

# 战略制胜确保领先优势

超级承运人更具投资价值

## 报告关键点:

- ✎ 枢纽网络坚定实施确保国航的长期领先优势
- ✎ 成本控制措施执行到位,单位运营成本最低
- ✎ 专业化战略打造联合舰队,提高抗风险能力

## 报告摘要:

- 枢纽战略是中国国航最核心的战略,从2002年开始提出北京枢纽建设。目前北京枢纽的建设质量遥遥领先于上海和广州枢纽。已经初步搭建了4个航班波,加大了联程中转比例,构建了比较均衡的国内国际航线网络。终极目标是超越竞争对手,将北京枢纽打造成亚洲最佳中转枢纽。
- 低成本战略是公司一贯坚守的主要战略。公司采取各种措施降低成本,单位运营成本具备全球竞争力。
- 公司立志高远,对标世界上最先进的大型枢纽网络航空公司-德国汉莎航空公司。正在抓紧时间打造自己的专业化公司,像常旅客专业化,维修工程整合等。打造航母战斗群,提高抗风险能力

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

15.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 15.00 元

现价: 11.23 元

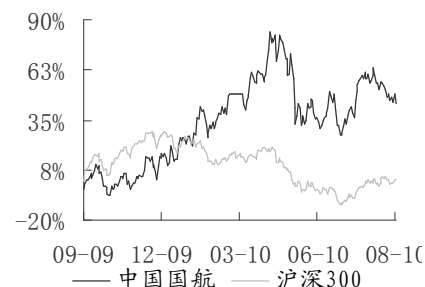
报告日期:

2010-09-07

## 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 137,582.80   |
| 流通市值(百万元)  | 88,106.97    |
| 总股本(百万股)   | 12,251.36    |
| 流通股本(百万股)  | 7,845.68     |
| 12 个月最高/最低 | 7.11/14.68 元 |
| 十大流通股股东(%) | 88.71%       |
| 股东户数       | 292,913      |

## 12 个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月  | 十二个月  |
|------|--------|------|-------|
| 相对收益 | (9.65) | 0.16 | 41.83 |
| 绝对收益 | (8.45) | 5.96 | 43.92 |

## 研究员

彭倩

行业分析师

021-68765661

pengqian@essence.com.cn

证书编号

S1450209090279

苏宝亮

行业分析师

Email

subl@essence.com.cn

执业证书编号

S1450110040336

电话:

010-66581628

## 前期研究成果

中国国航: 盈利增长确定的航空公司“领头雁”

2009-06-20

中国国航: 套保亏损料已扩大至 42 亿, 下调盈利预测

2008-11-25

国航澄清洽购东航传闻, 国泰公告深藏玄机

2007-09-25

## 财务和估值数据摘要

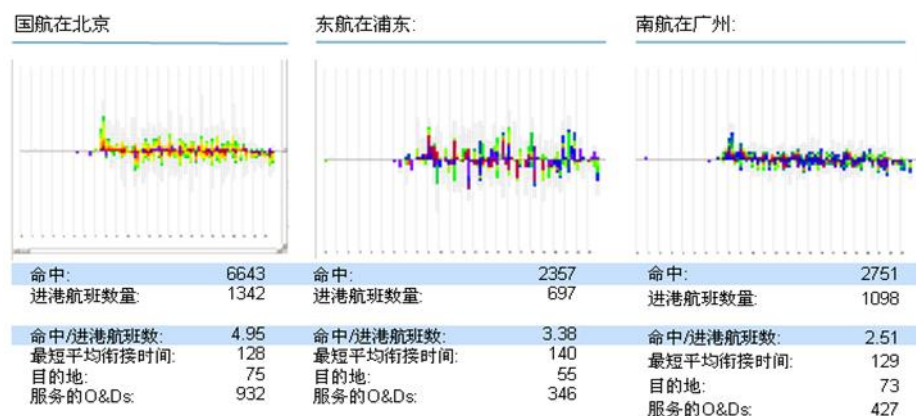
| (百万元)     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 52,970.0 | 51,095.4 | 80,606.7 | 92,290.1 | 99,087.8 |
| Growth(%) | 6.5%     | -3.5%    | 57.8%    | 14.5%    | 7.4%     |
| 净利润       | -9,260.3 | 4,978.3  | 10,735.0 | 10,874.3 | 9,759.2  |
| Growth(%) | -335.7%  | -155.0%  | 112.4%   | 1.3%     | -10.3%   |
| 毛利率(%)    | 8.2%     | 17.9%    | 21.4%    | 21.4%    | 19.0%    |
| 净利润率(%)   | -17.3%   | 9.8%     | 13.3%    | 11.7%    | 9.8%     |
| 每股收益(元)   | -0.75    | 0.41     | 0.87     | 0.88     | 0.79     |
| 每股净资产(元)  | 1.61     | 1.95     | 2.91     | 3.75     | 4.51     |
| 市盈率       | -14.8    | 26.9     | 12.7     | 12.5     | 14.0     |
| 市净率       | 6.9      | 5.7      | 3.8      | 2.9      | 2.5      |
| 净资产收益率(%) | -45.6%   | 20.8%    | 30.0%    | 23.6%    | 17.6%    |
| ROIC(%)   | -10.6%   | 10.8%    | 17.7%    | 11.9%    | 9.6%     |
| EV/EBITDA | -55.7    | 14.8     | 6.9      | 8.6      | 8.3      |
| 股息收益率     | 0.6%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |

## 1. 枢纽网络战略在公司得到最早贯彻实施

### 1.1. 六年时间初步建成北京枢纽

公司在 2002 年开始，提出建设北京复合枢纽，2004 年正式开建。国航在枢纽建设的过程中历经几任高层，但是公司始终没有动摇。经过 6 年的建设，公司的枢纽建设质量明显领先上海和广州枢纽。

图1: 国航、东航与南航在各自基地的航班的主要指标



数据来源: 安信证券研究所

### 1.2. 2009 年国内 3 大枢纽中转旅客对比

作为衡量枢纽建设的核心指标，中转旅客无论是绝对值还是中转比例上，首都国际机场的旅客中转量遥遥领先北京和广州机场。其中主要的推动力量是中国国航，也是最大的受益者。

图2: 2009年国内三大机场中转旅客对比

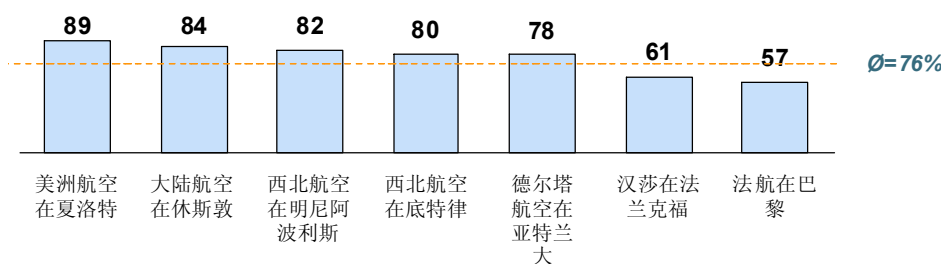
| HUB 机场 | 北京         |    | 上海         |    | 广州         |    |
|--------|------------|----|------------|----|------------|----|
| 地区对    | 旅客量<br>(万) | 占比 | 旅客量<br>(万) | 占比 | 旅客量<br>(万) | 占比 |
| 国内-国内  | 134        |    | 27         |    | 44         |    |
| 国内-国际  | 95         |    | 52         |    | 35         |    |
| 国际-国际  | 20         |    | 12         |    | 1          |    |
| 合计     | 249        | 4% | 91         | 2% | 81         | 2% |

数据来源: 安信证券研究所 BCIA

### 1.3. 为什么要建设北京复合枢纽

建设北京复合枢纽是国家战略的需要。国航顺应形势，大力建设北京复合枢纽，目的是在局部形成市场控制力，这样才有定价主导权。世界民航业属于高度竞争行业，有时甚至是恶性竞争。为了应对竞争，世界各航空公司苦苦探寻，探索出一种有效策略——枢纽网络。既然航空业是高度竞争行业，那就在局部市场占据绝对控制地位。各大型航空公司纷纷开始了大型枢纽建设，尤其以欧美为代表。

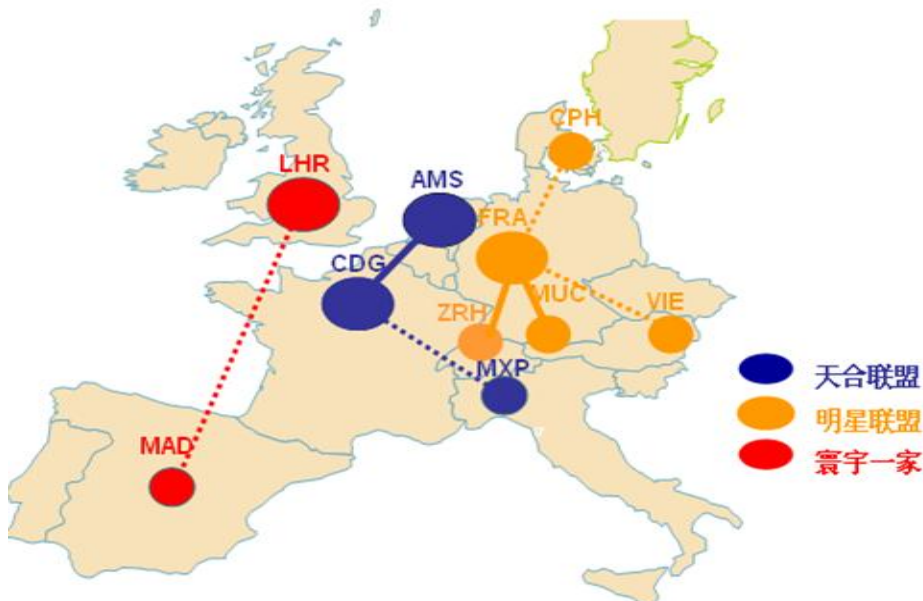
图3:世界领先的航空公司明显占据当地枢纽市场的主导地位 [运力份额]



数据来源:安信证券研究所

欧洲 3 大航汉莎、法航和英航在面对高铁和低成本航空公司崛起的过程中,不断兼并收购。集中优势兵力,成功打造了欧洲三大复合枢纽—法兰克福、巴黎和伦敦。德国汉莎在打造法兰克福枢纽的过程中,成功的建设了第二枢纽—慕尼黑枢纽;同时接受瑞航,东进收购奥地利航空公司和波兰航空公司。汉莎大力提升收益管理水平,尤其两舱高收益旅客管理,拓展常旅客计划,在后面近 10 年的运营中获得很好的收益。

图4:欧洲各航空枢纽和联盟示意图



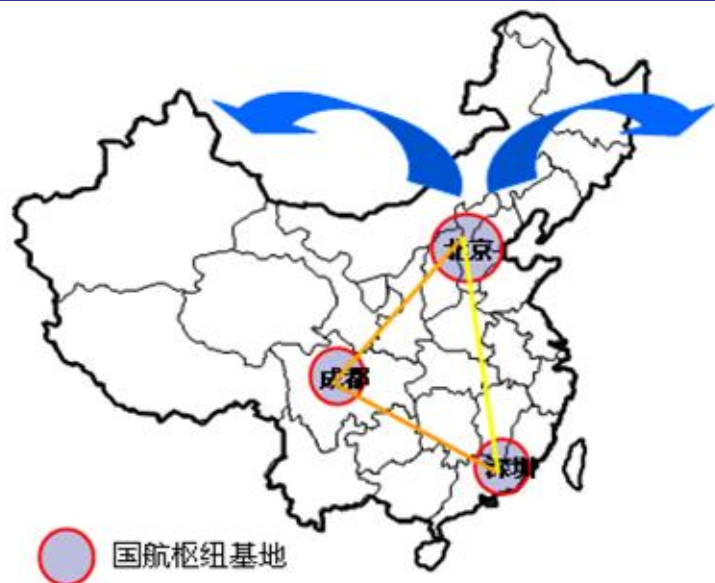
数据来源:安信证券研究所

#### 1.4. 收购深航后, 中国国航的领先优势更加明显

2008 年北京奥运前, 首都机场释放 200 个时刻, 国航申请到 120 个时刻。运力安排上, 围绕北京运行的飞机由 2005 年末的 106 架, 增加到 2009 年的 145 架。首都机场波峰时段航班量达到 40 个, 每周衔接机会达到 72863 个; 航线网络上: 北京直飞通航点由 2005 年 75 个增加到 2009 年 99 个, 北京每日班次由 370 增加到目前的 550; 产出效益上: 北京日中转旅客突破 5000 人次, 第六航权联程销售增长显著。

2009 年公司开始加快成都枢纽建设, 2010 年, 公司将深航纳入旗下。这样成都和深圳给北京复合枢纽以强大支持。国航收购深航后, 双方在深圳机场所占的时刻份额占到 46.2%, 大大提升了公司在深圳机场的控制力。

图5:中国国航的3大枢纽



数据来源:安信证券研究所

深航在深圳、广州、南宁和无锡等市场占据市场份额优势,国航收购深航后,大大加强了在华南的市场份额。更重要的是,深航有单一的窄体机队 90 多架。可以充分弥补自己前几年机队引进缓慢,扭转国内市场份额下降的局面。整个航线网络和机队统一优化配置,围绕北京、成都和深圳飞,同时将深圳的机队调配到西部—华南、西部—华东市场,提升市场控制力和收益水平。

图6:国航+深航在国航基地的市场份额

| 航站   | 国航    |       |       |       | 深航    |       |       |       | 国航+深航 |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 时刻    | 旅客    | RPK   | ASK   | 时刻    | 旅客    | RPK   | ASK   | 时刻    | 旅客    | RPK   | ASK   |
| 北京首都 | 45.7% | 45.3% | 52.6% | 52.4% | 1.6%  | 1.4%  | 1.6%  | 1.5%  | 47.2% | 46.7% | 54.1% | 53.9% |
| 成都   | 33.9% | 32.1% | 33.5% | 34.4% | 4.2%  | 4.3%  | 3.8%  | 3.7%  | 38.1% | 36.4% | 37.3% | 38.1% |
| 上海虹桥 | 7.1%  | 8.8%  | 9.0%  | 8.9%  | 2.4%  | 2.3%  | 2.5%  | 2.2%  | 9.5%  | 11.1% | 11.5% | 11.1% |
| 上海浦东 | 12.3% | 12.6% | 17.0% | 15.3% | 0.9%  | 0.7%  | 0.4%  | 0.4%  | 13.2% | 13.3% | 17.4% | 15.7% |
| 深圳   | 10.6% | 12.1% | 14.8% | 14.6% | 31.7% | 29.9% | 30.5% | 29.4% | 42.3% | 42.0% | 45.3% | 44.0% |
| 广州   | 10.5% | 10.9% | 11.9% | 11.5% | 9.2%  | 9.0%  | 7.7%  | 7.0%  | 19.7% | 19.9% | 19.7% | 18.5% |
| 杭州   | 20.6% | 19.3% | 20.7% | 21.1% | 4.0%  | 4.0%  | 4.1%  | 4.0%  | 24.7% | 23.3% | 24.7% | 25.1% |
| 武汉   | 3.6%  | 4.1%  | 4.7%  | 4.6%  | 7.9%  | 8.6%  | 10.1% | 9.8%  | 11.5% | 12.7% | 14.8% | 14.5% |
| 重庆   | 16.8% | 15.6% | 18.3% | 19.4% | 6.3%  | 6.6%  | 5.9%  | 5.7%  | 23.1% | 22.2% | 24.2% | 25.1% |
| 贵阳   | 22.3% | 22.2% | 26.6% | 26.5% | 7.2%  | 8.0%  | 6.1%  | 5.7%  | 29.5% | 30.2% | 32.6% | 32.2% |
| 天津   | 14.5% | 15.1% | 17.5% | 18.2% | 3.0%  | 3.6%  | 3.8%  | 3.8%  | 17.6% | 18.7% | 21.3% | 21.9% |
| 呼和浩特 | 26.4% | 32.0% | 23.7% | 24.5% | 5.6%  | 7.2%  | 12.4% | 11.3% | 32.0% | 39.2% | 36.1% | 35.7% |

数据来源:安信证券研究所

## 2. 公司形成良好的市场控制力,提升收益管理水平

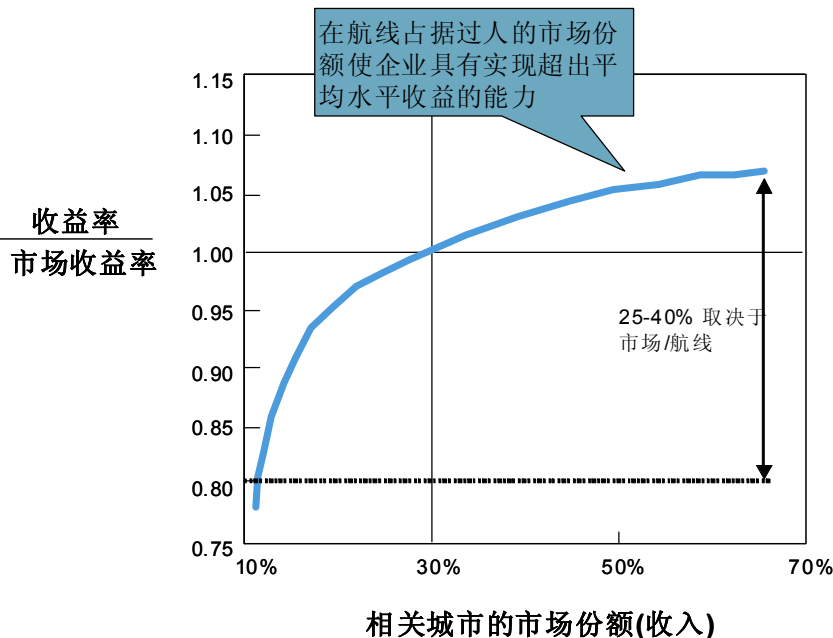
### 2.1. 形成良好的市场控制力,才有收益控制能力

市场份额对收益率非常重要,同时市场份额与忠诚度(航空公司一般通过常旅客提高忠诚度)高度相关,常旅客的忠诚度与收益率明显相关。增加市场控制力和更高的市场份额将能显著提高票价,底线是 30% 市场份额。在航线占据过人的市场份额使得企业具有实现超出平均水平收益的能力。

一家航空公司一旦在某一市场超出第二名承运人 30% 的市场份额,那么该航空公司将有定价主导权。单一航线亦是如此。很明显的例子,从国航开通北京—成都快线以来,每天往返 30 多班,川航不敢轻易和国航打价格战,因为川航执飞北京—成都航线每天往返不过 10 班。其他航空公司像海航、南航和联航每天往返仅仅几班。国航的收益管理是最严格的,很少有低于 7 折的票价。



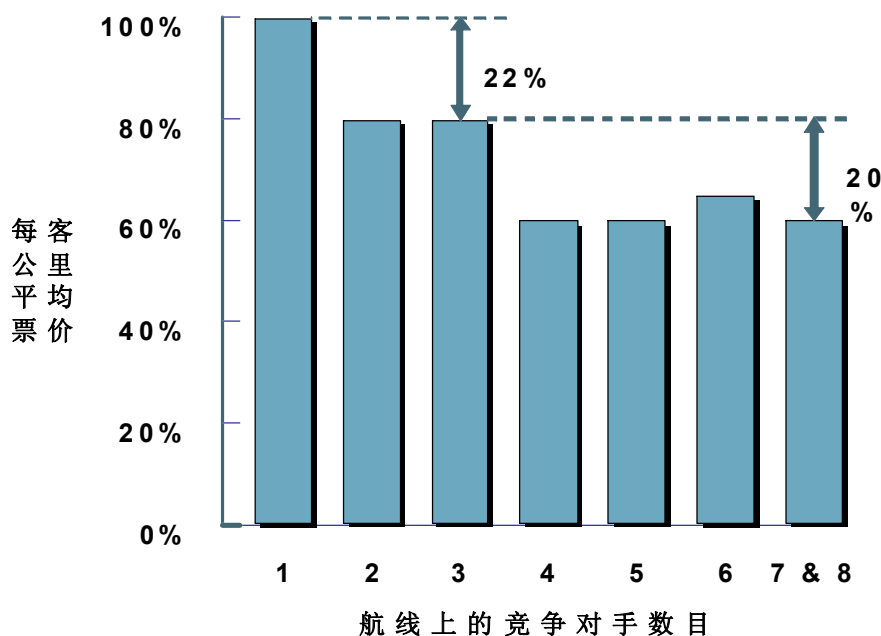
图7: 收益率与市场份额曲线



数据来源: 安信证券研究所 ATI

建设大型复合枢纽, 在局部市场上占据市场控制地位, 同时可以有效的建立进入壁垒, 使得竞争对手不容易进来, 及时进来, 在收益上也无法跟主基地航空公司抗衡。

图8: 收益率与市场份额曲线

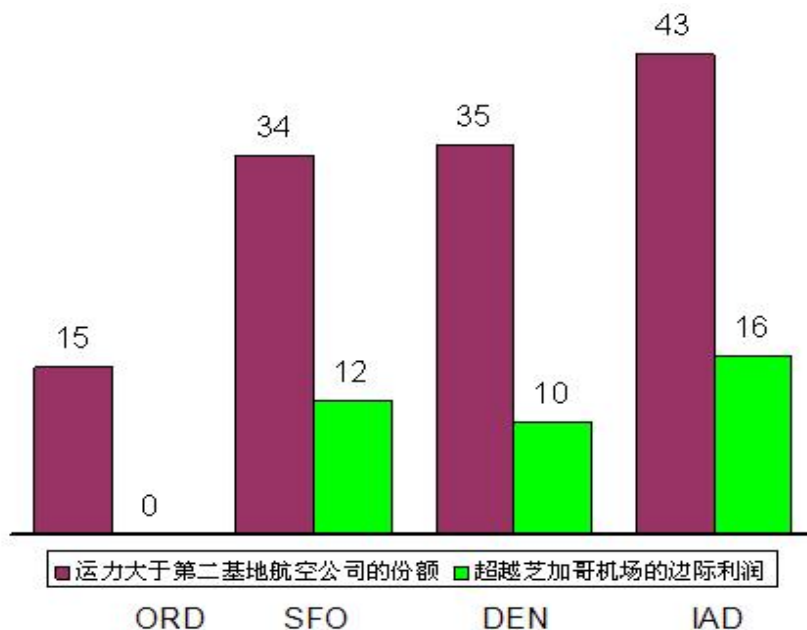


数据来源: 安信证券研究所 ATI

## 2.2. 形成良好的市场控制力，才有收益控制能力

同样在枢纽基地的市场份额比较优势将决定航空公司收益大小。航空枢纽建设的鼻祖美联航的例子最有代表性。美联航美利坚航空公司在芝加哥奥黑尔（ORD）机场的市场份额相差不大，导致双方在收益管理上互相盯着对方，谁也不敢率先提高票价，从而导致边际收益很低；相反美联航在华盛顿杜勒斯国际机场（IAD）的市场份额超出第二名竞争对手43个百分点，结果其航线平均边际利润超出芝加哥奥黑尔国际机场航线平均边际利润16个百分点。

图9:美联航在其枢纽基地运力份额比较优势与边际收益



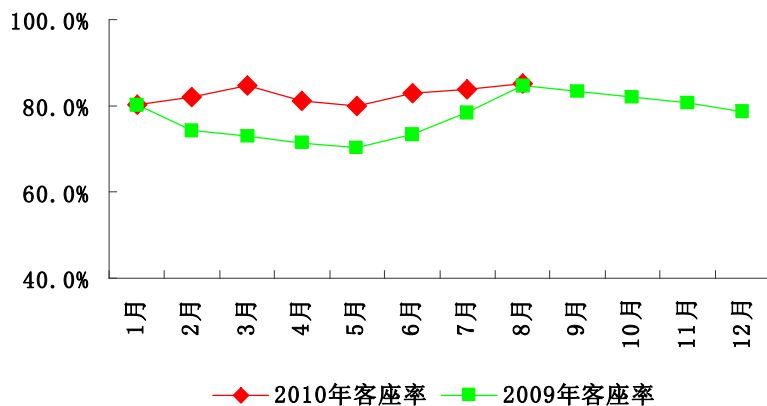
数据来源:安信证券研究所

### 2.3. 公司国际航线到了收获季节

国航搭建了国际国内均衡的航线网络,国内近30条干线给北京枢纽源源不断的输送旅客。经历了近7年的国际市场培训后,国航的国际航线现在到了收获季节。公司国际航线重点做了两项工作。一是选用了与国际航线匹配的A330机型,二是在收益管理,尤其是运价发布体系上下大力气。在多票价体系发布、座控管理上,逐渐与东航、南航拉开差距。

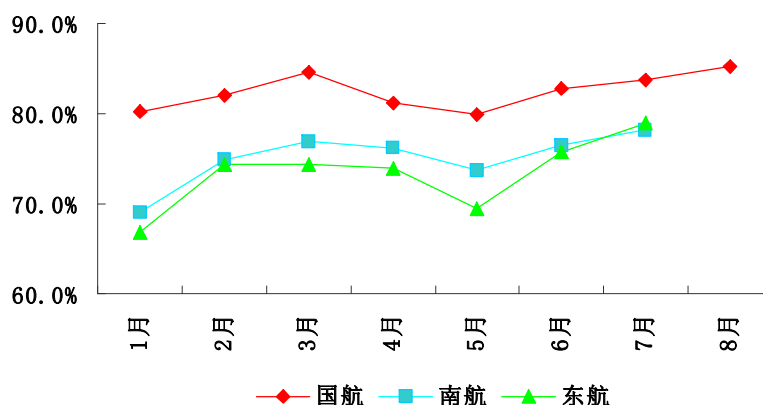
中国国内航空业从去年开始率先强势复苏,全年增长22%,国际航线复苏从去年10月份开始明确。像北京—法兰克福,北京—伦敦,北京—斯德哥尔摩航线已经成为公司重要的盈利航线,经常进入总体盈利航线前10名,具有里程碑式的意义。年初我们就说到,中国国航是2010年国际航线复苏的最大受益者。公司2010年1-8月份,国际航线客座率平均达到82.37%,无论是客座率还是收益水平,遥遥领先于东航和南航。

图10:中国国航国际航线客座率



数据来源:安信证券研究所 公司数据

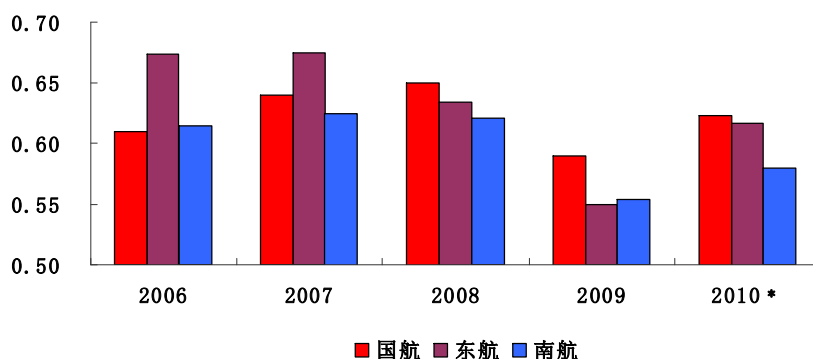
图11:三大航2010年分月国际航线客座率



数据来源:安信证券研究所 公司数据

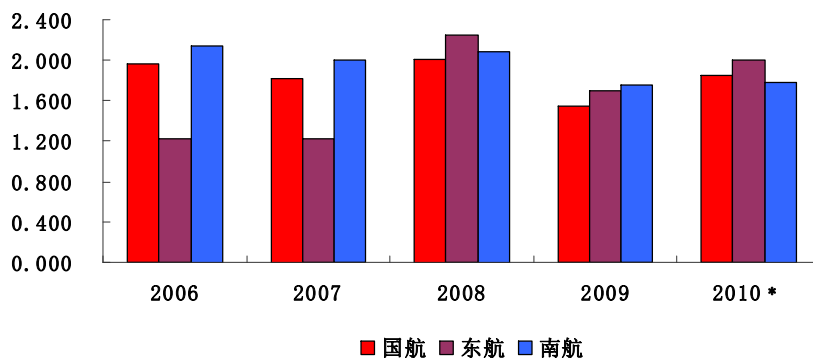
国航的客公里收益水平领先。

图12:三大航近五年客公里收益 (单位:元/RPK)



数据来源:安信证券研究所 公司年报

图13:三大航近五年货运吨公里收益 (单位:元/RFTK)



数据来源:安信证券研究所 公司年报

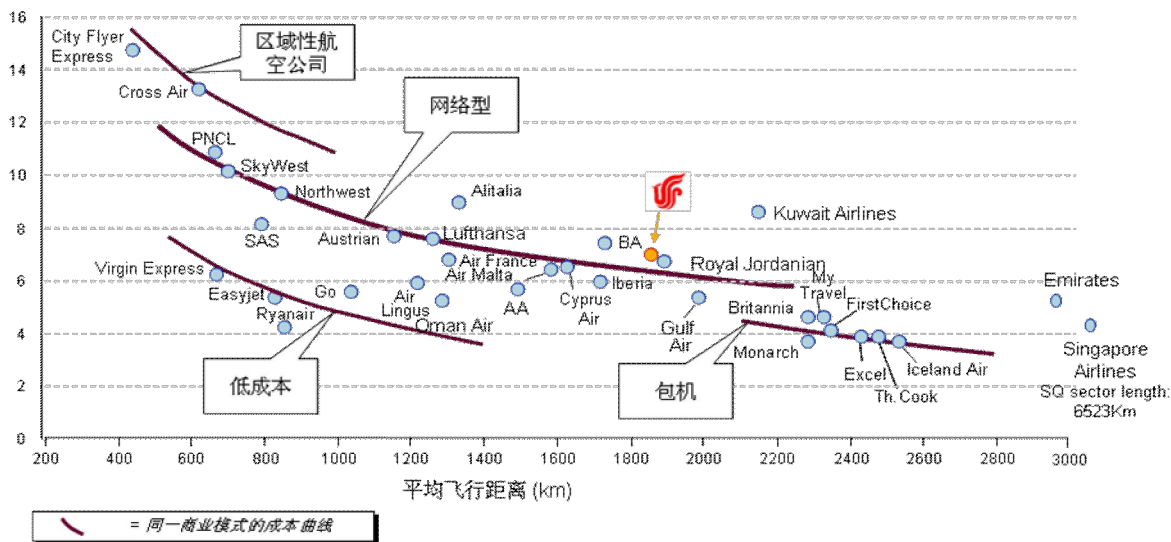
### 3. 成本控制措施执行到位,单位运营成本最低

#### 3.1. 成本水平在枢纽网络型航空公司中世界领先

公司近几年采取了多项严格的成本控制措施,采取多种措施控制成本,每ASK运营成本不但在国内最低,在国际上也颇具竞争力。国航是拥有国际航线最多的航空公司,

平均航程位居行业之首，按照递远递减的收入成本规律，国航因航线网络特性而具备了天然的航线结构优势。以南航为例，国航平均航程高于南航40%，其中国内和国际分别高于对方10%和60%。按照国航现有成本水平测算，若采用南航的航线网络，国航将因航程缩短而增加成本130.5亿元，增加收入121.9亿元，净利将减少8.7亿元。相对均衡的国际国内航线网络，使得国航能够根据市场变化及时调整运力布局，均衡国际国内市场，进行结构的持续调整若采用南航模式，国航10年将因投入结构变化增加航油成本6亿元

图14: 按飞行距离的、不同航空公司商业模式的单位成本(单位: 美分)

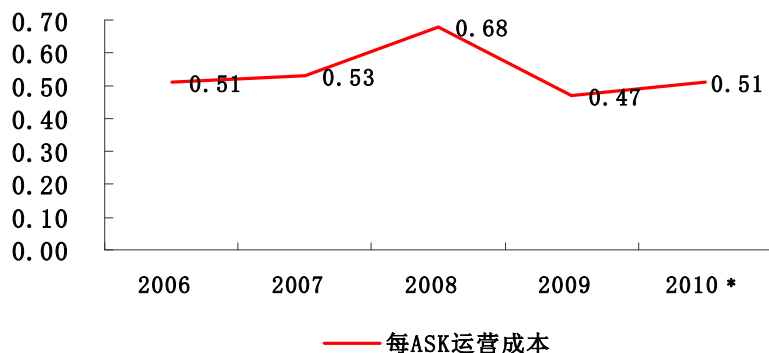


数据来源: 安信证券研究所 IATA

### 3.2. 多管齐下，控制成本

2010 年上半年，本公司通过调优结构成本，强化成本过程管理，巩固了成本领先优势。持续优化机队、投入结构及机型与航线的匹配，从生产源头实施战略成本管理。通过APU 节油、飞机瘦身项目、飞机性能监控、优化和优选航路等措施节支1.76 亿元，缩短了飞行时间1077 小时，改善了机队的利用效率。合理安排飞机融资及流动资金借款，优化债务结构；统一调配航材，降低航材采购成本。公司每ASK运营成本除去2008年航油油价剧烈波动，导致运营成本偏离正常值外。其余年份均保持在0.5元/ASK附近，东航和南航的单位运营成本在0.6元左右。

图15: 中国国航近5年每ASK运营成本



数据来源: 安信证券研究所 公司年报

中国国航在逐步改善收益管理的同时，严格控制成本。依托国内强大的刚性需求支撑，构建国内国际相对均衡的网络，积极参与国际竞争，力争成为国际知名的航空公司，凸显其长期投资价值。



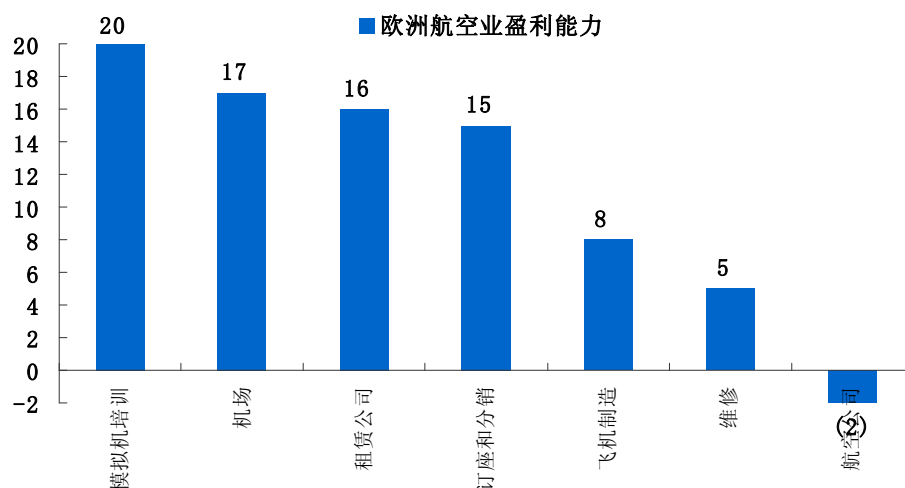
## 4. 打造联合舰队，提高抗风险能力

### 4.1. 航空公司属于周期性行业

从1978年美国航空业放松管制以来，世界航空经历了3个大的周期，从波峰到波谷大概需要10年的时间。90年的海湾战争给航空业重创；1995年全球航空业逐步走出阴霾，但2001年的“911”事件给美国及全球航空业以重创；中国航空在经历2003年的SARS后，2005年实现全行业盈利，在经历2007年的顶峰后，2008年全行业又陷入巨亏。此后在运力供给相对谨慎和机场SLOT资源饱和的情况下，从2009年开始，中国民航业率先复苏，目前来看这一趋势至少能持续到2011年，唯一不确定的是高铁在2012年对民航业的冲击到底有多大。

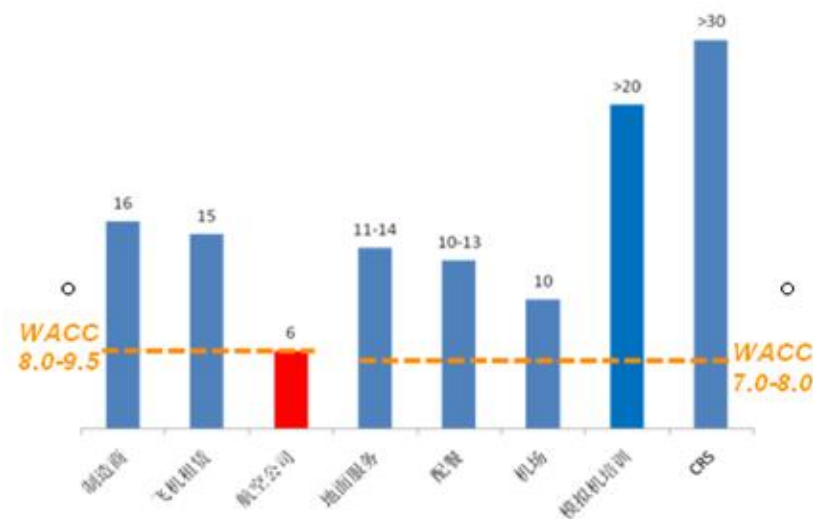
航空运输业是整个价值链上最薄弱的一环，而且属于周期性行业，波动性很大，虽然从目前来看在国内强大的刚性需求支撑下，周期性表现的相对较弱。

图16: 欧洲航空产业链上的盈利能力



数据来源: 安信证券研究所

图17: 航空价值链各环节投资回报率[%] (5年区间)



数据来源: 安信证券研究所

## 4.2. 公司实行专业化战略，提高公司的抗风险能力

公司在多年的发展过程中，逐渐积累了专业化发展的基础。公司正着手整合旗下的资源，以发挥最大效用。

国航与国泰航空合作成立货运航空合资公司已获发改委的批准，目前正争取商务部有关反垄断审批，预计新公司将于今年第四季度在上海成立。新公司成立后，除上海外，北京也将作为其主要运营基地。

公司对标国际著名的航空公司，目前正积极整合旗下的维修资源，将Ameco和国航工程技术公司整合到一块，打造世界领先的航空维修企业，使其成为公司未来重要的利润来源。

未来公务机运输市场未来潜力巨大，公司也准备将其做大做强，分享这一高增长市场。

图18: 预计公司专业化发展方向



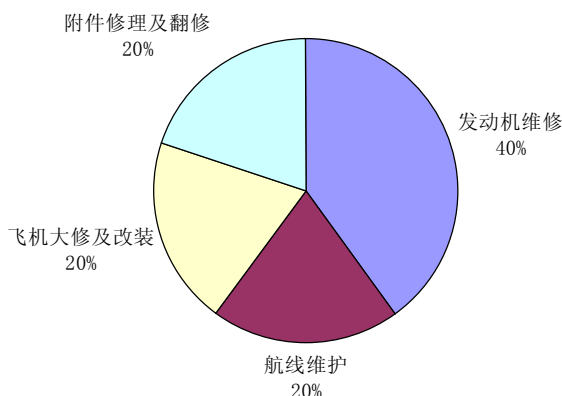
数据来源: 安信证券研究所

## 4.3. 加快整合旗下维修资源，打造全球领先的航空维修企业

目前机务维修已经超过航空公司总成本的15%。根据波音公司的预测，到2020年全球将拥有运输飞机32954架，全球民航维修业的年销售收入将达到1556亿美元。而中国未来20年航空市场的年平均增长率为8.1%，中国航空公司将增加近2600架新飞机，总价值为2130亿美元。

目前全球航空维修市场年产值为300亿美元。我国是全球航空维修市场增长最快、最有潜力的国家，国内航空维修市场规模已超过20亿美元。

图19: 中国维修产业组成



数据来源: 安信证券研究所 CAAC

中国国际航空公司和德国汉莎技术公司合资成立的维修企业北京Ameco，历经20多年的发展，公司具备了较为全面的飞机大修、发动机翻修、附件修理能力。目前利润率比较高的一块是发动机维修业务和附件修理和翻修业务。

Ameco在保证国航机队安全正常运营的前提下，还为80多家国内外客户提供飞机、发动机、附件的维修和大修、航线维护、培训和工程技术服务。Ameco具有对波音系列各型飞机实施重维修和机体喷漆的能力。Ameco也对罗罗、普惠的发动机提供修理和大修服务，有近万项的附件修理和大修能力。

由于Ameco在“飞机维修”的价格、服务方面具有竞争力，越来越多的外国航空公司也将飞机维修业务外包到中国。美联航、德国汉莎、法航等国际大客户纷纷将自己的航

空维修送到北京 Ameco 进行修理。

目前国航正在加紧推进实施航空维修资源整合。将 Ameco 与国航工程技术分公司整合到一块。实现资源共享，优化管控模式。力争打造一家具备全球竞争力的航空维修企业。未来新的维修公司销售业绩有望超过 10 亿美元，第三方业务将占 Ameco 收入的 40%—50%。

## 5. 相对看好明年航空市场

由于市场运力供给相对谨慎，各大机场 SLOT 资源趋紧，加上国内较强的刚性需求。相对看好明年航空市场。公司 2010 年、2011 年每股收益 0.87 元，0.88 元。给予“增持—A”评级，目标价 15 元。

## 6. 风险提示

6.1. 国际油价大幅波动，油价大幅提升，成本激增。

6.2. 飞机高负荷运转导致的安全压力。

**财务报表预测和估值数据汇总**

单位 百万元 模型更新时间 2010-9-7

| 利润表               | 2008             | 2009             | 2010E            | 2011E            | 2012E            | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>52,970.0</b>  | <b>51,095.4</b>  | <b>80,606.7</b>  | <b>92,290.1</b>  | <b>99,087.8</b>  | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 48,606.5         | 41,947.1         | 63,324.6         | 72,503.1         | 80,261.1         | 营业收入增长率        | 6.5%        | -3.5%       | 57.8%        | 14.5%        | 7.4%         |
| 营业税费              | 1,085.1          | 1,505.1          | 933.4            | 1,068.7          | 1,147.4          | 营业利润增长率        | -321.7%     | -138.1%     | 191.5%       | 1.3%         | -10.4%       |
| 销售费用              | 3,281.6          | 3,812.5          | 5,690.8          | 6,460.3          | 6,440.7          | 净利润增长率         | -335.7%     | -155.0%     | 112.4%       | 1.3%         | -10.3%       |
| 管理费用              | 1,574.2          | 1,620.3          | 2,257.0          | 2,584.1          | 2,774.5          | EBITDA 增长率     |             | -498.4%     | 146.6%       | -18.7%       | -2.4%        |
| 财务费用              | 375.7            | 1,205.9          | 2,121.5          | 2,503.7          | 2,187.3          | EBIT 增长率       |             | -159.9%     | 161.9%       | 3.2%         | -10.8%       |
| 资产减值损失            | 258.9            | 161.2            | 180.6            | 30.4             | 34.3             | NOPLAT 增长率     | -339.3%     | -168.3%     | 105.6%       | 3.7%         | -10.6%       |
| 加: 公允价值变动收益       | -7,706.9         | 2,759.6          | 980.0            | 980.0            | 980.0            | 投资资本增长率        | -33.4%      | 26.1%       | 54.6%        | 10.8%        | -1.8%        |
| 投资和汇兑收益           | 310.9            | 719.4            | 5,203.9          | 4,324.8          | 3,925.5          | 净资产增长率         | -35.5%      | 18.1%       | 49.4%        | 28.8%        | 20.1%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>-11,071.2</b> | <b>4,213.2</b>   | <b>12,282.6</b>  | <b>12,444.5</b>  | <b>11,147.9</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 219.0            | 1,101.5          | 200.0            | 200.0            | 200.0            | 毛利率            | 8.2%        | 17.9%       | 21.4%        | 21.4%        | 19.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>-10,852.2</b> | <b>5,314.7</b>   | <b>12,482.6</b>  | <b>12,644.5</b>  | <b>11,347.9</b>  | 营业利润率          | -20.9%      | 8.2%        | 15.2%        | 13.5%        | 11.3%        |
| 减: 所得税            | -1,591.9         | 336.4            | 1,747.6          | 1,770.2          | 1,588.7          | 净利润率           | -17.3%      | 9.8%        | 13.3%        | 11.7%        | 9.8%         |
| <b>净利润</b>        | <b>-9,260.3</b>  | <b>4,978.3</b>   | <b>10,735.0</b>  | <b>10,874.3</b>  | <b>9,759.2</b>   | EBITDA/营业收入    | -5.8%       | 24.1%       | 37.6%        | 26.7%        | 24.3%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010E</b>     | <b>2011E</b>     | <b>2012E</b>     | EBIT/营业收入      | -17.4%      | 10.8%       | 18.0%        | 16.2%        | 13.5%        |
| 货币资金              | 4,663.8          | 3,201.6          | 4,836.4          | 5,537.4          | 5,945.3          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | 253.4            | -                | 23.0             | 23.0             | 23.0             | 固定资产周转天数       | 496         | 477         | 346          | 343          | 334          |
| 应收帐款              | 3,145.9          | 2,644.6          | 8,391.1          | 8,105.4          | 8,702.4          | 流动营业资本周转天数     | -64         | -82         | -26          | -14          | -19          |
| 应收票据              | 1.6              | 2.5              | 2.2              | 2.5              | 2.7              | 流动资产周转天数       | 61          | 58          | 49           | 59           | 58           |
| 预付帐款              | 309.9            | 350.3            | 413.6            | 486.1            | 566.3            | 应收帐款周转天数       | 17          | 15          | 19           | 23           | 21           |
| 存货                | 790.2            | 911.1            | 1,160.9          | 1,329.1          | 1,471.4          | 存货周转天数         | 5           | 6           | 5            | 5            | 5            |
| 其他流动资产            | 61.5             | 68.8             | -0.0             | -0.0             | -0.0             | 总资产周转天数        | 636         | 722         | 522          | 500          | 491          |
| 可供出售金融资产          | -                | -                | -                | -                | -                | 投资资本周转天数       | 479         | 449         | 404          | 452          | 438          |
| 持有至到期投资           | -                | -                | -                | -                | -                | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 7,323.1          | 13,215.5         | 14,460.5         | 14,460.5         | 14,460.5         | ROE            | -45.6%      | 20.8%       | 30.0%        | 23.6%        | 17.6%        |
| 投资性房地产            | -                | -                | -                | -                | -                | ROA            | -9.4%       | 4.7%        | 8.4%         | 8.4%         | 6.9%         |
| 固定资产              | 66,244.8         | 69,147.5         | 85,645.7         | 90,082.2         | 93,845.9         | ROIC           | -10.6%      | 10.8%       | 17.7%        | 11.9%        | 9.6%         |
| 在建工程              | 10,887.2         | 11,731.1         | 9,204.8          | 5,721.5          | 12,921.5         | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 2,563.9          | 2,576.3          | 2,493.4          | 2,399.3          | 2,296.7          | 销售费用率          | 6.2%        | 7.5%        | 7.1%         | 7.0%         | 6.5%         |
| 其他非流动资产           | 2,420.8          | 2,039.6          | 839.1            | 849.1            | 859.1            | 管理费用率          | 3.0%        | 3.2%        | 2.8%         | 2.8%         | 2.8%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>98,897.7</b>  | <b>106,163.2</b> | <b>127,470.6</b> | <b>128,996.1</b> | <b>141,094.8</b> | 财务费用率          | 0.7%        | 2.4%        | 2.6%         | 2.7%         | 2.2%         |
| 短期债务              | 9,379.7          | 8,870.4          | 28,477.7         | 30,016.1         | 18,569.8         | 三费/营业收入        | 9.9%        | 13.0%       | 12.5%        | 12.5%        | 11.5%        |
| 应付帐款              | 10,822.8         | 9,337.1          | 11,776.6         | 13,483.6         | 14,926.4         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 1,493.8          | 763.3            | -                | -                | -                | 资产负债率          | 79.5%       | 77.4%       | 75.9%        | 71.9%        | 66.4%        |
| 其他流动负债            | 20,999.5         | 17,423.5         | 11,642.4         | 12,595.7         | 13,332.0         | 负债权益比          | 387.5%      | 343.1%      | 315.5%       | 256.5%       | 198.1%       |
| 长期借款              | 14,109.8         | 18,321.1         | 30,698.1         | 30,698.1         | 30,698.1         | 流动比率           | 0.22        | 0.20        | 0.29         | 0.28         | 0.36         |
| 其他非流动负债           | 21,804.5         | 27,486.4         | 30,304.5         | 31,472.9         | 32,152.6         | 速动比率           | 0.20        | 0.17        | 0.26         | 0.25         | 0.32         |
| <b>负债总额</b>       | <b>78,610.2</b>  | <b>82,201.8</b>  | <b>112,899.3</b> | <b>118,266.4</b> | <b>109,678.9</b> | 利息保障倍数         | -24.57      | 4.58        | 6.82         | 5.97         | 6.10         |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>513.7</b>     | <b>38.6</b>      | <b>81.5</b>      | <b>125.0</b>     | <b>164.0</b>     | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 12,251.4         | 12,251.4         | 12,251.4         | 12,251.4         | 12,251.4         | DPS(元)         | 0.07        | -           | -            | -            | -            |
| 留存收益              | 9,133.1          | 13,309.7         | 23,456.9         | 33,735.8         | 42,960.7         | 分红比率           | -9.2%       | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>20,287.5</b>  | <b>23,961.4</b>  | <b>35,789.8</b>  | <b>46,112.2</b>  | <b>55,376.1</b>  | 股息收益率          | 0.6%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010E</b>     | <b>2011E</b>     | <b>2012E</b>     | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | -9,260.3         | 4,978.3          | 10,735.0         | 10,874.3         | 9,759.2          | EPS(元)         | -0.75       | 0.41        | 0.87         | 0.88         | 0.79         |
| 加: 折旧和摊销          | 6,267.4          | 6,913.5          | 15,854.5         | 9,703.3          | 10,717.9         | BVPS(元)        | 1.61        | 1.95        | 2.91         | 3.75         | 4.51         |
| 资产减值准备            | 258.9            | 161.2            | 180.6            | 30.4             | 34.3             | PE(X)          | -14.8       | 26.9        | 12.7         | 12.5         | 14.0         |
| 公允价值变动损失          | 7,706.9          | -2,759.6         | 980.0            | 980.0            | 980.0            | PB(X)          | 6.9         | 5.7         | 3.8          | 2.9          | 2.5          |
| 财务费用              | -162.1           | 213.3            | 1,041.8          | 2,121.5          | 2,503.7          | P/FCF          | -           | 118.7       | 6.9          | 9.2          | -12.4        |
| 投资收益              | 1,629.6          | -610.8           | -4,357.2         | -3,478.1         | -3,078.8         | P/S            | 2.6         | 2.7         | 1.7          | 1.5          | 1.4          |
| 少数股东损益            | -111.2           | -51.2            | 53.7             | 54.4             | 48.8             | EV/EBITDA      | -55.7       | 14.8        | 6.9          | 8.6          | 8.3          |
| 营运资金的变动           | 2,953.2          | 336.8            | 1,398.8          | 3,863.4          | 2,020.8          | CAGR(%)        | -205.5%     | 25.2%       | -100.0%      | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>7,052.8</b>   | <b>6,895.3</b>   | <b>26,966.8</b>  | <b>24,531.3</b>  | <b>22,669.4</b>  | PEG            | 0.1         | 1.1         | -0.1         | -0.1         | -0.1         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-8,338.5</b>  | <b>-12,582.1</b> | <b>-31,170.8</b> | <b>-9,201.2</b>  | <b>-20,833.4</b> | ROIC/WACC      | -2.0        | 1.1         | 1.4          | 1.3          | 1.2          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>736.8</b>     | <b>5,426.9</b>   | <b>24,558.3</b>  | <b>-965.2</b>    | <b>-13,633.6</b> | REP            | -1.5        | 2.4         | 1.3          | 1.3          | 1.4          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

**彭倩**，交运行业分析师，华中科技大学财务管理学士，金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。  
**苏宝亮**，交运行业分析师，清华大学-MIT 国际 MBA，2010 年加入安信，此前在北京 Ameco，国航从事生产计划、市场营销和战略规划工作 10 年。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|               |                        |               |                         |
|---------------|------------------------|---------------|-------------------------|
| <b>潘艳</b>     | 上海联系人                  | <b>黄方祥</b>    | 上海联系人                   |
| 021-68766516  | panyan@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| <b>朱贤</b>     | 上海联系人                  | <b>梁涛</b>     | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn |
| <b>凌洁</b>     | 上海联系人                  | <b>张勤</b>     | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| <b>李昕</b>     | 北京联系人                  | <b>潘冬亮</b>    | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn   | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| <b>马正南</b>    | 北京联系人                  | <b>周蓉</b>     | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn    | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| <b>律烨</b>     | 深圳联系人                  | <b>曹加</b>     | 深圳联系人                   |
| 0755-82558076 | lyye@essence.com.cn    | 0755-82558045 | caojia@essence.com.cn   |
| <b>李国瑞</b>    | 深圳联系人                  | <b>胡珍</b>     | 深圳联系人                   |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn    | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034