

交通行业小组
(联系人: 姚俊)
0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn

2009年8月18日

中国国航(601111.SH)/7.31元

资本运作稳步推进为整合带来想象空间

交通运输·航空机场

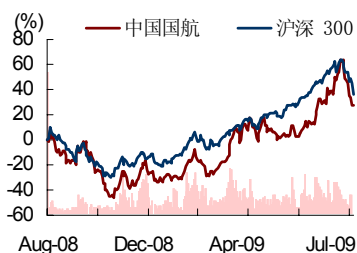
强烈推荐A(维持)

基础数据

上证综指	2871
总股本(万股)	1225136
已上市流通股(万股)	163900
总市值(亿元)	962
流通市值(亿元)	129
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	-44.4
资产负债率	78.8%
主要股东	中国航空集团公司
主要股东持股比例	40.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	38	13
相对表现	9	6	-15



相关报告

- 1、《航空机场行业月报》系列
- 2、《主动性过剩：交通行业专题报告之二》2009/1/12
- 3、《景气复苏预期加强，把握盈利拐点的投资机会——航空机场行业2009年二季度投资策略》2009/4/3
- 4、《盈利改善预期不变，逐步偏向相对防御——航空机场行业2009年中期投资策略》2009/6/15
- 5、《中国国航：多重因素导致巨亏，季报已显盈利拐点》2009/4/17
- 6、《旺季来临，业务量继续向好——2009年6月月报》2009/6/30
- 7、《中国国航：旺季超预期和套保转回，多因素促进盈利改善》2009/7/27

今日公司公告收购中信泰富持有的国泰航空股权，我们认为本次收购是国航“超级承运人”战略目标下的资本运作，通过增持使得国航与国泰航空建立更紧密的合作，发挥协同效应，提升国际竞争力和品牌价值，同时为未来行业整合留下想象空间，维持强烈推荐的投资评级。

- **公司公告：**8月17日与中信泰富签订股份购买协议，每股价格为12.88港元，总额为63.35亿港元，资金来源为公司自有现金及向国内商业银行申请贷款。交易完成后公司在国泰航空的持股比例合计增至约30%，成为国泰航空的第二大股东，与太古42%左右的控股比例相去不远。
- **资本运作稳步推进为行业整合带来想象空间。**我们认为本次收购对国航偏利好，“超级承运人”一直是国航的战略目标，通过增持使得国航与国泰航空能构建更紧密的合作关系，实现进一步的合作以及更大的协同效应提供了平台；收购一家国际化的大航空公司对国航的国际竞争力和品牌价值将有所促进；国泰航空今年扭亏为盈基本确定，中报实现净利8亿港元，尽管本次增持对今年投资收益影响较小，但同比去年投资收益改善空间大大增加。
- **公司经营性EPS对油价的敏感性大于客座率和单价的敏感性。**我们测算了国航经营性EPS与客座率、单价和油价的敏感性，发现油价的敏感性要大于客座率和单价的敏感性。如果这三项指标在相对谨慎和合理的区间，公司经营性EPS将达0.20元至0.40元，如果景气更乐观，则经营EPS将上升至0.50元至0.60元左右。
- **维持强烈推荐评级。**近期随着市场估值重心的大幅下调，公司股价也重挫，我们认为公司基本面向好的趋势没有变化。国内客运需求的强劲增长、航油成本的相对低位、燃油套保的大量转回和投资收益的大幅提升将构成公司盈利超预期的四个坚实基础，而公司未来机队扩张规模合理。股价催化因素有票价回升超预期，国际航线恢复预期，航油调整、行业整合等。
- **风险提示：**市场估值下调、突发性事件致需求下降、航油价格快速上涨等。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	49739	52970	51207	57739	63047
同比增长	15%	6%	-3%	13%	9%
营业利润(百万元)	4993		4924	4271	4763
同比增长	18%	-322%	-144%	-13%	12%
净利润(百万元)	3881	-9149	5145	3805	3970
同比增长	30%	-336%	-156%	-26%	4%
每股收益(元)	0.32	-0.75	0.42	0.31	0.32
PE	23.1	-9.8	17.4	23.5	22.6
PB	2.9	4.5	4.2	4.1	3.9

资料来源：招商证券

一、事件公告

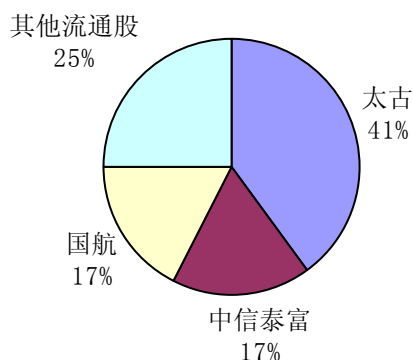
公司公告于 2009 年 8 月 17 日与中信泰富有限公司签订股份购买协议，本公司同意购买中信泰富持有的国泰航空有限公司合计 49.2 亿股，每股价格为 12.88 港元。根据董事会的前述批准，同日，公司与中信泰富签订股份购买协议，公司应支付购买价款合计约 63.35 亿港元。本次交易完成后，公司在国泰航空的持股数合计将增至 11.8 亿股，持股比例合计将增至约 29.99%，成为国泰航空的第二大股东。

二、国泰航空简介

国泰航空是一家在香港注册成立并且以香港为基地的国际航空公司，自 1986 年 5 月 15 日起在香港联交所主板上市，其主要业务为提供航空客货运服务及其他航空相关服务。

目前，国泰航空的主要股东及持股比例如下：太古股份有限公司持股约 39.97%，中信泰富持股约 17.49%，本公司持股约 17.49%。

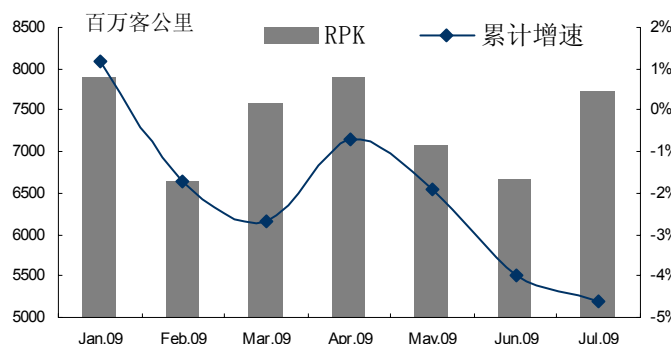
图1：目前国泰航空的股权结构



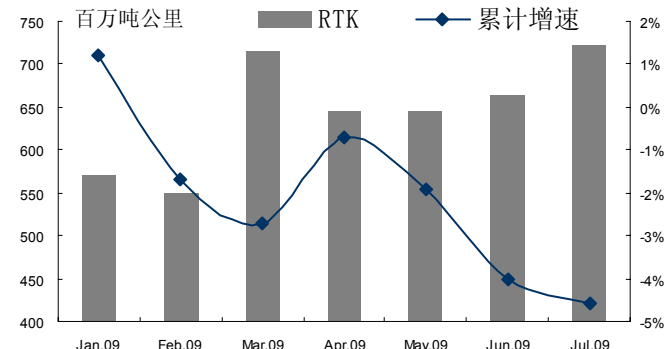
数据来源：公司数据、招商证券

国泰航空去年营业收入约为 866 亿港元，08 年亏损约为 85.58 亿港元。国泰航空公司的经营困境主要有两个：一是，国泰航空的航线均为国际航线，其业绩对全球经济的下滑十分敏感；二是国泰航空公司 08 年燃油套保公允价值损失达 63.6 亿港元。

今年以来，国泰航空的营运情况较为平稳（图 2 至图 3），燃油套保公允价值的损失也会随着油价攀升而大量转回。今年中报实现净利润 8.12 亿港元（每股盈利 0.21 港元），扭转亏损局面，去年同期亏损 7.6 亿港元。

图2：今年以来国泰航空RPK回升


资料来源：公司公告、招商证券

图3：今年以来国泰航空RTK保持平稳


资料来源：公司公告、招商证券

三、资本运作稳步推进为整合带来想象空间

此次收购中信泰富持有的国泰股权已在市场预期中，本次收购的价格为每股 12.88 港元，而国泰航空 09 年 8 月 17 日前 5 个交易日的平均收市价为每股 11.52 港元，公司此次收购溢价约为 12%。公司此次收购的资金来源为自有现金及向国内商业银行申请贷款。

我们认为本次收购对国航偏利好，“超级承运人”一直是国航的战略目标，通过增持国泰航空的股份，国航将有权提名额外 2 名非执行董事加入国泰航空的董事会，从而使国航在国泰航空董事会中派驻的董事席位达到 4 名，这将使得国航与国泰航空能构建更紧密的合作关系，实现进一步的合作以及更大的协同效应提供了平台。

收购完成后国航的股权上升至约 30%，与太古 42% 左右的控股比例相去不远，为未来进一步的整合留下想象空间，而且收购一家国际化的大航空公司对国航的国际竞争力和品牌价值将有所促进。

同时，国泰航空今年扭亏为盈的趋势基本确定，尽管本次增持对今年投资收益影响相对较小，但同比去年，国航的投资收益改善的空间大大增加。

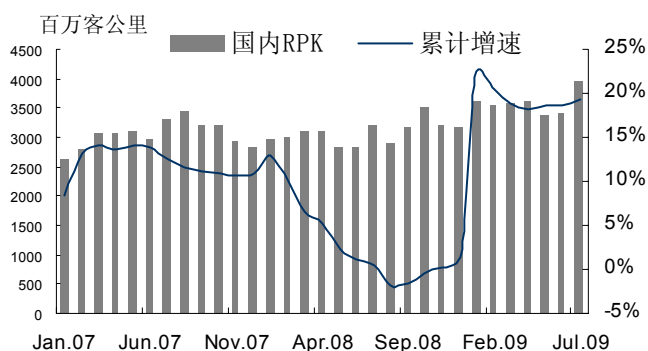
四、维持强烈推荐评级

近期随着市场估值重心的大幅下调，公司股价也重挫，我们认为公司基本面向好的趋势没有变化（图 4 至图 8），我们对“航空两个阶段的投资逻辑”的判断不改。

我们还测算了国航经营性 EPS，即营业收入减营业成本等项（不包括财务费用、公允价值、投资收益和营业外收入支出）除以总股本，与客座率、单价和油价的敏感性（表 1 和表 2），发现油价的敏感性要大于客座率和单价的敏感性。

测算显示如果三项指标在相对谨慎和合理区间，即客座率保持 74% 至 76%，油价在 5000 元左右，而单价（每收入客公里收益，即客运收入/RPK，07 年和 08 年国航单价为 0.671 元和 0.675 元）在 0.67 元左右的区间，国航经营性 EPS 将达 0.20 元至 0.40 元，如果景气更乐观，则经营 EPS 将上升至 0.50 元至 0.60 元左右。

图4: 国内RPK强劲反弹保持高速增长



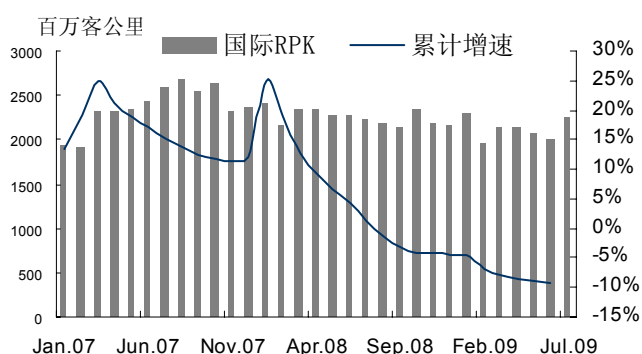
资料来源: 公司数据、招商证券

图5: 国内客运量强劲反弹保持高速增长



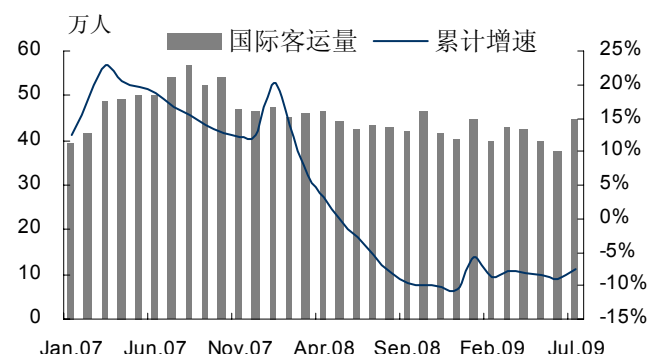
资料来源: 公司数据、招商证券

图6: 国际RPK跌幅无加速扩大趋势



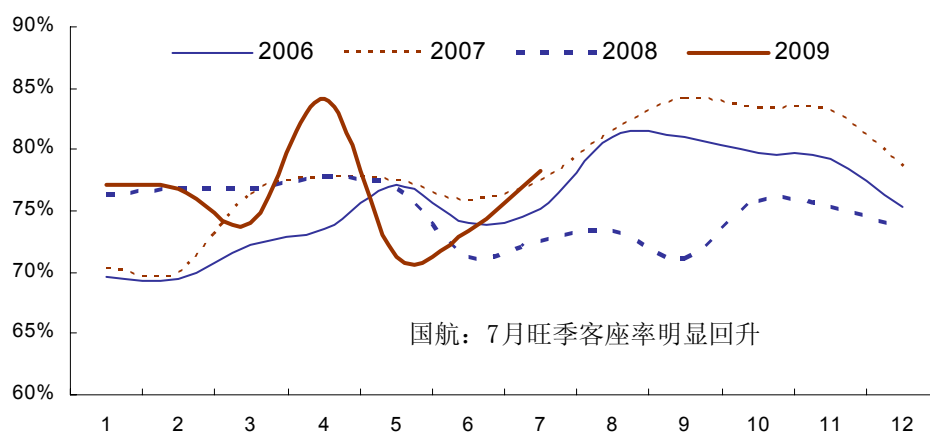
资料来源: 公司数据、招商证券

图7: 国际客运量跌幅无加速扩大趋势



资料来源: 公司数据、招商证券

图8: 国航近来客座率稳步上升



数据来源: 公司数据、招商证券

中国国航是航空公司中盈利性最强, 管理能力突出, 国内客运需求的强劲增长、航油成本的相对低位、燃油套保的大量转回和投资收益的大幅提升将构成公司盈利超预期的四个坚实基础, 未来机队扩张规模合理, 主要以 A320 和 B737 窄体飞机为主 (表 3)。

由于本次收购尚有不不确定性，暂不调整盈利预测。谨慎考虑燃油套保转回等收益，全年盈利预测为 0.42 元，维持“强烈推荐 A”的投资评级。股价催化因素有票价回升超预期，国际航线恢复预期，航油调整、行业整合等。

风险提示：市场估值下调、突发性事件发生等导致航空需求下降、航油价格快速上涨等。

表 1：国航经营 EPS 与单价、客座率敏感分析

经营 EPS 敏感性	单价（每收入客公里收益，即客运收入/RPK）					
客座率	0.6	0.62	0.65	0.67	0.68	0.7
72%	-0.27	-0.14	0.06	0.20	0.26	0.39
74%	-0.24	-0.10	0.10	0.23	0.30	0.43
75%	-0.22	-0.09	0.11	0.25	0.31	0.44
76%	-0.20	-0.07	0.13	0.26	0.33	0.46
78%	-0.17	-0.04	0.16	0.30	0.36	0.50
80%	-0.13	0.00	0.20	0.33	0.40	0.53

资料来源：招商证券研发中心

表 2：国航经营 EPS 与油价、客座率敏感分析

经营 EPS 敏感性	航油油价全年水平					
客座率	4500	5000	5500	6000	6500	7000
72%	0.53	0.36	0.20	0.04	-0.12	-0.29
74%	0.56	0.40	0.24	0.07	-0.09	-0.25
75%	0.58	0.42	0.25	0.09	-0.07	-0.24
76%	0.59	0.43	0.27	0.11	-0.06	-0.22
78%	0.63	0.47	0.30	0.14	-0.02	-0.19
80%	0.66	0.50	0.34	0.17	0.01	-0.15

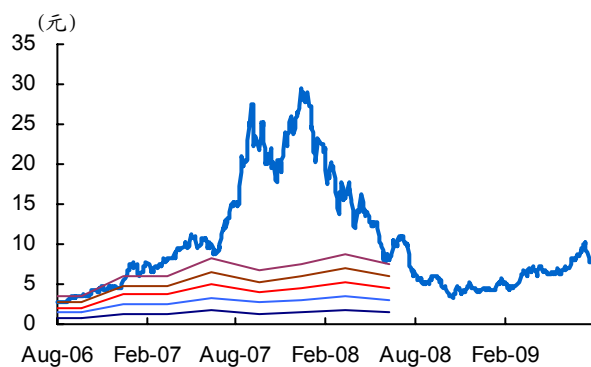
资料来源：招商证券研发中心

表 3：国航未来机队规模的发展

机型	2008					引进		
	小计	自有	融资租赁	经营租赁	平均机龄	2009	2010	2011
A319	33	21	9	3	3.7			
A320/A321	17	3	10	4	3.3	11	10	10
A330	20	3	17		1.4		3	3
A340	6		6		10.6			
B737	113	44	21	48	7.3	14	12	2
B747	10	4	6		12.4			
B757	13	13			14.2			
B767	9	7		2	14.6			
B777	10	3	7		8.9			3
B787								
TU204	1	1			0.2	2		
B747F	10	8		2	15.6			
Business jet	1			1	1.6			
全部机队	243	107	76	60	7.4	27	25	18

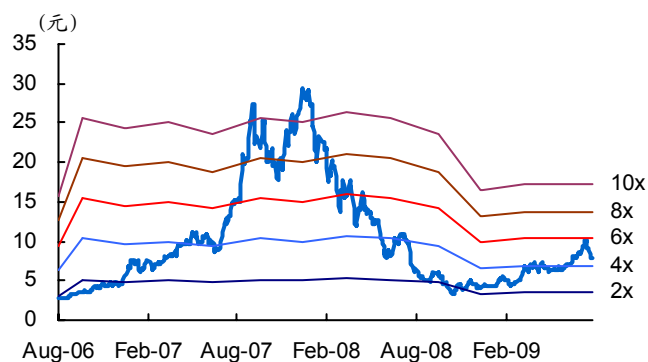
资料来源：公司公告、招商证券（注：09 年国航将退出 8 架）

图9: 中国国航历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图10: 中国国航历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8672	9226	9423	9731	10152
现金	3787	4664	4800	5000	5000
交易性投资	6	253	200	0	0
应收票据	2	2	0	0	0
应收款项	2812	2074	2535	2858	3121
其它应收款	997	1111	512	577	630
存货	755	813	425	472	509
其他	312	310	951	824	892
非流动资产	79623	89671	90448	93181	97595
长期股权投资	11405	7323	7500	7500	7500
固定资产	55000	66245	78527	81333	85812
无形资产	1397	2564	2508	2457	2411
其他	11822	13540	1913	1891	1872
资产总计	88295	98898	99870	102912	107747
流动负债	26092	42696	33744	33074	33097
短期借款	6546	9380	20323	18550	17727
应付账款	6338	7793	6437	7157	7709
预收账款	54	56	0	0	0
其他	13154	25468	6983	7367	7661
长期负债	30765	35914	44310	47310	51310
长期借款	12938	14110	24110	27110	31110
其他	17827	21804	20200	20200	20200
负债合计	56857	78610	78054	80384	84407
股本	12251	12251	12251	12251	12251
资本公积金	11852	11677	11677	11677	11677
留存收益	7184	(4154)	(2677)	(2004)	(1232)
少数股东权益	150	514	566	604	644
母公司所有者权益	31288	19774	21250	21923	22696
负债及权益合计	88295	98898	99870	102912	107747

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	9349	7053	1106	12142	12556
净利润			5145	3805	3970
折旧摊销			6800	7467	7785
财务费用			1546	1736	935
投资收益			(3300)	(1700)	(600)
营运资金变动			(9833)	791	422
其它			748	42	43
投资活动现金流	(10137)	(8338)	(7643)	(10000)	(12200)
资本支出			(8100)	(10200)	(12200)
其他投资			457	200	0
筹资活动现金流	(268)	737	6673	(1942)	(356)
借款变动			10757	1227	3178
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(3668)	(3132)	(3198)
其他			(416)	(36)	(335)
现金净增加额	(1056)	(549)	136	200	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	49739	52970	51207	57739	63047
营业成本	40308	48607	42916	47715	51392
营业税金及附加	1205	1085	1024	1386	1513
营业费用	3291	3282	2816	3176	3783
管理费用	1312	1574	1280	1155	1261
财务费用	(53)	376	1546	1736	935
资产减值损失	53	259	0	0	0
公允价值变动收益	134	(7707)	2500	500	100
投资收益	1236	(1152)	800	1200	500
营业利润	4993	(11071)	4924	4271	4763
营业外收入	334	364	950	350	350
营业外支出	123	145	100	100	100
利润总额	5203	(10852)	5774	4521	5013
所得税	1429	(1592)	577	678	1003
净利润	3774	(9260)	5197	3843	4011
少数股东损益	(108)	(111)	52	38	40
母公司所有者净利润	3881	(9149)	5145	3805	3970
EPS (元)	0.32	(0.75)	0.42	0.31	0.32

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	6%	-3%	13%	9%
营业利润	18%	-322%	-144%	-13%	12%
净利润	30%	-336%	-156%	-26%	4%
获利能力					
毛利率	19.0%	8.2%	16.2%	17.4%	18.5%
净利率	7.8%	-17.3%	10.0%	6.6%	6.3%
ROE	12.4%	-46.3%	24.2%	17.4%	17.5%
ROIC	6.3%	-16.9%	8.8%	7.5%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	79.5%	78.2%	78.1%	78.3%
净负债比率	29.3%	34.1%	44.5%	44.4%	45.3%
流动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	55.2	62.0	69.3	106.4	104.8
应收帐款周转率	18.2	21.7	22.2	21.4	21.1
应付帐款周转率	6.6	6.9	6.0	7.0	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.32	-0.75	0.42	0.31	0.32
每股经营现金	0.76	0.58	0.09	0.99	1.02
每股净资产	2.55	1.61	1.73	1.79	1.85
每股股利	0.18	0.14	0.17	0.12	0.13
估值比率					
PE	23.1	-9.8	17.4	23.5	22.6
PB	2.9	4.5	4.2	4.1	3.9
EV/EBITDA	4.8	-11.2	3.9	3.8	3.8

分析师简介

姚俊，博士，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

罗雄，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

纪敏，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。