

中国国航 (601111)

增持/ 维持评级

股价: RMB11.39

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214

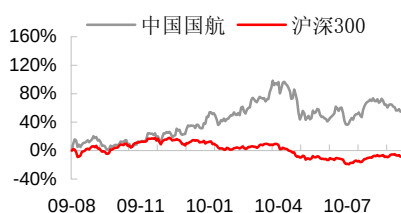
021-50106015 lijunyjs@lhqz.com

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)	89362

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

盈利跨上新台阶

—中国国航 2010 年中报点评

- 1H2010 公司盈利跨上新台阶: 国航在 2010 年上半年公司实现营业收入 343.08 亿元, 同比增长 53.12%, 其中包括 2010 年 4 月 20 日开始并表的深圳航空 30.74 亿元收入, 扣除深圳航空并表因素后, 公司上半年实现营业收入约 312.34 亿元, 同比增长 39.41%。
- 公司在 1H2010 年实现 EPS 为 0.41 元, 其中由于航空主营产生的 EPS 约为 0.20 元; 由于营业外收支产生的 EPS 约为 0.014 元; 由于投资收益产生的 EPS 约为 0.137 元; 由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.0203 元, 由于公允价值变动产生的 EPS 约为 0.0418 元; 由于主营业务产生的 EPS、投资收益产生的 EPS 略超我们预期。
- 1H2010 国航的毛利率为提升至 19.51%, 继续高于全体航空公司 1H2010 平均约 15.80% 的毛利率水平, 反映出公司主营税前利润的大幅提升一方面来自于周转量的提升, 更重要的是来自于行业供需改善下客座率提升所导致的票价水平的提升, 这一点已被市场所广泛认知, 2010 年上半年公司平均客公里收益达到 0.62 元, 同比上升约 11.83%, 并且高于行业平均约 0.60 元/客公里的水平。
- 3Q2010 公司毛利率有望提升至 30% 以上, 根据我们对于行业 2010 年 3 季度供需格局的预测, 预计公司在 3 季度的平均客座率水平有望达到约 85% 的水平, 根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究, 我们预计公司在 2010 年 3Q 毛利率有望达到 30% 以上, 在 250 亿的收入假设下, 公司在 2010 年 3 季度的税前主营利润可望达到 40 亿元 (不包括投资收益)。
- 盈利预测与投资评级: 我们上调公司 2010 年、2011 年 EPS 分别至 0.82 元、0.97 元, 维持“增持”的投资评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	51095.4	14696.4	81091.0	90891.0
(+/-%)	-3.5	30.7	58.7	12.1
归属母公司净利润(百万元)	5029.5	2171.7	10641.9	12587.7
(+/-%)	155.0	121.3	111.6	18.3
EPS(元)	0.41	0.18	0.87	1.03
P/E(倍)	27.7	64.3	13.1	11.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

1H2010 主营利润跨上新台阶

1H2010 业绩总结——略超预期

2010 年上半年公司实现营业收入 343.08 亿元，同比增长 53.12%，其中包括 2010 年 4 月 20 日开始并表的深圳航空 30.74 亿元收入，扣除深圳航空并表因素后，公司上半年实现营业收入约 312.34 亿元，同比增长 39.41%。

中国在 1H2010 年实现 EPS 为 0.41 元，其中由于航空主营产生的 EPS 约为 0.20 元；由于营业外收支产生的 EPS 约为 0.014 元；由于投资收益产生的 EPS 约为 0.137 元；由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.0203 元，由于公允价值变动产生的 EPS 约为 0.0418 元；由于主营业务产生的 EPS、投资收益产生的 EPS 略超我们预期。

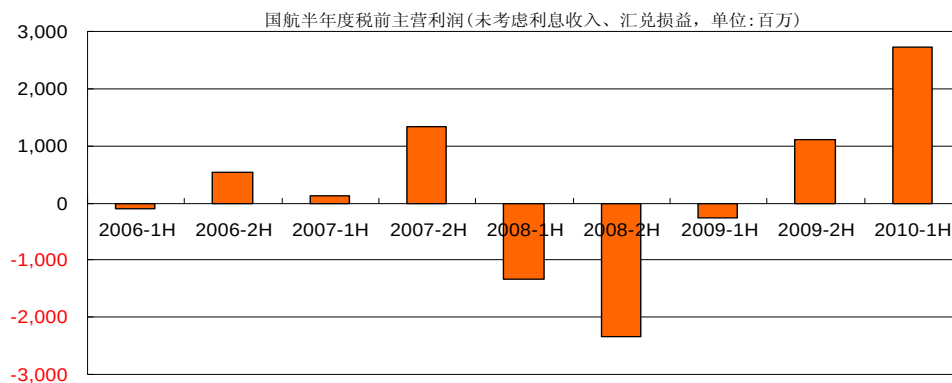
与 2009 年同期相比，除主营业务外存在以下几项显著差异，并对最终盈利结果产生重要影响：

- 1、2010 年上半年公司未获得民航建设基金返还，而去年同期获得民航建设基金返还为 8.24 亿元，由此导致 EPS 同比减少 0.0597 元。
- 2、2010 年上半年公司投资收益大幅增加 15.79 亿元，由此增加 EPS 约为 0.1145 元，其中公司持股 29.99% 股权的国泰航空净利润由 2009 年上半年的 8.12 亿港元增加值 2010 年上半年的 68.4 亿港元，同时公司持股国泰航空的比例由 2009 年中期的 17.5% 提升至 2010 年中期的 29.99%，双方面原因由此增加投资收益约 13.87 亿元。
- 3、2010 年上半年人民币升值并未对公司盈利产生重要影响，公司净汇兑收益为人民币 280 百万元，较去年同期增加人民币 104 百万元，仅增加 EPS 约为 0.0075 元。

国航 2010 年上半年度主营业务税前利润超过 2007 年下半年水平

2010 年上半年中国国航实现主营业务税前利润 27.15 亿元（未考虑资本化的利息支出扣除、汇兑损益），而且此处的主营业务税前利润未考虑投资收益因素，从 2006 年以来的国航主营业务税前利润数据序列可以看出，在 2010 年上半年度，国航实现了很大的突破，不仅实现了主营业务税前利润同比大幅增加，同时超过了 2007 年下半年的水平。

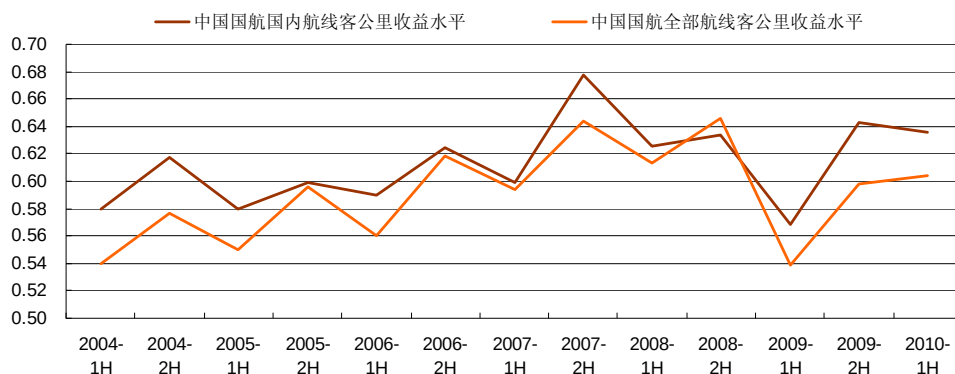
图 1：中国国航半年度主营业务税前利润发展趋势-未加总利息收入与汇兑损益



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

公司主营税前利润的大幅提升一方面来自于周转量的提升，更重要的是来自于行业供需改善下客座率提升所导致的票价水平的提升，这一点已被市场所广泛认知，2010年上半年公司平均客公里收益达到 0.62 元，同比上升约 11.83%，并且高于行业平均约 0.60 元/客公里的水平。

图 2：中国国航客公里收益发展趋势

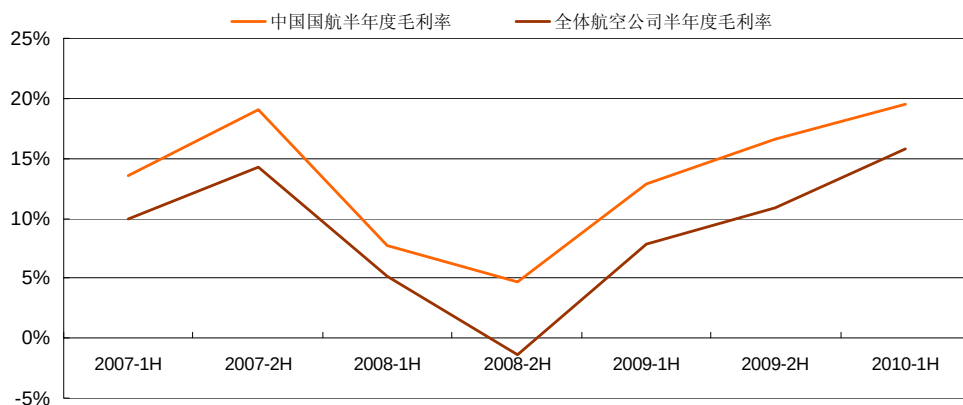


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

1H2010 国航毛利率远高于行业水平

1H2010 中国国航的毛利率为提升至 19.51%，继续高于全体航空公司 1H2010 平均约 15.80%的水平。

图 3：中国国航半年度毛利率发展趋势以及与行业对比

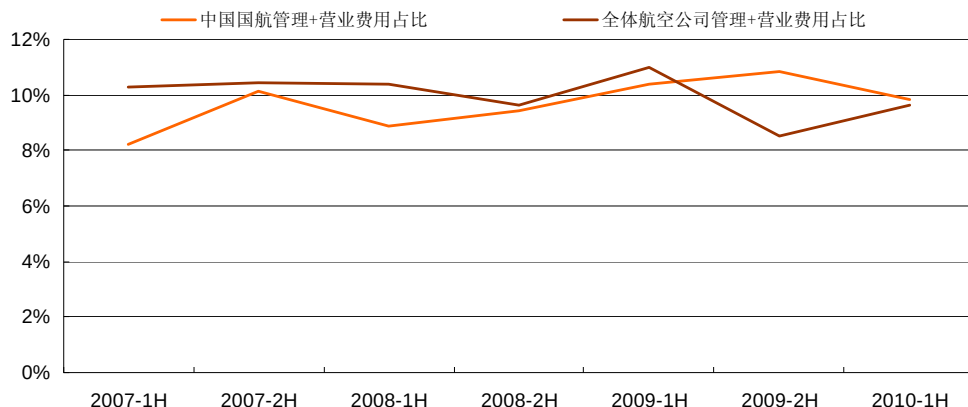


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

1H2010 国航费用水平基本与行业持平

1H2010 中国国航管理费用加销售费用占营业收入比约为 9.86%，略高于全体航空公司 1H2010 约 9.62%的水平。

图 4：中国国航半年度管理+销售费用占比以及与行业对比



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告、民航总局

3Q2010 展望：毛利率有望提升至 30%以上

3Q2010 客座率有望提升至 85%

根据我们对于行业 2010 年 3 季度供需格局的预测，预计公司在 3 季度的平均客座率水平有望达到 85%，

3Q2010 毛利率水平有望提升至 30%以上，主营税前利润约为 40 亿元以上。

根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究，我们预计公司在 2010 年 3Q 毛利率有望达到 30%以上，在 250 亿的收入假设下，公司在 2010 年 3 季度的税前主营利润可望达到 40 亿元（不包括投资收益）。

盈利预测与投资评级

我们上调公司 2010 年、2011 年 EPS 分别至 0.82 元、0.97 元，维持“增持”的投资评级。

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7179	15275	17096	13651	营业收入	51095	81091	90891	72706
现金	3202	8109	9089	7271	营业成本	41947	63251	69986	54984
应收账款	2201	3971	4450	3560	营业税金及附加	1505	2075	2366	1924
其他应收款	492	1613	1808	1446	营业费用	3813	5028	6017	4712
预付账款	350	316	350	275	管理费用	1620	2518	2599	2079
存货	931	1265	1400	1100	财务费用	1206	940	758	1660
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	161	0	0	0
非流动资产	98984	105898	111156	114855	公允价值变动收益	2760	600	600	0
长期投资	13236	13236	13236	13236	投资净收益	610	4600	5060	1250
固定资产	69148	79840	87047	91868	营业利润	4213	12480	14824	8597
无形资产	2576	2511	2446	2381	营业外收入	1169	350	350	350
其他非流动资产	14025	10312	8428	7370	营业外支出	67	8	8	8
资产总计	106163	121173	128252	128506	利润总额	5315	12822	15166	8939
流动负债	36394	40032	31951	28942	所得税	336	1923	2275	1341
短期借款	8870	11570	3113	6245	净利润	4978	10898	12891	7598
应付账款	9547	9488	10498	8248	少数股东损益	-51	256	303	179
其他流动负债	17977	18974	18340	14449	归属母公司净利润	5029	10642	12588	7419
非流动负债	45807	45672	49473	47654	EBITDA	12333	20658	24373	20467
长期借款	18321	18321	18321	18321	EPS (元)	0.41	0.87	1.03	0.61
其他非流动负债	27486	27351	31152	29333					
负债合计	82202	85704	81424	76596	主要财务比率				
少数股东权益	39	295	598	777	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	12251	12251	12251	12251	成长能力				
资本公积	10824	10824	10824	10824	营业收入	-3.5%	58.7%	12.1%	-20.0%
留存收益	2486	13128	23587	28489	营业利润	-61.9%	196.2%	18.8%	-42.0%
归属母公司股东权益	23923	35174	46230	51133	归属于母公司净利润	-45.0%	111.6%	18.3%	-41.1%
负债和股东权益	106163	121173	128252	128506	获利能力				
					毛利率 (%)	17.9%	22.0%	23.0%	24.4%
					净利率 (%)	9.8%	13.1%	13.8%	10.2%
					ROE (%)	21.0%	30.3%	27.2%	14.5%
					ROIC (%)	8.8%	17.9%	20.1%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	77.4%	70.7%	63.5%	59.6%
					净负债比率 (%)	46.83%	44.96%	35.07%	38.37%
					流动比率	0.20	0.38	0.54	0.47
					速动比率	0.17	0.35	0.49	0.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.71	0.73	0.57
					应收账款周转率	23	26	21	18
					应付账款周转率	4.84	6.65	7.00	5.87
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.87	1.03	0.61
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	1.65	1.86	1.17
					每股净资产 (最新摊薄)	1.95	2.87	3.77	4.17
					估值比率				
					P/E	27.75	13.11	11.09	18.81
					P/B	5.83	3.97	3.02	2.73
					EV/EBITDA	14	8	7	8

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com