



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月26日

航空业

研究部

陶薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

审慎推荐

中国国航(601111.CH)

下半年业绩将持续回升

主要财务信息

人民币 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	49,490	52,970	52,289	57,591
(+/-%)	5.3	7.0	(1.3)	10.1
主营业务利润	7,977	3,278	7,027	7,564
(+/-%)	15.2	(58.9)	114.3	7.6
EBITDA	9,261	4,592	8,791	8,596
(+/-%)	54.6	(50.4)	91.4	(2.2)
净利润	3,431	(9,149)	4,524	2,567
(+/-%)	7.5	(366.7)	149.5	(43.3)
每股收益 (元)	0.28	(0.75)	0.37	0.21
每股净资产 (元)	2.49	1.61	1.93	2.11
每股经营现金流 (元)	0.76	0.58	0.68	0.61
市盈率 (倍)	25.7	n.m.	19.5	34.4
EV/EBITDA (倍)	12.3	26.6	14.7	15.5
市净率 (倍)	2.9	4.5	3.7	3.4
股价/每股经营现金流	9.4	12.5	10.6	11.8
净资产收益率 (%)	11.2	(46.3)	19.1	9.9
投入资本回报率 (%)	6.2	4.4	(11.8)	6.8
股息收益率 (%)	0.4	0.0	0.8	0.4

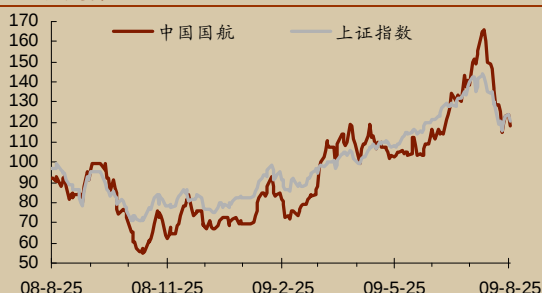
股票信息

	H股	A股
当前股价	港币 4.48	人民币 7.20
股票代码	753.HK	601111.CH
日成交量 (百万股)	17.7	49.5
52周最高价/最低价	港币 5.40/1.49	人民币 10.46/3.25
总市值 (百万元)	港币 83,823	人民币 73,887
发行股数 (百万股)	12,251	12,251
其中:流通股(百万股)	4,406	7,846
主要股东 (持股比例)	中国航空集团 (40.4%)	

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[601111.SH]	-6.01	-14.79	+12.32	+75.61
[上证A股指数]	+0.16	-13.57	+10.74	+60.07
[中金航空指数]	-4.81	-20.57	+2.19	+61.67

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2009 年中期业绩低于预期:

中国国航上半年实现营业收入 224.05 亿元, 同比下降 12.7%, 营业成本 189.76 亿元, 同比下降 18.0%。最终实现净利润 29.26 亿元, 合每股 0.24 元, 同比实现大幅增长, 同时略高于我们的预期。

正面:

- 上半年航油价格比去年大幅下降, 公司的燃油成本同比下降 42.5%, 加上公司上半年积极进行成本控制, 航空餐食, 维修等成本都有所下降, 主营成本最终同比下降 18.0%。公司上半年主营业务实现盈利 28.8 亿元, 利润率同比增长了 5.4 个百分点, 为 12.9%。

负面:

- 上半年行业整体票价水平下滑明显, 国航也未能幸免。其客运收益率下滑 11.9%, 导致客运收入同比下滑 7.1%; 货运业务下滑幅度更加明显, 收益率水平和收入分别同比下滑 34.7%和 46.2% (H 股中报数)。

发展趋势:

国内航空业三季度开始出现量价齐升的局面。6 月下旬开始, 国内航线票价同比出现小幅提升, 且提升幅度在 7、8 月份进一步扩大。而国航由于去年三季度受到奥运会和 5.12 汶川地震的负面冲击最大, 业绩基数较低, 我们预期国航下半年业绩将会出现明显提升。

盈利预测调整:

近期行业运量的增长和票价水平的提升幅度均好于我们之前的预期, 我们相应调整了国航下半年和 2010 年的客座率和票价水平的假设。调整后, 国航 09、10 年的盈利预测为 45.2 亿元和 25.6 亿元, 对应每股收益 0.37 元和 0.21 元, 上调幅度为 11%和 21%。

估值与建议:

公司目前对应的 A 股市净率为 3.7x, 相对仍处于板块的低端。我们依然看好国航在板块的龙头地位并维持“审慎推荐”的投资评级。

上半年业绩回顾：

中国国航上半年实现营业收入 224.05 亿元，同比下滑 12.7%，营业成本 189.76 亿元，同比下降 18.0%。最终实现净利润 29.26 亿元，合每股 0.24 元，同比实现大幅增长，同时略高于我们的预期。

上半年内强外弱，客座率小幅下滑

上半年全球航空业需求仍旧低迷，但国内航空业需求在低价促销下替代（铁路及其他交通模式）作用明显，客流量增长情况有较好的恢复。国航上半年也对其运力投放进行了相应的调整。上半年国航国内航线可用座位公里同比增长了 21.2%，而国际航线可用座位公里则同比下降 9.2%。而其国内客运周转量的也相对保持了较高的增速，同比增长了 18.7%，好于国际市场的-8.8%。上半年国航的客座率水平为 74.7%，同比小幅下滑了 0.6 个百分点。

图表 1：上半年运营数据

(百万)	2009.1~6	2008.1~6	+/- (%)
客运			
可用座位公里	46,494	43,207	7.6
收入客公里	34,725	32,530	6.7
客座率 (%)	74.7	75.3	-0.6ppt
国内			
可用座位公里	27,921	23,044	21.2
收入客公里	21,130	17,795	18.7
客座率 (%)	75.7	77.2	-1.5ppt
国际			
可用座位公里	17,119	18,847	-9.2
收入客公里	12,621	13,836	-8.8
客座率 (%)	73.7	73.4	0.3ppt
香港			
可用座位公里	1,454	1,316	10.5
收入客公里	974	899	8.4
客座率 (%)	67.0	68.3	-1.3ppt
货运			
货运吨公里	1,504	1,780	-15.6

资料来源：公司数据

票价水平下滑不可避免，但好于竞争对手

在行业整体需求疲软，票价水平大幅下滑的大环境下，国航上半年的票价水平也不可避免的出现了较大的下滑。上半年国航的平均票价水平同比下滑了 11.9%，其中，国际市场和港澳市场下滑的幅度尤其明显，分别为 18.6% 和 26.0%，国内市场则同比下滑了 8.9%。票价水平的大幅下滑直接导致了公司上半年的客运收入同比下滑 7.1%（H 中报数据），为近年来首次。不过，值得指出的是，国航票价水平下滑的幅度要低于其竞争对手，再次证明了国航相对较强的市场控制能力。

图表 2：客运收益率变动

人民币/ RPK	1H09	1H08	YoY
国内航线	0.568	0.623	-8.9%
国际航线	0.483	0.593	-18.6%
港澳航线	1.171	1.581	-26.0%
总体	0.539	0.611	-11.9%

资料来源：公司数据

成本大幅下降，主营业务利润率得到提升

上半年航油价格比去年同期大幅下降，受益与此，公司的燃油负担大为减轻。上半年公司的燃油成本大幅下降了 45.1 亿元，降幅为 42.5%。与此同时公司上半年积极进行了有效的成本控制，维修成本和航空餐食成本等都有所下降。最终主营业务成本出现了 18.0% 的同比下降。公司上半年主营业务实现盈利 28.8 亿元，主营业务利润率得以由去年同期的 7.4% 提高到了 12.9%。

燃油套保等非经常性收益帮助公司业绩进一步提升

由于国际油价回升，国航上半年转回的燃油套保合约公允价值损失达到 40.03 亿元，扣除实际交割引起公允价值变动 25.53 亿元，贡献净收益 14.50，成为上半年公司利润大增的主要贡献。此外，上半年共计入了民航基础设施建设基金返还和财政/航线等补贴收入共 9.24 亿元。同时，由于联营公司国泰航空上半年转为盈利，公司相应确认了 2.13 亿元的投资收益，也帮助公司实现了上半年利润的大幅增长。

下半年及未来展望：

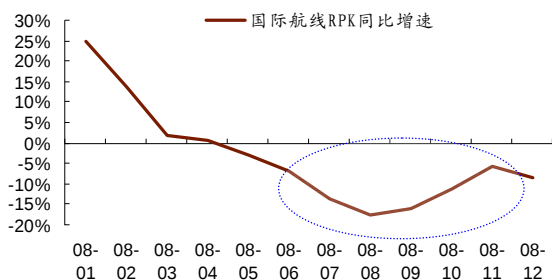
国内市场量价齐升

由于去年相对较低的基数，我们预计国内航空客运需求 3 季度将保持高速增长。此外，由于三季度是航空业的传统旺季，加上国内经济形势转好的支撑，我们预计目前国内航线票价回升的局面将在旺季得以延续。这将直接提升国航的收入水平。

国际航线有望在下半年出现反弹

随着外围宏观经济的回暖，我们认为国际市场的需求有望在下半年出现回升。近期全球航空市场和两舱旅客的客流量已经出现了企稳的迹象，下滑幅度开始收窄。此外，从 2008 年全年趋势来看，国际客流量是从去年 5 月份中国政府开始控制签证之后才开始有一个明显的下滑，去年下半年则因为奥运会和全球金融危机的影响明显下滑，基数相对较低。我们认为国际航线的客流量在下半年有望实现同比小幅提升的情况。而作为国际航线网络最全面的国航，将直接受益于这一趋势。

图表 3: 国际旅客去年下半年基数较低



资料来源: 公司数据

我们看好国航和国泰的长期合作

上周国航公布了将斥资 HKD63.35 亿从中信泰富处接收国泰 12.5% 的股权。我们相对比较看好该次股权收购, 并认为收购将使得双方的合作更加紧密。虽然近期国泰也不可避免的受到全球航空业萧条的影响并在上半年依然出现了运营亏损, 但长期来看, 我们认为该块股权投资收益值得期待。更为关键的是, 我们认为双方未来的合作仍有进一步推进的空间, 包括之前屡次提及的航

空货运, 大中华地区的双枢纽航线网络建设的推进等。我们认为和国泰的合作将加强国航在航线网络资源方面的优势, 进一步稳固国航在中国航空业界的龙头地位。

盈利预测调整:

近期行业运量的增长和票价水平的提升幅度均好于我们之前的预期, 我们相应调整了国航下半年和 2010 年的客座率和票价水平的假设。调整后, 国航 09、10 年的盈利预测为 45.2 亿元和 25.6 亿元, 对应每股收益 0.37 元和 0.21 元, 上调幅度为 11% 和 21%。

估值与建议:

公司目前对应的 A 股市净率为 3.7x, 相对仍处于板块的低端。我们依然看好国航在板块的龙头地位并维持“审慎推荐”的投资评级。

图表 4: 2009 年上半年业绩分析

(单位: 百万元)	季度数据						半年度数据			中金点评
	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	YoY	1H08	1H09	YoY	
主营业务收入	12,915	13,916	13,388	11,244	11,162	-13.6%	25,667	22,405	-12.7%	加大票价折扣力度, 收益率有所下滑; 货运收入下滑
吨公里收入 (元/吨公里)	5.45	5.93	5.69	4.99	4.74	-13.0%	5.47	4.86	-11.1%	
主营业务成本	11,995	13,324	12,149	9,394	9,581	-20.1%	23,134	18,976	-18.0%	上半年平均油价同比大幅下跌, 使得燃油成本大幅下降42.5%
吨公里成本 (元/吨公里)	3.42	3.72	3.38	2.63	2.62	-23.4%	3.33	2.62	-21.2%	
主营业务税金及附加	309	339	123	272	272	-12.1%	624	544	-12.8%	
主营业务利润	612	253	1,117	1,577	1,308	113.9%	1,909	2,886	51.2%	
主营业务利润率 (%)	4.7	1.8	8.3	14.0	11.7	7.0ppt	7.4	12.9	5.4ppt	
营业费用	777	762	942	813	828	6.5%	1578	1640	4.0%	
管理费用	429	357	544	285	399	-6.9%	673	685	1.7%	
财务费用	(536)	303	1,069	259	348	n.m.	(996)	607	-160.9%	上半年人民币兑美元小幅波动, 汇兑损益大幅减少17.25亿元
资产减值损失	(1)	10	250	-	0	-	(1)	-	n.m.	
公允价值变动收益 (损失)	269	(1,064)	(6,931)	992	529	n.m.	288	1521	427.6%	上半年转回的燃油期权合约公允价值损失
投资收益 (损失)	46	(97)	(1,466)	(957)	1,268	n.m.	410	311	-24.2%	
营业利润	258	(2,339)	(10,086)	256	1,530	493.4%	943	1,475	56.3%	联营公司国泰航空盈利8.12亿港元, 去年包括4.7亿元处置FlyTop等收益
营业利润率 (%)	2.0	(16.8)	(75.3)	2.3	13.7	11.7ppt	3.7	6.6	2.9ppt	
营业外收入	107	76	142	686	267	n.m.	146	953	550.9%	计入民航建设基金返还和减免8.24亿元
营业外支出	87	7	3	2	6	-92.6%	135	8	-93.8%	
利润总额	278	(2,270)	(9,947)	939	1,791	544.8%	1,365	2,730	100.0%	
所得税	209	(282)	(1,602)	59	(193)	q.m.	292	(135)	n.m.	
少数股东损益	(56)	(48)	30	(101)	40	q.m.	(92)	(61)	n.m.	
净利润	125	(1,940)	(8,375)	981	1,944	1452.9%	1,165	2,926	151.0%	
净利润率 (%)	1.0	(13.9)	(62.6)	8.7	17.4	16.5ppt	4.5	13.1	8.5ppt	
摊薄每股收益 (元)	0.01	(0.16)	(0.68)	0.08	0.16	1452.9%	0.10	0.24	151.0%	

资料来源: 公司数据

图表 5：盈利预测调整

A股		2009E	2010E
客运周转量 (百万)	调整前	70,200	76,493
	调整后	71,594	78,259
	(+/-%)	2	2
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.58	0.59
	调整后	0.59	0.61
	(+/-%)	2	2
客座率	调整前	75.1%	76.4%
	调整后	75.4%	76.8%
	(+/-%)	0.2%	0.4%
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	51,648	56,497
	调整后	52,289	57,591
	(+/-%)	1	2
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	15,212	17,389
	调整后	16,697	19,544
	(+/-%)	10	12
汇兑收益	调整前	877	0
	调整后	(200)	(200)
	(+/-%)	123	n.m.
原油期权合同收益	调整前	2,500	1,000
	调整后	2,500	1,000
	(+/-%)	0	0
净利润 (人民币 百万)	调整前	4,070	2,126
	调整后	4,524	2,567
	(+/-%)	11	21
每股盈利 (人民币)	调整前	0.33	0.17
	调整后	0.37	0.21
	(+/-%)	11	21
EBITDA (人民币 百万)	调整前	11,136	8,977
	调整后	8,791	8,596
	(+/-%)	-21	-4

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 历史和预测的财务指标

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表				
主营业务收入净额	49,490	52,970	52,289	57,591
(+/-%)	5	7	(1)	10
主营业务成本	40,308	48,607	44,191	48,847
(+/-%)	3	21	(9)	11
主营业务利润	7,977	3,278	7,027	7,564
(+/-%)	15	(59)	114	8
营业利润	3,384	(9,660)	4,096	1,675
(+/-%)	122	(385)	(142)	(59)
利润总额	4,778	(10,852)	5,167	2,981
(+/-%)	(2)	(327)	(148)	(42)
净利润	3,431	(9,149)	4,524	2,567
(+/-%)	8	(367)	149	(43)
现金流量表				
经营活动现金流	9,349	7,053	8,334	7,501
投资活动现金流	(8,458)	(7,526)	(8,995)	(11,038)
融资活动现金流	(1,994)	(282)	(7,765)	867
现金及现金等价物净增加额	-1,103	-755	-8,426	-2,669
资产负债表				
流动资产	8,672	9,226	1,310	-693
长期投资和固定资产	77,628	84,686	92,803	98,864
无形资产及其他资产	1,609	3,054	3,030	3,005
流动负债	26,405	42,696	39,732	36,682
长期负债	31,451	35,914	33,538	38,383
少数股东权益	138	514	244	244
股东权益	30,545	19,774	23,630	25,867
财务指标				
税前利润率 (%)	9.7	(20.5)	9.9	5.2
净利润率 (%)	6.9	(17.3)	8.7	4.5
息税折旧摊销前利润率 (%)	18.7	8.7	16.8	14.9
净资产收益率 (%)	11.2	(46.3)	19.1	9.9
资产收益率 (%)	3.9	(9.3)	4.7	2.5
股息收益率 (%)	0.4	0.0	0.8	0.4
净债务/股东权益 (%)	133.8	257.0	244.6	238.4
资产负债率 (%)	65.3	79.5	75.4	74.2
流动比率	0.3	0.2	0.0	(0.0)
速动比率	0.3	0.2	(0.0)	(0.1)

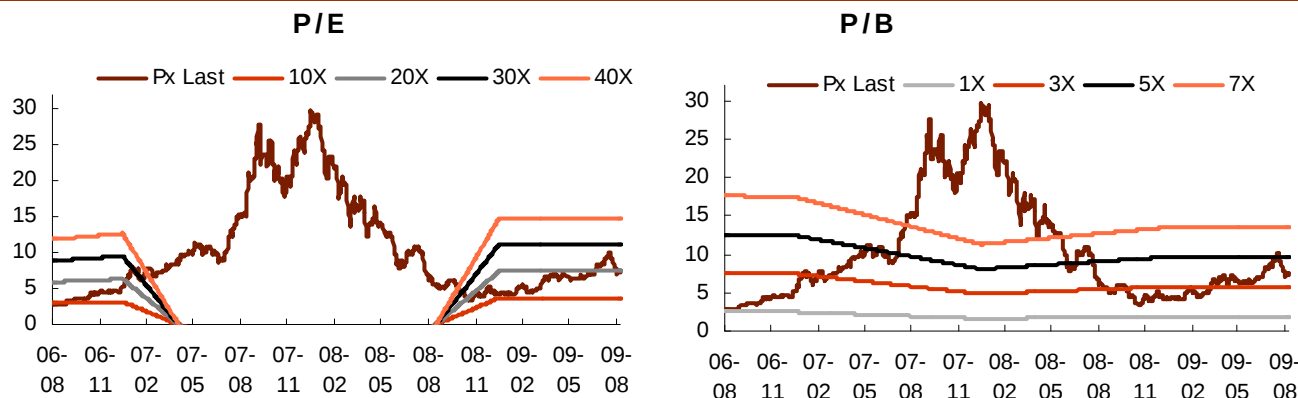
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7：可比公司估值

	代码	货币	股价		市盈率			EV/EBITDA				市净率				
			09-8-25	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	11.20	6.3	n.m.	36.1	19.1	7.2	19.6	9.3	7.8	0.9	1.2	1.1	1.1	
新加坡航空	SIA SP	SGD	12.88	7.6	62.8	18.2	12.6	4.9	5.0	6.7	4.8	1.1	1.1	1.1	1.0	
全日空	9202 JP	JPY	282.00	8.6	n.m.	n.m.	141.0	7865.2	13.1	13.0	9.5	0.1	1.7	1.5	1.5	
日本航空	9205 JP	JPY	169.00	n.m.	n.m.	93.9	18.0	20.1	27.0	8.6	6.6	31.1	3.0	2.3	1.9	
大韩航空	003490 KS	KRW	40950.00	227.5	n.m.	14.3	10.4	10.0	20.5	12.3	10.1	0.6	1.0	1.1	1.0	
韩亚航空	020560 KS	KRW	3780.00	n.m.	n.m.	8.9	6.1	10.2	13.4	10.2	8.8	0.6	0.6	0.6	0.5	
中华航空	2610 TT	TWD	7.91	n.m.	n.m.	n.m.	26.7	13.7	1610.5	20.9	13.4	0.6	1.2	1.0	1.1	
长荣航空	2618 TT	TWD	8.11	n.m.	n.m.	n.m.	25.8	266.3	11.8	9.8	8.5	0.7	1.2	1.1	1.0	
快达航空	QAN AU	AUD	2.63	47.0	18.0	11.4	11.1	5.2	4.3	3.7	3.2	1.0	1.0	1.0	0.9	
泰国航空	THAI TB	THB	18.70	5.0	n.m.	11.6	7.9	6.3	18.4	6.3	5.5	0.5	0.7	0.6	0.6	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.93	5.4	20.1	n.m.	n.m.	5.5	11.4	n.m.	16.0	1.2	13.5	1.4	1.3	
平均值				43.9	33.6	27.8	27.9	746.8	159.6	10.1	8.6	3.5	2.4	1.2	1.1	
中值				7.6	20.1	14.3	15.3	10.0	13.4	9.6	8.5	0.7	1.2	1.1	1.0	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	190.00	n.m.	n.m.	0.8	0.1	5.1	10.0	4.1	3.0	1.3	0.0	0.0	0.0	
汉莎航空	LHA GR	EUR	11.11	3.1	8.5	n.m.	101.0	2.1	2.0	4.1	3.1	0.7	0.9	0.8	0.8	
法国航空	AF FP	EUR	10.64	n.m.	n.m.	n.m.	15.0	5.8	9.4	5.8	4.0	0.5	0.5	0.6	0.6	
平均值				3.1	8.5	n.m.	38.7	4.3	7.1	4.7	3.4	0.9	0.5	0.5	0.5	
中值				3.1	8.5	n.m.	15.0	5.1	9.4	4.1	3.1	0.7	0.5	0.6	0.6	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	4.48	12.2	n.m	10.3	18.6	12.4	27.5	12.0	12.4	1.7	2.4	2.0	1.9	
南方航空	1055 HK	HKD	2.54	5.6	n.m	18.3	17.6	8.8	n.m.	8.3	9.7	0.9	2.0	1.6	1.5	
东方航空	670 HK	HKD	2.40	40.8	n.m	29.7	41.6	13.5	n.m.	9.9	10.6	3.6	n.m.	2.2	2.2	
平均值				19.5	n.m.	19.4	25.9	11.6	27.5	10.0	10.9	2.1	2.2	1.9	1.9	
中值				12.2	n.m.	18.3	18.6	12.4	27.5	9.9	10.6	1.7	2.2	2.0	1.9	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	7.20	22.7	n.m	19.5	34.4	12.4	27.2	15.0	15.9	2.9	4.5	3.7	3.4	
南方航空	600029 CH	CNY	5.23	12.4	n.m	40.3	36.6	11.9	n.m.	10.0	11.2	1.9	4.9	3.7	3.3	
ST东航	600115 CH	CNY	5.35	44.4	n.m	57.3	81.2	15.4	n.m.	12.5	13.4	9.1	n.m.	4.9	4.6	
*ST上航	600591 CH	CNY	5.86	n.m	n.m	75.0	39.3	64.5	n.m.	12.2	11.9	4.0	19.1	5.4	4.9	
平均值				26.5	n.m.	48.0	47.9	26.0	27.2	12.4	13.1	4.5	8.3	4.4	4.1	
中值				22.7	n.m.	48.8	37.9	13.9	27.2	12.4	12.7	3.4	4.9	4.3	4.0	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 8：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。