

国航澄清洽购东航传闻，国泰公告深藏玄机

评级： **买入-B**

上次评级：

目标价格： **35.00 元**

期限： 3 个月 上次预测：

现价： 27.69 元

报告日期： **2007-09-25**
事件：

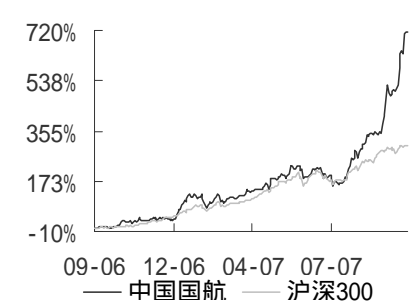
- 国航发布澄清公告称，公司并未参与收购东航事宜，但大股东中航集团确与国泰航空筹划购买东航股份，不过中航集团已确认该事项在未来三个月内将不会有推进
- 作为国航战略联盟的国泰航空今日发布公告称：公司9月21日停牌的原因，确实是拟与中航集团共同向东航发出收购要约，以期取代东航此前与新航和淡马锡达成的股权合作协议。但国泰航空确认，该建议中的交易目前将不会继续。

报告摘要：

- 国航对东航的并购意图明显。**作为三大航空集团中率先完成重组和唯一实现连续盈利的航空公司，中航集团从未掩饰过其领衔国内航空业新一轮重组的决心。目前国航在北京市场的占有率超过 40%，但是在国内最重要的另一个航空市场——上海则一直表现欠佳。通过并购东航或上航，迅速占领上海市场，巩固和扩大其国内航空业“领头羊”的地位，是中航集团/国航最重要的战略构想之一。事实上，自 4 月以来，中航集团就连续购入东航 H 股，目前已持有东航 11% 的 H 股，稳居东航 H 股最大流通股东。考虑到中航集团作为国航母公司的特殊地位，中航集团连续购入东航显然并非为二级市场牟利。而更可能是为进一步收购或参股东航奠定基础。与 25 天前“全盘否认”与南航的重组传闻明显不同，从澄清公告透露的信息看，中航集团确实存在收购或参股东航的意向。
- 国航国泰取消并购东航要约另有原因。**不考虑政治等其他因素，假设如传闻所述，中航集团（国航）和国泰以明显高于新航的价格向东航提出收购要约，东航应没有理由拒绝；而且我们相信，国航和国泰组成的“本土化”收购团更容易获得国家相关部门的青睐。但中航集团和国泰之所以暂停或取消该收购要约，我们推测可能是由于三个原因造成：一是东航的强烈抵制。根据我们了解的信息，由于种种原因，东航对国航频频伸出的“橄榄枝”，一直予以强烈抵制。二是双方未就收购价格达成一致。由于包括东航在内的航空股价持续攀升，对国内航空公司的收购代价明显上升，不排除双方尤其是国泰不认可较高收购价格的可能性。三是有关部门出于政治因素的“劝阻”。由于东航此前与新航已达成初步意向，如果支持国航和国泰，有关部门可能担心在政治上陷于被动。
- 国航领衔国内航空业新一轮重组的进程并未终止，维持“买入-B”评级。**尽管中航集团与国泰联手收购东航事宜暂告中止，但我们判断国航并不会因此而中止其领衔国内航空业新一轮重组的进程。首先，“东星联盟”最终达成需经东航 A、H 股流通股股东分类表决通过，东航与新航能否成功携手尚存变数；其次，此次澄清公告并未排除中航集团/国航单独谋求参股或并购东航的可能性；最后，即使是国航未能成功并购东航，但考虑到国航重组国内航空业的决心，我们相信包括上航在内的其他中等航空公司仍会成为国航下一个并购的重点。

市场数据

总市值(百万元)	339,240.22
流通市值(百万元)	35,692.41
总股本(百万股)	12,251.36
流通股本(百万股)	1,289.00
12 个月最高/最低	3.27/30.00 元
十大流通股东(%)	81.11%
股东户数	224,394

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	73.34	143.43	411.68
绝对收益	79.02	185.63	713.45

研究员
邓红梅

021-68801201

首席行业分析师

denghm@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	40,081.2	47,005.8	54,777.6	65,725.6	73,342.1
Growth(%)	15.0%	17.3%	16.5%	20.0%	11.6%
净利润	1,709.3	3,191.4	3,864.7	7,885.3	8,570.4
Growth(%)	-33.3%	86.7%	21.1%	104.0%	8.7%
主营利润率(%)	17.7%	14.7%	14.2%	19.3%	22.9%
净利润率(%)	4.3%	6.8%	7.1%	12.0%	11.7%
每股收益(元)	0.14	0.26	0.32	0.64	0.70
每股净资产(元)	1.62	2.55	2.84	3.43	4.08
市盈率	166.29	89.06	73.55	36.05	33.16
市净率	14.33	9.10	8.17	6.76	5.69
净资产收益率(%)	10.9%	13.9%	7.6%	13.8%	16.7%
投资回报率(%)	7.1%	11.0%	5.5%	10.3%	13.0%
EV/EBITDA	32.00	29.65	34.66	22.03	16.95
股息收益率	0.00%	0.08%	0.11%	0.22%	0.24%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2007-09-18

财务报表(百万元)						财务指标					
	2005	2006	2007F	2008F	2009F		2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	40,081.2	47,005.8	54,777.6	65,725.6	73,342.1	销售利润率					
减:主营业务成本	32,014.9	38,969.3	45,727.9	51,504.9	54,797.0	主营业务利润率	17.7%	14.7%	14.2%	19.3%	22.9%
减:营业税金	971.4	1,113.8	1,287.3	1,544.6	1,723.5	EBITDA Margin	18.5%	21.7%	16.1%	21.4%	24.7%
主营业务利润	7,095.0	6,922.7	7,762.4	12,676.2	16,821.6	EBIT Margin	8.2%	12.1%	6.3%	11.4%	14.6%
加:其他业务利润	222.0	325.1	300.0	300.0	300.0	NOPLAT Margin	6.2%	10.4%	5.4%	9.7%	12.4%
减:营业费用	2,232.5	2,624.4	3,012.8	3,614.9	4,033.8	净利润率	4.3%	6.8%	7.1%	12.0%	11.7%
减:管理费用	1,853.2	2,182.5	2,465.0	2,957.7	3,300.4	投资资本效率					
减:财务费用	840.0	913.6	-1,226.2	-1,985.0	501.6	固定资产周转率	0.86	0.92	0.95	1.00	1.00
营业利润	2,391.3	1,527.3	3,810.8	8,388.6	9,285.7	流动资产周转率	-7.81	-11.88	-13.64	-16.60	-20.19
加:投资收益	69.5	3,229.8	880.0	1,100.0	900.0	流动资金周转率	3.55	4.82	5.05	5.83	5.64
加:非经常性损益	97.7	108.3	150.0	200.0	250.0	应收帐款周转率	14.74	14.93	15.50	15.58	15.07
利润总额	2,558.6	4,865.4	4,840.8	9,688.6	10,435.7	存货周转率	40.60	40.10	40.09	40.40	39.07
减:所得税	642.4	689.6	726.1	1,453.3	1,565.4	总资产周转率	0.59	0.60	0.60	0.63	0.62
净利润	1,709.3	3,191.4	3,864.7	7,885.3	8,570.4	投资资本周转率	1.14	1.06	1.03	1.06	1.05
资产负债表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F	投资回报率					
货币资金	2,744.2	5,517.8	3,286.7	3,943.5	4,400.5	ROE	10.9%	13.9%	7.6%	13.8%	16.7%
应收帐款	3,063.4	3,233.1	3,834.4	4,600.8	5,133.9	ROA	3.6%	5.6%	3.1%	5.7%	7.4%
应收票据	-	-	-	-	-	ROIC(税前)	9.4%	12.8%	6.5%	12.1%	15.3%
存货	1,090.7	1,254.0	1,479.0	1,774.6	1,980.2	ROIC(税后)	7.1%	11.0%	5.5%	10.3%	13.0%
其他流动资产	1,128.7	1,453.5	1,643.3	1,971.8	2,200.3	增长率					
固定资产净额	47,925.6	54,608.5	60,757.2	70,865.9	76,437.4	主营收入增长率	15.0%	17.3%	16.5%	20.0%	11.6%
在建工程	9,368.6	9,457.0	11,503.3	13,802.4	15,401.8	主营利润增长率	-11.0%	-2.4%	16.5%	63.3%	32.7%
其他固定资产	-	-	-	-	-	EBITDA 增长率	-12.8%	37.5%	-13.5%	58.9%	29.2%
其他资产	3,740.9	11,593.5	13,146.6	15,774.2	17,602.1	EBIT 增长率	-33.0%	71.8%	-38.9%	116.6%	42.4%
资产总额	69,062.0	87,117.4	95,650.5	112,733.1	123,156.3	NOPLAT 增长率	-43.1%	96.9%	-39.5%	116.6%	42.4%
短期债务	12,610.9	13,824.7	16,433.3	19,717.7	22,002.6	净利润增长率	-33.3%	86.7%	21.1%	104.0%	8.7%
应付帐款	5,003.4	5,582.4	5,944.6	6,180.6	6,027.7	投资资本增长率	23.5%	28.8%	13.8%	18.2%	9.0%
应付票据	327.9	690.5	685.9	772.6	822.0	财务杠杆					
其他流动负债	6,293.1	6,462.9	7,668.9	9,201.6	10,267.9	资产负债率	67.3%	59.9%	59.5%	58.9%	55.7%
长期负债合计	22,214.8	25,639.3	26,194.7	30,533.1	29,523.8	负债权益比	234.1%	167.1%	163.6%	157.9%	137.5%
其他债务	-	-	-	-	-	净负债权益比	101.1%	59.4%	66.7%	65.5%	53.1%
负债总额	46,450.2	52,199.8	56,927.4	66,405.5	68,644.0	流动比率	0.33	0.43	0.33	0.34	0.35
少数股东权益	2,771.8	3,677.6	3,927.6	4,277.6	4,577.6	速动比率	0.29	0.38	0.29	0.29	0.30
股本	9,433.2	12,251.4	12,251.4	12,251.4	12,251.4	分红指标	2005	2006	2007F	2008F	2009F
留存收益	10,406.8	18,988.6	22,544.1	29,798.6	37,683.3	DPS(元)	0.00	0.02	0.03	0.05	0.06
股东权益	19,840.0	31,240.0	34,795.5	42,050.0	49,934.7	分红比率	0.0%	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%
负债与股东权益	69,062.0	87,117.4	95,650.5	112,733.1	123,156.3	股息收益率	0.00%	0.08%	0.11%	0.22%	0.24%
现金流量表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F	业绩和估值指标	2005	2006	2007F	2008F	2009F
EBIT	3,300.9	5,670.7	3,464.7	7,503.6	10,687.3	EBITDA	7,428.4	10,213.1	8,832.9	14,036.7	18,131.6
减:EBIT的税赋	828.7	803.8	519.7	1,125.5	1,603.1	EBIT	3,300.9	5,670.7	3,464.7	7,503.6	10,687.3
NOPLAT	2,472.2	4,866.9	2,945.0	6,378.1	9,084.2	NOPLAT	2,472.2	4,866.9	2,945.0	6,378.1	9,084.2
加:折旧	4,127.5	4,542.4	5,368.2	6,533.1	7,444.2	净利润	1,709.3	3,191.4	3,864.7	7,885.3	8,570.4
减:营运资本变动	2,386.4	(37.9)	(81.2)	191.9	461.5	EPS(元)	0.14	0.26	0.32	0.64	0.70
经营活动现金流	4,213.3	9,447.2	8,394.4	12,719.3	16,067.0	BVPS(元)	1.62	2.55	2.84	3.43	4.08
资本支出	(6,960.8)	(11,225.3)	(11,516.9)	(16,641.8)	(13,015.7)	PE(X)	166.29	89.06	73.55	36.05	33.16
其他净资产变动	(2,152.9)	(4,496.3)	(794.6)	-	-	PB(X)	14.33	9.10	8.17	6.76	5.69
投资活动现金流	(9,113.7)	(15,721.7)	(12,311.5)	(16,641.8)	(13,015.7)	CAGR	66.5%	39.0%	35.5%		
营运自由现金流	(4,900.4)	(6,274.4)	(3,917.1)	(3,922.6)	3,051.3	PEG	2.50	2.28	2.07		
税后财务费用	(629.1)	(784.1)	1,042.2	1,687.2	(426.4)	EV/EBITDA	32.00	29.65	34.66	22.03	16.95
付息债务变动	1,900.9	1,282.0	2,405.4	4,995.3	(552.3)	EV/EBIT	72.01	53.40	88.36	41.20	28.76
股东权益变动	2,826.3	11,400.0	3,555.5	7,254.5	7,884.7	EV/NOPLAT	96.15	62.22	103.95	48.48	33.83
红利	-	(224.8)	(309.2)	(630.8)	(685.6)	EV/IC	6.14	6.08	5.40	4.61	4.21
少数股东权益变动	206.9	984.4	250.0	350.0	300.0	ROIC/WACC	1.07	1.70	0.80	1.52	1.84
融资活动现金流	(3,474.0)	15,015.6	4,246.6	13,656.1	6,520.4	REP	5.74	3.56	6.74	3.03	2.29

资料来源:安信证券研究所 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业高级分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。在 2006 “新财富”最佳分析师评选中获港口公路水运业第四名，航空机场业入围。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68801217	zhangqin@essences.com.cn	021-68801229	ligr@essences.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66578818-251	lixin@essences.com.cn	010-66578818-249	mazn@essences.com.cn
潘琳	深圳联系人	李瑾	深圳联系人
0755-23982944	panlin@essences.com.cn	0755-23982931	lijin@essences.com.cn
何诗钊	深圳联系人	梁涛	深圳联系人
0755-23982979	hesz2@essences.com.cn	021-68801216	liangtao@essences.com.cn

安信证券研究所

上海
上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
邮编：200120
电话：021-68801200

北京
北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层
邮编：100032
电话：010-66578819

深圳
深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层
邮编：518026
电话：0755-82825555