

海南航空 (600221)

毛利率驱动业绩增长，营业外收入锦上添花

推荐 (维持)

现价：8.24 元

主要数据

行业	交通运输、仓储业
公司网址	www.hnair.com
大股东/持股	大新华航空/41.60%
实际控制人/持股	海南省国资委 /21.01%
总股本(百万股)	4,125
流通 A 股(百万股)	3,345
流通 B/H 股(百万股)	184
总市值(亿元)	339.94
流通 A 股市值(亿元)	275.64
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	81.2

行情走势图



相关研究报告

调研简报：海南航空_享受政策红利，十载耕耘终到收获期

2010.11.09

研究员

储海 研究员
S1450209060208
021-62078961
chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩超出市场预期，非经常收益贡献四分之一

公司 2010 年全年实现营业收入 217.06 亿元，同比增长 39.6%，归属母公司所有者的净利润 30.14 亿元，每股收益 0.74 元，同比增长 8 倍。公司业绩超市场预期。公司取得营业外收入 8.97 亿，占公司利润总额 24.6%，其中公司出售资产以及税费返还和政府补助是主要来源。

■ 公司运营效率提升

受到 2010 年民航高景气的刺激，公司业务量可供座公里、运输周转量、客运周转量、货运周转量分别较 2009 年同比增长 9.29%、17.77%、14.51%、34.08%，运量增长大于运力增长，客座率、载运率同比上升 3.72、4.07 个百分点。

■ 毛利率明显提升，收入上升快于成本

公司 2010 年毛利率为 24.16%，同比 2009 年增长了 13.61 个百分点。受全行业全年高位运行的影响，公司 2010 年客运和货运收入分别较上年增长 42.86% 和 71.31%，但相应成本增长仅 20.99% 和 44.75%，从而使公司盈利能力大幅度提高。

■ 客运收入显著增长，票价贡献是主因

公司受行业供需矛盾的影响，公司平均票价由 09 年的 737 元上升至 10 年的 985 元，增长幅度达到 33.65%。公司营业成本仅同比增长 16.87%，不含燃油可供吨公里成本较去年降低 11.39%，幅度相当之大，对此我们仍然需要向公司了解相关的原因。

■ 公司受益海南旅游业增长，发展得益集团平台强大支撑

海航发展将受益于海南旅游业的增长以及基础设施的完善。海航发展受益于强大的集团平台支持，能够实现的规模上的迅速扩大，产业链的协同效应，降低成本，增加自主发展的灵活性。公司提出 11 年 40 亿业绩预测是信心的表现。

■ 业绩增长将维持稳定增长，维持“推荐”评级

公司 2011 年仍然可受益于消费升级以及行业景气。预计 11-13 年公司的 EPS 为 0.71、0.74、0.83 元，相对于 3 月 14 日收盘价的市盈率为 11.6、11.1、10 倍，维持对公司“推荐”的评级。

■ 风险提示：宏观经济和油价是公司业绩增长的主要风险。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13,551.7	15,548.4	21,706.1	25,554.6	29,758.4
YoY(%)	0.2	14.7	39.6	17.73	16.45
净利润(百万元)	-1,414.4	334.7	3,013.9	2,924	3,070
YoY(%)	-325.6	123.7	800.6	-2.98	4.98
毛利率(%)	7.7	14.7	28.6	29.20	28.06
净利率(%)	-10.4	2.2	13.9	11.44	10.32
ROE(%)	-23.0	5.1	24.2	19.01	16.64
EPS(摊薄/元)	-0.4	0.1	0.74	0.71	0.74
P/E(倍)	-24.0	101.6	11.3	11.6	11.1
P/B(倍)	5.5	5.2	2.7	2.2	1.8

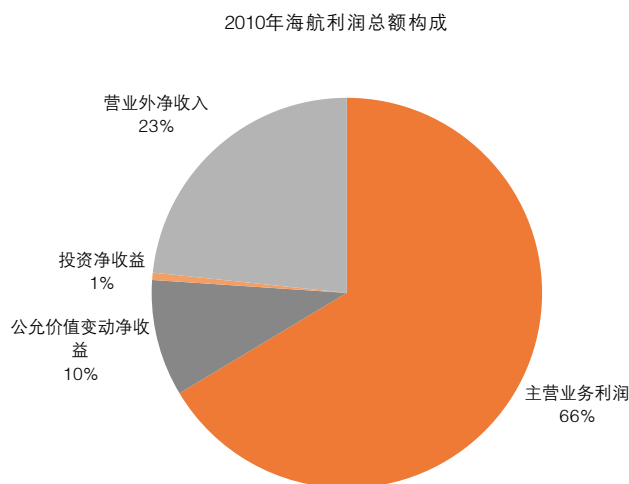
一、业绩超出市场预期，非经常收益贡献四分之一

公司 2010 年全年实现营业收入 217.06 亿元，同比增长 39.6%，归属母公司所有者的净利润 30.14 亿元，每股收益 0.74 元，同比增长 8 倍。公司业绩超市场预期。

从业绩的组成来看，公司营业利润以及营业外收入分别占据公司利润总额的 76.8%和 24.6%。公司营业利润由 2009 年的亏损 6500 万转为盈利 28.02 亿，是公司盈利大幅度增长的主要原因，但营业外收入也同比增长 53.56%，成为公司业绩大幅度超过市场预期的关键。

剔除公司非经常损益后公司净利润为 21.38 亿元，EPS 为 0.53 元，考虑到公司 2010 年底仅有 97 架，不足三大航的四分之一，但盈利能力超过东航、南航，显示出公司较高的资产使用效率。

图表1 海航主业贡献了近三分之二的利润



资料来源：公司公告

二、公司运营效率提升

受到 2010 年民航高景气的刺激，公司业务量可供座公里、运输周转量、客运周转量、货运周转量分别较 2009 年同比增长 9.29%、17.77%、14.51%、34.08%，运量增长大于运力增长，客座率、载运率同比上升 3.72、4.07 个百分点，客座率创各年历史新高。

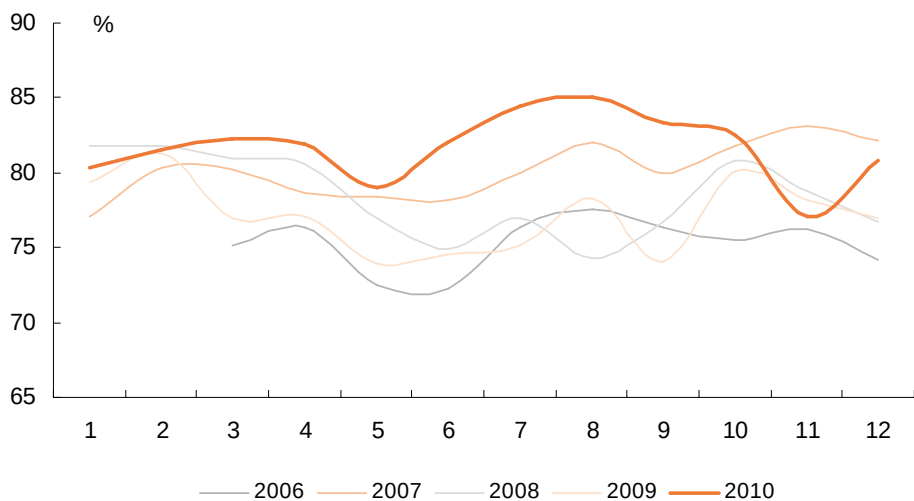
公司 2010 年净增加 6 架飞机，运力仅增长 9%，增长速度小于行业平均水平。公司受到全行业高景气度影响，其主要基地的航空运量均明显增长。

公司宽体机数量增长，国际航线比例也有所增加。公司 10 年飞行总公里、总飞行小时、飞行班次分别同比 09 年增长 6.21%、5.67%、0.39%，低于公司运输周转量增速 17.77%。这也说明公司主要通过增加单机容量的方式提高公司的载运能力，同时国际航班的增加，降低了公司单机的飞行班次数量，从而导致公司飞行班次与去年持平。

此外，公司的 2010 年的平均航距为 1726 公里，较 09 年 1612 公里上升了近 7%，这说明公司国际航线比例明显提升，一方面有利于应对高铁带来的冲击，另一方面也为公司的盈利提供了更多的选

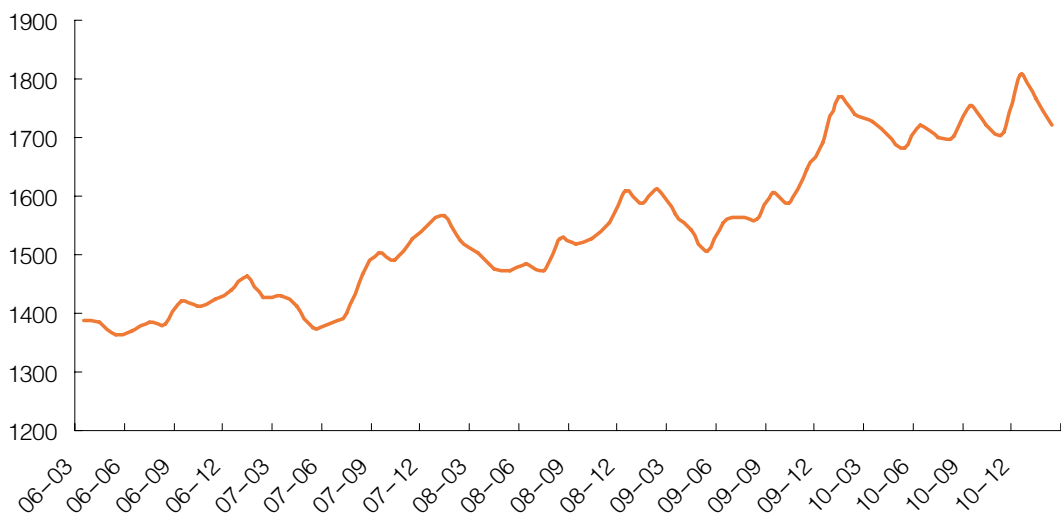
择。据我们了解，2010 年公司主要国际航线的盈利水平平均排名各条航线前列，联系到公司正在加大宽体机的比例，说明公司开发国际航线的信心和战略选择。

图表2 海航2010年大多数时间客座率保持历史高位



资料来源：公司公告

图表3 海航平均航距随着国际航线的增加持续在增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、毛利率明显提升，收入上升快于成本

公司营业收入中主营业务收入以及其它业务收入均有良好的盈利能力。

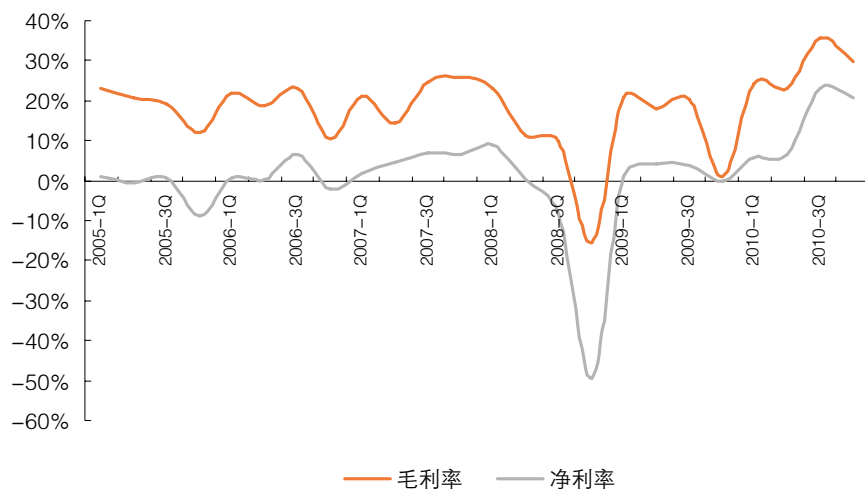
主营业务收入中，客运收入、货运收入分别占比为 93.57%、4.21%，由于海航集团的全货机业务主要集中在扬子江货运，因此客运业务成为公司主营业务的主要收入来源。

公司 2010 年主营业务的毛利率为 24.16%，同比 2009 年增长了 13.61 个百分点。受全行业全年高位运行的影响，公司 2010 年客运和货运收入分别较上年增长 42.86%和 71.31%，但相应成本增长仅 20.99%和 44.75%，从而使公司盈利能力大幅度提高。

公司另一个重要的收入来自于其它业务收入中的关联交易——飞机租赁业务收入，占公司营业收入的 7.43%，租赁业务利润（收入-成本-财务费用）分别占公司主营业务利润以及营业利润的 21.11%、14%，可见其贡献之大。此部分业务我们认为对上市公司的业绩贡献将能够得到持续，但如租赁飞机的规模不增长，此部分业务的利润贡献也将保持稳定。

从季度来看，公司三季度创造公司历史单季度最高的销售毛利率水平，公司全年的毛利率水平均维持较高水平。特别需要说明的是，公司下半年的销售毛利率较去年大幅度增长，其中营业收入同比增长 37.52%，而营业成本仅增长 3.99%，这也是今年公司业绩能够大幅度超出市场预期的重要原因。

图表4 海航2010年毛利率全年保持高位



资料来源：公司公告

四、客运收入显著增长，票价贡献是主因

■ 票价提高带来收入增长

公司客运收入占公司主营业务收入的 93.57%，是公司最主要的收入来源。客运收入同比增长 42.86%，毛利率同比增加 13.73 个百分点。

图表5 票价的提升是客运收入上升的主要因素

客运收入贡献分析	2010 年	2009 年	变化额	变化 (%)	相对贡献	相对贡献度
客运收入	18,355	12,848	5506	42.86%	5506	
RPK (百万)	32,162	28,090	4,072	14.50%	1863	33.83%
ASK(百万)	39,347	36,003	3,344	9.29%	1193	21.67%
客座率	81.74%	78.02%	3.72%	4.77%	670	12.16%
客公里收入	0.571	0.457	0.113	24.77%	3644	66.17%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

受行业供需矛盾的影响，公司平均票价由 09 年的 737 元上升至 10 年的 985 元，增长幅度达到 33.65%。票价的上升有三方面的因素：一是公司平均航距的增长，二是公司票价水平提升的原因，三是人均燃油附加费水平的增长。但我们测算公司不含燃油客公里收入仍然上升 20.78%，说明公司 2010 年经营质量得到了明显的提升。

■ 成本仅小幅增长

公司营业成本仅同比增长 16.87%，大大低于收入的增长。按照我们的假设，公司 10 年航油用量较 09 年应增长 17.77%，今年航油平均价格增长 36.62%，公司航油成本增长 60.90%。剔除航油成本后，公司主营业务成本总额甚至下降了 1.6%。在贡献因素分析中，燃油成本、可供吨公里成本（不含燃油）、可供吨公里分别贡献了 106.70%、-52.79%、46.09%。公司不含燃油可供吨公里成本较去年降低 11.39%，幅度相当之大，对此我们仍然需要向公司了解相关的原因。

图表6 成本增长小幅上升

成本贡献分析 (百万)	2010 年	2009 年	变化额	变化 (%)	相对贡献	相对贡献度
营业成本	15,493	13,256	2,237	16.87%	2,237	
营业成本 (不含燃油)	9,187	9,337	-150	-1.60%		
可供吨公里成本 (元)	3.128	2.972	0.156	5.25%		
燃油成本	6,305	3,919	2,387	60.90%	2,387	106.70%
可供吨公里成本 (不含燃油)	1.855	2.093	-0.238	-11.39%	-1,181	-52.79%
可供吨公里	4,953	4,460	492	11.04%	1,031	46.09%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、公司受益海南旅游业增长，发展得益集团平台强大支撑

海南十二五规划中明确了建设国际旅游岛的政策导向。我们认为，无论国际旅游岛是否能够快速推进，海南岛未来的旅游业发展速度都将领先于全国。

海南目前从知名度、旅游行业规范程度、基础设施的完善程度等都离国际一流旅游度假胜地仍有一段不小的距离。但是，海南也是目前国内唯一的全年都处于热带气候的度假目的地。国内游客将是

海南开启旅游业黄金十年的首要，是海南国际旅游岛开发升级得以持续的重要利润来源，也是海南向国际一流旅游目的地演化的一个必然过程。

公司受益于海南旅游业的发展。海南省不受高铁的影响，航空是目前唯一进入海南的快捷交通工具。按照目前海南年接待近 2000 万过夜旅客来看，未来十年海南年接待游客以 13% 的增速计算，未来十年旅客数量将达到 7000 万人次，相当于再造一个目前的首都机场。而目前海航在海南省航空市场的份额约为 40%，如果保持目前的份额不变，未来仅海南市场就将需要至少增加 100 架飞机运力，相当于目前海航的规模。

目前海航集团已经形成了以旅业、物流、置业、航空等多板块格局。其中，海航集团已经拥有了飞机租赁、飞行员培训、融资、基建开发等专业化团队，同时旅游业务也已经形成了相当的规模。海航航空产业发展受益于强大的集团平台支持，能够实现的规模上的迅速扩大，产业链的协同效应，降低成本，增加自主发展的灵活性。

10 年海航成本同比增幅较低，我们推测也与集团在维修、飞机租赁、客票销售甚至基础设施建设方面具备专业公司的成本优势，有效地降低了公司的经营成本。

六、业绩增长将维持稳定增长，维持“推荐”评级

公司 2011 年仍然可受益于消费升级以及行业景气，但业绩将小幅度增长。预计 11-13 年公司的 EPS 为 0.71、0.74、0.83 元，相对于 3 月 14 日收盘价的市盈率为 11.6、11.1、10.0 倍，维持对公司“推荐”的评级。

公司在年报中提出预计公司 2011 年净利润达到 40 亿，我们认为单纯依靠航空主业，公司将很难达到这一业绩目标。因此，我们预计公司必须在增加公司的投资收益、营业外收入等方面有相关的运作才有可能实现预期目标。

七、风险提示

- 1、公司受到国内经济影响较大。宏观经济紧缩将影响海南及全国航空市场的需求。
- 2、航空油价上涨对公司成本增长影响明显。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20644	28347	33922	39632	营业收入	21706	25555	29758	33850
现金	16680	24971	29732	34727	营业成本	15493	18093	21409	24443
应收账款	558	652	741	854	营业税金及附加	628	762	888	1005
其他应收款	2893	1898	2493	3008	营业费用	1092	1237	1458	1659
预付账款	428	617	740	813	管理费用	484	570	663	754
存货	48	209	216	230	财务费用	1588	1054	1290	1441
其他流动资产	39	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	50908	53346	55327	56929	公允价值变动收益	355	200	200	200
长期投资	2113	2120	2120	2120	投资净收益	26	26	26	26
固定资产	29985	35162	38510	40788	营业利润	2802	4066	4276	4774
无形资产	200	194	188	182	营业外收入	897	200	200	200
其他非流动资产	18610	15870	14509	13838	营业外支出	48	48	48	48
资产总计	71553	81694	89249	96560	利润总额	3651	4218	4428	4927
流动负债	31494	35087	36608	38010	所得税	430	1054	1107	1232
短期借款	17704	17704	17704	17704	净利润	3221	3163	3321	3695
应付账款	3148	3676	4350	4966	少数股东损益	207	239	251	279
其他流动负债	10642	13706	14554	15339	归属母公司净利润	3014	2924	3070	3416
非流动负债	26619	30011	32724	34949	EBITDA	6891	7434	8330	9359
长期借款	23223	26451	29184	31450	EPS (元)	0.73	0.71	0.74	0.83
其他非流动负债	3396	3560	3540	3499					
负债合计	58113	65098	69332	72959	主要财务比率				
少数股东权益	974	1213	1464	1743		2010	2011E	2012E	2013E
股本	4125	4125	4125	4125	成长能力				
资本公积	6231	6231	6231	6231	营业收入	39.6%	17.7%	16.5%	13.8%
留存收益	2109	4827	7696	10902	营业利润	4175.8%	45.1%	5.2%	11.7%
归属母公司股东权益	12465	15383	18453	21859	归属于母公司净利润	800.6%	-3.0%	5.0%	11.3%
负债和股东权益	71553	81694	89249	96560	获利能力				
					毛利率(%)	28.6%	29.2%	28.1%	27.8%
现金流量表					净利率(%)	13.9%	11.4%	10.3%	10.1%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	24.2%	19.0%	16.6%	15.6%
经营活动现金流	6476	10986	8220	9081	ROIC(%)	13.2%	13.9%	14.4%	15.6%
净利润	3221	3163	3321	3695	偿债能力				
折旧摊销	2500	2315	2764	3144	资产负债率(%)	81.2%	79.7%	77.7%	75.6%
财务费用	1588	1054	1290	1441	净负债比率(%)	78.03%	74.62%	74.00%	73.43%
投资损失	-26	-26	-26	-26	流动比率	0.66	0.81	0.93	1.04
营运资金变动	-229	4115	683	659	速动比率	0.65	0.80	0.92	1.04
其他经营现金流	-579	365	187	168	营运能力				
投资活动现金流	-9359	-4662	-4701	-4701	总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.36
资本支出	4665	4665	4665	4665	应收账款周转率	46	40	40	40
长期投资	-1497	0	0	0	应付账款周转率	4.75	5.30	5.33	5.25
其他投资现金流	-6191	3	-36	-36	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	5247	1967	1243	615	每股收益(最新摊薄)	0.73	0.71	0.74	0.83
短期借款	1539	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	2.66	1.99	2.20
长期借款	838	3228	2733	2266	每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.73	4.47	5.30
普通股增加	595	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2308	0	0	0	P/E	11.28	11.63	11.07	9.95
其他筹资现金流	-32	-1260	-1490	-1651	P/B	2.73	2.21	1.84	1.56
现金净增加额	2365	8291	4761	4995	EV/EBITDA	7.1	6.6	5.9	5.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257