

海南航空 (600221)

增持/维持评级

股价: RMB4.82

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunys@mail.htlhsc.com.cn

# 收入扩张难敌成本上涨

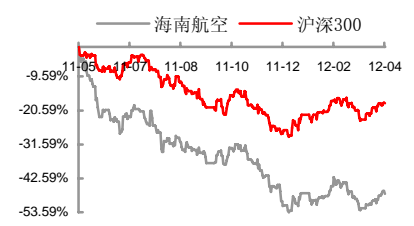
- 1Q2012 净利润大幅下降:** 海航在 1Q2012 年实现营业收入 70.62 亿, 同比增长 22.67%, 实现归属于母公司股东的净利润 1.76 亿元, 同比下降 35.74%, 折合 EPS 为 0.04 元/股, 同比下降 42.86%, 海航在 2012 年 1 季度营业收入增长幅度远超过其他三大航空公司, 净利润下降幅度低于其他三大航空公司。
- 1Q2012 航空主营出现下滑但继续盈利:** 海航在 2012 年 1 季度实现的 0.04 元 EPS 中, 由于航空主营产生的 EPS 约为 0.0262, 同比小幅下降 (2011 年 1 季度海航由航空主营产生的 EPS 为 0.0313 元/股), 其它 EPS 为汇兑损益和营业外收支产生, 其中汇兑损益产生的 EPS 为 0.0076 元/股, 营业外收支产生的 EPS 为 0.0057 元/股, 由汇兑损益和公允价值变动产生的 EPS 均同比下降明显, 其由汇兑损益产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0243 元/股下降为 0.0076 元/股; 由公允价值变动产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0105 元/股下降为基本为 0。
- 1Q2012 公司毛利率水平大幅下降:** 2012 年 1 季度公司毛利率约为 18.76%, 较 2011 年 1 季度下降约 3.45 个点 (2011 年 1 季度公司毛利率约为 22.21%), 我们认为同其它三大航不同的是, 海航 2012 年 1 季度公司毛利率水平低于去年同期的主要原因在于航油价格的同比大幅上涨以及货运业务的持续低迷, 国际航空市场对于海航的影响相对小于其它航空公司。
- 1Q2012 公司旅客吞吐量增速大幅高于行业平均水平:** 从旅客吞吐量增速来看 2012 年 1 季度海航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 24.14%、10.69%、23.74%; 同期行业整体在 2012 年 1 季度国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 10.30%、8.50%、10.20%, 国内航线、国际航线、全部合计旅客吞吐量增速水平均大幅高于行业水平。
- 盈利预测与投资评级:** 我们调整公司在 2012 年至 2014 年 EPS 分别为 0.43 元/股、0.41 元/股、0.42 元/股, 维持“增持”的投资评级。
- 风险因素:** 原油价格持续大幅大幅上涨、需求增速持续低于潜在正常增速。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	4,125
流通 A 股 (百万股)	3,941
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	18,995

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	26273.2	31528.0	37203.0	43899.0
(+/-%)	21.0	20.0	18.0	18.0
归属母公司净利润(百万元)	2631.3	1766.0	1674.0	1749.0
(+/-%)	-12.7	-32.9	-5.2	4.5
EPS(元)	0.64	0.43	0.41	0.42
P/E(倍)	7.6	10.3	10.8	10.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 1Q2012 净利润总额同比下降

### 1Q2012 业绩总结

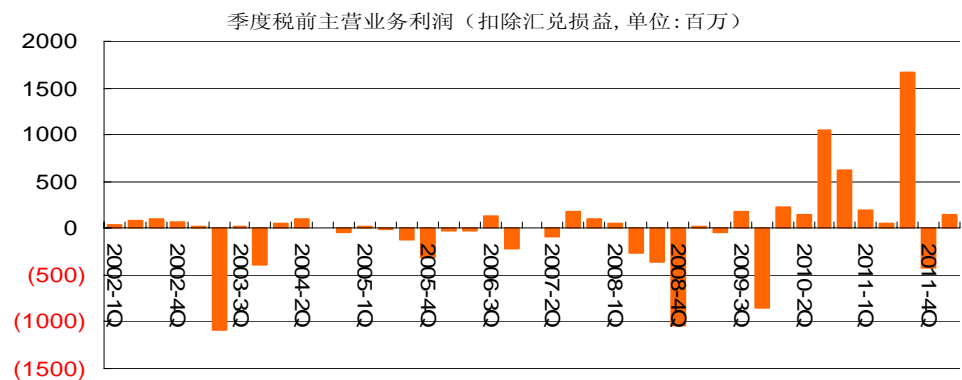
海航在 1Q2012 年实现营业收入 70.62 亿, 同比增长 22.67%, 实现归属于母公司股东的净利润 1.76 亿元, 同比下降 35.74%, 折合 EPS 为 0.04 元/股, 同比下降 42.86%, 海航在 2012 年 1 季度营业收入增长幅度远超过其他三大航空公司, 净利润下降幅度低于其他三大航空公司。

- 1、海航在 2012 年 1 季度实现的 0.04 元 EPS 中, 由于航空主营产生的 EPS 约为 0.0262, 同比小幅下降 (2011 年 1 季度海航由航空主营产生的 EPS 为 0.0313 元/股), 其它 EPS 为汇兑损益和营业外收支产生, 其中汇兑损益产生的 EPS 为 0.0076 元/股, 营业外收支产生的 EPS 为 0.0057 元/股。
- 2、2012 年 1 季度, 海航汇兑损益大幅下降, 由汇兑损益产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0243 元/股下降为 0.0076 元/股。
- 3、2012 年 1 季度, 海航公允价值变动收益大幅下降, 由公允价值变动产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0105 元/股下降为基本为 0。

### 1Q2012 季度海航季度主营业务税前利润下降

2012 年 1 季度海航主营业务税前利润下降为 1.52 亿元 (未考虑营业外收支、投资收益, 扣除汇兑净损益影响), 同比出现下降 (2011 年同期为 1.95 亿元), 但下降幅度低于其它三大航空公司, 并环比 2011 年 4 季度大幅改善 (2011 年 4 季度为亏损 4.16 亿元)。

图 1: 海南航空季度主营业务税前利润发展趋势(扣除财务费用、营业外收支、投资收益)

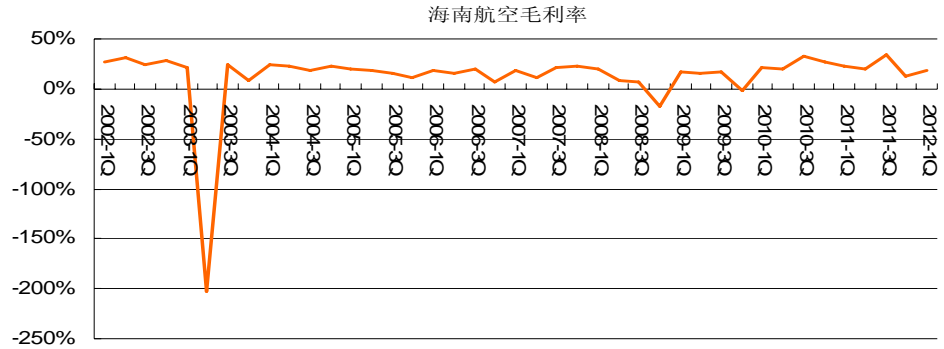


资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

### 1Q2012 毛利率水平低于去年同期

2012 年 1 季度公司毛利率约为 18.76%, 较 2011 年 1 季度下降约 3.45 个点 (2011 年 1 季度公司毛利率约为 22.21%), 我们认为同其它三大航不同的是, 海航 2012 年 1 季度公司毛利率水平低于去年同期的主要原因在于航油价格的同比大幅上涨以及货运业务的持续低迷, 国际航空市场对于海航的影响相对小于其它航空公司。

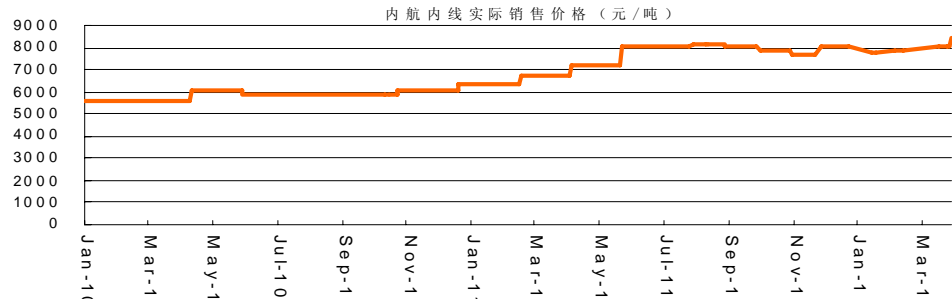
图 2: 海南航空毛利率水平发展趋势 (季度数据)



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

2012 年 1 季度国内航空煤油平均销售价格 7940 元/吨, 同比上涨约 1400 元/吨。

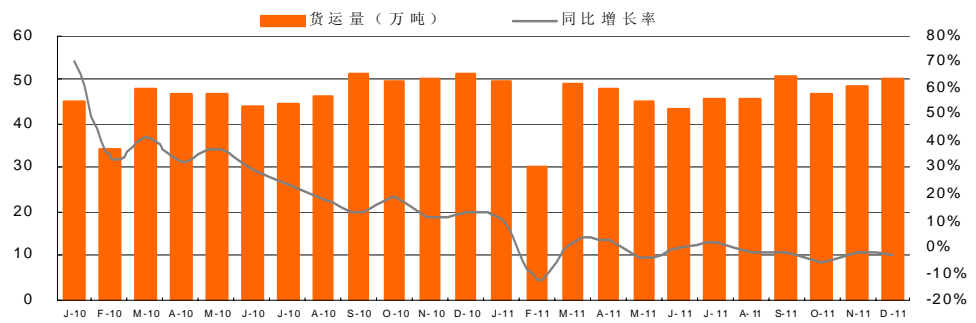
图 3: 内航内航线油销售价格发展趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所、中国民用航空局

2012 年 1 季度航空货邮运输量同比下降 7.4%, 其中国际航线货邮运输量同比下降 19%, 预计货邮运输业务亏损幅度进一步加大。

图 4: 中国航空货运运输量发展趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

### 1Q2012 海南航空吞吐量增速大幅高于行业平均水平

从旅客吞吐量增速来看, 2012 年 1 季度海航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 24.14%、10.69%、23.74%; 同期行业整体在 2012 年 1 季度国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 10.30%、8.50%、10.20%, 国内航线、国际航线、全部合计旅客吞吐量增速水平均大幅高于行业水平。

## 盈利预测与投资评级

我们调整公司在 2012 年至 2014 年 EPS 分别为 0.43 元/股、0.41 元/股、0.42 元/股，维持“增持”的投资评级。

## 风险提示

原油价格持续大幅大幅上涨、需求增速持续低于潜在正常增速。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	25087	4851	5795	6867	<b>营业收入</b>	26273	31528	37203	43899
现金	19061	2522	2976	3512	营业成本	19498	24592	29762	35998
应收账款	598	724	863	1020	营业税金及附加	803	946	1116	1317
其他应收款	1536	706	869	1021	营业费用	1260	1576	1860	2195
预付账款	453	283	342	414	管理费用	576	694	818	966
存货	126	615	744	900	财务费用	2004	2661	2709	2387
其他流动资产	3313	0	0	0	资产减值损失	8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	56209	52968	61805	69749	公允价值变动收	870	495	495	495
长期投资	5145	1500	1500	1500	投资净收益	198	200	200	200
固定资产	31230	43999	54069	62379	<b>营业利润</b>	3192	1754	1632	1732
无形资产	194	188	182	177	营业外收入	581	600	600	600
其他非流动资产	19641	7280	6054	5693	营业外支出	77	0	0	0
<b>资产总计</b>	81297	57818	67600	76615	<b>利润总额</b>	3696	2354	2232	2332
<b>流动负债</b>	34023	16064	23548	30202	所得税	862	471	446	466
短期借款	17533	6020	12711	18432	净利润	2834	1883	1785	1865
应付账款	3765	3689	4464	5400	少数股东损益	203	118	112	117
其他流动负债	12725	6355	6373	6370	归属母公司净利	2631	1766	1674	1749
<b>非流动负债</b>	32702	24805	24822	24823	EBITDA	7441	7141	8055	8738
长期借款	23463	23463	23463	23463	EPS (元)	0.64	0.43	0.41	0.42
其他非流动负	9239	1342	1359	1360					
<b>负债合计</b>	66725	40869	48370	55025	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	94	212	324	440	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	4125	4125	4125	4125	<b>成长能力</b>				
资本公积	5817	5817	5817	5817	营业收入	21.0%	20.0%	18.0%	18.0%
留存收益	4534	6300	7973	9722	营业利润	13.9%	-45.0%	-7.0%	6.1%
归属母公司股	14477	16737	18906	21150	归属母公司净利	-12.7%	-32.9%	-5.2%	4.5%
<b>负债和股东权</b>	81297	57818	67600	76615	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	25.8%	22.0%	20.0%	18.0%
					净利率(%)	10.0%	5.6%	4.5%	4.0%
					ROE(%)	18.2%	10.5%	8.9%	8.3%
					ROIC(%)	11.7%	7.4%	6.2%	5.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	82.1%	70.7%	71.6%	71.8%
					净负债比率(%)	68.34	82.97	84.06	84.29
					流动比率	0.74	0.30	0.25	0.23
					速动比率	0.73	0.26	0.21	0.20
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.34	0.45	0.59	0.61
					应收账款周转率	44	47	45	45
					应付账款周转率	5.64	6.60	7.30	7.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.64	0.43	0.41	0.42
					每股经营现金流	1.45	1.27	2.13	2.32
					每股净资产(最	3.51	4.06	4.58	5.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	6.88	10.26	10.82	10.36
					P/B	1.25	1.08	0.96	0.86
					EV/EBITDA	5	5	4	4

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。