	4125	4125
资本公积	6231	6231	6231	6231
未分配利润	1725	4345	7411	10819
少数股东权益	974	1210	1499	1843
股东权益合计	13439	16791	20682	25005
负债及权益合计	71553	79702	88695	98081

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3014	3072	3567	4014
折旧和摊销	2500	2243	2663	3223
资产减值准备	-486	-68	12	14
无形资产摊销	67	66	65	65
公允价值变动损失	355	250	250	250
财务费用	1588	2275	2317	2460
投资损失	-26	-30	-30	-30
少数股东损益	207	236	289	344
营运资金的变动	482	-1022	-682	-724
经营活动产生现金流量	7231	8888	9818	10899
投资活动产生现金流量	-4862	-6835	-9758	-12784
融资活动产生现金流量	4203	408	988	775
现金净变动	6572	2461	1047	-1111
现金的期初余额	12766	16680	19140	20188
现金的期末余额	19337	19140	20188	19077

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21706	26950	30182	33745
营业成本	15493	18887	20898	23076
营业税金及附加	628	782	875	979
销售费用	1092	1132	1268	1417
管理费用	484	566	634	709
财务费用	1588	2275	2317	2460
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	355	250	250	250
投资收益	26	30	30	30
营业利润	2802	3588	4470	5385
营业外收入	897	400	400	400
营业外支出	48	50	50	50
利润总额	3651	3938	4820	5735
所得税	430	630	964	1376
净利润	3221	3308	3856	4358
少数股东损益	207	236	289	344
归属母公司净利润	3014	3072	3567	4014
EPS (元)	0.73	0.74	0.86	0.97

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	39.6%	24.2%	12.0%	11.8%
营业利润增长率	4175.8	28.0%	24.6%	20.4%
净利润增长率	800.6%	1.9%	16.1%	12.5%
盈利能力(%)				
毛利率	28.6%	29.9%	30.8%	31.6%
净利率	13.9%	11.4%	11.8%	11.9%
ROE	24.2%	19.7%	18.6%	17.3%

偿债能力(%)

资产负债率	81.2%	78.9%	76.7%	74.5%
流动比率	0.66	0.70	0.70	0.63
速动比率	0.65	0.70	0.69	0.63

营运能力(次)

资产周转率	0.33	0.36	0.36	0.36
应收帐款周转率	45.67	40.41	38.56	38.53

每股资料(元)

每股收益	0.73	0.74	0.86	0.97
每股经营现金	1.57	2.15	2.38	2.64
每股净资产	3.02	3.78	4.65	5.61

估值比率(倍)

PE	12.1	11.9	10.2	9.1
PB	2.9	2.3	1.9	1.6

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。