

证券研究报告

航空运输 III



分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S0190511020002

推荐 (维持)

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

海南航空 (600221)

受让大股东剩余股权, 全资控股新华航空

2011 年 8 月 14 日

投资要点

事件:

海南航空近日公告, 拟以 10.8 亿元受让大新华航空有限公司持有新华航空 32.41% 的股权 (目前海航股份和大新华航空分别持有其 67.59% 和 32.41% 股权)。交易完成后, 新华航空将成为海航的全资子公司。

此次股权收购价格以新华航空 2010 年 12 月 31 日净资产为依据, 参考新华航空 2011 年 3 月 31 日的净资产和净利润, 确定为 10.8 亿元。

点评:

● 提升控股比例, 增强公司竞争力

新华航空基地设于首都机场, 经营范围为国内外航空客、货运输业务。截至 2011 年 5 月共拥有 B737 和 B767 等 24 架飞机, 占海南航空机队规模 (105 架飞机) 的 1/5。此次公司受让新华航空股权, 可提升公司对控股子公司新华航空的控股比例, 进一步提高公司主业规模, 增强公司竞争力, 对公司未来发展产生积极影响。

● 以净资产注入, 降低 PB 水平

在定价依据上, 此次交易以新华航空 2010 年 12 月 31 日的净资产 (31.95 亿元) 作为交易基础, 参照新华航空 2011 年 3 月 31 日的净资产 (33.33 亿元) 为交易价格, 10.8 亿的收购价格相当于以净资产注入。交易完成后, 海南航空 PB 值将由目前的 2.11 倍降至 1.94 倍, 在国内上市航空公司中处于最低水平, 从而增加安全边际。

● 注入资产较为优良, 有望提升公司 EPS

对比新华航空和海南航空母公司的经营数据, 我们认为新华航空资产较为优良, 资产负债率较低, 盈利能力不输于海航母公司。尤其是在今年国内市场高度景气、票价和客座率不断攀升的情况下, 新华航空的盈利能力优于包含国际航线的海航母公司。

2010 年新华航空盈利 4.2 亿, 由于今年国内市场高度景气, 我们估计 2011 年新华航空盈利较 2010 年增长 30~50%, 估算盈利为 5.5~6.3 亿元。按照同一控制下吸收合并的会计准则, 视同从 1 月 1 日起开始合并, 则大新华航空 32.41% 的少数股东权益所占净利润为 1.8~2.0 亿。扣除 10.8 亿元资金若用于还贷可节约的财务费用 0.7 亿 (按一年期贷款利率 6.56% 计算), 按现有股本 41.25 亿股计算则此次交易有望提升公司 2011 年 EPS 0.027~0.032 元, 若按非公开增发后的股本 53.72 亿股计算则有望提升 EPS 0.02~0.024 元

● 大新华航空或者海航股份成为集团航空资产的整合平台还具有不确定性

海南航空虽然起步于海南省，但无论从规模还是业务范围都是一个全国性公司。从 2004 年起海航集团就开始部署其航空业务从“海南”到“大新华”的转变，力争“大新华航空”赴港上市。但由于 2008 年金融危机，上市步骤延缓。此次海航股份受让大新华航空所持新华航空的全部股份，使得海航集团的航空资产由大新华航空或者由海航股份作为整合平台，还存在不确定性。

表 1、海南航空母公司与新华航空运营绩效比较

亿元	海南航空母公司		新华航空	
	2010	2011Q1	2010	2011Q1
收入	147.62	39.59	40.37	11.13
净利润	24.38	1.60	4.2	1.39
总资产	584.04	582.13	88.97	84.48
净资产	126.72	126.16	31.95	33.33
ROE	19.2%	1.3%	13.1%	4.2%
负债率	78.3%	78.3%	64.1%	60.5%
销售净利率	16.5%	4.1%	10.4%	12.5%
ROA	4.2%	0.3%	4.7%	1.6%

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

表 2、全球航空公司 PB 估值水平比较（2011.8.14）

证券代码	公司名称	PB			
		2008	2009	2010	2011
中国 A 股					
601111 CH Equity	中国国航-A	1.298481	4.627528	3.023856	2.041349
600029 CH Equity	南方航空-A	1.061709	5.661871	3.292887	2.169239
600115 CH Equity	东方航空-A	N/A	179.6667	4.188034	2.862454
600221 CH Equity	海南航空	1.20385	2.801688	2.35461	1.751979
平均值		1.188013	48.18944	3.214847	2.206255
中国 H 股:					
753 HK Equity	中国国航-H	1.298481	3.102691	2.003637	1.601997
1055 HK Equity	南方航空-H	1.061709	3.027309	1.4919	1.247891
670 HK Equity	东方航空-H	N/A	N/A	2.632056	1.635065
平均值		1.180095	3.065	2.042531	1.494984
亚太其他地区:					
293 HK Equity	国泰航空	0.9342	1.655389	1.248244	1.154583
SIA SP Equity	新加坡航空	1.221202	0.971113	1.047306	1.000678
MAS MK Equity	马来航空	1.221604	5.614035	1.518027	1.41218
9202 JP Equity	全日空	1.887541	1.060793	1.361861	1.285739
9205 JP Equity	日本航空	1.148532	1.735955	1.375289	1.310655
2618 TT Equity	长荣航空	0.330356	N/A	N/A	N/A
003490 KS Equity	大韩航空	0.911168	1.691106	1.38186	1.249072
JETIN IN Equity	印度捷达航空	1.158617	0.862623	2.159007	2.106817
AIRA MK Equity	亚洲航空	1.279132	3.946054	3.112687	2.476489
QAN AU Equity	快达航空	1.004905	0.614322	0.6495	0.620639
VBA AU Equity	维珍蓝	0.529328	0.436644	0.642317	0.632754
020560 KS Equity	韩亚航空	0.771009	2.26936	1.663799	1.429219
2610 TT Equity	中华航空	1.148532	1.735955	1.375289	1.310655

平均值		1.04201	1.882779	1.461266	1.332457
欧洲:					
BAY LN Equity	英国航空	N/A	0.397614	0.74239	0.387597
AF FP Equity	法荷航空	0.531392	0.253863	0.430587	0.348509
LHA GR Equity	汉莎航空	0.784615	0.900498	0.83845	0.692707
RYA ID Equity	瑞安航空	1.668237	1.790181	1.64766	1.571575
EZJ LN Equity	易捷航空	1.041703	1.027965	0.952353	0.833029
平均值		1.006487	0.874024	0.922288	0.766683
北美:					
LUV US equity	西南航空	1.287853	1.391031	1.11153	0.912281
UAUA US Equity	美联航	N/A	N/A	N/A	N/A
CAL US Equity	大陆航空	21.2015	N/A	N/A	N/A
DAL US Equity	达美航空	9.114724	2.309211	5.40832	3.496016
AMR US Equity	美国航空	N/A	N/A	N/A	N/A
JBLU US Equity	JetBlue	1.524106	0.660964	0.710109	0.701089
AC/A CN Equity	加拿大航空	0.229659	0.198097	0.387493	0.467593
平均值		6.671568	1.139826	1.904363	1.394244

数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

图 1、海航 RTK 同比增速比较

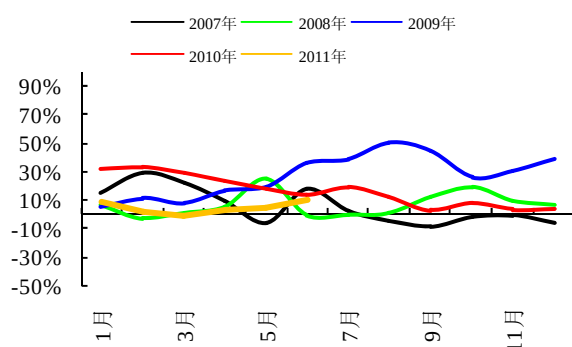
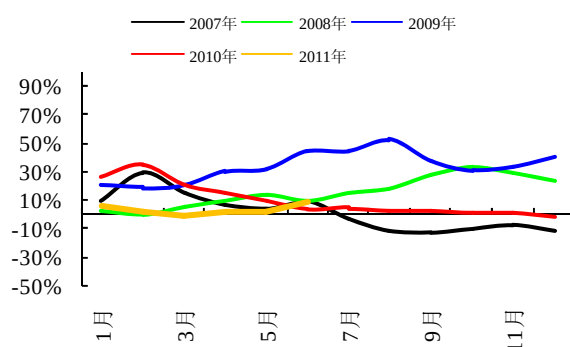


图 2、海航 ATK 同比增速比较



数据来源: CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、海航 RPK 同比增速比较

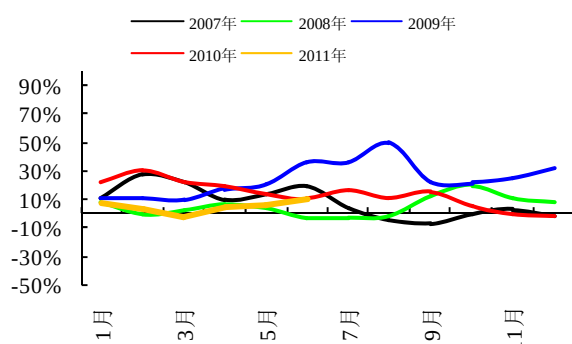
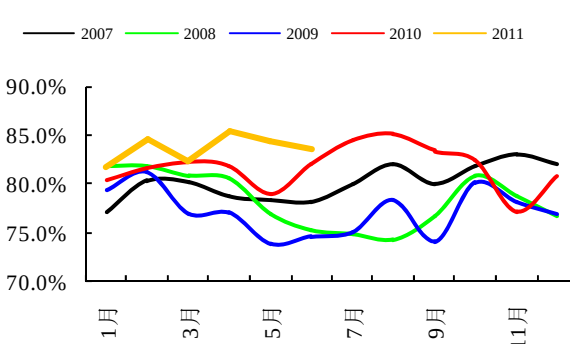


图 4、海航客座率比较



数据来源: CAAC、公司公告、兴业证券研究所

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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。