

航空运输Ⅲ



夏福陆

交通运输研究员

021-38565942

xiafl@xyzq.com.cn

中国国航（601111）

风雨后再现王者风范

——2008 年报点评

中性（维持）

市场数据

报告日期	2009-4-20
收盘价(元)	7.29
52周最高/最低(元)	16.31/3.35
总股本(百万股)	12251.36
流通股本(百万股)	6044.68
总市值(百万元)	89312.43
流通市值(百万元)	44065.74
每股净资产(元)	1.69

股价走势



相关报告

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	52970	50893	54570	56010
同比增长(%)	7.0%	-3.9%	7.2%	2.6%
净利润(百万元)	-9149	2267	3189	3630
同比增长(%)	-347.4%	-75.2%	40.7%	13.8%
毛利率(%)	8.2%	21.4%	22.7%	22.2%
净利率(%)	-17.3%	4.5%	5.8%	6.5%
每股收益(元)	-0.75	0.19	0.26	0.30
每股经营现金流(元)	0.58	-0.65	1.37	1.22

投资要点

事件:

2008 年公司实现营业收入 529.70 亿元, 同比增长 7.03 %。其中主营业务收入 518.97 亿元, 其他业务收入 10.73 亿元, 分别同比增长 6.40%、5.02%。实现净利润-91.49 亿元, 比上年同期下降明显。公司 2008 年实现每股收益-0.75 元, 出现了大面积亏损。

点评:

我们认为, 中国国航 08 年业绩出现大幅下滑, EPS 符合我们预期的-0.75 元。08 年亏损主要是包括燃油等成本的大幅攀升以及燃油套保产生的巨额浮亏所致。具体分析如下:

- **受金融危机影响, 经营数据下滑明显。**2008 年, 公司完成运输飞行 82.93 万小时, 同比增长 1.4%; 实现运输总周转量 97.87 亿吨公里, 同比下降 3.8%; 运送旅客 3613.64 万人次, 运输货邮 98.01 万吨, 同比分别下降 3.0%和 11.2%, 其中国际和地区航线减幅更大; 飞行日利用率 9.48 小时, 客座率为 74.88%, 同比减少 0.45 小时及 3.59 个百分点; 货邮运载率 56.81%, 同比增加 0.38 个百分点。
- **营收增长主要来自国货航报表合并。**2008 年公司实现营业收入 529.70 亿元, 同比增长 7.03 %。其中主营业务收入为 518.97 亿元, 其他业务收入为 10.73 亿元, 分别同比增长 6.40%、5.02%。主营业务同比增长主要是因本公司收购国货航 25%股权, 对其报表进行合并, 若将上年同期数据予以调整, 则主营业务收入同比减少 0.71%。

- **燃油价格上涨、财务费用攀升等导致营业成本上升明显。**公司各项成本费用（包括营业成本、营业税金及附加、销售费用、管理费用）合计 545.48 亿元，同比增加 85.23 亿元，增长 18.52%，如果 2007 年合并范围增加国货航，则各项成本费用同比增加 44.96 亿元，增长 8.98%，其中主要是因为燃油成本增加 45.19 亿元。

公司 08 年财务费用为 3.76 亿元，同比增加 4.28 亿元，主要是 2008 年人民币升值较上年趋缓，使本期汇兑净收益减少 5.78 亿元。

公司 08 年资产减值损失为 2.59 亿元，按还原国货航口径同比减少 22.26%，虽然期内对部分待售飞机及中航兴业有关的商誉计提了减值准备，但仍小于上年计提的减值准备。

公允价值变动损失为 77.07 亿元，其中油料套期公允价值损失 74.72 亿元，利率掉期公允价值损失 2.49 亿元，汇率套期公允价值收益 0.14 亿元。投资损失 11.52 亿元，主要是因为联营公司——国泰航空亏损而确认的投资损失 11.88 亿元，另油料套期已实现交割损失 4.48 亿元。

- **公司 2009 年一季度曙光初显，预计全年将扭亏为盈。**中国国航国内 RPK 从去年 10 月份开始反弹，1 月、2 月、3 月同比增长分别达到了 22.4%、18.5%、16%。国际航线 RPK 虽然是下滑的，但国航国际业务近 5 个月来呈现的是个位数的下滑，且国际航线维持了较高的客座率。

公司 2009 年 1-3 月利润总额较上年同期减少 1.48 亿元，降低 13.61%。**公司一季度实现每股收益 0.08 元，业绩较去年四季度出现明显改善。**其中，营业收入同比减少 15.08 亿元，汇兑收益同比减少 7.41 亿元，营业外收入因民航建设基金返还和减免 6.55 亿元而增加。燃油套期公允价值变动损失转回 9.89 亿元，实际支付 9.48 亿元，同时航油成本同比减少 16.52 亿元。

- **维持评级：中性。**预计中国国航 2009-2011 年 EPS 分别为 0.19 元、0.26 元和 0.30 元，当前动态 PE 估值分别为 39.40 倍、28.00 倍和 24.60 倍，PB 估值为 4.0 倍。由于近期股价涨幅较大，已经包含了票价上涨、业绩改善等各种利好预期。我们继续维持“中性”评级。

表、中国国航分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	13009	13916	13294	11244	-15.4%	49490	52970	7.0%	客运量增加所致
营业成本	11995	13324	12149	9394	-22.7%	40308	48607	20.6%	燃油成本上升
毛利	1014	592	1145	1849	61.4%	9182	4363	-52.5%	成本增长幅度大于收入的增长
销售费用	810	762	909	813	-10.6%	3200	3282	2.6%	
管理费用	429	357	544	285	-47.6%	1312	1574	20.0%	
财务费用	-536	303	1069	259	-75.8%	-53	376	-814.0%	
资产减值	-1	10	250	0	-100.0%	53	259	390.1%	
公允价值	66	-1064	-6728	992	-114.7%	134	-7707	#####	
投资收益	250	-97	-1669	-957	-42.7%	1236	-1152	-193.2%	燃油套保产生巨额浮亏
营业利润	319	-2339	-1014	256	-102.5%	4835	-11071	-329.0%	
			7						
利润总额	339	-2270	-1000	939	-109.4%	5045	-10852	-315.1%	
			8						
净利润	242	-1940	-8492	981	-111.6%	3699	-9149	-347.4%	
EPS	0.020	-0.15	-0.69	0.080	-111.6%	0.302	-0.747	-347.4%	
		8	3						
销售费用率	6.2%	5.5%	6.8%	7.2%	0.4%	6.5%	6.2%	-0.3%	
管理费用率	3.3%	2.6%	4.1%	2.5%	-1.6%	2.7%	3.0%	0.3%	
财务费用率	-4.1%	2.2%	8.0%	2.3%	-5.7%	-0.1%	0.7%	0.8%	
所得税率	39.6%	12.4%	15.3%	6.3%	-9.0%	28.9%	14.7%	-14.2%	
毛利率	7.8%	4.3%	8.6%	16.4%	7.8%	18.6%	8.2%	-10.3%	
净利润率	1.9%	-13.9%	-63.9%	8.7%	72.6%	7.5%	-17.3%	-24.7%	

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9226	5374	12520	26284
货币资金	4664	1000	7964	21562
交易性金融资产	253	0	0	0
应收账款	2074	2331	2392	2492
其他应收款	1111	1055	1137	1165
存货	813	713	743	770
非流动资产	89671	78679	73452	67794
可供出售金融资产	0	54	54	54
长期股权投资	7323	1632	1632	1632
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	66245	65783	62025	56750
在建工程	10887	5444	2722	1361
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2564	3564	4597	5620
资产总计	98898	84053	85971	94078
流动负债	42696	40088	33041	33541
短期借款	9380	16549	8363	8508
应付票据	1494	820	1009	993
应付账款	7793	6375	6737	6955
其他	24030	16344	16933	17085
非流动负债	35914	21129	26880	30746
长期借款	14110	15787	17295	18860
其他	21804	5343	9585	11887
负债合计	78610	61218	59922	64287
股本	12251	12251	12251	12251
资本公积	11677	11677	11677	11677
未分配利润	-4108	-1905	1254	4827
少数股东权益	514	512	525	533
股东权益合计	20288	22835	26050	29791
负债及权益合计	98898	84053	85971	94078

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	-9149	2267	3189	3630
折旧和摊销	6267	6199	6567	6744
资产减值准备	530	-410	19	-4
无形资产摊销	123	98	106	104
公允价值变动损失	-7707	80	80	80
财务费用	376	2569	2588	1982
投资损失	1152	-160	-200	-220
少数股东损益	-111	-1	12	9
营运资金的变动	10697	2167	967	-698
经营活动产生现金流量	-4110	-7904	16782	14905
投资活动产生现金流量	-10506	5088	-979	-893
融资活动产生现金流量	14200	-848	-8839	-414
现金净变动	-416	-3664	6964	13597
现金的期初余额	3787	4664	1000	7964
现金的期末余额	3371	1000	7964	21562

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	52970	50893	54570	56010
营业成本	48607	40020	42200	43600
营业税金及附加	1085	1108	1165	1204
销售费用	3282	3199	3414	3509
管理费用	1574	1458	1583	1618
财务费用	376	2569	2588	1982
资产减值损失	259	9	9	9
公允价值变动	-7707	80	80	80
投资收益	-1152	160	200	220
营业利润	-11071	2770	3892	4388
营业外收入	364	200	250	300
营业外支出	145	138	140	139
利润总额	-10852	2832	4002	4549
所得税	-1592	566	800	910
净利润	-9260	2266	3202	3639
少数股东损益	-111	-1	12	9
归属母公司净利润	-9149	2267	3189	3630
EPS (元)	-0.75	0.19	0.26	0.30

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.0%	-3.9%	7.2%	2.6%
营业利润增长率	-329.0	-75.0%	40.5%	12.7%
净利润增长率	-347.4	-75.2%	40.7%	13.8%
盈利能力(%)				
毛利率	8.2%	21.4%	22.7%	22.2%
净利率	-17.3%	4.5%	5.8%	6.5%
ROE	-46.3%	10.2%	12.5%	12.4%

偿债能力(%)

资产负债率	79.5%	72.8%	69.7%	68.3%
流动比率	0.22	0.13	0.38	0.78
速动比率	0.20	0.12	0.36	0.76

营运能力(次)

资产周转率	0.54	0.61	0.63	0.60
应收帐款周转率	21.34	22.90	23.11	22.94

每股资料 (元)

每股收益	-0.75	0.19	0.26	0.30
每股经营现金	0.58	-0.65	1.37	1.22
每股净资产	1.61	1.82	2.08	2.39

估值比率 (倍)

PE	-9.76	39.40	28.00	24.60
PB	4.52	4.00	3.50	3.05

