

中国国航 (601111)

增持/ 维持评级

股价: RMB11.64

分析师

李军

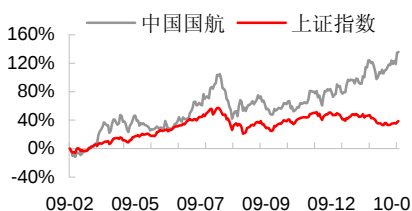
021-50106015 lijunyjs@lhq.com

## 相关研究

## 基础数据

|                |       |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股)      | 12251 |
| 流通 A 股 (百万股)   | 7846  |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0.00  |
| 可转债 (百万元)      | N/A   |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 91324 |

## 与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

# 联手国泰，成立新货航

## —中国国航、国泰航空成立合资货运公司点评

- 中国国航于 2010 年 2 月 25 日与国泰航空签署协议 (协议已获得公司董事会批准), 协议内容为通过向中国国际货运航空有限公司进行股权重组的方式成立一家合资货运公司, 重组完成后, 中国国航持有新的国货航 51% 股权, 国泰航空持有新的国货航 25% 股权, AFC 公司持有 24% 股权。
- 新国货航的成立将提升国航航空货运业务竞争力: 一方面, 以上海为主要基地的合资货运公司的成立将使国航充分把握以长三角的航空货运机会, 另一方面, 与国泰航空的合资使得国货航能有效利用国泰航空的国际销售网络, 提升其国际航空货运业务回程载运率, 同时也充分利用国泰货航在产品设计、营销网络、客户等方面的资源。
- 成立以上海为基地的合资货运公司是为了应对竞争的必然选择: 目前的情形是, 上海本土并未有占绝对优势的本土货运航空公司, 而未来的发展趋势是, 随着本土基地航空公司的成长, 无论国航还是国泰货运航空, 其上海的航空货运业务必然受到较大冲击, 而合资货运航空公司的成立, 则能够充分利用双方优势, 力求在未来的竞争中占据先机。
- 短期对业绩影响有限: 考虑到此次交易的性质以及航空货运市场发展状况, 我们认为此次交易短期内对公司业绩影响有限, 暂不调整对公司盈利预测。
- 投资评级: 维持公司 2009 年至 2011 年 0.42 元/股、0.40 元/股、0.52 元/股的盈利预测, 维持“增持”的投资评级, 建议投资者继续超配中国国航。

## 经营预测与估值

|               | 2008A   | 2009-3Q | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 52970.0 | 36459.4 | 49602.0 | 58484.0 | 67256.6 |
| (+/-%)        | 7.0     | -7.8    | -6.4    | 17.9    | 15.0    |
| 归属母公司净利润(百万元) | -9149.1 | 3810.9  | 5099.6  | 4900.3  | 6429.5  |
| (+/-%)        | -347.4  | 572.8   | -44.3   | -3.9    | 31.2    |
| EPS(元)        | -0.75   | 0.31    | 0.42    | 0.40    | 0.52    |
| P/E(倍)        | -15.6   | 37.4    | 26.0    | 27.0    | 20.6    |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

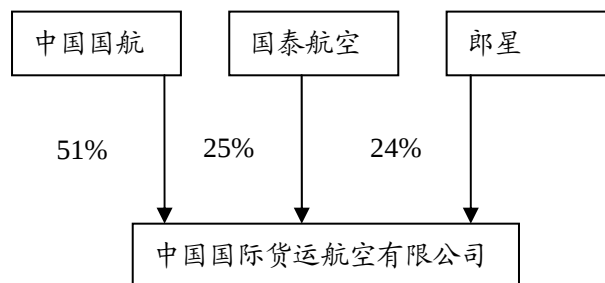
## 中国国航、国泰航空拟成立合资货运公司

### 国泰航空通过增资入股国货航

中国国航于 2010 年 2 月 25 日与国泰航空签署协议（协议已获得公司董事会批准），协议内容为通过向中国国际货运航空有限公司进行股权重组的方式成立一家合资货运公司。

根据协议安排，中国国际货运航空有限公司增加注册资本 1,035,294,118 元，其中国泰航空通过其全资子公司国泰货运出资人民币 851,621,140 元，郎星出资人民币 238,453,919 元，增资完成后，国货航注册资本由 22 亿增加至 32.35 亿，新的股权结构为：

图 1：新的中国国际货运航空有限公司股权结构



资料来源：华泰联合证券研究所

### 公司控股子公司将持有的郎星股权转让至第三方 AFL 公司

此次协议前持有中国国际货运航空有限公司 25% 股权的郎星公司为中国国航全资子公司中航兴业的全资子公司，为达成此项协议，中航兴业将持有的郎星股权转让给了一家由一个慈善信托持有并以收购朗星为目的而在开曼群岛注册成立的公司 KFL。

即此次交易完成后，中国国际货运航空有限公司由中国国航的全资子公司变成中国国航持股 51% 的控股子公司，同时我们注意到这样的安排，AFL 从中国国航的全资子公司中航兴业收购持有的郎星股权的价款由国泰航空提供，同时 AFL 将郎星的全部股权抵押给国泰航空集团，并以其持有郎星持有国货航 24% 的股权的股息向国泰航空集团偿还相关贷款，由此我们可以认为国泰航空在新成立的合资货运公司国货航所拥有的影响力要远超过其持股比例 25%。

### 新的国货航向国泰航空购买 3 架全货机扩充机队

新的国货航将以人民币约 19.24 亿元向国泰航空购买 4 架 B747-400BCF 型号改装货机和两台备用航空发动机，国货航将以国泰货运以及郎星在本次交易中认购的出资以及自由资金和银行贷款支付收购货机的对价，此次向国泰航空收购货机完成后，新的国货航的在运营全货机队规模达到 12 架，现有的国货航全货机信息如下表。

表 1: 现有的中国国际货运航空有限公司全货机队

| 飞机机型          | 发动机型号       | 引进时间    | 首次交付    | 当前状态 |  |
|---------------|-------------|---------|---------|------|--|
| TU204-120C    | RB211-535E4 | 2008-10 |         |      |  |
| B747-412F     | PW4056      | 2003-10 | 1995-2  | 运营中  |  |
| B747-4FT      | PW4056      | 2005-12 |         | 运营中  |  |
| B747-4FT      | PW4056      | 2006-4  |         | 运营中  |  |
| B747-433F     | PW4056      | 2006-6  | 1991-6  | 运营中  |  |
| B747-433F     | PW4056      | 2006-9  | 1991-8  | 运营中  |  |
| B747-4J6(BCF) | PW4056      | 2009-4  | 1989-10 | 运营中  |  |
| B747-2J6(BCF) | PW4056      | 2009-6  | 1990-2  | 运营中  |  |

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 合资货运公司成立将提升国航航空货运业务竞争力

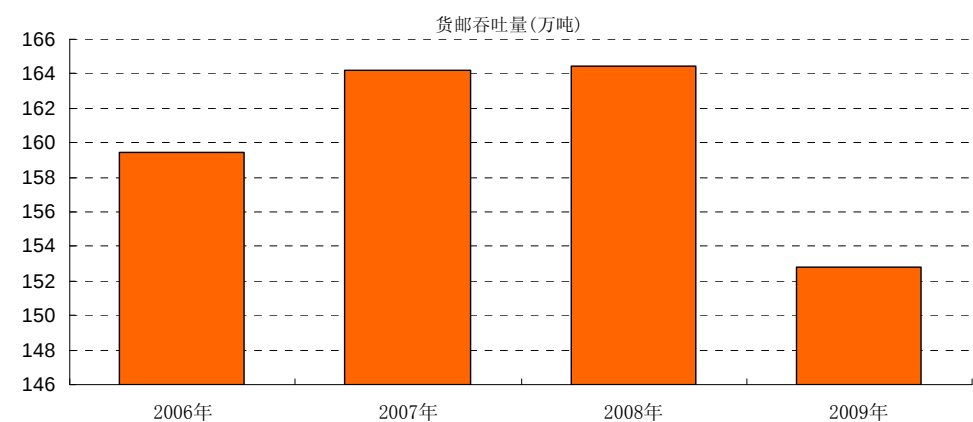
以上海为基地的货运公司成立将使国航充分把握中国航空货运机会

上海的航空货邮吞吐量遥遥领先于中国内地其他城市航空货邮吞吐量, 成立以上海为基地的货运航空合资公司, 将可使国货航充分把握长三角的航空货运机会。

有望提升国货航回程载运率

由于国外销售网络的不健全等原因, 中国航空货运公司的国际航空货运业务回程载运率一般较低, 国泰航空在航空货运方面颇具实力, 拥有的全货机队规模约为 30 架, 经香港国际机场运载的航空货量超过 130 万吨每年, 同时国泰航空本身目前已经运作每周 15 至 16 班来往上海及香港的货运航班, 再经香港往返北美及欧洲等地, 因此国航和国泰航空的合资能使得国货航一方面能有效利用国泰航空的国际销售网络, 提升其国际航空货运业务回程载运率, 同时也充分利用国泰货航在产品设计、营销网络、客户等方面的资源(对于国泰航空而言, 通过入股以上海为基地的国货航, 能将触角深入至长三角, 从而摆脱其过度依赖长三角货源的境地。)

图 2: 国泰航空货邮吞吐量发展趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所、国泰航空

**表 2：国泰航空现有全货机信息（截至 2009 年中期）**

| 机型          | 拥有 | 筹资 | 营业 | 合计        |
|-------------|----|----|----|-----------|
| 其中：由国泰运营    |    |    |    |           |
| B747-200F   | 1  |    |    | 1         |
| B747-400F   | 2  | 4  |    | 6         |
| B747-400BCF | 7  | 1  | 4  | 12        |
| B747-400ERF |    | 6  |    | 6         |
| B747-8F     |    |    |    |           |
| 由港龙航空运营     |    |    |    |           |
| B747-400BCF | 1  |    |    | 1         |
| 由华民航空运营     |    |    |    |           |
| A300-600F   | 2  | 6  |    | 8         |
| 合计          |    |    |    | <b>33</b> |

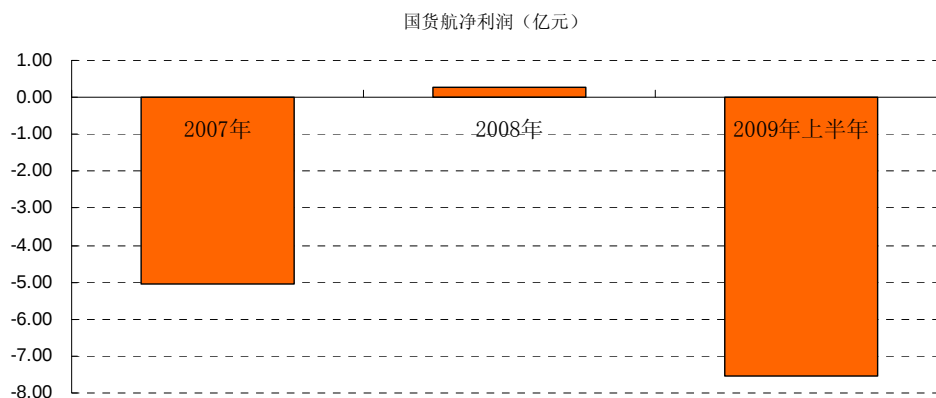
资料来源：华泰联合证券研究所、国泰航空

### 成立以上海为基地的合资货运公司是为了应对竞争的必然选择

目前的情形是，上海本土并未有占绝对优势的本土货运航空公司，而未来的发展趋势是，随着本土基地航空公司的成长，无论国航还是国泰货运航空，其上海的航空货运业务必然受到较大冲击，而合资货运航空公司的成立，则能够充分利用双方优势，力求在未来的竞争中占据先机。

### 短期对业绩影响有限

考虑到此次交易的性质以及航空货运市场发展状况，我们认为此次交易短期内对公司业绩影响有限，暂不调整对公司盈利预测。

**图 3：国货航净利润发展趋势**


资料来源：华泰联合证券研究所、中国国航公开信息

### 投资评级

维持公司 2009 年至 2011 年 0.42 元/股、0.40 元/股、0.52 元/股的盈利预测，维持“增持”的投资评级，建议投资者继续超配中国国航。

**盈利预测**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>    | 9226        | 9487         | 11083        | 12690        | <b>营业收入</b>     | 52970       | 49602        | 58484        | 67257        |
| 现金             | 4664        | 4960         | 5848         | 6726         | 营业成本            | 48607       | 41731        | 47024        | 51726        |
| 应收账款           | 2074        | 2438         | 2873         | 3305         | 营业税金及附加         | 1085        | 1102         | 1287         | 1468         |
| 其他应收款          | 1111        | 990          | 1167         | 1342         | 营业费用            | 3282        | 3118         | 3658         | 4214         |
| 预付账款           | 310         | 209          | 235          | 259          | 管理费用            | 1574        | 1421         | 1696         | 1943         |
| 存货             | 813         | 835          | 940          | 1035         | 财务费用            | 376         | 1231         | 1657         | 1502         |
| 其他流动资产         | 255         | 55           | 18           | 24           | 资产减值损失          | 259         | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 89671       | 97725        | 103172       | 107820       | 公允价值变动收益        | -7707       | 2800         | 1400         | 0            |
| 长期投资           | 7323        | 7323         | 7323         | 7323         | 投资净收益           | -1152       | 600          | 1000         | 1000         |
| 固定资产           | 66245       | 77086        | 84745        | 90196        | <b>营业利润</b>     | -11071      | 4399         | 5562         | 7404         |
| 无形资产           | 2564        | 2499         | 2434         | 2369         | 营业外收入           | 364         | 1753         | 350          | 350          |
| 其他非流动资产        | 13540       | 10817        | 8671         | 7932         | 营业外支出           | 145         | 8            | 8            | 8            |
| <b>资产总计</b>    | 98898       | 107212       | 114255       | 120510       | <b>利润总额</b>     | -10852      | 6144         | 5904         | 7746         |
| <b>流动负债</b>    | 42696       | 37987        | 35928        | 31976        | 所得税             | -1592       | 922          | 886          | 1162         |
| 短期借款           | 9380        | 13154        | 11412        | 6529         | <b>净利润</b>      | -9260       | 5222         | 5018         | 6584         |
| 应付账款           | 7793        | 6260         | 7054         | 7759         | 少数股东损益          | -111        | 123          | 118          | 155          |
| 其他流动负债         | 25524       | 18574        | 17463        | 17688        | 归属母公司净利润        | -9149       | 5100         | 4900         | 6430         |
| <b>非流动负债</b>   | 35914       | 40712        | 44483        | 49064        | EBITDA          | -4428       | 12298        | 15347        | 18381        |
| 长期借款           | 14110       | 14110        | 14110        | 14110        | EPS (元)         | -0.75       | 0.42         | 0.40         | 0.52         |
| 其他非流动负债        | 21804       | 26602        | 30373        | 34954        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 78610       | 78700        | 80412        | 81040        | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 少数股东权益         | 514         | 637          | 755          | 910          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 12251       | 12251        | 12251        | 12251        | 营业收入            | 7.0%        | -6.4%        | 17.9%        | 15.0%        |
| 资本公积           | 11677       | 11677        | 11677        | 11677        | 营业利润            | -329.0%     | -60.3%       | 26.4%        | 33.1%        |
| 留存收益           | -2544       | 2556         | 6436         | 11886        | 归属于母公司净利润       | -347.4%     | -44.3%       | -3.9%        | 31.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 19774       | 27876        | 33089        | 38561        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 98898       | 107212       | 114255       | 120510       | 毛利率(%)          | 8.2%        | 15.9%        | 19.6%        | 23.1%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | -17.3%      | 10.3%        | 8.4%         | 9.6%         |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE(%)          | -46.3%      | 18.3%        | 14.8%        | 16.7%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROIC(%)         | -13.4%      | 7.8%         | 9.4%         | 11.3%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 7053        | 17145        | 19879        | 21924        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | -9260       | 5222         | 5018         | 6584         | 资产负债率(%)        | 79.5%       | 73.4%        | 70.4%        | 67.2%        |
| 折旧摊销           | 6267        | 6667         | 8128         | 9475         | 净负债比率(%)        | 42.84%      | 45.26%       | 40.18%       | 33.00%       |
| 财务费用           | 376         | 1231         | 1657         | 1502         | 流动比率            | 0.22        | 0.25         | 0.31         | 0.40         |
| 投资损失           | 1152        | -600         | -1000        | -1000        | 速动比率            | 0.20        | 0.23         | 0.28         | 0.36         |
| 营运资金变动         | 1797        | 13985        | 2356         | 2868         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 6721        | -9361        | 3719         | 2495         | 总资产周转率          | 0.57        | 0.48         | 0.53         | 0.57         |
| <b>投资活动现金流</b> | -8338       | -13148       | -13000       | -13000       | 应收账款周转率         | 21          | 22           | 22           | 21           |
| 资本支出           | 7526        | 14000        | 14000        | 14000        | 应付账款周转率         | 6.88        | 5.94         | 7.06         | 6.98         |
| 长期投资           | -569        | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -1381       | 852          | 1000         | 1000         | 每股收益(最新摊薄)      | -0.75       | 0.42         | 0.40         | 0.52         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 737         | -3701        | -5991        | -8047        | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.58        | 1.40         | 1.62         | 1.79         |
| 短期借款           | 2834        | 3774         | -1742        | -4883        | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.61        | 2.28         | 2.70         | 3.15         |
| 长期借款           | 1172        | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E             | -14.48      | 25.97        | 27.03        | 20.60        |
| 资本公积增加         | -176        | 0            | 0            | 0            | P/B             | 6.70        | 4.75         | 4.00         | 3.43         |
| 其他筹资现金流        | -3093       | -7475        | -4249        | -3164        | EV/EBITDA       | -37         | 13           | 11           | 9            |
| <b>现金净增加额</b>  | -755        | 296          | 888          | 877          |                 |             |              |              |              |

数据来源: 华泰联合证券研究所。

### 华泰联合证券股票评级标准

增 持      未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性      未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持      未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

### 华泰联合证券行业评级标准

增 持      行业股票指数超越大盘  
中 性      行业股票指数基本与大盘持平  
减 持      行业股票指数明显弱于大盘

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhqz.com

### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhqz.com