

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)

海南航空 (600221)

分析师 朱峰  
021-38565939  
zhufeng@xyzq.com.cn  
SAC:S0190511100001

## 收购集团资产，继续推进航空主业整合

2011 年 12 月 13 日

## 投资要点

## 事件：

12 日公司发布董事会决议公告，拟对香港航空增资 8.42 亿人民币，持股 19.02%；出资 2.82 亿元，受让大新华航空所持的 12.68% 的股权，从而实现全资拥有长安航空；出资 7.056 亿元人民币受让海航集团所持财务公司 20% 的股权，交易完成后公司旗下新华航空将持有海航财务公司 23.7% 的股权。上述事项将在 12 月 28 日股东大会上表决。

## 点评：

## ● 继续推进航空主业整合

今年以来海航集团大力推进了航空主业整合的速度，8 月 13 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，交易完成后，新华航空将成为海航股份的全资子公司。10 月 28 日公告拟以 1.30 亿元受让大新华航空持有云南祥鹏航空 6.18% 的股权，以 7.12 亿元受让云南祥鹏投资有限公司持有的祥鹏航空 33.82% 的股权，收购完成后，公司将持有祥鹏航空 40% 的股权。10 月 28 日公告拟以 6.94 亿元受让天航控股有限责任公司持有天津航空 5 亿股（占注册资本的 21.74%）股权，收购完成后公司将持有天津航空股权 5.19 亿股，持股比例为 22.57%。12 月 12 日公告拟增资香港航空、受让大股东所持长安航空股权以实现对其全资控股。

如果上述董事会决议能够全部顺利通过股东大会，则海航集团的航空业务除了以公务机业务为主的首都航空、以货运为主的扬子江快运和香港快运之外，其他航空业务资产将大部分注入海航股份，从而使得航海股份逐渐走出大新华航空的“阴影”，成为海航集团航空业务的整合平台。未来不排除海航股份继续收购已参股航空公司的剩余股权和首都航空、扬子江快运、香港快运资产的可能性。

表 1、海航股份及集团旗下航空资产权属情况

| 公司/持股比例           | 2011.6.30 | 交易完成后   | 其余股东                                                                                |
|-------------------|-----------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>股份旗下航空资产</b>   |           |         |                                                                                     |
| 香港航空              | 0%        | 19.02%  | 香港航空控股有限公司、海航集团（香港）投资有限公司、香港航空咨询服务有限公司、大新华航空有限公司的持股比例分别为 39.15%、27.70%、11.86%、2.27% |
| 新华航空              | 67.59%    | 100.00% |                                                                                     |
| 长安航空              | 87.32%    | 100.00% |                                                                                     |
| 山西航空              | 100.00%   | 100.00% |                                                                                     |
| 天津航空              | 0.83%     | 22.57%  | 海航集团 33.96%、天航控股 17.39%、天津保税区 8.7%、昆仑信托 17.39%                                      |
| 翔鹏航空              | 0.00%     | 40.00%  | 大新华航空 44.23%、云南国资委 15.77%                                                           |
| 大新华技术             | 0.00%     | 48.08%  | 海航航空控股 51.92%                                                                       |
| <b>集团旗下其他航空资产</b> |           |         |                                                                                     |
| 首都航空              | 70.00%    |         | 首旅集团 30%                                                                            |
| 香港快运              | 45.00%    |         | 何鸿燊 40.3%、安德鲁谢 14.7%                                                                |
| 扬子江快运             | 51.00%    |         | 中华航空 25%、阳明海运持股 12%、万海航运持股 6%、China Container Express Lines 6%                      |

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

● **受让/增资和出让资产增值率各有不同，现金收支稍有流出**

公司今年以来受让/增资和出让资产的价格按照评估价值计算对应股权价值，溢价率各不相同。从海航股份各项交易金额来看，现金稍有流出。此次公司对海航财务公司增资 7.06 亿元，使其股本扩大 20%，在一定程度上从侧面反映了海航集团旗下公司资金融通规模的扩大。

表 2、2011 年以来海航股份与集团的关联交易情况

| 公司           | 公司账面净值<br>(亿元) | 公司评估价值<br>(亿元) | 溢价率 | 评估基准日      | 海航股份收购/<br>出让比例 | 海航股份现金收入/支出<br>(亿元) |
|--------------|----------------|----------------|-----|------------|-----------------|---------------------|
| <b>受让/增资</b> |                |                |     |            |                 |                     |
| 长安航空         | 18.38          | 22.24          | 21% | 2011.9.30  | 12.68%          | -2.82               |
| 香港航空         | 27.88          | 35.86          | 29% | 2011.9.30  | 19.02%          | -8.42               |
| 海航财务         | 33.11          | 35.28          | 7%  | 2011.5.31  | 20.00%          | -7.06               |
| 天津航空         | 24.42          | 31.92          | 31% | 2011.6.30  | 21.74%          | -6.94               |
| 翔鹏航空         | 16.56          | 18.84          | 14% | 2011.6.30  | 40.00%          | -8.42               |
| 大新华技术        | 10.92          | 10.80          | -1% | 2011.9.30  | 48.08%          | -10.00              |
| 新华航空         | 33.33          | 33.33          | 0%  | 2011.3.31  | 32.41%          | -10.80              |
| <b>出让</b>    |                |                |     |            |                 |                     |
| 海岛建设         | 46.72          | 48.00          | 3%  | 2011.9.30  | 33.33%          | 16.00               |
| 海南航鹏、国旭和国善   | 24.60          | 27.27          | 11% | 2011.9.30  | 100.00%         | 27.27               |
| 琼海男爵         | 1.10           | 1.56           | 42% | 2011.9.30  | 100.00%         | 1.56                |
| 陕西户县土地       | 0.76           | 0.92           | 21% | 2010.12.31 | 100.00%         | 0.92                |
| <b>现金合计</b>  |                |                |     |            |                 | <b>-8.71</b>        |

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

● **若明年公司完成增发，仅用于归还银行贷款和补充流动资金，将摊薄 2012 年业绩**

假设 2012 年初公司完成增发，我们预测公司 2011~2013 年 EPS 预测为 0.93、0.75、0.88 元，维持推荐评级。

## 附表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 20644 | 27905 | 28544 | 26971  |
| 货币资金           | 16680 | 24847 | 25043 | 22991  |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 应收账款           | 558   | 796   | 904   | 1028   |
| 其他应收款          | 2893  | 1418  | 1612  | 1832   |
| 存货             | 48    | 196   | 228   | 259    |
| <b>非流动资产</b>   | 50908 | 56993 | 65245 | 76320  |
| 可供出售金融资产       | 580   | 500   | 500   | 500    |
| 长期股权投资         | 2113  | 3190  | 3490  | 3988   |
| 投资性房地产         | 9873  | 10861 | 11947 | 13142  |
| 固定资产           | 29985 | 33584 | 38622 | 45393  |
| 在建工程           | 5522  | 5712  | 7026  | 9014   |
| 油气资产           | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 无形资产           | 200   | 194   | 189   | 184    |
| <b>资产总计</b>    | 71553 | 84899 | 93789 | 103291 |
| <b>流动负债</b>    | 31494 | 34572 | 34295 | 38681  |
| 短期借款           | 17704 | 16000 | 13000 | 14000  |
| 应付票据           | 3217  | 5503  | 6412  | 7285   |
| 应付账款           | 3148  | 5110  | 5954  | 6764   |
| 其他             | 7426  | 7958  | 8930  | 10632  |
| <b>非流动负债</b>   | 26619 | 32923 | 30262 | 30453  |
| 长期借款           | 23223 | 23223 | 20223 | 20223  |
| 其他             | 3396  | 9700  | 10039 | 10230  |
| <b>负债合计</b>    | 58113 | 67495 | 64557 | 69134  |
| 股本             | 4125  | 4125  | 5372  | 5372   |
| 资本公积           | 6231  | 6231  | 12585 | 12585  |
| 未分配利润          | 1725  | 5036  | 8536  | 12606  |
| 少数股东权益         | 974   | 1072  | 1178  | 1305   |
| <b>股东权益合计</b>  | 13439 | 17404 | 29232 | 34157  |
| <b>负债及权益合计</b> | 71553 | 84899 | 93789 | 103291 |

## 现金流量表

| 单位：百万元            | 2010  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| 净利润               | 3014  | 3823  | 4029   | 4716   |
| 折旧和摊销             | 2500  | 2259  | 2708   | 3298   |
| 资产减值准备            | -486  | -130  | 14     | 18     |
| 无形资产摊销            | 67    | 66    | 65     | 65     |
| 公允价值变动损失          | 355   | 250   | 300    | 350    |
| 财务费用              | 1588  | 1924  | 1387   | 1184   |
| 投资损失              | -26   | -430  | -20    | -25    |
| 少数股东损益            | 207   | 98    | 106    | 127    |
| 营运资金的变动           | 482   | -5742 | -1809  | -1933  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 7231  | 13324 | 10091  | 11115  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -4862 | -7451 | -10436 | -13740 |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 4203  | 2295  | 541    | 573    |
| 现金净变动             | 6572  | 8167  | 197    | -2052  |
| 现金的期初余额           | 12766 | 16680 | 24847  | 25043  |
| 现金的期末余额           | 19337 | 24847 | 25043  | 22991  |

## 利润表

| 单位：百万元          | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 21706 | 28361 | 32236 | 36644 |
| 营业成本            | 15493 | 19655 | 22899 | 26017 |
| 营业税金及附加         | 628   | 859   | 977   | 1110  |
| 销售费用            | 1092  | 1276  | 1483  | 1722  |
| 管理费用            | 484   | 596   | 709   | 843   |
| 财务费用            | 1588  | 1924  | 1387  | 1184  |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 355   | 250   | 300   | 350   |
| 投资收益            | 26    | 430   | 20    | 25    |
| <b>营业利润</b>     | 2802  | 4731  | 5101  | 6143  |
| 营业外收入           | 897   | 250   | 300   | 350   |
| 营业外支出           | 48    | 80    | 100   | 120   |
| <b>利润总额</b>     | 3651  | 4901  | 5301  | 6373  |
| 所得税             | 430   | 980   | 1166  | 1529  |
| 净利润             | 3221  | 3921  | 4135  | 4843  |
| 少数股东损益          | 207   | 98    | 106   | 127   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3014  | 3823  | 4029  | 4716  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.73  | 0.93  | 0.75  | 0.88  |

## 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 39.6%  | 30.7% | 13.7% | 13.7% |
| 营业利润增长率        | 4175.8 | 68.8% | 7.8%  | 20.4% |
| 净利润增长率         | 800.6% | 26.8% | 5.4%  | 17.1% |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率            | 28.6%  | 30.7% | 29.0% | 29.0% |
| 净利率            | 13.9%  | 13.5% | 12.5% | 12.9% |
| ROE            | 24.2%  | 23.4% | 14.4% | 14.4% |

## 偿债能力(%)

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 81.2% | 79.5% | 68.8% | 66.9% |
| 流动比率  | 0.66  | 0.81  | 0.83  | 0.70  |
| 速动比率  | 0.65  | 0.80  | 0.83  | 0.69  |

## 营运能力(次)

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 资产周转率   | 0.33  | 0.36  | 0.36  | 0.37  |
| 应收帐款周转率 | 45.67 | 39.23 | 35.47 | 35.47 |

## 每股资料(元)

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.73 | 0.93 | 0.75 | 0.88 |
| 每股经营现金 | 1.57 | 3.23 | 2.45 | 2.69 |
| 每股净资产  | 3.02 | 3.96 | 6.80 | 7.96 |

## 估值比率(倍)

|    |     |     |     |     |
|----|-----|-----|-----|-----|
| PE | 7.8 | 6.2 | 7.6 | 6.5 |
| PB | 1.9 | 1.4 | 0.8 | 0.7 |

## 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](http://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。