

强烈推荐-A (维持)

中国国航 601000.SH

目标估值: N/A
当前股价: 11.46 元
2010 年 8 月 26 日

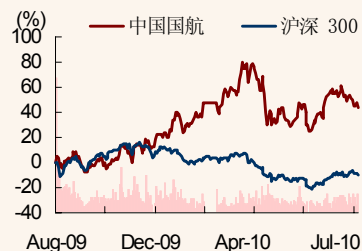
主业大幅盈利是航空高景气的缩影，投资收益增色

基础数据

上证综指	2603
总股本(万股)	1225136
已上市流通股(万股)	784568
总市值(亿元)	1404
流通市值(亿元)	899
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	24.1
资产负债率	79.9%
主要股东	中国航空集团公司
主要股东持股比例	40.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-2	59
相对表现	-8	12	69



相关报告

- 1、《中国国航：一季度业绩亮丽，关注深航整合效应》2010/4/23
- 2、《中国国航：注资提升公司竞争力，行业基本面明显好转》2010/3/12

姚俊

0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn
S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣

luoyanyan@cmschina.com.cn

中报 EPS0.41 元，其中航空主业 0.22 元，对国泰航的投资收益 0.13 元，套保和汇兑 0.06 元。主业大幅盈利是航空高景气的缩影。三季度为传统旺季，单季盈利有望达上半年总和。航空股近期走势一定程度上体现了市场对航空季节性与强周期性的担忧，但目前来看今年淡季业绩有望相对平滑、高景气有望延续。上调今年 EPS 至 0.93 和 0.92 元，对应动态 PE 仅 12 倍，维持强烈推荐-A 的评级。

- 中报 EPS0.41 元，我们之前预计公司中报在 0.35 元，超预期的主因是国泰航空投资收益超预期。1-6 月公司实现营业收入 343 亿元，同比增长 53%。营业成本 270 亿元，同比增长 42%。营业收入与成本大增的主因是今年 4 月 20 日起将深圳航空纳入合并范围。上半年确认国泰航空投资收益 16 亿元，实现汇兑收益 2.8 亿元，公允价值变动收益 5.77 亿元，其中油料套保合约贡献 7.21 亿元。
- 主业大幅盈利是航空高景气的缩影，票价和客座率高位推动毛利率和客公里收益显著提升。航空主业贡献 0.21 元，国泰航投资收益贡献 0.13 元，均得益于航空高景气。受益票价和客座率的提升，毛利率显著提升，达 21.4%，较去年同期提高 6ppt。国航的客公里收益为 0.63 元/客公里，同比提升 12.2%。
- 运营回顾：中期公司完成 ASK 和 RPK 为 599 和 472 亿客公里，同比增 24.5% 和 32.1%（今年 4 月 20 日起并入深航），客座率 78.9%。国航和深航分别完成 ASK522 和 150 亿客公里，同比增 12.3%和 19.6%。完成 RPK413 和 119 亿客公里，同比增 19%和 22.3%。客座率 79.2%和 79.4%，同比提高 5.4 和 1.7ppt。
- 展望：上调三季度单季盈利预测至 45 亿元，预计全年可实现净利 114 亿元。三季度是传统旺季，公司单季盈利有望达上半年总和。尽管公司淡季业绩历来的相对平滑削弱了旺季弹性，但亦使我们对其整体盈利规模多了一份期待。
- 上调 2010-12 年 EPS 至 0.93、0.92 和 0.92 元。航空三季度盈利仍将加速，预计市场盈利一致预期亦将呈逐步上调趋势。航空股近期走势一定程度上体现了市场对航空季节性与强周期性的担忧，但目前来看今年淡季业绩有望相对平滑、高景气有望延续。目前动态 PE 仅 12 倍，维持强烈推荐-A 的评级。
- 风险提示：盈利低于预期、突发事件、大盘系统风险等。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	52970	51095	81325	93636	105347
同比增长	6%	-4%	59%	15%	13%
营业利润(百万元)	-11071	4213	12959	13571	14540
同比增长	-322%	138%	208%	5%	7%
净利润(百万元)	-9149	5029	11452	11263	11278
同比增长	-336%	155%	128%	-2%	0%
每股收益(元)	-0.75	0.42	0.93	0.92	0.92
PE	-15.3	27.3	12.3	12.5	12.4
PB	7.1	5.9	4.1	3.2	2.6

资料来源：招商证券

表 1: 中国国航 (601111) 2010 年 1-6 月分业务情况

单位: 百万元	营业收入	同比	营业成本	同比	营业利润率	同比 (ppt)
航空客运	29,399	47.76%	23,180	37.53%	21.16%	5.86
航空货运及邮运	4,128	109.07%	3,071	83.67%	25.60%	10.29
其他	30	-19.78%	30	-5.28%	0.98	15.16
合计	33,557	53.17%	26,281	41.62%	21.68%	6.39

资料来源: 公司 2010 年中报

表 2: 中国国航 (601111) 2010 年 1-6 月航空运输收入分布

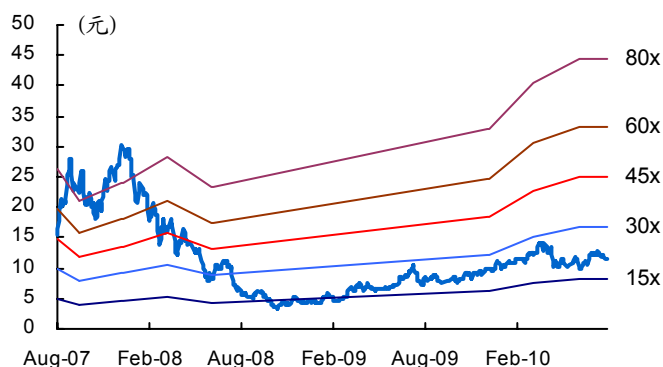
单位: 百万元	客运	同比	货运	同比	合计	同比
国内	18,389	53.18%	906	59.55%	19,295	53.47%
占比 (%)	64.24	1.85pts	20.3	-8.57pts	58.31	-0.97pts
国际	8,543	40.10%	3,323	162.47%	11,866	61.14%
占比 (%)	29.84	-1.85pts	74.46	10.08pts	35.86	1.14pts
港澳台	1,695	48.61%	233.95	76.21%	1,929	51.49%
占比 (%)	5.92	-0.01pts	5.24	-1.51pts	5.83	-0.17pts

资料来源: 公司 2010 年中期业绩发布会材料

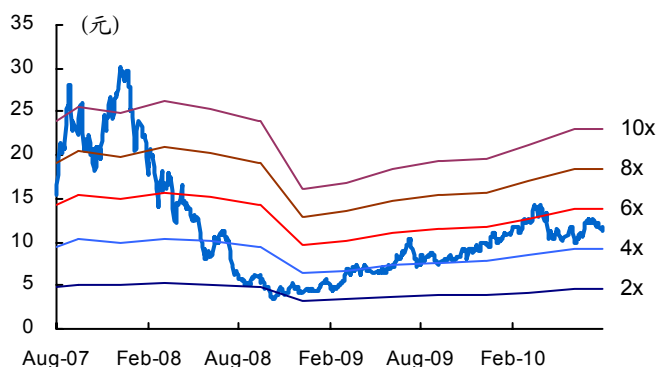
表 3: 公司 2010 年中期成本项变化情况

单位: 百万元	2010 中期	2009 中期	同比增长
燃油	10,613	6,098	74.03%
燃油公允价值变动损益	-721	-1,450	-50.28%
起降费	3,559	2,706	31.52%
折旧费	4,006	3,406	17.62%
维修成本	1,039	879	18.13%
人工成本	4,151	2,937	41.34%
租赁费	1,495	1,140	31.18%
餐食	854	694	22.95%
其他航班经营费用	2,654	1,960	35.46%
其他	3,030	1,920	57.85%
合计	30,680	20,289	51.21%

资料来源: 公司 2010 年中期业绩发布会材料

图 1: 中国国航历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 中国国航历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9226	7179	11598	15469	32777
现金	4664	3202	5000	7851	24212
交易性投资	253	0	0	0	0
应收票据	2	2	0	0	0
应收款项	2074	2201	4026	4635	5215
其它应收款	1111	492	813	936	1053
存货	813	931	633	739	828
其他	310	350	1127	1308	1469
非流动资产	89671	98984	102167	105395	106434
长期股权投资	7323	13236	13236	13236	13236
固定资产	66245	69148	72771	76073	77177
无形资产	2564	2576	2519	2467	2420
其他	13540	14025	13642	13620	13602
资产总计	98898	106163	113765	120864	139211
流动负债	42696	36394	31860	22708	24791
短期借款	9380	8870	13615	2000	2000
应付账款	7793	7113	9583	11190	12548
预收账款	56	38	0	0	0
其他	25468	20373	8661	9518	10243
长期负债	35914	45807	47521	53521	59521
长期借款	14110	18321	24321	30321	36321
其他	21804	27486	23200	23200	23200
负债合计	78610	82202	79381	76229	84312
股本	12251	12251	12251	12251	12251
资本公积金	11677	10824	10824	10824	10824
留存收益	(4155)	848	11155	21292	31442
少数股东权益	514	39	154	268	382
母公司所有者权益	19773	23923	34229	44367	54518
负债及权益合计	98897	106163	113764	120864	139212

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	7053	6895	14449	15989	16410
净利润		5029	11452	11263	11278
折旧摊销		0	6672	6972	7161
财务费用		0	925	696	1022
投资收益		0	(4500)	(4500)	(4300)
营运资金变动		0	(623)	1436	1129
其它		1866	522	121	121
投资活动现金流	(8338)	(12582)	(9597)	(10200)	(8200)
资本支出		0	(10200)	(10200)	(8200)
其他投资		(12582)	603	0	0
筹资活动现金流	737	5427	(3054)	(2938)	8151
借款变动		0	(560)	(5615)	6000
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(1145)	(1126)	(1128)
其他		5427	(1349)	3804	3278
现金净增加额	(549)	(260)	1798	2851	16361

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	52970	51095	81325	93636	105347
营业成本	48607	41947	63890	74599	83657
营业税金及附加	1085	1505	1952	2247	2528
营业费用	3282	3813	4473	5150	5794
管理费用	1574	1620	1627	1873	2107
财务费用	376	1206	925	696	1022
资产减值损失	259	161	0	0	0
公允价值变动收益	(7707)	2760	700	700	500
投资收益	(1152)	610	3800	3800	3800
营业利润	(11071)	4213	12959	13571	14540
营业外收入	364	1169	700	700	700
营业外支出	145	67	50	50	50
利润总额	(10852)	5315	13609	14221	15190
所得税	(1592)	336	2041	2844	3797
净利润	(9260)	4978	11568	11377	11392
少数股东损益	(111)	(51)	116	114	114
母公司所有者净利润	(9149)	5029	11452	11263	11278
EPS (元)	(0.75)	0.42	0.93	0.92	0.92

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	6%	-4%	59%	15%	13%
营业利润	-322%	-138%	208%	5%	7%
净利润	-336%	-155%	128%	-2%	0%
获利能力					
毛利率	8.2%	17.9%	21.4%	20.3%	20.6%
净利率	-17.3%	9.8%	14.1%	12.0%	10.7%
ROE	-46.3%	21.5%	33.5%	25.4%	20.7%
ROIC	-16.9%	8.1%	16.3%	14.8%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	79.5%	77.4%	69.8%	63.1%	60.6%
净负债比率	34.1%	36.3%	33.3%	26.7%	27.5%
流动比率	0.2	0.2	0.4	0.7	1.3
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.6	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	62.0	48.1	81.7	108.8	106.8
应收帐款周转率	21.7	23.9	26.1	21.6	21.4
应付帐款周转率	6.9	5.6	7.7	7.2	7.0
每股资料(元)					
每股收益	-0.75	0.42	0.93	0.92	0.92
每股经营现金	0.58	0.56	1.18	1.31	1.34
每股净资产	1.61	1.95	2.79	3.62	4.45
每股股利	0.14	0.10	0.09	0.09	0.09
估值比率					
PE	-19.0	33.7	15.2	15.4	15.4
PB	8.8	7.3	5.1	3.9	3.2
EV/EBITDA	-19.2	7.2	4.2	4.1	3.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，进行交通行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。