

中国国航 601111.SH



航油成本降低，套保损失转回，中报业绩大幅增长

——中国国航 2009 年中报点评

投资要点：

1. 上半年公司业绩大幅增长 151%

中国国航公布 2009 年中报，报告显示，09 年上半年公司实现主营业务收入 **224.05** 亿元，同比降低 **12.71%**；实现营业利润 **17.86** 亿元，同比增长 **31.92%**；实现利润总额 **27.30** 亿元，同比增长 **100%**；实现净利润 **28.65** 亿元，同比增长 **151.03%**，09 年上半年每股收益 **0.25** 元。

国航上半年业绩大幅增长，超过市场的普遍预期，主要原因归功于以下几个方面：

(1). 各项成本费用减少 **41.64** 亿元，其中航油成本减少 **45.10** 亿元；

(2). 实现公允价值变动收益 **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；

(3). 营业外收入 **9.53** 亿元，主要为民航基金返还，为 **8.24** 亿元；

(4). 投资收益 **3.11** 亿元，其中确认联营公司国泰航空投资收益 **2.13** 亿元。

我们上调公司 09 年的赢利预测至 **0.48** 元，对应动态 **PE** 和静态 **PB** 分别为 **16.5** 和 **3.0** 倍，维持“增持”评级不变，年内目标价 **10.0** 元。

财务摘要	2006A	2007A	2008E	2009E
主营收入(百万元)	43,410.61	49,738.92	52,970.00	45000
同比增长率(%)	8.31	14.58	7.03	12.70
净利润(百万元)	3,954.35	3,773.85	-9,260.29	5880.67
净利同比(%)	-32.41	225.87	-174.46	150
EPS(元)	0.31	0.33	-0.77	0.48
PE(倍)	25.55	24.24		16.50

交通运输业

评级：增持

目标价格：¥10.00

当前价格：¥7.92

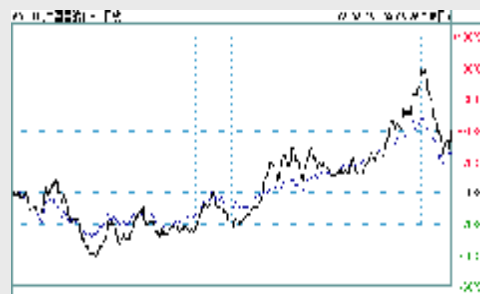
2009.08.26

总市值(百万元)	97031.1
总股本/流通 A 股(百万股)	12251.4/7845.7
流通市值(百万元)	62137.9
每股净资产(元)	2.62
净资产收益率(%)	4.06

交易数据

52 周内股价区间(元)	3.25-10.46
静态市盈率(倍)	
动态市盈率(倍)	16.5
市净率(倍)	3.00

52 周内股价走势图



黄庆扬

行业研究员

电话

021-32229888*3508

邮箱

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

《我国民航总周转量又回两位数增长》

2009.08.05

请务必阅读正文之后的重要声明

2. 运量指标低于行业平均水平

2009年上半年,公司可用座位公里为**464.95**亿,较去年同期增长**7.6%**;实现旅客周转量**347.2**亿客公里,较去年同期增长**6.8%**;运输旅客**1882.0**万人次,较去年同期上升**13.6%**;平均客座率为**74.7%**,较去年同期下降**0.6**个百分点。整个民航业09年上半年的旅客周转量和旅客运输量指标分别同比增长**12.3%**和**16.4%**,客座率的均值为**75.02%**,国航在这三项指标上均落后于行业平均水平。前两项指标的落后主要是因为公司的国外航线占比较大,为**50%**左右,受金融危机的影响大于国内;后一项指标的落后主要是因为整体运力投放过快。

公司上半年可用货运吨公里**30.4**亿,较去年同期下降**0.4%**;实现货邮周转量**15**亿吨公里,较去年同期下降**15.5%**;运输货邮**40.9**万吨,较去年同期下降**9.6%**;货邮运载率**49.4%**,较去年同期降低**8.9**个百分点。行业的货邮周转量和货邮运输量分别同比下降**14%**和**7.3%**,整体载运率为**64.85%**,国航在这三项指标上同样落后于行业平均水平,原因与客运大同小异。

3. 公司上半年的运力调整已见成效

分航线看,上半年公司国内航线实现收入客公里**211.29**亿,运送旅客**1584.61**万人次,分别同比增长**21.16%**和**18.74%**,客座率由于运力投放太快下降**1.55%**;国际及地区航线实现收入客公里**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,总体上呈现“内强外弱”的格局。

从收入看,公司上半年国内航线实现营业收入**130.65**亿元,同比增长**6.46%**,占总收入的比重为**59.6%**,较去年同期提高**10.8**个百分点,说明公司的航线调整已取得积极成果。在上半年,公司阶段性地调减了部分欧美、韩国和日本航线的运力投入,增加了国内枢纽、重点地区、干线、机会市场和收益水平高的航线的投入。

4. 预计下半年套保和投资收益稳中有升

上半年国际油价大幅下跌,占航空公司收入**30%**左右的航油成本大幅下降,国航的航油成本较去年同期减少**45.10**亿元,降幅为**42.51%**;而在三项费用方面,公司上半年的财务费用为**6.07**亿元,同比增加**16.03**亿元,主要原因是人民币升值趋缓,使本期汇兑净收益同比减少**17.25**亿元,下降**90.74%**,其他两项费用基本保持稳定。

在航油套保方面,公司上半年实现公允价值收益**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(公允价值转回**40.03**亿元;因实际交割引起公允价值变动**25.53**亿元)。根据国航的套期保值公告,按**70**美元/桶粗略估计公司全年可转回套保损失**40—50**亿元,预期下半年的套保收益将高于上半年。

上周国航公布了将斥资**63**亿港元从中信泰富处接收国泰**12.5%**的股权,交易完成后,国航对国泰航空的

持股将达到**29.99%**。此次收购不仅能进一步推进双方的合作，而且将取得可观的投资收益。在国际民航需求相好的前提下，我们认为下半年公司的投资收益将高于上半年年。

5. 预计下半年业绩将与上半年持平

2008年对民航业来说是极为艰难的一年，上半年油价疯涨，下半年需求下滑，中间再夹杂一些短期事件如雪灾、地震和奥运会的冲击，民航业陷入全面亏损，进入了自非典以来的最困难时期。

我国民航总周转量数据于去年**8**月触底，同比大幅下滑**10.6%**，随后一路反弹，其间虽有反复，但总体趋势向上，并于今年**6**月重回两位数增长，也是自**08**年**4**月份以来首次出现两位数增长，国内航线基本已呈V型反转格局。

国际航线一直落后于国内航线，但近期也有企稳的迹象，下跌幅度大幅收窄。在国内的民航公司中，国航的国际航线占比最大，因此国外市场的企稳对其利好最大。

不利的是，油价上涨会增加公司的航油成本，但民航业的航油成本总体上仍将较去年减少**30—40%**。另外，油价上涨后会使国航和**ST**东航等拥有大量套保的公司转回套保损失，可部分的中和油价上涨的不利影响。

综上，我们预计国航下半年的业绩将与上半年持平，主营业务仍将录得赢利。

6. 公司评级及投资建议

在民航板块中，我们一直建议关注中国国航，原因如下：①.公司以北京和成都为航空基地，**08**年受各种事件的影响要大于其他公司，**08**年基数较低；②.前几月份，公司的**RPK**增速在各家民航类上市公司中已名列前茅，**5**月份后会进一步扩大；③.**08**年年报会计提巨额套保损失，随着航油期货价格突破**70**美元，**09**年将部分转化为利润；④.即使不考虑公允价值收益，也是几大航中盈利最好的一家；⑤.公司国际航线占比最重，下半年随着外围经济的复苏，公司在几大民航类上市公司中受益最大。

我们将公司**09**年度的业绩由**0.40**元上调至**0.48**元，继续给予推荐评级，年内目标价**10**元。

风险提示：

人民币升值速度趋缓，**H1N1**病毒秋后会否卷土重来，会给公司带来一定的经营风险。

请务必阅读正文之后的重要声明

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。