

中国国航：巨亏后渐复苏

——2008 年业绩说明会概要

中性

维持评级

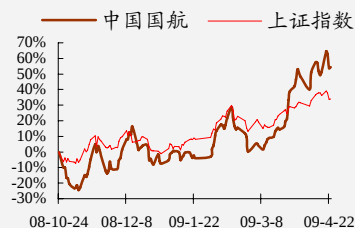
工业/航空运输

2009 年 4 月 24 日

投资要点：

- 2008 年巨亏，2009 年一季度实现盈利。2009 年一季度公司国内客运业务呈现两位数增长，但国际业务仍然低迷。
- 2009 年持续复苏预期。预期 2009 年需求持续增长；两岸直航提供新的商业契机，两岸市场可能是 2009 年一个新的增长点。公司北京及成都枢纽业务将出现恢复性增长。
- 2009 年面临的主要挑战。全行业新增运力投入及国际航线部分运力转向国内市场导致供需矛盾更突出。全球经济不确定性仍然存在。欧美高端旅客需求低迷，货运业务仍未复苏。油价及汇率也是持续存在的不确定性因素。
- 经过 2008 年巨额亏损之后，国航每股净资产值为 1.61 元，目前市净率达到 4 倍以上，国航 A/H 比值也达到 2 倍以上，估值偏高，维持中性评级。
- 但基于国内市场持续复苏及业绩好转的预期，后市仍可能存在交易性机会。

走势图



市场数据 2009-4-23

收盘价：	6.84 元
52 周最高价：	16.31 元
52 周最低价：	3.25 元
平均持仓成本：	6.78 元

基本数据 2008Q4

总股本（万股）：	1,225,136
流通 A 股（万股）：	784,568
每股收益（元）：	-0.77
每股净资产（元）：	1.61
每股经营现金流（元）：	0.58
市净率：	4.24

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	5,297,000	7	-914,908	-347.37	-0.77			
2009E	5,032,000	-5	282,000		0.23			
2010E								
2011E								

分析师：许祥

TEL: (8621)6336 7000-260

FAX: (8621)6337 3209

Email: steve_zhou@sohu.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

在 2008 年报及 2009 年一季报业绩说明会上，国航经营管理层与投资者交流内容整理如下：

2008 年概况：

在受到雪灾、地震、奥运安保、全球经济下行、油价巨幅波动等影响，公司 08 年形成了巨额的亏损。公司营业收入增长 7%，营业成本增长 20%，归属于母公司的净利润-91.5 亿元，每股收益-0.77 元。公司航油套保等金融工具形成的浮动亏损达到 77 亿元，对国泰航空、澳门航空等投资收益亏损 11.5 亿元。

从业务层面看，2008 年公司收入规模基本稳定，定位高端路线的两舱收入同比还略有增长，全年平均客座率高于南航及东航，特别是国际航线客座率高出南航及东航近个百分点，显示公司国际航线的领先竞争力。2008 年公司经营现金流净额 62 亿元，负债率、偿债率较同业也具有一定优势。

2009 年一季度概况：

公司一季度营业收入下降 11.8%，成本下降 8%，营业利润 2.56 亿元，民航建设基金返还等营业外收入 6.8 亿元，归属母公司股东的净利润 9.8 亿元，每股收益 0.08 元。

一季度公司国内客运业务呈现两位数增长，运力投放也有所增长，客座率略有下降。国际业务仍然下滑，3 月份国际客运降幅收窄但货运依然没有改观。从成本方面看，由于航油成本显著下降，公司航空业务的利润贡献有 1.6 亿元。

据悉，4 月上旬公司国内客运复苏态势延续，较 3 月仍有微幅上升，国际业务降幅有所收窄。

主要交流问题：

1、关于 2009 年复苏预期：

有利因素：

一季度客运量的增长显示国内需求复苏，预期 2009 年需求持续增长。

两岸直航提供新的商业契机，2009 年 7 月以后两岸定期包机将转变成定期航班安排，因此两岸市场可能是 2009 年一个新的增长点。

基于 2008 年北京奥运安保及四川地震导致的业务低谷，2009 年预期公司北京及成都枢纽业务将出现恢复性增长，目前公司在北京市场的航班量份额达到 45.5% 占有率，在成都市场的份额接近 30%。

不利因素：

全球经济不确定性仍然存在。

全行业新增运力投入及国际航线部分运力转向国内市场导致供需矛盾更突出。

欧美高端旅客需求低迷，一季度公司两舱座率同比明显下滑。

货运业务仍未复苏。

不确定性因素：

油价波动对燃油成本及燃油套保的影响。

汇率

2、收购东星航空进展：

国航母公司中航集团曾受当地政府邀请意向收购东星航空遭拒绝后，东星航空进入破产程序，目前处于破产清算阶段。国航相应成立国航湖北公司，准备以后接收东航破产清算后的航空资产及市场、人员。

国航因国际业务近五成，未来几年将会补充国内市场，在国内干线上增加力度。武汉作为西部开发的通道及中部崛起的重点城市，其航空发展前景看好。前期东航在武汉亏损严重，公司认为是由于武汉航空市场原定位于低端市场，而武汉中高端商务客市场存在潜力有待开发。

3、关于后续政策扶持：

2008 年底民航出台十项措施稳定和扶持民航业，目前措施已在落实中，如民航建设基金从 2008 年 7 月起先征后返，公司一季度获基金返还 6.5 亿元，该政策执行时限 2009 年 7 月为止，目前航空公司正在争取该政策延续。针对燃油附加费免征营业税，由于目前油价下降后，燃油费逐步取消，该政策影响没有体现。另外，国际航线 5 大机场加油实行增值税返还在推动中；飞机航材进口关税增值税将下调；国航申请注资，也在进行中。

4、关于票价折扣计算方法变动：

这次变动仍在原有的机票基准价及上下浮动区间内，没有超出政策规定的范畴，属于企业行为。目前的折扣方法是由原经济仓全价折扣变为直接票价折扣（即基准价打折后加上浮价）。

5、关于航油套保：

航油套保合约最后期限为 2011 年，期间随着实际交割的实现，以后每月合约量会逐步减少，期间随着油价的变动，公允价值也会有变动。一季度公司套保损失转回冲减实际损失后，转回收益 4000 余万元。

投资评价：

经过 2008 年巨额亏损之后，国航每股净资产值为 1.61 元，目前市净率达到 4 倍以上，国航 A/H 比值也达到 2 倍以上，估值仍然偏高，维持中性评级。

但基于国内市场持续复苏及业绩好转的预期，后市仍可能存在交易性机会。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209