

中国国航(601111)调研报告

—— 下半年主业逐渐回暖

中性

维持评级

工业/航空运输

2009 年 8 月 26 日

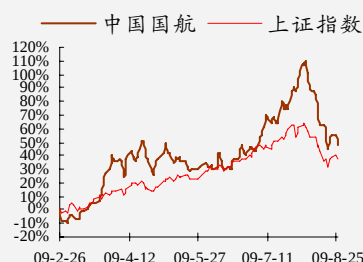
投资要点:

- **国内增长、国际低迷、货运下滑:** 上半年国航国内客运业务呈现持续复苏,国内航线可用座公里、收入客公里、运送旅客数同比分别增长21.16%、18.74%、18.23%。国际及地区航线维持低迷。货运业务下滑比较严重,出现两位数下降。
- **成本降幅超过收入降幅:** 上半年公司实现营业收入224.05 亿元,同比下降12.71%。上半年公司成本费用218.45 亿元,下降16.01%。其中,航油成本降幅为42.51%。
- **利润主要来自航油套保变动收益及补贴收入:** 上半年公司归属于母公司股东的净利润为29.26 亿元,同比增长151%;每股收益0.25元,扣除非经常性损益每股收益0.02元。公司公允价值变动收益为15.21 亿元,其中未交割的油料衍生合同公允价值变动收益计14.50 亿元。
- **目前国内运价逐渐回升:** 上半年国内航线竞争趋激烈,使运价同比有所下降,7月份公司国内运价出现恢复,预计09年全年国内客运运价不低于去年。
- **7-8月份经营状况好于预期:** 7月份以来国内客运市场增势良好,以去年奥运期间低基数,下半年国内客运增长25%应有把握。国际航线已出现复苏迹象,下半年主业利润将好于上半年。
- **业绩预测:** 因非经常性损益超过年初预期,我们提升公司盈利预测,预计09年公司实现归属于母公司股东的净利润46.5亿元,每股收益0.38元。
- **投资评价:** 上半年国航扣除非经常性损益后每股收益为0.02元,从中长期估值角度看,我们认为仍不具备吸引力,维持中性的投资评级。但由于下半年多因素导致国航主业具有较明显的增长预期,我们认为国航具备阶段性投资机会,激进的投资者可关注。

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	6.6	-914,908	-347.4	-0.77	—		
2009E	5,380,000	1.5	465,000	—	0.38	18.9		
2010E								
2011E								

走势图



市场数据

2009-8-25

收盘价:	7.20 元
52 周最高价:	10.46 元
52 周最低价:	3.25 元
平均持仓成本:	7.96 元

基本数据

2009Q2

总股本(万股):	1,225,136
流通 A 股(万股):	784,568
每股收益(元):	0.25
每股净资产(元):	1.92
每股经营现金流(元):	0.16
市净率:	3.75

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)

8月26日中国国航召开09年中期业绩推介电话会，我们参会并对国航上半年的经营情况及未来发展作了调研，主要内容整理如下：

一. 上半年经营状况概况：

国内客运市场好于预期

上半年因国内客运市场先期复苏，国航加大国内市场运力投入，上半年国内航线投入可用座公里279.21亿，实现收入客公里211.29亿，运送旅客1584.61万人次，同比分别增长21.16%、18.74%、18.23%。由于行业整体运力投入过大，竞争加剧，国航国内航线客座率同比下降1.55个百分点，为75.68%。

国际客运市场持续低迷

全球经济危机的持续和H1N1流感的突发给公司国际业务带来了巨大的困难。公司阶段性削减部分国际客运运力。上半年，国际及地区航线共投入可用座公里201.47亿，实现收入客公里146.04亿，运送旅客367.85万人次，客座率72.49%，同比分别下降8.95%、9.40%、12.42%和0.36个百分点。

货运业务下滑严重

货运市场的需求自去年第四季度以来继续下滑，国际和地区市场下滑尤为严重，收益水平降至历史最低点。上半年，货运投入可用吨公里30.73亿，实现收入吨公里15.18亿，运输货物和邮件42.32万吨，载运率49.39%，同比分别下降2.16%、17.66%、16.23%和9.30个百分点。

二. 业绩状况

成本降幅超过收入降幅

上半年公司实现营业收入224.05亿元，同比下降12.71%。其中国际客运收入和货运收入分别同比下降25.52%、50.77%，而国内客运收入同比增长8.25%。

上半年公司成本费用218.45亿元，下降16.01%。其中，航油成本减少45.10亿元，降幅为42.51%；财务费用6.07亿元，同比增加16.03亿元，其中人民币升值趋缓，使汇兑净收益同比减少17.25亿元，下降90.74%；利息支出同比减少2.14亿元，下降20.48%。

利润主要来自公允价值变动及补贴收入

上半年公司归属于母公司股东的净利润为29.26亿元，同比增长151%；扣除非经常性损益后的净利润为2.82亿元，同比下降49%。每股收益0.25元，扣除非经常性损益每股收益0.02元。

公司公允价值变动收益为15.21亿元，其中未交割的油料衍生合同公允价值变动收益计14.50亿元，投资收益3.11亿元，其中国泰航空投资收益2.13亿元；营业外收入为9.53亿元，其中民航基金返还收入8.24亿元。

三. 交流要点

● 7-8月份国航经营状况及下半年预期

公司认为，7-8月份国航经营状况好于预期，7月，公司总体载运量收费吨公里增长4.2%，其

中国内航线增长 17.5%，国际航线下降 6.5%。旅客运输量增长 19%，其中国内增长 21.9%，国际增长 2.5%。由于去年奥运期间基数低，下半年国内客运增长 25% 应有把握。国际航线已出现复苏迹象，8 月以来美国航线复苏较快，几乎一票难求，日、韩航线也出现增长，欧洲航线预期明年初复苏。

7 月份公司于年内首次出现产出高于投入，下半年主业利润将好于上半年。

● 公司上半年航油套保收益明显低于东航的原因

上半年公司未交割的油料衍生合同公允价值转回 40.03 亿元，实际交割损失 25.53 亿元，公允价值变动收益 14.50 亿元。公司将第三季度合约进行了一些结构的调整，其中部分费用计入上半年，导致上半年套保变动收益较少，这在下半年业绩会有所体现。

● 货运业务状况及与国泰航空货运业务合作进展

上半年公司货运收费吨公里下降 15.5%，运价下降较多，货运单位收益下降 0.63 元，下降 32%，纯货机亏损 2.35 亿元。7 月份以后，货运市场显现一些积极回暖迹象，若不考虑油价上涨，全年纯货机亏损应不超过 5 亿元。

与国泰航空的合作进展简括为三点：1. 合作方向没变，将成立合资货运航空公司；2. 合作继续推进，已基本完成资产评估；3. 未来的运力投入将根据市场情况而定。

● 关于运价变化及预期

上半年国内航线竞争趋激烈，导致运价同比有所下降，公司座公里收入水平是国内同业下降最少的。7 月份公司运价出现恢复，其中国内逐渐回升，同比已提升座公里收益 0.03 元，预计 09 年全年国内客运运价不低于去年。

● 运力投放计划

上半年新增飞机 10 架，退出飞机 11 架，至 2009 年 6 月底，公司及国货航机队共有飞机 243 架，与 2008 年年底持平，今年没有宽体飞机引进。下半年国航计划引进 14 架，退出 4 架，2010 年将引进 25 架，净增 23 架。根据已签署框架性协议，未来将陆续引进 100 多架飞机，至 2015 年公司机队规模将达到 400 多架。

● 油价存上调预期，燃油附加费与油价的联动进展

公司正在争取征收附加费，目前还没有获批复。因国际航线燃油附加费征收只需要备案不需要审批，公司已经逐步恢复部分国际燃油附加费。

● HINI 流感对航空业的影响预期

09 年 5-6 月对 HINI 流感对公司国际航线的影响甚至超过金融危机的影响。目前公司制订每日有关 HINI 流感的日报，监控跟踪相关情况，并作出应对策。

● 碳减排对公司的影响

按照碳减排计划，2012 年起将对航空公司收取碳排放费，如征收则中国航空业需要支付 6 亿元人民币，国航大约支付 2.1 亿元。就此事，公司正在积极与有关部门协商，以积极应对。

● 公司认为未来面临的挑战

主要包括：国内市场竞争更趋激烈，运力增幅过大，国内客货市场出现大幅波动的可能性依然

存在；_国际航线长期低迷对公司平衡市场和机队结构、配置战略资源、保持成本优势挑战巨大；货运及国际公商务市场未见明显复苏迹象；油价、汇率和利率波动增加了成本和收入的不确定性

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