

航空运输 II

中国国航(601111.SH)/11.56 元

战略规划合理，高铁冲击小，未来三年盈利增长可期

事项

我们 6 月 23 日对中国国航进行调研，主要围绕公司当前业绩情况、未来战略规划以及高铁对公司的影响三个方面进行了探讨。

主要观点

- **经营业绩持续向好。**4 月份国航盈利超 9 亿，5 月份盈利超 8 亿，10 年累计利润总额约 43.5 亿元，遥遥领先于同行。不论国际市场还是国内市场均没有受到外界所担忧的不利因素的影响，通过市场调查以及远期客票的销售情况观察，销售状况仍处于不断改善的上升通道中。今年 1-5 月份 RPK 累计同比增长 17.54%，ASK 累计同比增长 11.54%，RPK 同比增幅高于 ASK，供需关系进一步改善带动客座率处于历史较高水平。受去年低基数以及今年货运市场明显改善影响，1-5 月 RFTK 累计同比增长 43.79%。
- **超级经济舱项目盈利状况可期。**国航近日推出的超级经济舱与南航的高端经济舱颇为相似。我们认为超级经济舱项目更加稳扎稳打，其投入规模明显小于南航，仅运用于干线网络。从目前国内高端客户群的市场分布以及国航的活跃常旅客规模来分析，超级经济舱项目的盈利效果更好。
- **战略规划务实，将直接带动公司业绩增长。**国航十二五规划将着重以下几个方面：构建大国航体系，全面整合旗下各航空公司的运力和航线网络，将资源集中在重要市场上以发挥主导作用；发挥优势，加快国际航线网络尤其是远程航线建设；加大上海市场投入，通过重组国货航实现客货并举。我们认为几项举措均属务实之举，将直接带动公司经营效益增长。
- **高铁对中国国航影响很小，提前布局可有效化解高铁冲击。**据初步估算，16000 公里的高铁全面贯通后将提供 8-9 亿座次的产能，有 30% 的航线将与高铁发生正面冲突。反观国航，其航线的平均航距最长，约为 1500 公里，受高铁影响的航班仅占 10% 左右，与高铁重合度很小。通观国际上应对高铁的有效策略只有枢纽网络的建设和低成本两种。而这两项均是国航的强项。若国航采取在航线布局上尽量拉开航距、寻求新的市场增长点、加大国际远程市场投入等对策，可有效化解高铁的冲击。
- **调增人民币升值对中国国航的有利影响。**截至 2009 年底，国航的外币负债规模约为 515 亿元，超出我们此前预测。此外，中国国航的高比例国际航线将进一步增强人民币对公司业绩的有利影响。收益方面，受人民币升值带动出境游等因素影响将刺激国际航线需求，增加航线收益；成本方面，国航的航油成本和起降成本中外币付款比例属业内最高。航油消耗中有 30% 来自境外采购，20% 来自保税区采购，40% 的飞机起降费需要境外支付。
- **估值：**我们预测 2010 年—2012 年 EPS 为 0.77 元、0.80 元、0.81 元，动态市盈率 15.01 倍、14.45 倍、14.27 倍。给予“推荐”的评级。

研究员：高利

联系人：陈娟

Tel: 010-59370835

Email: Chenjuan@hczq.com

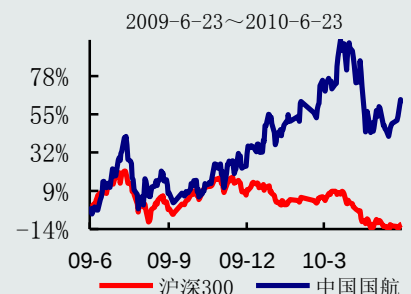
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	1225136
流通 A 股/B 股(万股)	784568/0
资产负债率(%)	77.43
每股净资产(元)	2.02
市盈率(倍)	28.16
市净率(倍)	5.72
12 个月内最高/最低价	14.68/6.75

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

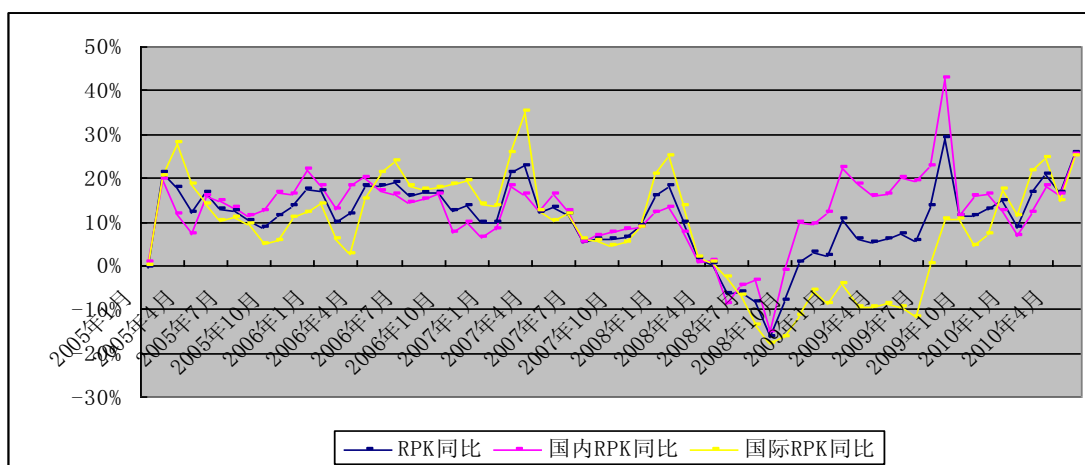
- 《民航业迎来三国时代：黄金十年，各显神通》 2010-06-04
- 《中信海直(000099)：细分行业龙头，发展前景广阔》 2010-06-02
- 《人民币升值带动航空公司业绩提升》 2010-6-20

一、当前业绩向好趋势未变

今年以来航空市场环境进一步改善，中国国航凭借其优秀的企业管控能力，抓住机遇，经营屡创佳绩。4 月份国航盈利 9 亿多元，5 月份盈利 8 亿多，今年以来累计利润总额约 43.5 亿元，遥遥领先于行业其他公司。目前来看，航空业不论国际市场还是国内市场都没有受到外界所担忧的不利因素的影响，通过市场调查以及远期客票的销售情况观察，销售状况仍处于不断改善的上升通道中。

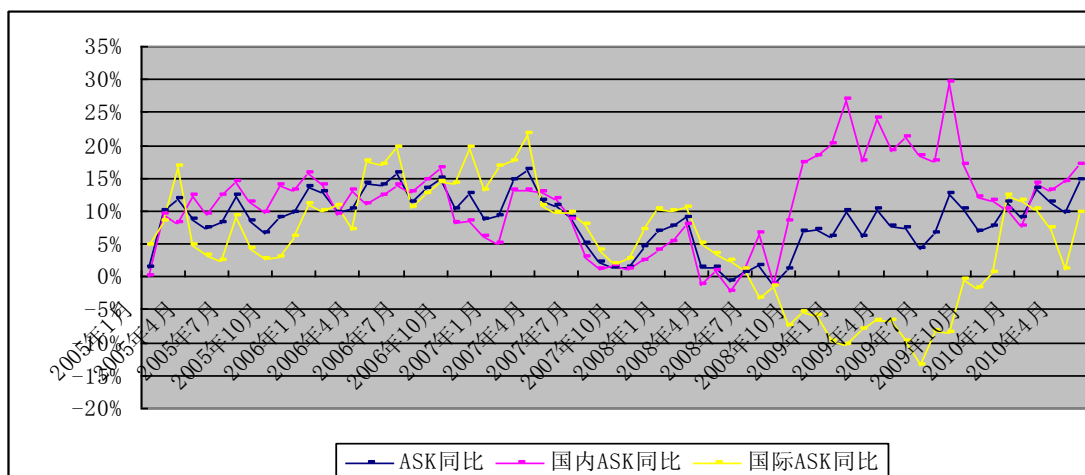
通过对中国国航近期的生产数据分析，我们可以看到 RPK、ASK、RFTK 同比均有明显幅度的增长，今年 1-5 月份 RPK 累计同比增长 17.54%，ASK 累计同比增长 11.54%，RPK 同比增幅高于 ASK 同比增幅，供需关系进一步改善带动客座率处于历史较高水平。受去年低基数以及今年货运市场明显改善影响，1-5 月 RFTK 累计同比增速达到了 43.79%。

图表 1 RPK 月度同比增速 (2005.1-2010.5)



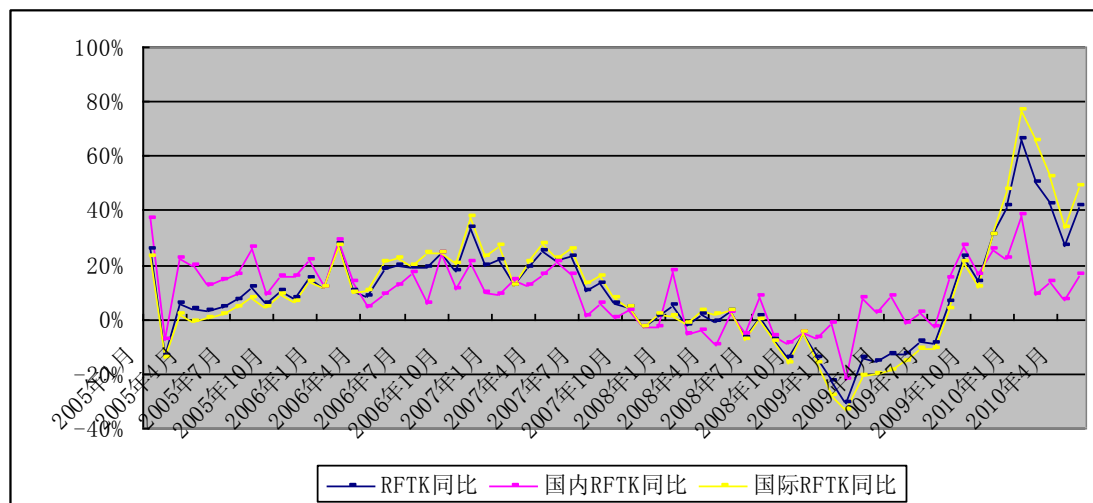
资料来源: CEIC, 华创证券研究所

图表 2 ASK 月度同比增速 (2005.1-2010.5)



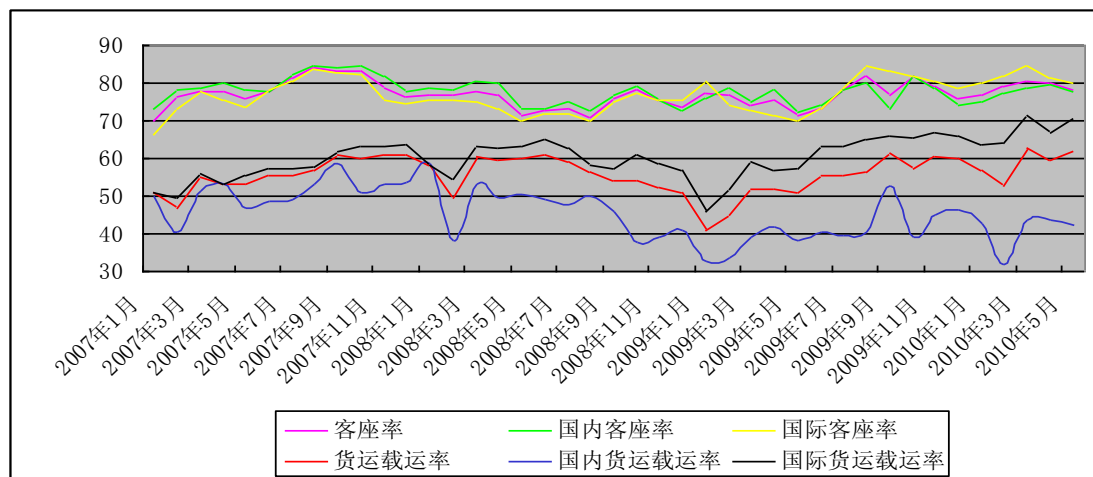
资料来源: CEIC, 华创证券研究所

图表 3 RFTK 月度同比增速 (2005.1-2010.5)



资料来源: CEIC, 华创证券研究所

图表 4 2007.1-2010.5 月度客座率和货运载运率



资料来源: CEIC, 华创证券研究所

调研中,我们还关注了近期国航推出的超级经济舱。超级经济舱项目特点和南航的高端经济舱极为相似,都是在加宽座位间距、优先办理值机、登机、行李手续等方面做出改善。但我们观察到国航对于超级经济舱所赋予的涵义和南航有所不同,并认为国航的超级经济舱项目收益效果更好。我们看到南航的高端经济舱项目是一种战略转型,为了加大高端服务,寻找差异化竞争途径而做出的改善,南航在每个航班上设 24-53 个座位,将逐步改造 300 架性能优越的飞机,到 7 月份将有 7000 个座位投入市场。通过目前的已经发生的运营数据监测,其盈利效果及规模效应并未显现。而国航推出的超级经济舱属于稳扎稳打型,其投入规模明显小于南航,仅在新到场的 3 架 A330 飞机上设 20 个左右的座位,逐步推广也仅运用于干线网络。从目前国内高端客户群的市场分布以及国航的活跃常旅客规模来分析,国航该项目的盈利效果更好一些。

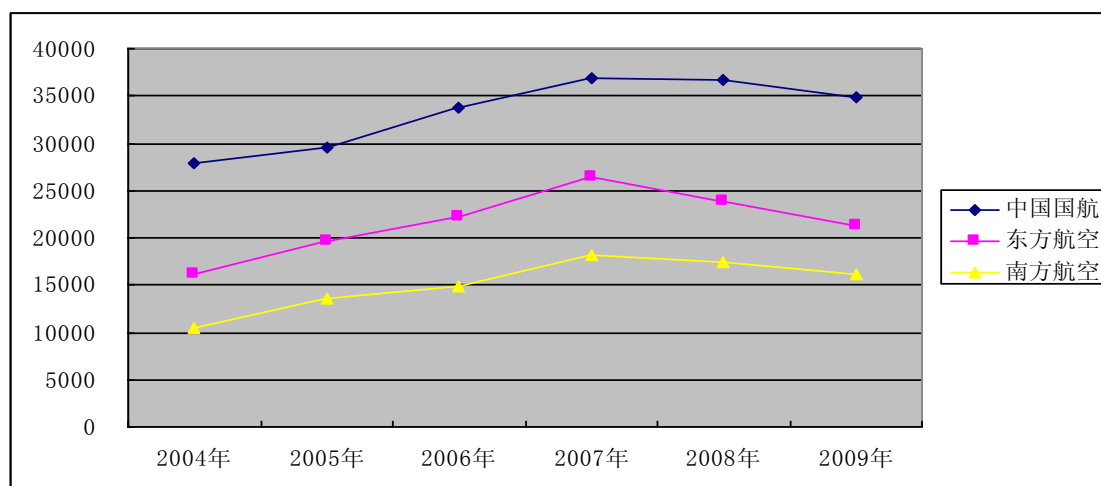
二、未来战略规划思路:全面整合运力网络,国际航线发展提速,实现客货并举

中国国航的十二五规划将着重以下几个方面:构建大国航体系,全面整合旗下航空公司的运力和航线网络;加快国际航线网络尤其是远程航线的建设;加大上海市场投入;实现客货并举。

整合，是将深航、山航、澳航、国货航均纳入大国航体系，进行统一的运力网络规划。目前我们看到，国航控股深航后在运营管理上进行了深度合作。比如，深航的北京市场以及部分货运市场交由国航统一运营，国航的深圳市场交由深航统一运营，避免了航线的重叠和人力、物力资源不必要的浪费。国航未来几年的市场经营目标是：集中资源，在重要市场上能够起到主导市场的作用。在每一个基地的市场份额均排在前两位，没有短板市场。

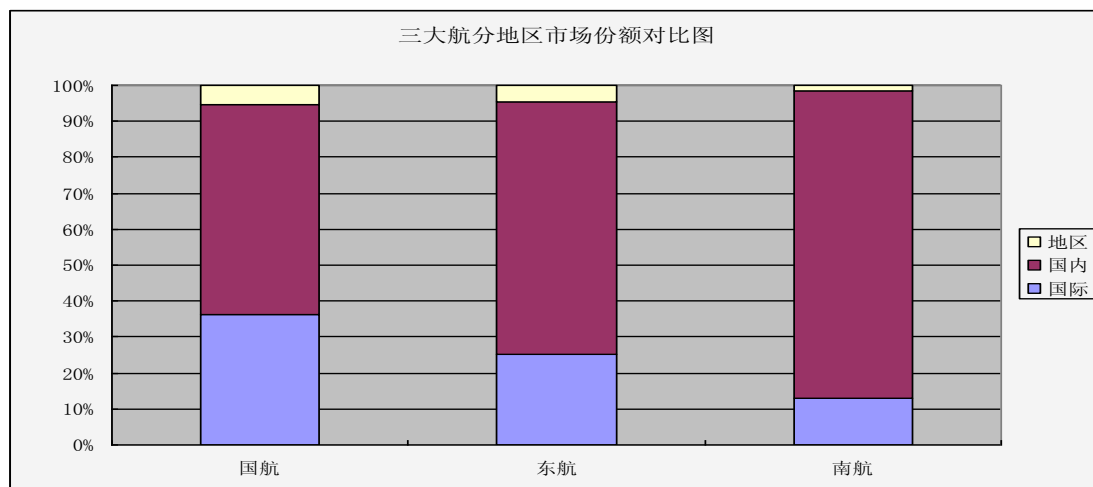
受国民消费水平提高、出境游逐步放开、人民币升值欧元贬值等诸多因素的影响，国际航线未来一段时间将有较快增长。十二五期间，国航欲发挥其国际航线优势，进一步加快国际航线网络的建设。一方面，远程航线发展要提速；另一方面，要在目前的航线网络基础上加大频率，寻找诸如非洲、拉美等新的增长点。预计明年下半年国际航线的运力投入将会有明显增长。我们看到近几年来，中国国航 6000 公里以上的国际远程航班年复合增长率达到 8% 以上，而其他国内航空公司基本没有变化，公司经营主要靠内生增长。另一方面，国航开通的国际航线经营能力基本上都能达到区域的平均水平，需要政府航线补贴维持经营的非常少，因此我们认为，国航做强做大国际航线，相对于国内其他航空公司更具竞争实力。

图表 5 2004-2009 年国航、东航、南航国际航线 ASK（单位：百万座公里）



资料来源：CEIC，华创证券研究所

图表 6 2009 年三大航国际市场份额



资料来源：公司年报

目前国航航班占上海市场份额的 10-12%，上海市场飞欧美的长航线以国航居多。国航在上海安放了 6 架 A340 飞国际航线，4-5 架 A320 飞国内航线，此外还有 30 余架的飞机围绕上

海市场运营。中国国航将进一步确立上海国际门户的重要地位，在未来几年加大上海市场的投入，通过重组国货航实现客货并举。中国国航联手国泰重组国货航，将引入国泰航空大量的高端客户和专业管理人员，提高信息管理、客户管理、运行管理多方面的能力，预计每年能提升 20-30% 的收益。

三、高铁对中国国航影响很小，提前布局可有效化解高铁冲击

2012 年，高铁四纵四横的贯通将对航空业有较大冲击。据初步估算，16000 公里的高铁全面贯通后将提供 8-9 亿座次的产能，全行业有 30% 左右的航线将与高铁发生正面冲突。反观国航，其航线的平均航距最长，约为 1500 公里。按照 800 公里以下的航线受高铁的影响较大并结合高铁的网络布局推算，国航受高铁影响的航班仅占 10% 左右，与高铁重合度很小。通观国际上应对高铁的策略，有效的方式只有两种，一种是枢纽网络的建设，一种是低成本。而这两项均是中国国航的强项。因此，我们认为高铁对中国国航的影响很小，若采取在航线布局上尽量拉开航距、寻求新的市场增长点、加大国际远程市场投入等对策，可有效化解高铁的冲击。

四、调增人民币升值对中国国航的有利影响

人民币升值将是中国作为发展中国家的长期趋势。处于上升阶段的发展中国家，生产率增加较快，伴随着经济增长，货币会经历一个持续的升值过程，日本和德国的经验如此，新兴市场国家也是一样。因此我们认为，中国面临着人民币升值的压力将是未来一段时间内伴随着经济增长的一个长期趋势。预计未来三年，人民币首先小幅扩大波动区间，年升值在 3% 左右，之后会寻求更大的灵活性。

截至 2009 年底，中国国航的美元负债折合人民币约 450 亿元，港币负债折合人民币约 65 亿元，合计外币负债规模占到了总负债的 80%，超出我们此前对于国航外币负债规模的预测。此外，中国国航的高比例国际航线将进一步增强人民币对公司业绩的有利影响。收益方面，受人民币升值带动出境游等因素影响将刺激国际航线需求，增加航线收益；成本方面，国航的航油成本和起降成本中外币付款比例属业内最高，因此受人民币升值的有利影响居行业之内首。中国国航的航油消耗中有 30% 来自境外采购，20% 来自保税区采购，这两部分成本均以美元支付。此外，还有 40% 的飞机起降需要在境外支付起降费。

五、估值

根据调研信息，公司目前的盈利状况向好，不论国际市场还是国内市场都没有受到外界所担忧的不利因素的影响。长期来看，中国国航全面整合运力网络，加快发展国际航线，实现客货并举等几项举措均属务实之举，能够直接促进公司经营效益的增长。再加上市场普遍关注的高铁运营对国航的冲击很小，我们认为未来三年公司的盈利增长值得期待，预测 2010 年—2012 年 EPS 为 0.77 元、0.80 元、0.81 元，动态市盈率 15.01 倍、14.45 倍、14.27 倍。我们给予“推荐”的评级，并将持续、密切关注该公司的盈利状况变化。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7179	40864	55027	73090
现金	3202	33399	46642	63859
应收账款	2201	4115	4479	5070
其它应收款	492	1504	1657	1625
预付账款	350	512	620	699
存货	931	1334	1630	1836
其他	2	0	0	0
非流动资产	98984	103399	110662	116693
长期投资	13236	11264	11919	11702
固定资产	69148	75398	81134	86660
无形资产	2576	2941	3299	3579
其他	14025	13796	14309	14752
资产总计	106163	144263	165689	189783
流动负债	36394	52657	59119	64590
短期借款	8870	13660	15026	16229
应付账款	9547	14085	17433	19414
其他	17977	24911	26660	28947
非流动负债	45807	57896	62686	71055
长期借款	18321	24217	30113	36008
其他	27486	33679	32574	35047
负债合计	82202	110552	121805	135645
少数股东权益	39	387	736	1015
股本	12251	12251	12251	12251
资本公积金	10824	10824	10824	10824
留存收益	2486	11886	21710	31685
归属母公司股东权益	23923	33323	43147	53122
负债和股东权益	106163	144263	165689	189783

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6895	23986	14981	18531
净利润	4978	9749	10173	10254
折旧摊销	6913	3816	4303	4837
财务费用	1206	1627	1177	1335
投资损失	-610	-2000	-2200	-2420
营运资金变动	-500	6125	4639	3945
其它	-5092	4668	-3112	580
投资活动现金流	-12582	-6325	-9225	-8619
资本支出	7758	9842	10335	10877
长期投资	-6528	-1970	657	-219
其他	-11352	1547	1766	2039
筹资活动现金流	5427	12537	7487	7305
短期借款	-509	4790	1366	1202
长期借款	4211	5896	5896	5896
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-853	0	0	0
其他	2578	1852	225	207
现金净增加额	0	30198	13243	17218

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51095	88921	104571	115029
营业成本	41947	67402	81147	90297
营业税金及附加	1505	1778	2091	2301
营业费用	3813	5780	6797	7477
管理费用	1620	2223	2614	2876
财务费用	1206	1627	1177	1335
资产减值损失	161	0	0	0
公允价值变动收益	2760	0	0	0
投资净收益	610	2000	2200	2420
营业利润	4213	12110	12944	13163
营业外收入	1169	500	550	605
营业外支出	67	112	108	96
利润总额	5315	12499	13386	13672
所得税	336	2750	3213	3418
净利润	4978	9749	10173	10254
少数股东损益	-51	349	349	279
归属母公司净利润	5029	9400	9824	9975
EBITDA	12333	17554	18425	19335
EPS（元）	0.41	0.77	0.80	0.81

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-3.5%	74.0%	17.6%	10.0%
营业利润	-61.9%	187.4%	6.9%	1.7%
归属母公司净利润	-45.0%	86.9%	4.5%	1.5%
获利能力				
毛利率	17.9%	24.2%	22.4%	21.5%
净利率	9.8%	10.6%	9.4%	8.7%
ROE	21.0%	28.2%	22.8%	18.8%
ROIC	8.9%	18.6%	18.1%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	77.4%	76.6%	73.5%	71.5%
净负债比率	46.83%	46.63%	49.41%	50.71%
流动比率	0.20	0.78	0.93	1.13
速动比率	0.17	0.75	0.90	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.71	0.67	0.65
应收账款周转率	23	28	24	24
应付账款周转率	4.28	5.70	5.15	4.90
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.77	0.80	0.81
每股经营现金	0.56	1.96	1.22	1.51
每股净资产	1.95	2.72	3.52	4.34
估值比率				
P/E	25.19	13.48	12.89	12.70
P/B	5.30	3.80	2.94	2.38
EV/EBITDA	13	9	9	8

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801