

高世梁

021-50588666-8022

gaosl@ccnew.com

2009年9月15日

把握行业复苏带来的趋势性投资机会

——航空业 2009 年 4 季度投资策略

行业策略

同步大市（维持）

盈利预测和投资评级

公司简称	09EPS	2010EPS	09PE	评级
中国国航	0.33	0.26	24.82	增持
南方航空	0.10	0.15	54.50	增持
海南航空	0.15	0.20	32.73	增持

注：股价为 09 年 9 月 11 日收盘价

航空业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人：马嵌琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

上半年盈利主要依靠非经常性损益；客、货运均有复苏迹象；把握波段操作机会。

投资要点：

- **上半年民航业实现整体盈利。**政策性补助、航油期权合约公允价值转回是整体盈利的最主要原因。剔除非经常性损益，上市五家公司中只有国航和海航小幅盈利。
- **业务量呈前低后高态势。**上半年总周转量增长 3.9%；旅客周转量增长 12.3%；货邮周转量增长-14%。从月度数据来看，客运延续去年 9 月份以来反弹态势，货运开始缓慢复苏。预计全年客运周转量增长 15%左右，货运周转量跌幅收窄到 10%以内。
- **客座率相对稳定、载运率表现不佳。**运力调控及低票价策略，使上半年整体客座率情况较为平稳。民航客座率为 75.02%，同比增长 0.87 个百分点。货运需求大幅萎缩，载运率情况不佳。民航总体载运率为 64.9%，同比下降 1.8 个百分点。
- **票价有望回升。**上半年除国内票价相对稳定，国际和地区航线票价明显下降。随着航空旺季到来、去年较低基数及逐步好转的市场环境，未来几个月票价水平同比有望逐步提升。
- **燃油成本大幅下降、期权合约公允价值转回。**预计 09 年国内航油均价有 30%-40%的降幅；国航、东航航油期权合约仍存在公允价值继续转回的可能。
- **民航建设基金返还是上半年盈利的又一大原因；注资是更重要的政策扶持；“东上重组”前景难料。**
- **维持“同步大市”的投资评级，关注波段操作机会。**可把握行业复苏带来的投资机会；事件性的驱动因素。重点关注中国国航（601111）和海南航空（600221）。
- **风险提示：**航空业复苏进程有可能反复；油价上升增加成本；国内航空公司普遍存在财务结构风险；行业内及其他运输方式间竞争激烈；甲型 H1N1 流感对航空运输业的打击。

1. 上半年民航业实现整体盈利

09年上半年我国民航全行业实现利润48.6亿元,其中航空公司盈利38.5亿,成功扭转了去年下半年以来的不利局面。三大航空公司也均实现了盈利,其中国航实现净利润29.26亿,位居首位,南航0.38亿,居三大航末席。不过,深究三大航盈利的原因,除了有国内航空市场复苏、航油成本大幅下降等经营层面因素外,政策性补助、航油期权合约公允价值转回等非经常性损益是最主要的原因。国航在上半年共获得8.24亿民航建设基金返还,燃油期权合约公允价值转回(扣除实际赔付)近15亿;东航上述两项数字分别为8.31亿和27.94亿;而南航由于没有相应的公允价值转回,上半年只有13.28亿民航建设基金返还,因此经营业绩也就在三大航末位。从上市的五家航空公司来看,如果剔除非经常性损益,只有国航和海航是小幅盈利的,因此,上半年国内航空公司实现整体盈利虽然代表了行业呈现复苏态势,但远未达到欢庆胜利的地步。

表 1: 上半年三大航经营业绩

单位: 亿元, 元

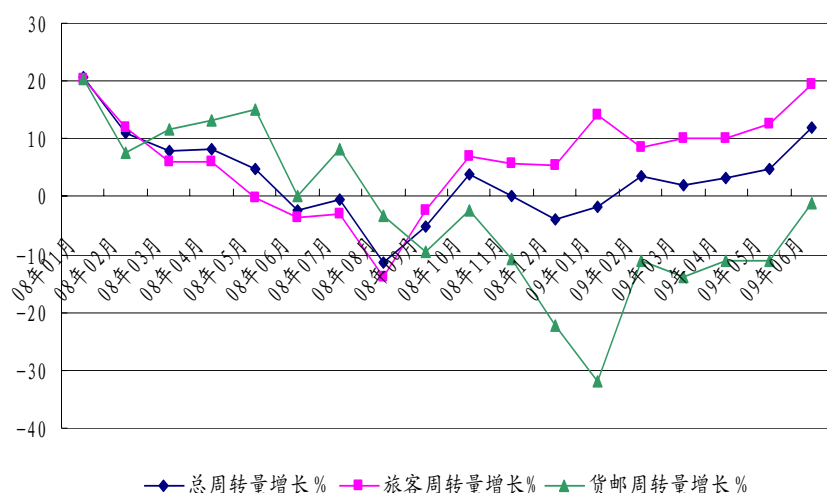
	中国国航	ST东航	南方航空
归属于上市公司股东的净利润	29.26	11.74	0.38
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	2.83	-27.74	-12.47
EPS	0.25	0.24	0.006

资料来源: 各公司半年报

2. 民航业务量呈现前低后高态势

上半年我国民航业完成总周转量191.89亿吨公里,同比增长3.9%;旅客周转量1569.75亿人公里,同比增长12.3%;货邮周转量51.7亿吨公里,同比增长-14%。从月度数据来看,客运延续了始于去年9月份以来的反弹态势,而货运在经历了09年年初的最低点后,也开始了缓慢的复苏步伐。

图1: 08年以来民航业月度数据增长情况



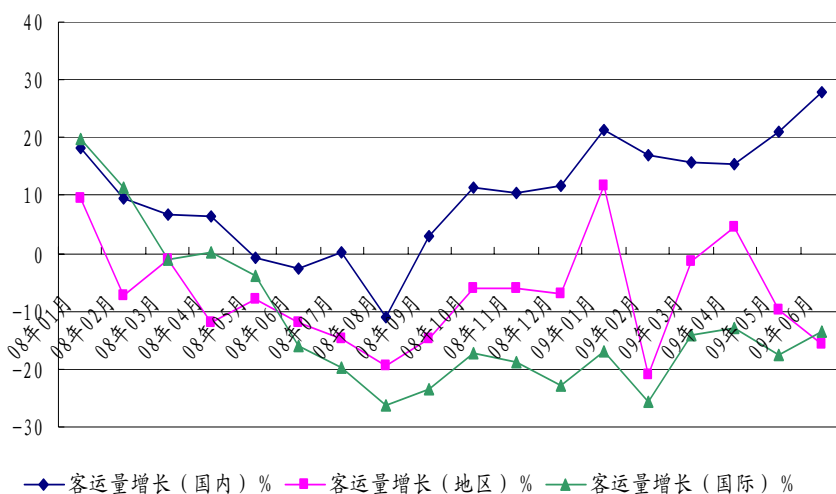
资料来源:《中国民用航空》

客运市场的复苏主要是由国内市场带动。由于国内相对较好的经济状况、国家各项刺激计划以及发展空间巨大的客运需求,在经历了08年前期低迷后,国内客运市场从08年9月开始快速反弹。09年以来,国内客运市场一直保持两位数增长,6月份的同比增速更是达到了28%,上半年整体增速为19.6%;由于全球经济危机影响,国际和地区间商务、旅游客源大幅萎缩,使得国际和地区客运市场情况不佳,上半年国际和地区市场增速分别为-16.8%和-5.2%。不过,积极的因素也存在于不佳的数据中,随着美国、欧洲等几大经济体经济的逐步复苏,国际地区航空客运市场有好转迹象,从月度数据来看,虽然有所反复,但同比的跌幅有收窄迹象。7月份国际航线增速同比增长了0.2%,为14个月以来首次正增长,而地区航线跌幅也收窄到-3.9%。

从国内三大航上半年客运情况来看,东航的国内市场增长最快,同比增长了27.08%(运力投放最快),南航最慢,同比只增长了12.2%;国际地区市场,国航的情况好于东航(南航以国内市场为主)。

未来,在国内外经济逐步复苏、航空旺季到来的背景下,预计国内航空客运市场将保持两位数增长,国际地区市场跌幅收窄并逐步恢复正增长,全年的客运周转量将同比增长15%左右。

图2：08年以来民航业客运量分地区月度数据增长情况



资料来源：《中国民用航空》

图3：国航旅客周转量增长情况

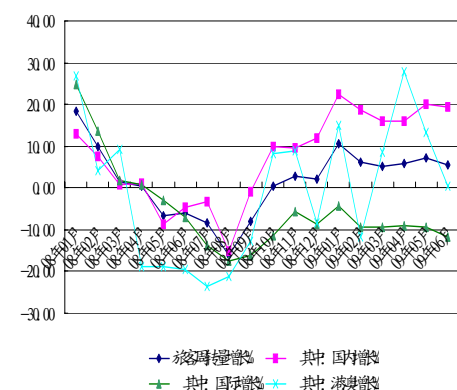


图4：东航旅客周转量增长情况

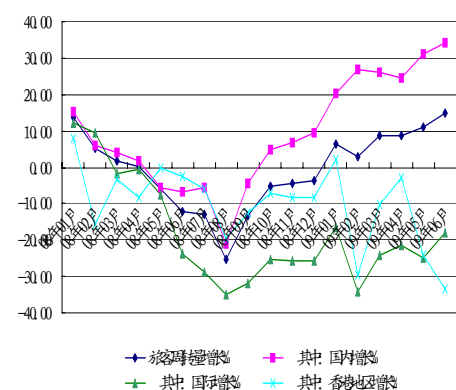
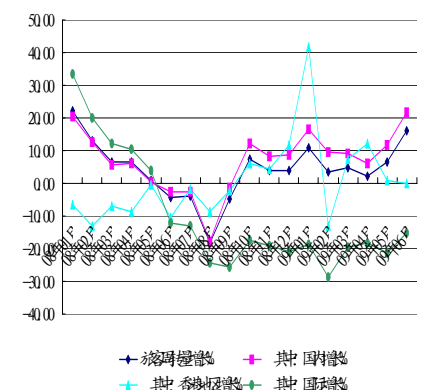


图5：南航旅客周转量增长情况



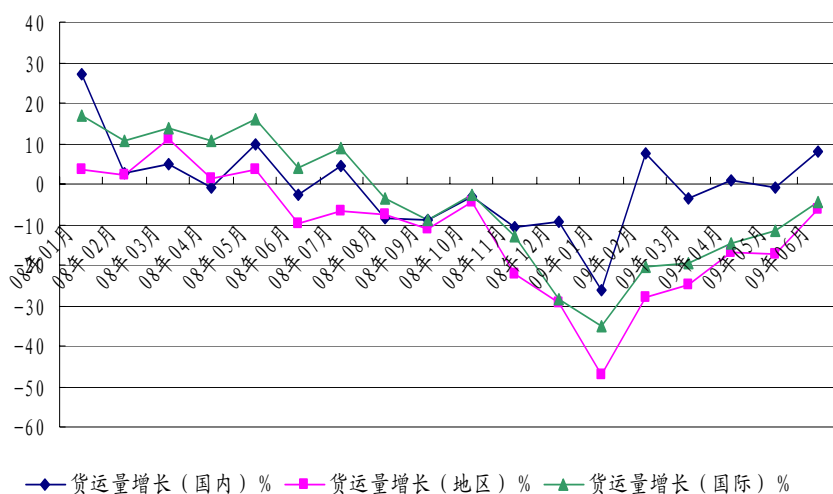
资料来源：各公司网站（国航未包括澳门航空数据）

货运市场由于深受全球经济危机之困，整体表现不佳。国内、国际和地区市场上半年增速分别为-3.1%、-17.4%和-23.3%。不过，从图6反应的月度数据来看，反弹态势从09年初开始正逐步展开。7月份，国内市场同比增长4.1%，连续两个月正增长，国际市场同比增长1.1%，是继08年7月以来首次正增长，地区市场跌幅也在大幅收窄。

三大航货运走势和行业情况基本类同，国内市场相对较好、国际市场快速反弹，地区市场由于需求不旺、竞争激烈，相对较弱。

由于航空货运市场和国际经济关联度紧密，预计未来货运市场将呈现在不断反复中持续反弹的态势（类似国际经济复苏态势），预计全年货运周转量同比跌幅将收窄到10%以内。

图6：08年以来民航业货运量分地区月度数据增长情况



资料来源：《中国民用航空》

图7：国航货邮周转量增长情况

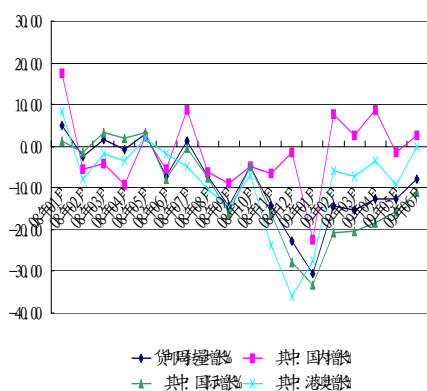


图8：东航货邮周转量增长情况

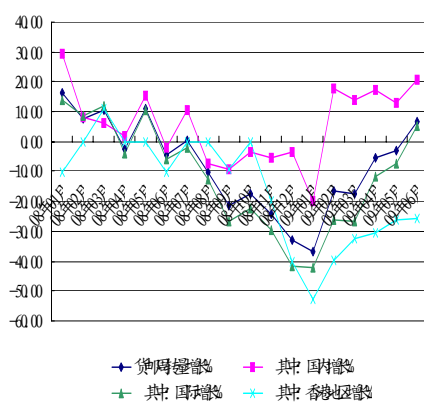
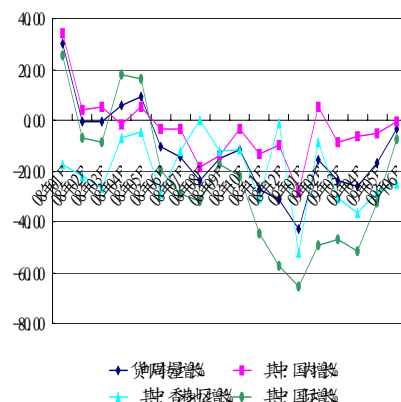


图9：南航货邮周转量增长情况

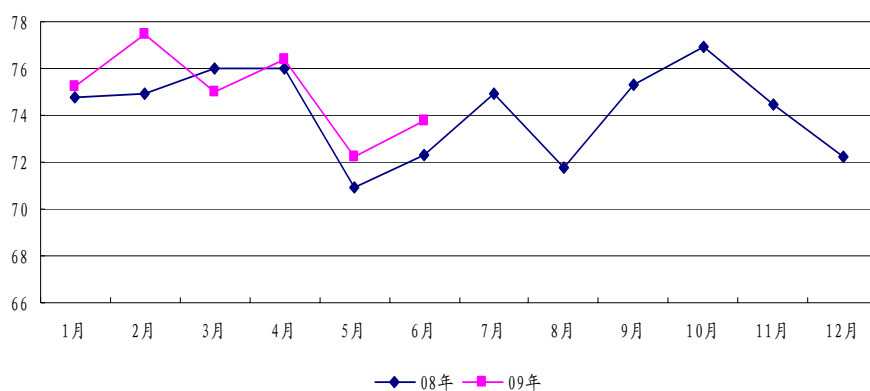


资料来源：各公司网站（国航未包括澳门航空数据）

3. 运力控制使客座率保持相对稳定

由于国家对于运力调控力度的加大、各航空公司应对经济危机主动调整运力扩张速度以及低票价策略的实施，使得上半年整体客座率情况较为平稳。09年上半年民航业客座率为75.02%，同比增长了0.87个百分点。从三大航数据来看，上半年客座率有升有降。国航和东航客座率分别为74.34%和70.83%，分别下降0.74个百分点和0.28个百分点。南航客座率最高为74.8%，同比上升1.7个百分点。

图10：08年以来民航业客座率月度情况



资料来源：《中国民用航空》

由于国内市场情况较好，三大航纷纷将国际航线运力转投国内市场，使得国内市场竞争愈加激烈，国内航线客座率也未同步于客运量的快速增长，三大航中只有南航的国内航线客座率同比是增长的；国际地区航线则正好相反，由于运力的大幅消减，客座率受需求下降影响较小。

7月份，国内客座率为76.6%，同比增长1.7个百分点，继续呈现回升态势，预计未来随着航空旺季到来以及全球经济复苏，客座率有望继续好转。

图 11：国航客座率情况

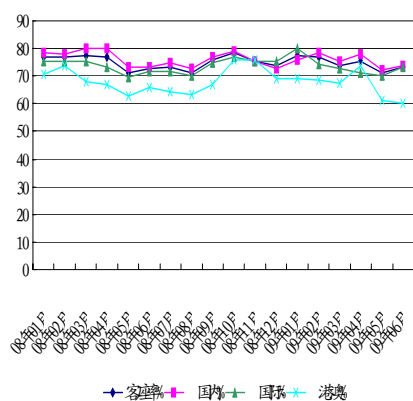


图 12：东航客座率情况

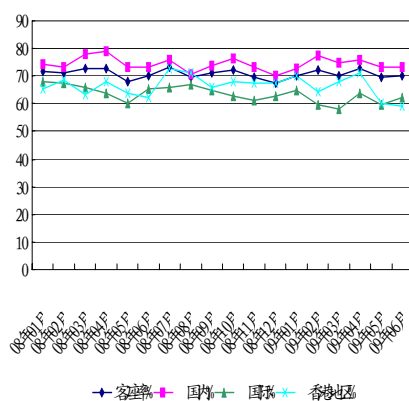
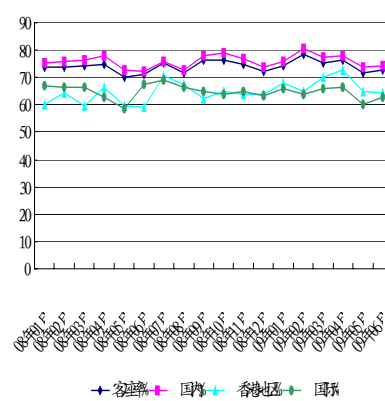


图 13：南航客座率情况

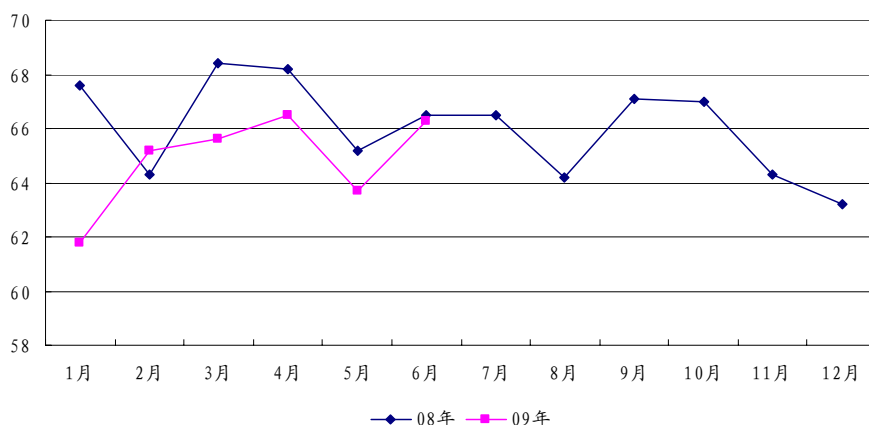


资料来源：各公司网站（国航未包括澳门航空数据）

由于货运需求大幅萎缩，载运率情况不佳。09年上半年民航业总体载运率为64.9%，同比下降1.8个百分点。国航、东航、南航的货邮载运率分别为49.39%、45.57%和36.11%，同比分别下降9.3个百分点、6.34个百分点和9.33

个百分点。

图14：08年以来民航业载运率月度情况



资料来源：《中国民用航空》

从三大航分航线情况来看,国内航线和地区航线分别由于运力增长过快以及需求大幅萎缩而表现不佳。

图 15：国航货邮载运率情况

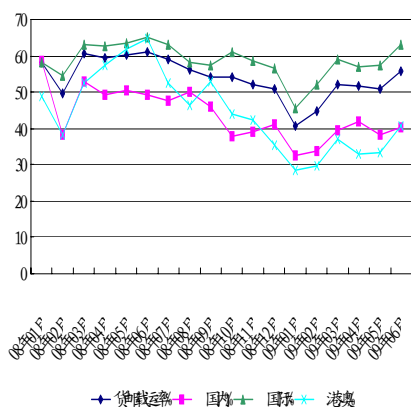


图 16：东航货邮载运率情况

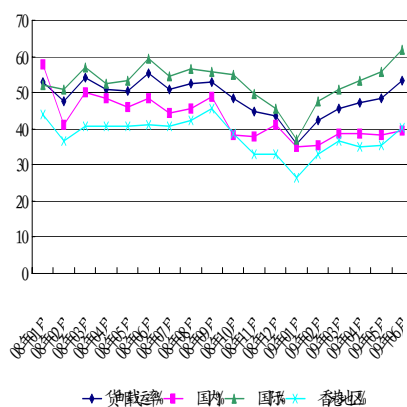
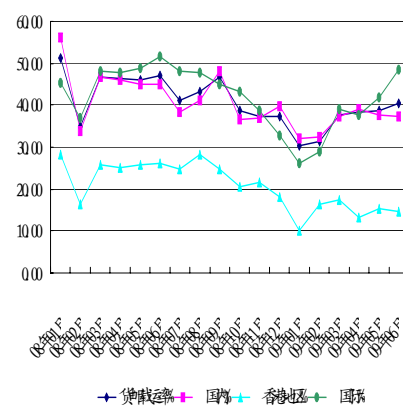


图 17：南航货邮载运率情况



资料来源：各公司网站（国航未包括澳门航空数据）

7月份民航业载运率为66.9%，同比增长0.4个百分点，是年内继2月份正增长（春节时间因素）后再次实现正增长。虽然货运市场复苏前景远比客运市场复杂，但从三大航月度的载运率情况来看，未来也处于逐步走出

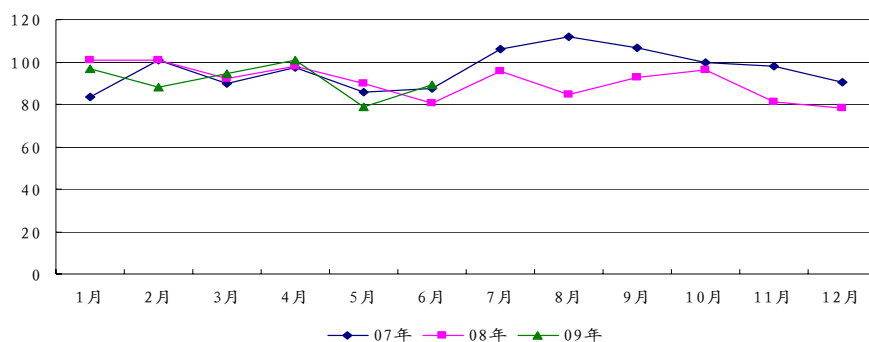
底部的态势。

4. 票价有望回升

从09年上半年的平均票价水平来看,除了国内票价同比去年相对较为稳定外,国际和地区航线票价明显下降。需求的大幅萎缩、高端客户流失(两舱客户)、运力的相对过剩以及航空公司采取的低价促销措施是上半年票价水平明显回落的主要原因(特别是国际地区航线)。

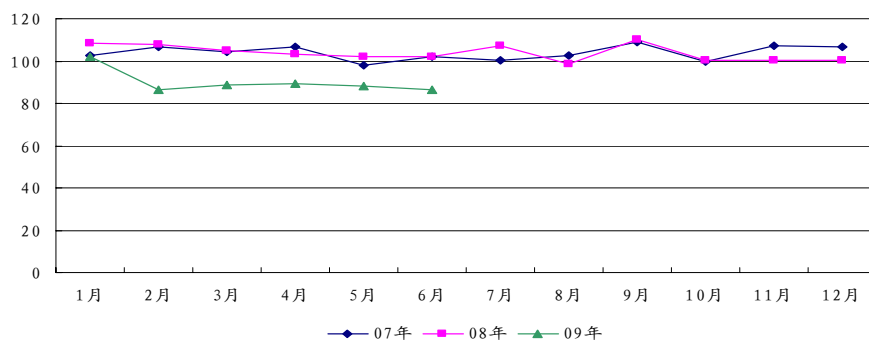
不过,随着航空旺季的到来、去年同期较低的基数以及逐步好转的市场环境,未来几个月票价水平同比有望逐步提升。7月份国内航线综合票价指数为110.9,不但超过了08年的水平,也高于07年同期105.8的数据。国际和地区市场票价水平的复苏过程相对漫长,但也会有好转趋势。

图18: 国内航线综合票价指数



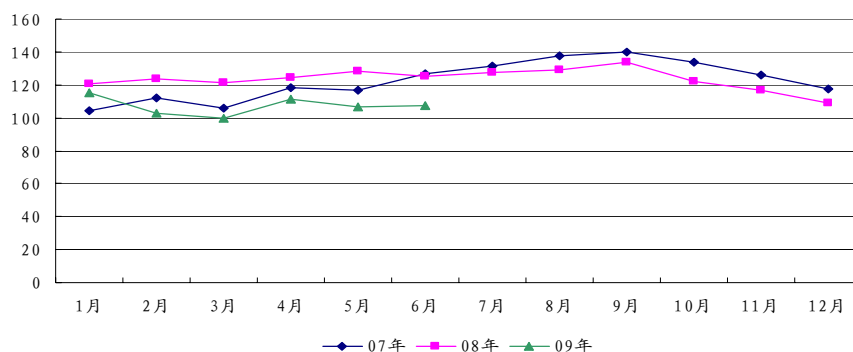
资料来源:《中国民用航空》

图19: 亚洲和港澳地区航线票价指数



资料来源:《中国民用航空》

图20: 国际航线票价指数



资料来源:《中国民用航空》

5. 燃油成本大幅下降、期权合约公允价值转回

5.1 燃油成本压力大幅减轻

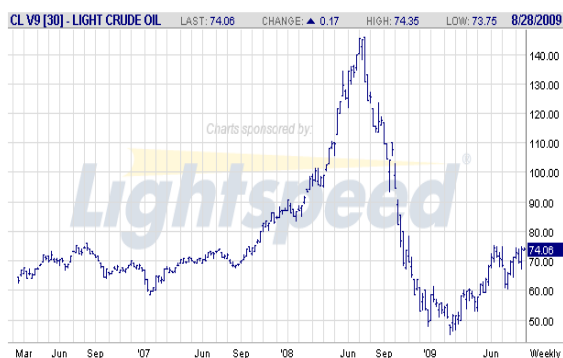
在经历了08年的大起大落后,09年国际油价呈现低位震荡的走势。截止09年8月21日,国际原油均价为55.26美元/桶,同比大幅下降了52.03%。在09年剩余的日子里,国际原油价格大幅上升的可能性不大,预计全年均价在60美元/桶左右,同比降幅为40%左右。

国际航油价格走势基本和原油价格一致,截止09年8月21日,新加坡航煤均价为64.17美元/桶,同比下降54.43%。预计全年均价也将有40%左右的降幅。

在进行了成品油定价机制改革后,国内成品油价格和国际油价的联动性加强。截至09年9月2日,国内航油价格年内已经经过了4次下调和3次上调,目前国内外航油价差较小。虽然国内航油价格的调整频度加大,但基于国际原油和航油价格同比去年有大幅下降,预计09年国内航油均价也将有30%-40%的降幅。

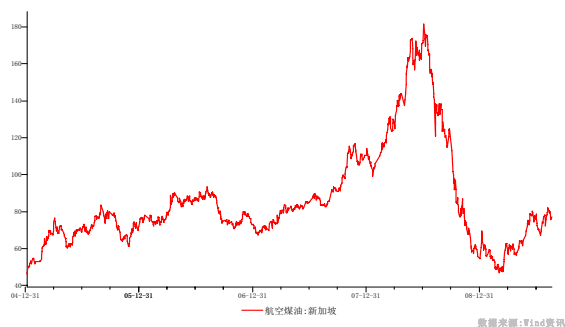
航油成本目前是国内航空公司的第一大成本,占比在30%左右,航油价格的下降极大地减轻了航空公司的成本压力。根据敏感性分析,如果国内航油价格每下降100元/吨,将分别增加国航、东航、南航、海航和上航每股收益0.01元、0.02元、0.03元、0.02元和0.03元。

图 21: 纽约轻质原油期货价格走势



资料来源: FUTURESOURCE

图 22: 新加坡航煤价格走势



资料来源: WIND

5.2 期权合约公允价值转回成为上半年盈利的主要原因之一

由于参与了航油期权合约,国航、东航、上航在08年产生了巨额的公允价值变动损失(未到期,为账面损失)。其中国航和东航的损失高达74.72亿和63亿。09年6月30日国际油价为69.89美元/桶,相对08年底的44.6美元/桶上升了56.7%,上述公司公允价值损失有大幅冲回。上半年国航公允价值转回40.03亿,实际赔付25.53亿,贡献利润近15亿;东航公允价值转回40.83亿,实际赔付了12.89亿,贡献利润27.94亿。

09年7月,国航和东航发布公告,对航油期权合约做了最新的敏感性分析。国航公告称,若油价较08年底收盘价分别上升40%(62.44美元)、60%(71.36美元)和80%(80.28美元),09年底公允价值损失将较08年底减少6.09亿美元、7.52亿美元和8.54亿美元。东航公告称,若油价较09年6月30日收盘价分别下降30%、20%、10%和上升10%、20%和30%,09年底公允价值损失将较08年底减少20.39亿、31.26亿、40.53亿和53.82亿、58.65亿和62.63亿。由于国航、东航航油期权合约要到2011年到期,如果未来航油价格继续上升,存在公允价值继续转回的可能。

6. 政策扶持及时有效

鉴于国内民航业遭遇的困境,中国民用航空局于08年12月9日出台了十项措施促进行业平稳发展。这十项措施涉及运力控制和竞争、财经政策、价格调节、基础建设、行业重组等,其中民航建设基金的免征和返还、对航空公司注资以及支持企业重组等措施取得了立竿见影的效果。

6.1 民航建设基金返还是上半年盈利的又一大原因

为了应对全球经济危机对国内航空企业的冲击,中国民用航空局决定返还08年下半年的民航基础设施建设基金,并免征09年上半年民航基础设施建设基金,合计约40亿元,这对于处于水深火热中的国内航空公司来说是一个重大利好。从表2中我们可以看出,上市的五家航空公司均获得了大额的民航建设基金的返还,对于上半年整体盈利起到了至关重要的作用。不过,这项政府补助政策不可持续,盈利的连续性将考验管理层的智慧。

表2: 上半年各航空公司民航建设基金返还

单位: 亿元

	中国国航	ST 东航	南方航空	*ST 上航	海南航空
营业外收入	9.53	12.48	16.64	4.90	1.84
其中: 民航建设基金返还	8.24	8.31	13.28	2.49	1.59

资料来源: 各公司中报

6.2 注资是更重要的政策扶持

如果说政府补助能解决短期盈利的问题,那注资将部分解决航空公司不合理的财务结构问题。航空公司高杠杆经营是行业特征,但国内航空公司的高负债率已经远远超过了安全边际。截至09年上半年,国航、东航、南航、上航、海航的负债率分别为76.87%、103.86%、89.01%、92.54%和86.61%,高负债率带来的是巨额财务费用和现金流的巨大压力。

而政府注资将在一定程度上改善公司的财务结构,并降低财务成本和补充现金流。目前上市的五家航空公司中有四家已经获得政府注资,其中南航、海航、上航分别获得30亿、30亿和10亿的注资。而处于最困难境地的东航更是获得了政府两次注资,合计金额高达140亿,使公司从资不抵债的危机中有了喘息之际。

不过,政府注资能救一时,就不了一世。如果不改善行业环境、加强企业管理水平,政府的政策扶持就像往有洞的缸内注水一样,永远也注不满。

6.3 “东上重组”前景难料

09年7月10日,东航和上航签署《中国东方航空股份有限公司以换股方式吸收合并上海航空股份有限公司之协议书》。换股吸收合并完成后,上航将终止上市并注销法人资格,东航作为合并完成后的存续公司,接收上航所有资产、负债、业务、人员、合同及其它一切权利与义务,包括但不限于上航所有的运营许可证照、与飞机有关的许可证照及备案登记及航线经营权等。作为风险补偿,在实施换股时给予上航股东约25%的风险溢价,换股比例为1:1.3,即每1股上航股份可换取1.3股东航股份。同时给予东航异议股东A股人民币5.28元/股、H股港币1.56元/股的现金选择权,给予上航异议股

东人民币5.5元/股的现金选择权。

东航在三大航中实力最弱，无论是机队规模、在各自大本营的市场占有率均位居末位。此次吸收合并上航，将有利于东航增强规模优势（机队规模仅次于南航）、优化航线网络、提高资源使用效率、有效降低营运成本，更好的为世博会服务，有利于上海“两个中心”的建设。此外，有利于东航提高在上海的市场占有率。以08年口径统计，预计吸收合并后东航在上海基地市场的客运份额从32.1%上升到46.6%左右，货运份额从17.6%上升到26.6%左右。

然而，此次“东上重组”是典型的拉郎配行为，也是“弱弱联合”的一次重组。由于上航财务结构、盈利能力也不令人满意，此次吸收合并上航并不能改善东航财务状况和盈利情况。按照09年中期数据，吸收合并上航后，东航负债率从103.86%下降到95.08%；净资产从-0.44元上升到0.43元，由于上航上半年亏损，合并后东航的上半年净利润从11.74亿下降到9.3亿。因此，“东上重组”对于东航负债率高、现金流以及盈利能力等问题，并无实质性解决作用。

7. 财务分析

从业绩增长情况来看，由于受到全球经济危机的影响，各家上市公司营业收入均有不同程度的下降，其中南航在三大航中国内市场比重最大，海航由于专注于国内市场且运力投放快，营业收入降幅较小；国航和东航的营业利润大幅增长主要是因为航油期权合约公允价值转回，而南航、海航、上航的营业利润大幅下降除了有主业经营不佳外，汇兑收益的大幅减少也是非常重要的原因；扣除非经常性损益后的净利润均大幅下降，且只有国航和海航能保持主业盈利，体现了整个航空业的经营环境仍不容乐观。

表 3：09 年上半年业绩增长比较

单位：%

	营业收入同比增长率		营业利润同比增长率		净利润同比增长率(扣除非经常损益)		经营性现金流量同比增长率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国国航	13.26	-12.71	-16.58	31.92	-31.07	-49.35	-26.77	-29.49
南方航空	8.89	-9.17	62.09	-564.36	60.09	-468.93	-22.19	79.78
ST 东航	6.30	-15.83	3.19	95.35	2.90	-227.45	-61.60	34.62
海南航空	5.27	-1.27	282.71	-100.51	52.72	-96.76	66.67	-62.56
*ST 上航	26.00	-22.52	64.02	-497.59	87.44	-1799.91	-115.18	326.23

资料来源：WIND

从盈利指标来看，由于受益于航油期权合约公允价值转回以及民航建设基金返还，国航的净资产收益率大幅增长。东航由于净资产为负，ROE无

法计算。而南航、海航ROE下降以及上航ROE为负，主要还是因为主营业务经营不佳；毛利率除了东航、上航小幅下降外，多数航空公司均大幅提升，主要因为相比收入，营业成本下降速度更快（航油成本大幅下降）；多数公司的营业费用率和管理费用率均有不同程度的上升，财务费用率大幅增长主要因为汇兑收益大幅减少。

表 4：09 年上半年盈利指标比较

单位：%

	净资产收益率 (ROE) (全面摊薄)		销售毛利率		营业费用率		管理费用率		财务费用率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国国航	4.12	12.88	10.19	15.31	6.25	7.32	2.61	3.06	-3.87	2.71
南方航空	6.42	0.54	7.22	10.52	6.04	7.73	3.14	3.29	-5.78	3.43
ST 东航	1.45		5.29	3.65	5.69	7.28	4.71	3.62	-4.10	6.01
海南航空	3.89	2.81	17.55	19.45	4.94	4.30	3.31	3.61	2.03	8.51
*ST 上航	1.45	-8.06	10.75	9.93	6.86	9.58	3.77	5.10	-1.16	3.53

资料来源：WIND

从偿债能力来看，五家公司无论短期偿债能力还是长期偿债能力均有所下降。从绝对数据来看，五家公司的流动比率、速动比率以及负债率均处于危险区域，即使政府注资，也只能部分缓解财务压力。

表5：09年上半年偿债能力比较

单位：%

	流动比率		速动比率		资产负债率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国国航	0.33	0.23	0.30	0.21	66.76	76.87
南方航空	0.22	0.27	0.20	0.24	81.99	89.01
ST 东航	0.27	0.24	0.24	0.22	95.23	103.86
海南航空	0.77	0.40	0.76	0.39	81.17	86.61
*ST 上航	0.39	0.36	0.35	0.33	88.02	92.54

资料来源：WIND

航空公司的存货以航材为主，上半年周转率均有所下降；应收帐款下降幅度较快，使得应收帐款周转率有所提升；由于上半年各公司营业收入的下降，使得总资产周转率均有不同幅度下降。

表6: 09年上半年营运能力比较

单位: %

	存货周转率		应收账款周转率		总资产周转率	
	1H08	1H09	1H08	1H09	1H08	1H09
中国国航	29.16	23.40	8.97	10.55	0.28	0.23
南方航空	20.33	18.39	13.76	18.84	0.32	0.29
ST 东航	17.59	18.84	9.79	14.37	0.30	0.24
海南航空	21.88	21.62	13.70	16.82	0.16	0.14
*ST 上航	23.46	15.34	8.87	10.65	0.51	0.36

资料来源: WIND

8. 09年4季度投资策略

无论是纵向比较还是横向比较,目前航空股的估值水平都不算低,三大航的A/H股平均溢价水平高达128%。同时,由于航空运输业是一个高投入低回报的行业,国内的航空公司更是缺乏对环境变化的应变能力、加上对上游议价能力差(飞机、航油采购等)、下游恶性竞争,导致无法保持盈利的稳定性。此外,加上很少有长期、稳定的分红政策,使得整个板块不具备长期投资价值。

然而,我们认为,经济逐步复苏、旺季到来所带来的经营状况的逐步好转、事件性的驱动因素仍会给板块带来一定的波段操作的机会,我们维持“同步大市”的投资评级。09年4季度,投资者可以把握(1)行业复苏带来的投资机会。国内航线保持稳定快速增长、国际地区航线以及货运航线逐步走出低谷、票价水平的恢复均将提升航空公司的盈利水平。可关注中国国航、南方航空、海南航空;(2)事件性的驱动因素。4季度国际油价的变化可能使国航、东航继续获得航油期权公允价值转回的好处、国航受到政策扶持的可能性以及“东上重组”带来的套利机会。

9. 重点公司限售股解禁情况

表7: 航空股解禁时间表及解禁比例

单位: 万股, %

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
ST 东航	2012-07-02	434137.50	定向增发、股改限售股份	1096.31	56.08
南方航空	2010-06-18	330000	股改限售股份	220	41.23
海南航空	09-09-29	178151	股改限售股份	113.93	50.46
*ST 上航	2012-06-25	22222.22	定向增发限售部分	20.55	17.05

资料来源: WIND

10. 行业风险提示

(1) 航空业的复苏进程有可能反复(特别是国际地区航线和货运航线);
(2) 未来票价水平和客座率的变化将影响航空公司的盈利情况;(3) 长期来看,油价的上升将增加航空公司成本;(4) 国内航空公司普遍存在的财务结构风险;(5) 行业内以及其他运输方式(如高铁)间竞争激烈;(6) 甲型H1N1流感对航空运输业的打击。

11. 重点上市公司

根据4季度投资策略,我们重点介绍中国国航(601111)和海南航空(600221)。

中国国航 (601111): 经济复苏的最大受益者

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	8.19
一年内最高/最低 (元)	10.14/3.35
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	4.27
流通市值 (亿元)	642.56

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	1.92
每股经营现金流 (元)	0.17
毛利率 (%)	15.31
净资产收益率 (%)	12.88
资产负债率 (%)	76.87
总股本/流通股 (万股)	1225136/784568
B 股/H 股 (万股)	/440568

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

关键要素:

完善的航线网络将受益于未来全球经济复苏; 航油成本下降以及公允价值转回; 存在继续获得政府政策扶持可能性。

投资要点:

- **09 年上半年业绩位居三大航之首, 主业实现盈利。**09 年上半年营业收入 224.05 亿, 同比增长 12.71%; 营业利润 17.86 亿, 同比增长 31.92%; 实现净利润 29.26 亿, 同比增长 151.03%, 每股收益为 0.25 元, 扣除非经常性损益每股收益为 0.02 元。
- **客运好于货运、国内好于国际地区市场。**上半年客运周转量增长 5.36%, 货邮周转量增长 17.66%。从月度数据来看, 呈现逐步复苏态势; 客座率 74.34%, 下降 0.74 个百分点。货邮载运率 49.39%, 下降 9.3 个百分点。运力控制使得客座率保持相对稳定, 但货运市场低迷使载运率下降较多。
- **燃油成本大幅下降。**上半年燃油成本 61 亿, 占总成本 30%, 同比下降 42.51%。使得营业成本同比下降 17.97%。
- **政府补助和航油期权公允价值转回是上半年盈利关键。**上半年公司获得民航基础设施建设基金返还 8.24 亿, 公允价值净收益近 15 亿。
- **未来看点颇多。**国际地区业务占比达 40%, 收购国泰航空 12.5% 的股权, 未来一旦国际市场复苏, 公司将受益颇多; 航油价格继续上升, 将减少期权合同损失; 不排除继续获得政策扶持的可能。
- **维持“增持”评级。**预计 09 年和 2010 年每股收益分别为 0.33 元和 0.26 元, 市盈率水平分别为 24.82 倍和 31.50 倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 国际市场复苏程度影响业绩; 油价对成本及公允价值产生较大影响; 甲型流感如大范围爆发将造成致命打击; A/H 溢价 89%。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	497.39	529.70	503.22	578.70
增长比率 (%)	14.58	6.50	-5	15
净利润 (亿元)	38.81	-91.49	40.43	31.85
增长比率 (%)	30.37	--	--	-21.22
每股收益 (元)	0.33	-0.77	0.33	0.26
市盈率 (倍)	24.82	--	24.82	31.50

海南航空 (600221): 运力扩张分享市场复苏

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 9 月 11 日)

收盘价 (元)	4.91
一年内最高/最低 (元)	6.50/2.44
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	2.74
流通市值 (亿元)	76.78

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	1.79
每股经营现金流 (元)	0.30
毛利率 (%)	19.45
净资产收益率 (%)	2.81
资产负债率 (%)	86.61
总股本/流通股 (万股)	353025/156369
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090644 海南航空: 逆势扩张、展翅飞翔... 09 年 6 月 12 日

关键要素:

逆势扩张, 抢占市场; 海南国际旅游岛带来发展机遇; 相对较低估值提供安全性。

投资要点:

- **09 上半年每股收益 0.05 元, 主业实现盈利。**上半年营业收入同比增长-1.26%, 营业利润-151 万, 净利润 1.75 亿, 同比增长-43.72%, 每股收益为 0.05 元, 扣除非经常性损益每股收益为 0.003 元。
- **逆势运力扩张带来业务量增长。**上半年可用吨公里增长 27.6%, 使客运周转量增长 18.04%, 货邮周转量增长 11.57%。月度数据来看, 业务量呈现逐步攀升走势; 客座率 77.02%, 下降 3.48 个百分点。整体载运率 65.88%, 下降 9.6 个百分点。随着经济复苏及旅游旺季的到来, 客座率和单位收费水平有望回升。
- **政府扶持、航油成本下降使公司受益匪浅。**上半年获得民航基础设施建设基金返还 1.59 亿; 30 亿注资改善财务结构和注入流动性; 航油成本大幅下降减轻成本压力。
- **海南国际旅游岛带来发展机遇。**《海南国际旅游岛规划纲要》出台带来良好发展机遇, 对航空业及其他副业带来明显的促进作用。
- **差异化竞争赢得发展空间。**国内第四大航空公司, 以国内客运和旅游客源为主, 集团多元化策略对公司的航空运输主营构成积极支撑。
- **给予“增持”评级。**不考虑定向增发摊薄效应, 预计 09 和 2010 年每股收益分别为 0.15 元、0.2 元, 市盈率为 32.73 倍和 24.55 倍。市净率在航空股中最低, 有相对安全性, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:**国内市场面临激烈竞争; 油价对成本产生较大影响; 甲型流感如大范围爆发将造成致命打击。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	135.57	135.52	149.07	171.43
增长比率 (%)	6.12	-0.04	10	15
净利润 (亿元)	6.51	-14.24	5.30	7.06
增长比率 (%)	289.82	--	--	33.21
每股收益 (元)	0.18	-0.40	0.15	0.20
市盈率 (倍)	27.28	--	32.73	24.55

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。