



东兴证券
DONGXING SECURITIES

预计四季度仍将盈利

——中国国航（601111）三季度财报点评

2009 年 10 月 28 日

推荐/维持

中国国航

财报点评

张勋

交通运输行业分析师

zhangxun@dxzq.net.cn

010-66507315

事件：

公司公布 2009 年三季度财报，1-9 月份实现营业收入 364.6 亿元，同比下降 7.79%，实现归属于母公司所有者的净利润 38.1 亿元，比去年同期扭亏增利 46.2 亿元，对应为 EPS0.32 元。其中，7-9 月份公司实现营业收入 140.5 亿元，同比增长 1.31%，实现归属于母公司所有者的净利润 8.85 亿元，比去年同期扭亏增利 28.6 亿元，对应 EPS 为 0.07 元。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入（百万元）	12751.27	12915.26	14009.3	13294.17	11243.52	11161.51	14054.34
增长率（%）	21.78%	5.23%	-3.20%	6.16%	-11.82%	-13.58%	1.31%
毛利率（%）	12.60%	7.10%	4.90%	8.60%	16.40%	14.20%	19.72%
期间费用率（%）	4.60%	5.20%	10.40%	19.00%	12.10%	14.10%	13.15%
营业利润率（%）	8.60%	2.00%	-16.30%	-76.30%	2.30%	13.70%	9.02%
净利润（百万元）	1040.25	125.22	-1822.72	-8491.83	981.21	1944.44	885.3
增长率（%）	145.95%	-85.73%	-183.33%	-2257.31%	-5.68%	1452.82%	-
每股盈利（季度，元）	0.085	0.01	-0.149	-0.693	0.08	0.159	0.07
资产负债率（%）	65.09%	66.76%	69.62%	79.49%	78.79%	76.87%	76.41%

评论：

积极因素

- 从公司披露的财务数据来看，第三季度，公司剔除非经常性损益后EPS为0.04元，主业继续了上半年的盈利势头，主要得益于业务量的快速回升、航油价格的继续同比大幅度下滑和燃油套期公允价值变动继续对公司产生正面影响。
- 业务量复苏和油价回落奠定主业盈利基础。1、7-9月份，中国国航完成旅客运输量1070万人次，同比增长23.15%，完成旅客周转量192.8亿客公里，同比增长18%，且国内、国际航线业务量在三个月内均实现了正增长，业务量的良好复苏成为公司主业盈利的重要支撑点；2、第三季度中国国航航油综合采购价格为5003元/吨，远低于去年同期8790元/吨的水平，为公司节约航油成本25.2亿元，同比下降38.9%，成为公司第三季度比去年同期扭亏的最主要力量。第三季度公司毛利率为19.7%，达到近两年高点。

- **燃油套期保值继续对盈利产生正面影响。**上半年，公司燃油套期保值公允价值变动综合收益（套期保值公允价值变动收入-套期保值交割损失）为15.2亿元，在油价进一步回升下，第三季度该部分收益约为5亿元，占公司当期税前利润的38%。

消极因素

- **国内航油附加费缺失导致主业盈利不理想。**如前所述，油价和业务均出现了极利于公司主业盈利大幅度提升的局面，且从裸票价水平来看，三季度国内综合票价水平高出去年同期15个点，国际票价水平亦不低于去年同期水平，但公司主业在第三季度仅贡献了0.04元的EPS，远低于历史水平。究其原因在于国内航油附加费的缺失。历史数据显示，国内航油附加费占票价的8%-10%的水平，2009年暂停征收航油附加费预计将为国航带来不少于30亿元的税前利润贡献。

综合前述分析，我们认为，公司第三季度盈利，尤其是主业盈利是稍低于市场预期的，但与我们对航空公司业绩一贯谨慎的判断基本相符。

业务展望

公司第四季度仍将盈利。从油价近期走势来看，在未来的两个月高位运行且进一步上涨为大概率事件，将部分侵蚀航空公司业绩，但我们依然公司第四季度仍将盈利，做出这一判断的依据在于：

一、从业务量增长角度来看，公司国内业务仍将快速增长，国际业务的复苏趋势将会加剧；二、从运行效率角度来看，伴随着国内外经济回暖推动的行业复苏，之前稍嫌过剩的运力投放将不复存在，三季度公司国内、国际航线客座率分别提升5.4、9.9个百分点基本消除了该种疑虑；三、目前公司账面的交易性金融负债为28.9亿元，在10月份油价上涨及未来可能继续高位的情况下，燃油套期保值公允价值变动收益将继续对公司利润产生正面影响；四、人民币升值预期再度升温，可能产生部分汇兑收益；五、伴随着油价上涨，油价上调将成为必然，期待航油附加费恢复征收；六、受国际影响较大的国泰航空已经开始盈利，其复苏将持续为公司带来投资收益。惟一对公司业绩可能产生负面影响的为票价水平的不确定性，但我们认为，在经济复苏和去年同期较低基数下，票价进一步下降的空间很小；

综合上述分析，我们初步预计公司2009年第四季EPS为0.04元。

盈利预测

公司第三季度运营情况基本符合我们预期，我们维持对公司的盈利预测，在不考虑人民币升值的情况下，预计2009-2011年EPS分别为0.36元、0.21元、0.26元；以10月27日收盘价7.76元计算，对应的动态PE分别为21.7倍、37倍、29倍。

投资建议

从估值的角度来看，公司2010年的估值水平并不便宜。但是，从投资的角度来看，我们认为中国国航目前面临国际业务复苏、人民币升值等国际性背景，行业正处于上升期，将使得公司未来两年的主业盈利持续增长；从航空业投资的角度来看，趋势性机会把握带来的盈利依然使得行业在不同阶段具备一定的吸引力。因此，我们维持对公司的“推荐”评级，建议短期回调后可适当增持。

风险方面，建议关注油价过快上涨和票价水平在11月份可能的下跌。

表 1：中国国航盈利预测与估值

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	52,970	48,930	57,880	65,517
(+/-)	7.00%	-7.63%	18.29%	13.19%
营业利润	-11,071	3,190	3,432	4,367
(+/-)	-429.90%	-	7.59%	27.24%
净利润	-9,149	42	27	34
(+/-)	-447.40%	-	-41.51%	26.14%
每股净收益（元）	-0.77	0.36	0.21	0.26
PE	-	21.65	37.02	29.35

资料来源：东兴证券

分析师简介

张勋

交通运输行业研究员，对外经济贸易大学管理学硕士，2006年6月加盟天相投资顾问有限公司从事交通运输行业研究，2009年7月加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。