

股价超跌，维持买入

- 中国国航在近期股价达到高点后，股价下跌近 18%。我们认为股价超跌，维持买入评级，目标价 15。同时在此过程中原油价格也调整了近 13%。
- 近期的一波原油价格调整更加确证了特定历史时期航空公司毛利空间扩大的一个规律性特征。据我们研究，航空公司在经济复苏的过程中，首先会经历油价温和上涨与航空公司毛利空间同时扩大的时期，这一时期，票价水平的上涨与客座率的上升可以盖过油价的上涨，当经济发展到一定时期，油价陡峭上涨，航空公司毛利空间被压缩。从 2009 年下半年以来，伴随油价上涨，航空公司毛利也快速扩大。2009 年 3 季度，4 季度，2010 年 1 季度，WTI 原油均价维持在 68\$/桶、76\$/桶、79\$/桶，目前又有回落到 76/桶。这样的一个温和波动始终没有突破我们对 2010 年原油价格 80—85\$/桶的假设，使得航空公司业绩预测的兑现有所保证。并且油价上升下滑反复中的温和上升使我们更加确证中国航空业正处于我们所说的特定历史时期。
- 燃油附加费顺利传导。费油联动机制实行后，航空公司有了自主调整燃油附加费的权利。目前看，这一机制十分有利于航空公司。尽管机制设计航空公司在联动过程中消化 20% 的燃油成本上涨，但事实上，据我们了解航空公司有能力将燃油成本的上涨完全传导。同时尽管 4 月份上调了国内航空煤油的出厂价，但目前航空公司的综合采购成本还没有真正上调。
- 国际运输劳务免征营业税对中国国航最有利。由于中国国航的国际业务三大航中占比最高（2009 年数据已有所下滑，37%），同时 2010 年国际客运出现了明显的反转，国际货运更是早已超过历史高点，预计免征国际运输劳务营业税可以给中国国航带来 6.58 亿的利润额，影响 2010 年 EPS0.04—0.05 元。
- 我们最新观测的数据表明航空业运营持续向好。我们最新观测到的 4 月份上海货运站的数据与香港空运货站的数据显示航空业淡季不淡。浦东机场货运站 4 月共完成货量运输 11.49 万吨，同比增长 85%，其中国内货量 5578 吨，同比增长 171%；国际货量 10.93 万吨，同比增长 82%。香港空运货站 4 月共完成货量运输 24.8 万公吨，同比增长 41.9%，其中出口增长 53.5%，进口增长 32.1%，转口增长 26.5%。这一个数据环比今年 3 月份依然有所上涨，这基本上是打破以前历史规律，从中我们可以看出航空业在继续恢复中，并延续一季度历史最高水平的强势。
- 中国国航最佳标的。中国国航受益于国内、国际业务的强劲复苏。同时其平均 1300 公里的航程受 2011、2012 年高铁冲击较小。2009 年三项航空相关的股权运作也将加强使盈利同向加强。同时公司也将在人民币升值过程中，享受每 1% 升值，0.03 元的业绩增长。在不考虑汇兑情况下，我们预计中国国航 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 0.53 元、0.46 元、0.44 元，维持买入评级，目标价 15 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师

8621-50366888 × 6066

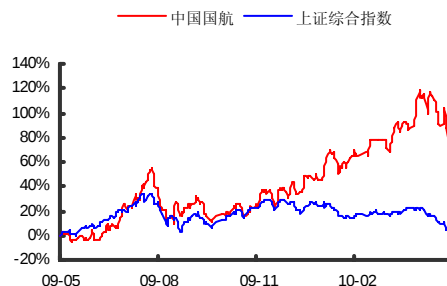
Zhangqi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108031036

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2010 年 5 月 10 日)	11
目标价格	15
总股本/A 股 (万股)	1225136/784568
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告日期	2010 年 5 月 11 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-37.92	-0.31	69.11
相对表现 (%)	-20.61	10.69	64.50

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-4%	21%	13%	13%
EBITA 同比	-1071%	273%	-2%	-6%
ROE	21%	33%	22%	17%
ROIC	3%	8%	6%	5%
EPS	0.41	0.53	0.46	0.43
每股净资产	1.95	1.60	2.06	2.50
P/E	22.78	17.59	20.26	21.68
p/B	4.79	5.83	4.53	3.75

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7179	6420	8074	-35472	营业总收入	51095	61673	69397	78190
现金	3202	1850	3470	-40683	营业总成本	50252	54808	62729	72027
应收票据	2	6	7	8	营业成本	41947	47045	54375	63474
应收账款	2201	2467	2429	2737	销售费用	3813	3361	3366	3440
预付账款	350	565	544	635	管理费用	1620	1597	1655	1701
存货	931	786	816	952	财务费用	1206	1330	1668	1535
非流动资产	98984	99939	108450	117621	其他经营收益	3370	1289	1353	1332
长期投资	13236	8055	8458	8881	投资净收益	610	1289	1353	1332
固定资产	69148	76180	83277	89918	营业利润	4213	8154	8021	7495
在建工程	11731	13168	14573	16420	营业外收入减支出	1101	987	0	0
无形资产	3063	2467	2082	2346	利润总额	5315	9141	8021	7495
资产合计	106163	106359	116524	82149	减：所得税	336	2285	2005	1874
					净利润	4978	6856	6016	5621
应付项目	9286	7527	6525	6347	少数股东损益	-51	343	361	337
付息负债	48995	78241	83400	43734	归属母公司净利润	5029	6513	5655	5284
短期借款	8870	29858	45135	0					
长期付息负债	40125	48384	38265	43734	成长能力				
负债合计	82202	85780	89935	50091	营业收入同比	-4%	21%	13%	13%
所有者权益	23961	20579	26589	32058	EBITA 同比	-1071%	273%	-2%	-6%
实收资本	12251	12251	12251	12251	归属母公司净利润同比	-155%	29%	-13%	-7%
资本公积	10824	11677	11677	11677	利润水平				
留存收益	848	7388	13043	18327	销售毛利率	18%	24%	22%	19%
少数股东权益	39	939	1294	1479	销售净利率	10%	11%	9%	7%
负债和权益合计	106163	106359	116524	82149	整体绩效				
					ROE	21%	33%	22%	17%
经营活动现金流	10558	10288	10383	10798	ROIC	3%	8%	6%	5%
净利润	4978	6856	6016	5621	运营效率				
折旧摊销	6427	7070	6756	7292	应收账款周转率	23.9	26.4	28.3	30.3
营运资金变动	-490	-2095	-1035	-783	存货周转率	58.6	71.8	86.7	88.5
投资活动现金流	-15130	-6735	-13914	-15131	偿债能力				
资本支出	-10183	-14942	-14873	-16044	流动比率	0.2	0.2	0.2	-5.6
长期投资	-5302	6469	951	909	速动比率	0.2	0.2	0.1	-5.7
筹资活动现金流	3110	-4904	5150	-39820	EBITA / I	1.6	6.0	5.9	5.5
短期借款	-509	20987	15277	-45135	资产负债率	77%	81%	77%	61%
长期借款	11521	8259	-10118	5469	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.41	0.53	0.46	0.43
资本公积	-853	853	0	0	每股净资产	1.95	1.60	2.06	2.50
其他	-7049	-35004	-9	-154	P/E	22.8	17.6	20.3	21.7
现金净增加额	-1462	-1351	1620	-44153	p/B	4.8	5.8	4.5	3.7

资料来源：东方证券研究所

表 2：国际航空股估值比较

Security	TICKER	P/E	P/B	P/S	本年预测 P/E	P/EBITDA	下年预测 P/E	市值/收入	本年 EPS 预测
欧洲航空公司									
AF	法荷航	N.A.	0.53	0.11	N.A.	1.08	N.A.	0.08	-3.37
LHA	汉莎航空	N.A.	0.80	0.17	973.75	1.47	13.86	0.24	0.01
BAY	英国航空	N.A.	1.20	0.17	N.A.	1.26	N.A.	0.18	-0.37
SAS	北欧航空	N.A.	0.54	0.09	N.A.	6.33	6.35	0.22	-0.07
RYA	瑞安航空	23.70	1.84	1.51	16.67	N.A.	14.40	1.45	0.21
EZJ	简易喷气	26.25	1.44	0.45	14.34	7.76	9.98	0.60	0.31
美国航空公司									
AMR	美国航空	N.A.	N.A.	0.08	N.A.	2.58	11.38	0.13	-1.32
DAL	达美航空	N.A.	128.17	0.21	7.33	N.A.	5.92	0.32	1.60
CAL	大陆航空	N.A.	4.62	0.08	6.80	3.22	6.93	0.20	2.73
UAUA	联合航空	N.A.	N.A.	0.05	4.99	N.A.	4.26	0.13	3.60
ALK	阿拉斯加航空	11.26	1.60	0.19	7.87	3.20	7.03	0.36	5.03
LCC		N.A.	N.A.	0.04	4.37	N.A.	3.53	0.07	1.46
JBLU	蓝色喷气	36.47	1.04	0.32	17.48	2.90	10.66	0.48	0.31
亚洲航空公司									
SIA	新加坡航空	N.A.	1.33	0.74	68.87	3.93	14.60	0.74	N.A.
9202	全日空	N.A.	1.53	0.45	144.50	3.43	137.62	0.54	N.A.
9205	日本航空	N.A.	N.A.	0.27	N.A.	3.26	N.A.	0.28	N.A.
THAI	泰国航空	6.13	0.85	0.06	6.34	0.79	5.57	0.20	N.A.
20560	韩亚航空	N.A.	1.35	0.15	N.A.	1.27	113.97	0.16	N.A.
293	国泰航空	13.14	1.46	0.39	17.25	2.60	12.33	0.85	N.A.

资料来源：BLOOMBERG

表 3：国际航空股股价变动

Security	TICKER	前一天收盘价	五天	一月	三月	六月	一年
欧洲航空公司							
AF	法荷航	10.725	-10.66%	-10.55%	-7.78%	-2.19%	7.20%
LHA	汉莎航空	11.82	-6.52%	-7.94%	7.16%	6.15%	15.54%
BAY	英国航空	209	-7.23%	-14.10%	1.46%	5.13%	20.18%
SAS	北欧航空	1.11	-14.62%	-10.48%	-26.83%	-42.34%	-39.44%
RYA	瑞安航空	3.549	-3.30%	-10.15%	5.31%	21.96%	7.74%
EZJ	简易喷气	449	-4.93%	-3.59%	11.86%	21.45%	40.64%
美国航空公司							
AMR	美国航空	7.12	-5.19%	-19.00%	-2.47%	26.02%	18.27%
DAL	达美航空	12.33	1.82%	-15.89%	9.12%	58.28%	68.19%
CAL	大陆航空	20.14	-11.28%	-4.32%	15.88%	57.71%	48.09%
UAUA	联合航空	19.78	-7.87%	1.59%	54.77%	184.20%	228.57%
ALK	阿拉斯加秀空	42.37	0.83%	3.39%	31.75%	54.13%	131.15%
LCC		6.93	-5.46%	-2.12%	17.66%	117.24%	38.60%
JBLU	蓝色喷气	5.59	-1.58%	-2.95%	16.95%	6.68%	-7.45%
亚洲航空公司							
SIA	新加坡航空	14.72	-3.29%	-5.76%	4.40%	5.29%	27.34%
9202	全日空	289	-2.36%	7.43%	8.65%	22.98%	-19.50%
9205	日本航空	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
THAI	泰国航空	26	4.84%	-9.57%	42.86%	29.35%	71.05%
20560	韩亚航空	5640	-3.42%	11.24%	60.91%	51.61%	26.17%
293	国泰航空	16.02	-2.20%	-4.76%	22.10%	26.34%	61.98%

资料来源：BLOOMBERG

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn