



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

公司动态

2010年1月18日

航空

研究部

陶薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

审慎推荐

中国国航(601111.CH)

中国航空集团公司获得国家拨款，将注入公司

主要财务信息

人民币 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	49,490	52,970	51,958	60,436	67,981
(+/-%)	5.3	7.0	(1.9)	16.3	12.5
主营业务利润	7,977	3,278	7,381	7,747	9,584
(+/-%)	15.2	(58.9)	125.1	5.0	23.7
EBITDA	9,261	4,592	9,182	8,566	10,284
(+/-%)	54.6	(50.4)	99.9	(6.7)	20.1
净利润	3,431	(9,149)	5,059	3,225	3,514
(+/-%)	7.5	(366.7)	155.3	(36.3)	9.0
每股收益 (元)	0.28	(0.75)	0.41	0.26	0.29
每股净资产 (元)	2.49	1.61	1.97	2.20	2.45
每股经营现金流 (元)	0.76	0.58	0.69	0.71	0.85
市盈率 (倍)	37.9	n.m.	25.7	40.3	37.0
EV/EBITDA (倍)	16.4	34.7	18.3	20.2	16.8
市净率 (倍)	4.3	6.6	5.4	4.8	4.3
股价/每股经营现金流	13.9	18.4	15.3	14.8	12.5
净资产收益率 (%)	11.2	(46.3)	21.0	12.0	11.7
投入资本回报率 (%)	6.2	4.4	(11.7)	7.3	4.7
股息收益率 (%)	0.3	0.0	0.6	0.3	0.3

股票信息

	H股	A股
当前股价	港币 6.54	人民币 10.60
股票代码	753.HK	601111.CH
日成交量 (百万股)	46.2	92.1
52周最高/最低价	港币 6.34/1.77	人民币 10.46/3.25
总市值 (百万元)	港币 114,137	人民币 100,478
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 (52.2%)	

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[601111.SH]	+11.44	+14.81	+37.39	+9.37
[上证综合指数]	+0.70	-1.81	+7.95	-1.90
[中金航空指数]	+7.58	+9.82	+30.54	+6.47

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

公司近况:

国航发布公告, 母公司中航集团近日收到财政部和国资委下发的相关文件, 财政部向中航集团下达 2009 年中央国有资本经营预算 15 亿元, 由中航集团向公司注资, 用于公司收购国货航少数股东股权。鉴于收购国货航少数股东股权的项目已经实施, 公司将在收到上述资金后置换先期投入的自有资金。但目前尚无任何具体注资行动。

评论:

我们分析将有两种可能的注资方式。第一种是国航向母公司定向增发 A, H 股, 这与 09 年东航南航获得财政部拨款注资时的方式一样。按照这一方式, 假设以 1 月 15 日收盘价发行, A, H 股各需要发行 9170 万股, 共增发 1.83 亿股, 使总股本扩大 1.5%。此外, 假设以注资获得的资金归还短期借款, 按去年三季报数据计算, 将使公司的资产负债率下降 1.5 个百分点到 74.9%, 按 5.31% 的年利率计算, 每年可节省 7965 万元的利息支出。综合考虑利息节省对盈利的增加和摊薄的影响, 对国航 2010、2011 年的每股盈利略有增厚, 分别为 0.3% 和 0.1%, 而对每股净资产的增厚为 4% 左右 (表 1)。国航也有可能参照东航第二次注资的做法, 同时也向 A 股市场投资者定向增发获得更多注资, 考虑母公司必须绝对控股的限制, 假设集团公司保持 51% 的股权, 则可追加增发 4.67 亿股 A 股, 另获得 49.5 亿元, 总股本扩大 5.3%。在该种情景下, 对于每股盈利和每股净资产的提升分别为 2.2% 和 17.7%, 资产负债率则可相应下降到 70.1%。

考虑到资本市场的不确定性, 我们目前无法对资产注入的时间进行判断。如果短期内无法推出增发方案, 集团可以先将 15 亿低息或无息借给股份, 然后在合适的市场环境再进行定向增发。该种情况下, 资产负债和股权结构不变, 但每年仍可省一定的利息支出 (不超过 7965 万元), 对于国航 2010 年的盈利仍有 0~1.8% 的提升。

综合来看, 注资对于国航影响正面, 但对公司价值提升幅度有限。

估值与建议:

我们维持此前年度策略的观点, 认为行业二季度将有较好的交易机会并建议投资者可以提前布局。我们维持中国国航为行业首选的判断。

图表 1：注资对净资产的增厚预测

国航:	增发价	股权结构（百万股）				每股净资产			市净率	
		注资前		注资后		注资前	注资后	增厚	注资前	注资后
情景1: 按1月15日收盘价，对母公司增发										
总和		12,251	100%	12,435	100%					
集团公司		6,396	52.2%	6,580	52.9%					
A股流通股	RMB 10.60	1,484	12.1%	1,484	11.9%	2.20	2.29	4.0%	4.8	4.6
H股流通股	HKD 6.54	4,371	35.7%	4,371	35.2%	2.24	2.33	3.9%	2.6	2.5
情景2: 按1月15日收盘价下降10%，对母公司增发										
总和		12,251	100%	12,455	100%					
集团公司		6,396	52.2%	6,600	53.0%					
A股流通股	RMB 9.54	1,484	23.6%	1,484	23.2%	2.20	2.28	3.8%	4.8	4.6
H股流通股	HKD 5.89	4,371	24.1%	4,371	23.7%	2.24	2.32	3.7%	2.6	2.5
情景3: 按1月15日收盘价上涨10%，对母公司增发										
总和		12,251	100%	12,418	100%					
集团公司		6,396	52.2%	6,563	52.8%					
A股流通股	RMB 11.66	1,484	23.6%	1,484	23.4%	2.20	2.29	4.2%	4.8	4.6
H股流通股	HKD 7.19	4,371	24.1%	4,371	23.8%	2.24	2.33	4.0%	2.6	2.5
情景4: 按1月15日收盘价，对母公司及其它A股投资者增发										
总和		12,251	100%	12,902	100%					
集团公司		6,396	52.2%	6,580	51.0%					
A股流通股	RMB 10.60	1,484	12.1%	1,951	15.1%	2.20	2.59	17.7%	4.8	4.1
H股流通股	HKD 6.54	4,371	35.7%	4,371	33.9%	2.24	2.63	17.3%	2.6	2.2

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：注资对资产负债率的变化

财务状况（百万元）	注资前 (2009年三季度)	注资后 - 只对大股 东增发	注资后 - 同时对A股 其它投资者增发
总资产	101,959	101,959	101,959
总负债	77,905	76,405	71,457
资产负债率	76.4%	74.9%	70.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务数据

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
损益表					
主营业务收入净额	49,490	52,970	51,958	60,436	67,981
(+/-%)	5	7	(2)	16	12
主营业务成本	40,308	48,607	43,513	51,451	57,004
(+/-%)	3	21	(10)	18	11
主营业务利润	7,977	3,278	7,381	7,747	9,584
(+/-%)	15	(59)	125	5	24
营业利润	3,384	(9,660)	4,757	2,515	2,860
(+/-%)	122	(385)	(149)	(47)	14
利润总额	4,778	(10,852)	5,828	4,044	4,466
(+/-%)	(2)	(327)	(154)	(31)	10
净利润	3,431	(9,149)	5,059	3,225	3,514
(+/-%)	8	(367)	155	(36)	9
现金流量表					
经营活动现金流	9,349	7,053	8,502	8,746	10,390
投资活动现金流	(8,458)	(7,526)	(10,995)	(13,038)	(11,092)
融资活动现金流	(1,994)	(282)	(7,833)	2,794	(1,485)
现金及现金等价物净增加额	-1,103	-755	-10,325	-1,498	-2,186
资产负债表					
流动资产	8,672	9,226	-631	-1,064	-2,302
长期投资和固定资产	77,628	84,686	94,793	103,028	108,818
无形资产及其他资产	1,609	3,054	3,030	3,005	2,981
流动负债	26,405	42,696	39,332	39,239	40,757
长期负债	31,451	35,914	33,538	38,383	38,039
少数股东权益	138	514	225	428	653
股东权益	30,545	19,774	24,097	26,919	30,048
财务指标					
税前利润率 (%)	9.7	(20.5)	11.2	6.7	6.6
净利润率 (%)	6.9	(17.3)	9.7	5.3	5.2
息税折旧摊销前利润率 (%)	18.7	8.7	17.7	14.2	15.1
净资产收益率 (%)	11.2	(46.3)	21.0	12.0	11.7
资产收益率 (%)	3.9	(9.3)	5.2	3.1	3.2
股息收益率 (%)	0.3	0.0	0.6	0.3	0.3
净债务/股东权益 (%)	133.8	257.0	247.7	239.2	217.9
资产负债率 (%)	65.3	79.5	75.0	73.9	72.0
流动比率	0.3	0.2	(0.0)	(0.0)	(0.1)
速动比率	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)

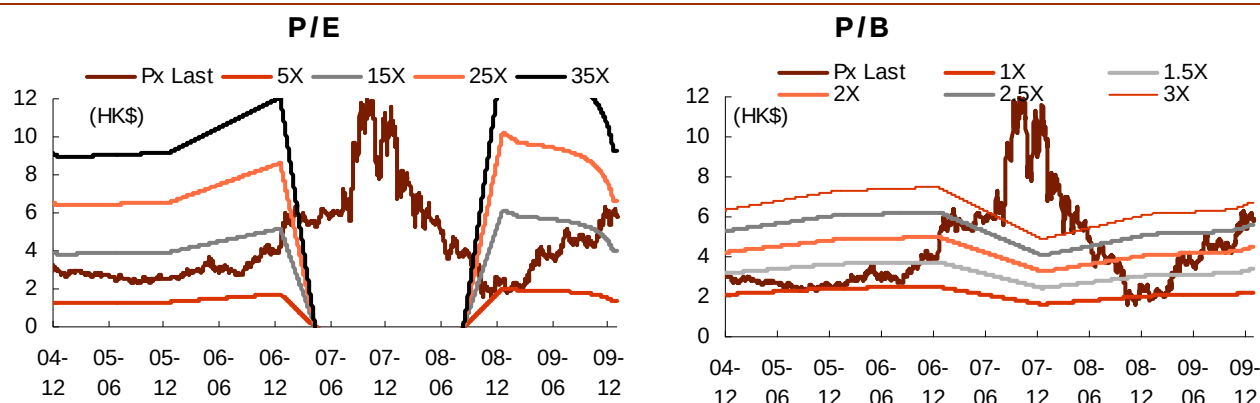
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

	代码	货币	股价		市盈率			EV/EBITDA				市净率				
			10-1-15	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	14.44	n.m.	27.0	21.7	14.1	22.6	10.1	8.9	7.3	1.5	1.4	1.4	1.3	
新加坡航空	SIA SP	SGD	14.28	15.9	n.m.	19.1	13.2	5.8	9.1	5.6	4.7	1.4	1.3	1.3	1.2	
全日空	9202 JP	JPY	290.00	n.m.	n.m.	102.5	26.9	12.0	13.6	8.9	6.8	1.6	1.6	1.5	1.4	
日本航空	9205 JP	JPY	8.00	n.m.	n.m.	n.m.	1.0	13.9	29.4	6.6	4.6	n.m.	0.2	0.1	0.1	
大韩航空	003490 KS	KRW	60200.00	n.m.	n.m.	17.7	17.7	22.5	0.0	0.0	0.0	1.4	1.5	1.4	1.4	
韩亚航空	020560 KS	KRW	3895.00	n.m.	n.m.	n.m.	78.7	20.2	1.8	0.0	0.0	0.9	0.8	0.9	0.9	
中华航空	2610 TT	TWD	11.35	n.m.	n.m.	43.2	22.7	1773.4	14.7	12.4	10.8	1.2	1.4	1.4	1.6	
长荣航空	2618 TT	TWD	13.90	n.m.	n.m.	37.5	14.9	272.3	12.0	10.0	8.7	1.2	1.2	1.7	2.2	
快达航空	QAN AU	AUD	2.94	52.5	18.7	11.3	9.7	8.1	4.6	3.8	3.5	1.2	1.1	1.1	1.0	
泰国航空	THAI TB	THB	19.40	n.m.	33.2	9.1	6.1	19.0	6.5	5.8	5.1	0.7	0.7	0.6	0.6	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.96	20.3	n.m.	n.m.	17.6	12.7	n.m.	15.2	5.1	76.0	8.6	4.2	2.6	
平均值				29.5	26.3	32.8	20.2	198.4	10.2	7.0	5.2	8.7	1.8	1.4	1.3	
中值				20.3	27.0	20.4	14.9	19.0	9.6	6.6	5.1	1.3	1.3	1.4	1.3	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	192.00	n.m.	n.m.	n.m.	16.4	5.1	10.5	4.1	3.0	1.3	1.7	1.8	1.7	
汉莎航空	LHA GR	EUR	12.70	9.7	n.m.	100.0	13.8	2.8	5.5	4.0	3.2	1.0	0.9	0.9	0.9	
法国航空	AF FP	EUR	12.56	n.m.	n.m.	n.m.	14.8	6.9	14.0	6.2	4.4	0.6	0.7	0.8	0.7	
平均值				9.7	n.m.	100.0	15.1	4.0	8.0	4.0	3.1	1.2	1.3	1.4	1.3	
中值				9.7	n.m.	100.0	15.1	4.0	8.0	4.0	3.1	1.2	1.3	1.4	1.3	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	6.54	n.m	14.0	21.2	18.6	35.2	15.3	16.1	13.5	3.5	2.8	2.5	2.2	
南方航空	1055 HK	HKD	2.83	n.m	62.1	12.3	24.2	n.m.	11.2	10.9	11.0	2.3	1.9	1.6	1.5	
东方航空	670 HK	HKD	2.87	n.m	57.8	49.4	28.7	n.m.	12.9	12.8	12.0	n.m.	18.3	2.8	2.5	
平均值				n.m.	44.6	27.6	23.8	35.2	13.2	13.2	12.2	2.9	7.7	2.3	2.0	
中值				n.m.	57.8	21.2	24.2	35.2	12.9	12.8	12.0	2.9	2.8	2.5	2.2	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	10.60	n.m	25.7	40.3	37.0	34.7	18.3	20.2	16.8	6.6	5.4	4.8	4.3	
南方航空	600029 CH	CNY	6.19	n.m	131.8	31.0	57.8	n.m.	14.9	14.1	14.0	5.8	4.6	4.0	3.8	
ST东航	600115 CH	CNY	6.33	n.m	139.9	120.7	73.1	n.m.	17.3	15.1	11.0	n.m.	21.4	5.8	5.3	
*ST上航	600591 CH	CNY	7.27	n.m	n.m	n.a.	n.a.	n.m.	20.6	n.a.	n.a.	20.1	7.0	n.a.	n.a.	
平均值				n.m.	99.1	64.0	56.0	34.7	17.8	16.4	13.9	9.6	9.6	4.9	4.5	
中值				n.m.	131.8	40.3	57.8	34.7	17.8	15.1	14.0	6.6	6.2	4.8	4.3	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 5：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

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。