

动态报告

交通运输

航空机场

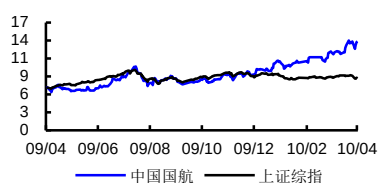
中国国航(601111)
推荐

中国国航 2009 年报&2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	14.17
总股本/流通 A 股(百万股)	12,251.36/7,845.68
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	173,601.80/173,601.80
上证综指/深圳成指	2,999.48/11,703.96
12 个月最高/最低(元)	14.29/6.10

财务数据

净资产(百万元)	23,605.02
每股净资产(元)	1.93
市净率	7.35
资产负债率	76.41%
息率	

相关研究报告:

《中国国航: 高价定增和收购故事提升股东价值》——2010-3-12

陈建生

电话:86-755-82133766

E-mail:chenjsheng@guosen.com.cn

执业证书编号: S0980210030019

财报点评

主业强劲复苏, 关注国泰投资收益

●业绩符合预期, 套保冲回主导盈利

中国国航 2009 年实现盈利 49.78 亿元, 2008 年亏损 92.60 亿元, 同比大幅扭亏。每股收益为 0.42 元, 和我们 0.43 元的预期基本一致。

航油套保是 08 年亏损主因, 油价回升下的套保冲回也是 09 年的最大利润来源。

●国际收入比重下降较大, 预计 2010 年快速反弹

经济危机后发达经济体缓慢复苏, 国际航线和地区航线客运收入占比从 2008 年的 45.8% 下滑至 38.2%。预计 2010 年国际航线较国内航线更加强劲, 但无法恢复至危机前的水平。

●维修费用会否反弹需要进一步确认

中国国航维修成本同比减少 2.1%, 和南航、东航一样出现同比下滑。该项费用在 2010 年会否反弹需要进一步确认。

●一季度主业经营大幅改善, 非经常损益锦上添花

中国国航 2010 年一季度主业同比增加约 10 亿元, 源于收入快速增长和利润率快速提升。

在行业快速复苏的大背景下, 中国国航航空主业量价齐升, 收入同比增长 31%。息税前利润率从 2009 年一季度的 4.2% 提升至 2010 年的 9.7%。

●国泰贡献投资收益值得关注

中国国航一季度投资收益 4.06 亿元, 而去年同期为 -0.89 亿元。预计主要来源于国泰航空。

国泰航空需求沿短航线至长航线的顺序复苏, 已进入全面复苏阶段。进入 2010 年国泰航空两舱需求亦态势良好, 来自国泰航空的投资收益值得关注。

●维持“推荐”评级

预计国航 2010-2011 年 EPS 分别为 0.67、0.74 元, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51095	66250	74246	83208
(+/-%)	-4%	30%	12%	12%
净利润(百万元)	5029	8154	9056	7453
(+/-%)	-155%	62%	11%	--
每股收益(元)	0.41	0.67	0.74	0.61
EBIT Margin	4%	10%	9%	9%
净资产收益率 (ROE)	21%	27%	24%	17%
市盈率 (PE)	34.5	21.3	19.2	23.3
EV/EBITDA	28.2	18.5	17.8	16.0
市净率 (PB)	7.3	5.7	4.6	4.0

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

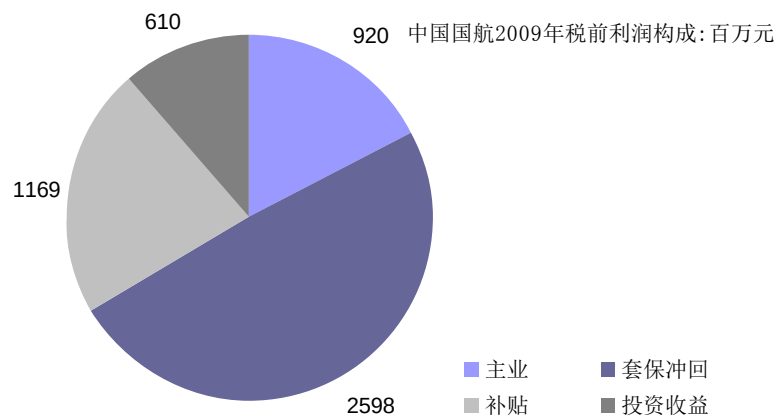
业绩符合预期，套保冲回主导盈利

中国国航 2009 年实现盈利 49.78 亿元，2008 年亏损 92.60 亿元，同比大幅扭亏。每股收益为 0.42 元，和我们 0.43 元的预期基本一致。

航油套保是 08 年亏损主因，油价回升下的套保冲回也是 09 年的最大利润来源。公司 6.1 亿的投资收益主要来自于公司目前持股 29.99% 的国泰航空，而套保冲回亦是国泰航空 2009 年主要利润来源。

中国国航 2009 年航空主业税前实现盈利 9.2 亿元，利润率约为 1.8%。

图表 1: 中国国航税前利润构成



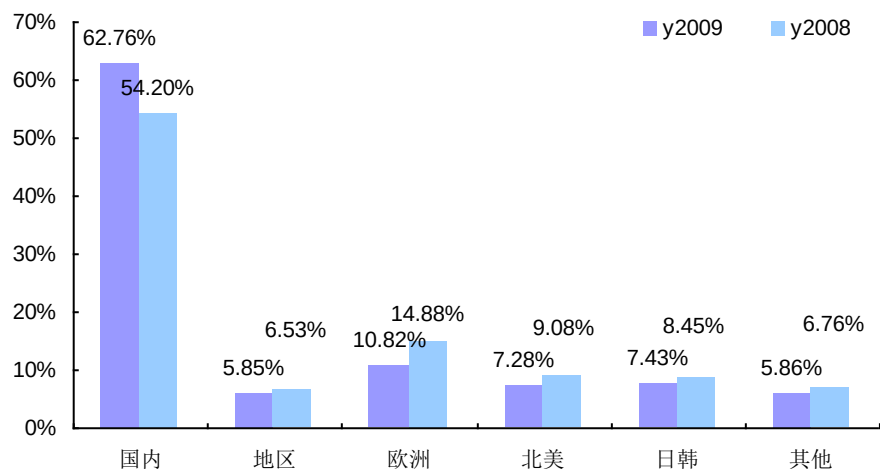
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所测算

国际收入比重下降较大，预计 2010 年快速反弹

经济危机后发达经济体缓慢复苏，国际航线和地区航线客运收入占比从 2008 年的 45.8% 下滑至 38.2%。

延续我们在 3 月份航空月报和南航、东航年报点评中的观点，预计 2010 年国际航线将较国内航线更加强劲，但无法恢复至危机前的水平。

图表 2: 中国国航分航线客运收入结构变化



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所测算

维修成本低增长, 有待进一步确认

中国国航维修成本同比减少 2.1%, 和南航、东航一样出现同比下滑。该项费用在 2010 年会否反弹需要进一步确认。

图表 3: 中国国航 09 年细分成本分析 (无特别标注单位为百万元)

	y2008	y2009	同比	解释
航油	14466	22614	-36.0%	油价下跌
起降	5789	5538	4.5%	起降架次增加
折旧	7051	6365	10.8%	新购飞机增加折旧
维修	1767	1804	-2.1%	待进一步和公司沟通
员工	6627	5843	13.4%	增幅超过同业
销售费用	3085	2603	18.5%	市场竞争激烈导致高佣金率
管理费用	1016	1089	-6.7%	费用控制
ASK (亿客公里)	986	918	7.4%	

数据来源: 公司年报, 国信证券研究所测算

中国国航人工成本从 2008 年的 58.44 亿元, 上升至 2009 年的 66.27 亿元, 同比增加 13.4%, 涨幅和东航持平, 但远高于南航, 公司人力成本存在压缩空间, 2010 年的提薪压力较小。(南航为飞行、乘务人员薪酬数据)

图表 4: 中国国航 09 年细分成本分析 (无特别标注单位为百万元)

	y2008	y2009	同比
中国国航	6627	5843	13.4%
南方航空	2490	2622	5.3%
ST东航	5148	4545	13.1%

数据来源: 公司年报, 国信证券研究所测算

一季度主业经营大幅改善, 非经常损益锦上添花

中国国航 2010 年一季度主业同比增加约 10 亿元, 源于收入快速增长和利润率快速提升。

在行业快速复苏的大背景下, 中国国航航空主业价量齐升, 收入同比增长 31%。息税前利润率从 2009 年一季度的 4.2% 提升至 2010 年的 9.7%。

管理费用和销售费用大幅提升超出我们预期, 尚需要进一步跟踪。

图表 5: 中国国航 2010 一季报利润简表 (无特别标注单位为百万元)

	y2010	y2009	同比	
营业收入	14696	11244	31%	价量齐升驱动收入增长
营业成本	13500	11023	22%	油价和生产规模扩大
营业税金及附加	346	272	27%	
销售费用	964	813	19%	延续高增长, 值得关注
管理费用	390	285	37%	大幅反弹
财务费用	231	259	-11%	浮息贷款利率降低
公允价值变动收益	938	444	111%	套保冲回
投资收益	406	-89	—	国泰投资收益
营业利润	2540	256	892%	
息税前利润	1427	480	197%	
息税前利润率%	9.7%	4.3%	5.4%	息税前利润率大幅提升

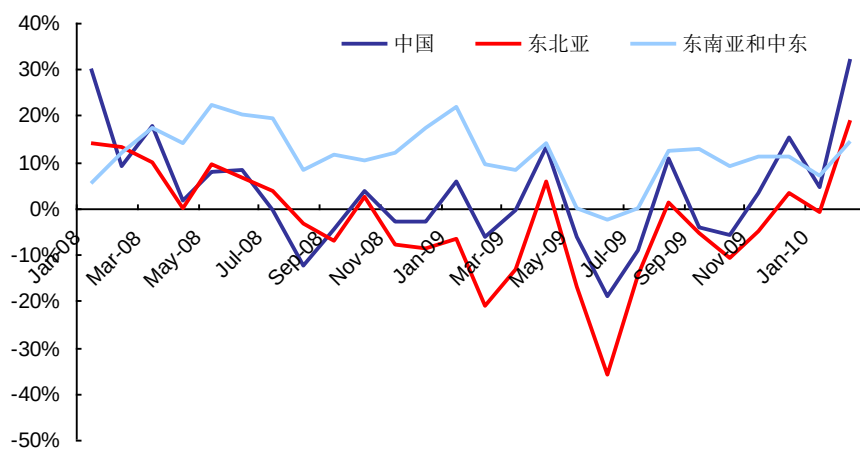
数据来源: 公司季报, 国信证券研究所测算

国泰贡献投资收益值得关注

中国国航一季度投资收益 4.06 亿元, 而去年同期为 -0.89 亿元。预计主要源自国泰航空。

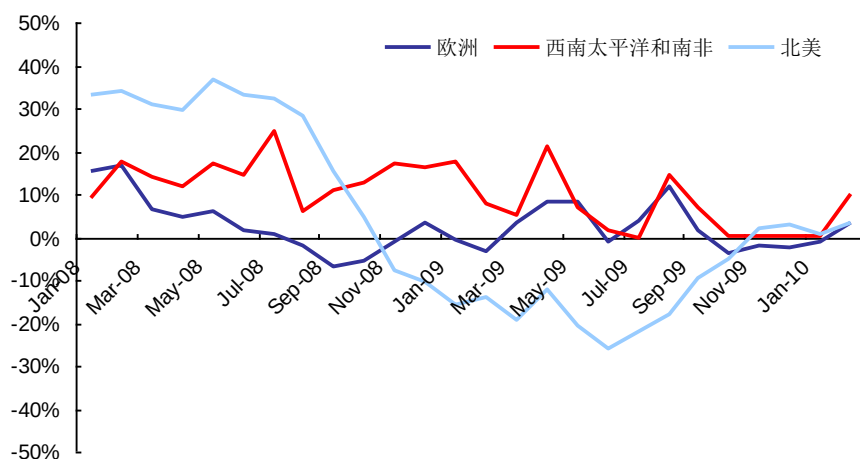
国泰航空需求延续从短航线至长航线的顺序复苏, 已进入全面复苏阶段。进入 2010 年国泰航空两舱需求亦态势良好, 来自国泰航空的投资收益值得关注。

图表 6: 国泰航空洲内客运周转量 (RPK) 同比变化



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所测算

图表 7: 国泰航空洲际客运周转量 (RPK) 同比变化



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所测算

维持“推荐”评级

预计国航 2010-2011 年 EPS 分别为 0.67、0.74 元, 维持“推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123	