

多因素致利润下滑

海南航空 (600221.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

● 1H2014 净利润同比下滑 25.35%

2014 年上半年,海南航空实现属于母公司股东的净利润 4.83 亿元,同比大幅下滑 25.35%,扣除非经常性损益后为 1.48 亿元,同比大幅下滑 69.78%,实现每股收益 0.4 元/股,同比 2013 年同期下 25.35%。需要指出的是,除主营业务有所影响之外,1、海南航空在 2014 年上半年净利润同比大幅下滑的主要原因在于汇兑损益的大幅减少,2014 年上半年海南航空汇兑损失 3.37 亿元,而 2013 年同期则实现汇兑收益 3.30 亿元,两者相加减少利润总额 6.67 亿元;2、公司利润同比下滑第二个原因在于公允价值变动影响,由于投资性房地产因素影响,2014 年上半年公允价值变动为-2.72 亿元,去年同期为 0.58 亿元,两者相差约为 3.3 亿元。

● 完全由航空主营产生的税前利润同比下滑

按照一贯的分析思路,我们计算扣除“投资收益、汇兑损益影响、营业外收支、公允价值变动、资产减值损失”五大项目后的纯粹由于航空主营产生的税前利润,2014 年上半年海南航空纯粹由于航空主营产生的税前利润约为 1.96 亿元,同比去年同期的 4.69 亿元大幅下滑。

● 毛利率水平小幅下滑

除汇兑损益和公允价值变动对 2014 年上半年公司利润下滑产生影响之外,公司 2014 年上半年毛利率有所下滑也成为利润下滑的主要因素,2014 年上半年公司毛利率水平为 19.16%,同比 2013 年上半年的 19.30%有所下滑。

● 盈利预测与投资评级

中长期而言,我们认为航空的周期依然缓慢向下,不具有系统性投资机会,但短期而言,目前股价已经充分反映周期继续下滑预期,同时旺季到来,持续已久的票价同比持续下滑趋势会得到阶段性逆转,因此我们认为航空股在 3 季度旺季存在阶段性投资机会,我们调整公司 2014 年至 2015 年的盈利预测至 0.16 元/股、0.14 元/股,维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险因素: 偶然因素导致需求大幅下滑、油价持续大幅上涨。

分析师

李军

☎: 021-20252645

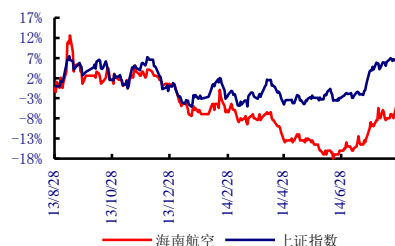
✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

市场数据 时间 2014.08.26

A 股收盘价(元)	1.84
A 股一年内最高价(元)	2.31
A 股一年内最低价(元)	1.62
上证指数	2207.11
市净率	0.88
总股本(万股)	1218218.18
实际流通 A 股(万股)	1181206.42
限售的流通 A 股(万股)	67.12
流通 A 股市值(亿元)	217.34

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1、1H2014 净利润同比有所下滑

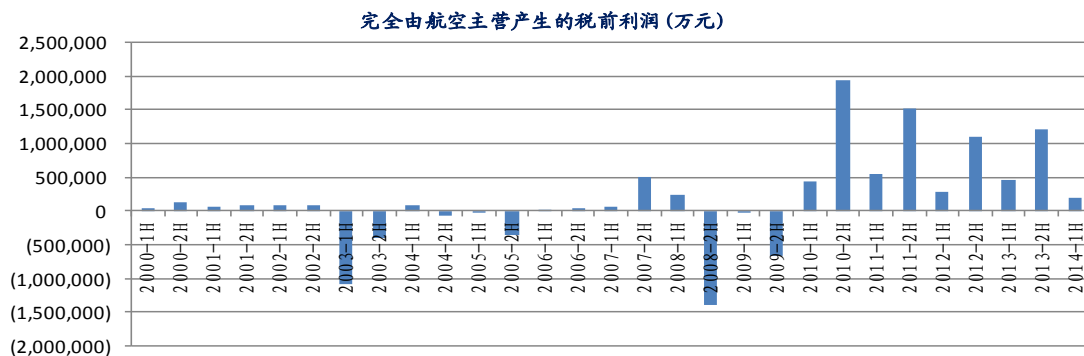
2014 年上半年，海南航空实现归营业收入 179.89 亿元，同比增长 13.13%；实现属于母公司股东的净利润 4.83 亿元，同比大幅下滑 25.35%，扣除非经常性损益后为 1.48 亿元，同比大幅下滑 69.78%，实现每股收益 0.4 元/股，同比 2013 年同期下 25.35%。

需要指出的是，1、海南航空在 2014 年上半年净利润同比大幅下滑的主要原因在于汇兑损益的大幅减少，2014 年上半年海南航空汇兑损失 3.37 亿元，而 2013 年同期则实现汇兑收益 3.30 亿元，两者相加减少利润总额 6.67 亿元；2、公司利润同比下滑第二个原因在于公允价值变动影响，由于投资性房地产因素影响，2014 年上半年公允价值变动为-2.72 亿元，去年同期为 0.58 亿元，两者相差约为 3.3 亿元。

2、完全由航空主营产生的税前利润同比下滑

按照一贯的分析思路，我们计算扣除“投资收益、汇兑损益影响、营业外收支、公允价值变动、资产减值损失”五大项目后的纯粹由于航空主营产生的税前利润，2014 年上半年海南航空纯粹由于航空主营产生的税前利润约为 1.96 亿元，同比去年同期的 4.69 亿元大幅下滑。

图 1：海南航空完全由航空主营产生的税前利润发展趋势



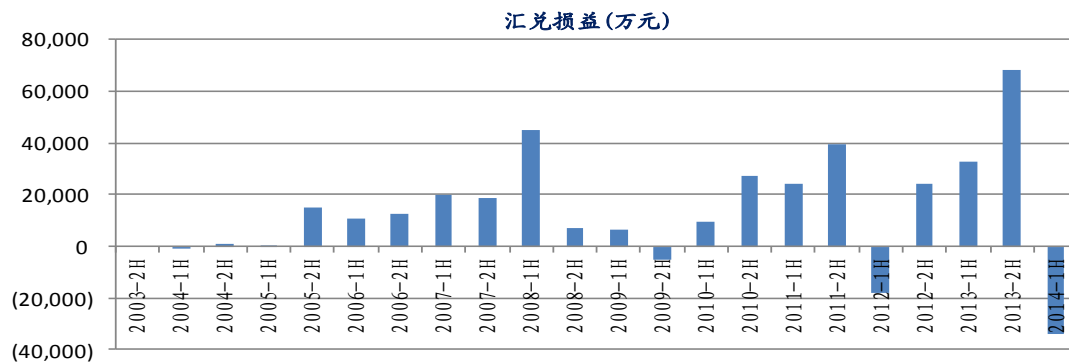
资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

在 2014 年上半年，公司实现净利润大幅下滑的主要原因为汇兑损失的影响，由于人民币对美元的贬值，2014 年上半年获得汇兑损失为 3.37 亿元，去年同期为汇兑收益 3.30 亿元，两者相差超 6.67 亿元。

2014 年上半年，公司实现净利润大幅下滑的另一个原因为公允价值变动的影响，由于投资性房地产因素影响，2014 年上半年公允价值变动为-2.72 亿元，去年同期为 0.58 亿元，两者相差约为 3.3 亿元。

2014 年上半年，对公司利润变化形成正贡献的主要因素为航线补贴和其它财政补贴导致的营业外收入大幅增加，今年上半年营业外收入为 4.53 亿元，去年同期为 1.44 亿元，营业外收入项对公司利润总额正向影响 3.09 亿元。

图 2: 海南航空半年度汇兑损益发展趋势



资料来源: 中国银河证券研究部、公司定期报告

3、毛利率水平小幅下滑

除汇兑损益和公允价值变动对 2014 年上半年公司利润下滑产生影响之外,公司 2014 年上半年毛利率有所下滑也成为利润下滑的主要因素, 2014 年上半年公司毛利率水平为 19.16%, 同比 2013 年上半年的 19.30%有所下滑。

图 3: 海南航空半年度毛利率水平发展趋势



资料来源: 中国银河证券研究部、公司定期报告

4、盈利预测与投资评级

中长期而言,我们认为航空的周期依然缓慢向下,主要逻辑在于:一、航空业供给并未有明显的、行业性的、主动型的收缩,因此行业供给增速未来依然较快;二、经济增速的下移导致航空的需求增速下移;三、2014 年以及未来,人民币兑美元升值的趋势逆转的局面可能会持续,从而对航空业业绩造成负面的冲击。

短期而言,我们认为航空股在 3 季度旺季存在阶段性投资机会,主要逻辑在于:1、目前股价和估值水平基本上已经反映了行业景气持续下滑的预期;2、旺季供不应求特征使得票价下滑幅度将收窄,航空业季节性特征非常明显,3 季度为每一年最旺季节,虽然目前整体行业景气呈下滑趋势,但 3 季度旺季特征将依然明显,预计今年的 3 季度航空业依然存在旺季特征,

票价维持在相对高位，从而使得3季度航空票价的同比下滑幅度明显收窄，甚至出现票价同比持平可能。

我们调整公司2014年至2015年的盈利预测至0.16元/股、0.14元/股，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李军，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

中国国航（601111.SH）、东方航空（600115.SH）、南方航空（600029.SH）、海南航空（600221.SH）、上海机场（600009.SH）、白云机场（600004.SH）、外运发展（600270.SH）、农产品（000061.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn