



运输/工业

中国国航 (601111)

多因素激发业绩

-----公司年报点评

周竞竞
021-38676319
zhoujingjing009501@gtjas.co
S0880511010041

本报告导读:

投资要点:

- **业绩大幅增长。**2010 年中国国航实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润分别为 809.6 亿、142.6 亿和 122.1 亿元，同比分别大幅增长 58.5%、238.7%和 142.7%。实现每股收益 1.05 元；盈利水平大幅增长态势基本符合市场预期。
- **投入产出效率强劲提升。**报告期内行业客货供求关系乐观。公司 ASK 增长 33.9%，旅客需求增长 40.0%；客座率达到 80.0%，同比大幅提高 3.5 个百分点；实现客公里收益 0.66 元，增长 11.9%。货邮业务需求亦大幅增长 37.2%，明显超于运力增长；货邮载运率为 61.7%，同比提高 7.4 个百分点；货运吨公里收益 1.83 元，同比大幅增长 18.1%。报告期内合并深航较好放大了公司枢纽网络版图和景气程度。
- **成本相对可控、多因素助力。**报告期内公司营业成本增长 44.1%，其中航油成本同比增长约 66.6%，被公司较好消化；油料衍生合同公允价值变动收益 19.5 亿元；净汇兑收益贡献约 19 亿元；权益法确认国泰航空投资收益 30 亿元；后二者可视为类经常性损益。
- **波动率收窄，“谨慎增持”投资评级。**预计公司 11-13 年每股收益 0.94 元、0.89 元和 0.86 元。中短期行业大概率处于上有高油价、高铁不确定性压力，下有升值和供求紧平衡支撑的盈利周期，强趋势特征弱化；而公司股价亦对此在时间和空间上有了相对充分的反映。建议关注京沪高铁投放后的传统旺季 3 季度。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	51,095	80,963	94,327	105,634	119,644
(+/-)%	-4%	58%	17%	12%	13%
经营利润 (EBIT)	2,210	10,507	9,704	9,981	10,762
(+/-)%	240%	375%	-8%	3%	8%
净利润	5,029	12,208	12,095	11,854	12,657
(+/-)%	155%	143%	-1%	-2%	7%
每股净收益 (元)	0.41	0.95	0.94	0.92	0.98
每股股利 (元)	0.00	0.12	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	4.3%	13.0%	10.3%	9.4%	9.0%
净资产收益率(%)	21.0%	29.3%	23.1%	18.8%	17.0%
投入资本回报率(%)	3.8%	10.9%	9.6%	9.5%	10.5%
EV/EBITDA	20.2	10.4	9.5	8.1	6.7
市盈率	27.4	11.9	12.0	12.2	11.5
股息率 (%)	0.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.90

上次预测: 19.96

当前价格: 11.25

2011.03.30

交易数据

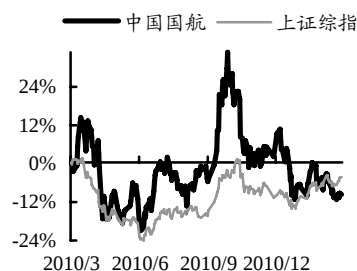
52 周内股价区间 (元)	9.40-17.31
总市值 (百万元)	145,034
总股本/流通 A 股 (百万股)	12,892/7,84
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/4,406
流通股比例	95%
日均成交量 (百万股)	38
日均成交值 (百万元)	465

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	33,157
每股净资产	2.57
市净率	4.4
净负债率	200%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.19	
Q2	0.22	
Q3	0.44	
Q4	0.20	
全年	1.05	

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-12%	-10%
相对指数	-7%	-18%	-5%

相关报告

《旺季业绩超预期》

2010.10.29

模型更新时间: 2011.03.30

股票研究

工业

运输

中国国航 (601111)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.90

上次预测: 19.96

当前价格: 11.25

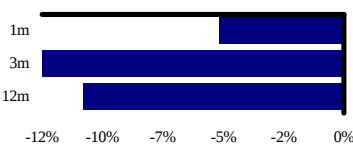
公司网址

www.airchina.com.cn

公司简介

公司是国内最大的航空公司,在国际航线上占据垄断地位。作为中国唯一载国旗飞行的航空公司,几十年来,国航承担了党和国家领导人的出访和部分国内专机任务,也承担了许多外国元首和政府首脑在国内的专机和包机任务。辖有西南、浙江、重庆、内蒙古、天津、贵州、西藏分公司和上海基地、华南基地。另外,公司控股参股了中国国际航空货运股份公司、北京飞机维修工程有限公司等多家公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.40-17.31

市值 (百万)

145,034

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	51,095	80,963	94,327	105,634	119,644
营业成本	41,947	61,005	73,506	83,203	94,781
税金及附加	1,505	1,608	1,873	2,098	2,376
销售费用	3,813	5,503	6,603	7,394	8,375
管理费用	1,620	2,340	2,641	2,958	3,350
EBIT	2,210	10,507	9,704	9,981	10,762
公允价值变动收益	2,760	1,744	0	0	0
投资收益	610	3,573	3,036	2,732	2,869
财务费用	1,206	-540	-1,551	-1,654	-1,761
营业利润	4,213	14,264	14,291	14,368	15,392
所得税	336	2,570	2,709	3,026	3,231
少数股东损益	-51	247	247	248	265
净利润	5,029	12,208	12,095	11,854	12,657
货币资金、交易性金融资产	3,202	15,038	30,793	46,164	62,860
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	13,490	15,916	15,523	15,523	15,523
固定资产合计	80,879	111,743	116,469	119,176	119,862
无形及其他资产	3,063	4,498	4,786	5,074	5,362
资产合计	106,163	155,220	173,575	193,414	211,421
流动负债	36,394	50,633	49,936	51,967	54,341
非流动负债	45,807	62,887	70,887	77,881	81,881
股东权益	23,923	41,653	52,458	63,023	74,391
投入资本(IC)	54,909	79,799	82,491	83,928	81,864
NOPLAT	2,070	8,709	7,957	7,985	8,610
折旧与摊销	6,913	8,575	10,354	12,375	14,395
流动资金增量	-1,298	5,982	2,878	1,557	3,038
资本支出	-7,371	-17,039	-14,608	-14,608	-14,608
自由现金流	316	6,227	6,581	7,309	11,434
经营现金流	6,895	19,667	20,932	22,468	27,592
投资现金流	-12,582	-14,074	-11,178	-11,876	-11,739
融资现金流	5,427	6,074	6,001	4,778	843
现金流净增加额	-260	11,666	15,755	15,371	16,697
收入增长率	-3.5%	58.5%	16.5%	12.0%	13.3%
EBIT 增长率	240.1%	375.3%	-7.6%	2.9%	7.8%
净利润增长率	155.0%	142.7%	-0.9%	-2.0%	6.8%
利润率	17.9%	24.7%	22.1%	21.2%	20.8%
毛利率	4.3%	13.0%	10.3%	9.4%	9.0%
EBIT 率	9.8%	15.1%	12.8%	11.2%	10.6%
净利润率	21.0%	29.3%	23.1%	18.8%	17.0%
总资产收益率(ROA)	4.7%	7.9%	7.0%	6.1%	6.0%
投入资本回报率(ROIC)	3.8%	10.9%	9.6%	9.5%	10.5%
存货周转天数	8	6	6	6	6
应收账款周转天数	15	12	12	12	12
总资产周转天数	732	589	636	34	27
净利润现金含量	1.37	1.61	1.73	1.90	2.18
资本支出/收入	14%	21%	15%	14%	12%
资产负债率	77.4%	73.1%	69.6%	67.1%	64.4%
净负债率	194.7%	128.3%	85.2%	57.6%	30.4%
PE	27.4	11.9	12.0	12.2	11.5
PB	5.8	3.5	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	20.2	10.4	9.5	8.1	6.7
P/S	2.7	1.8	1.5	1.4	1.2
股息率	0.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%

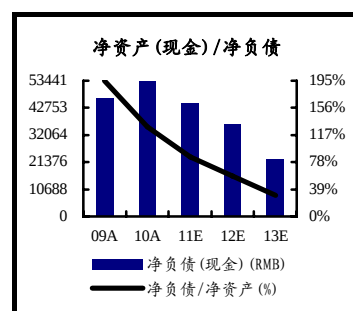
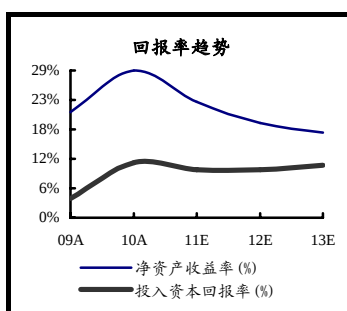
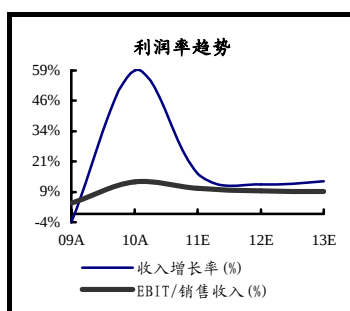
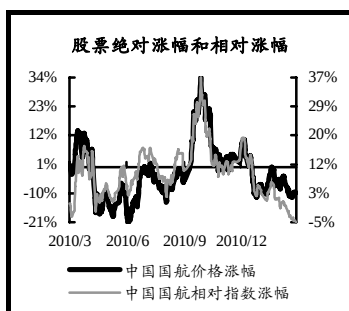


图 1: 11 年 1-2 月累计国内客运运力增长 3.8%

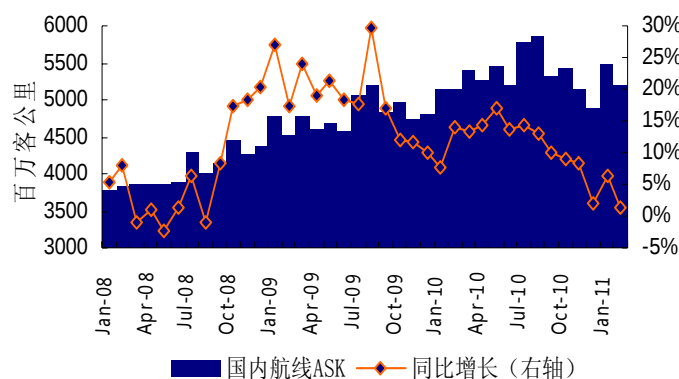


图 2: 1-2 月供需紧平衡; 国内客源增速 10%

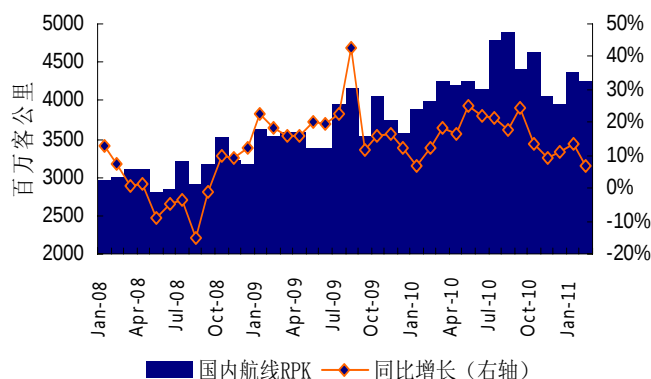


图 3: 1-2 月累计国内客座率 80.7%，增长 4.5%

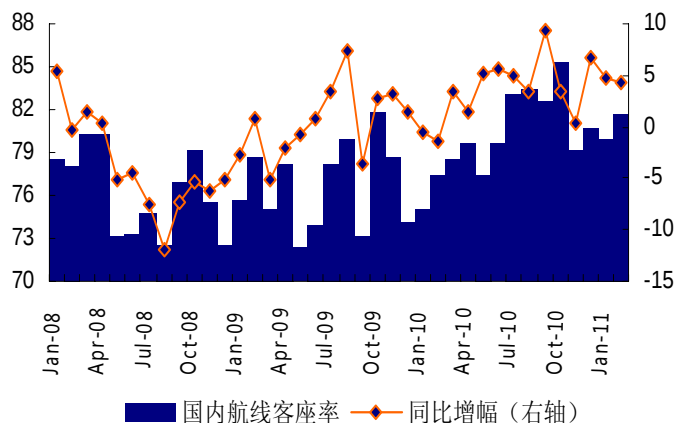


图 4: 1-2 月国际客运运力投放增长 12.9%

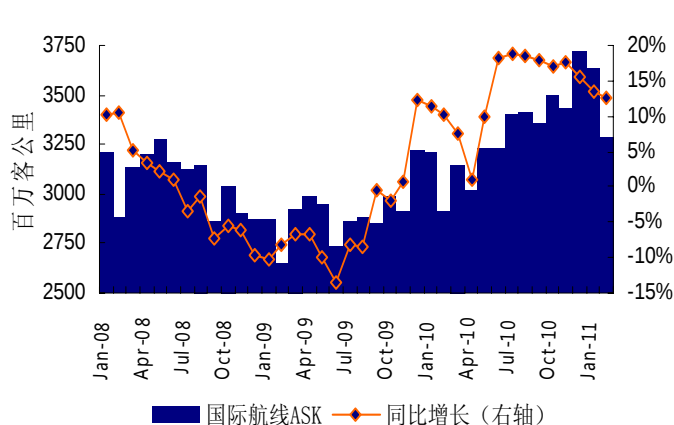


图 5: 1-2 月份国际客运需求增长 6.6%

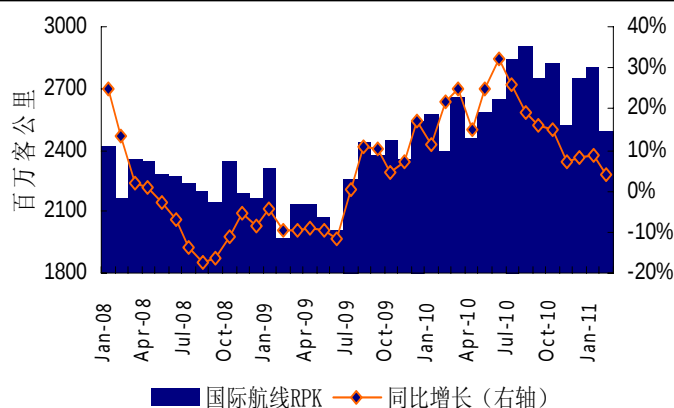


图 6: 欧线供大于求，国际客座率 76.5%，下降 4.6%

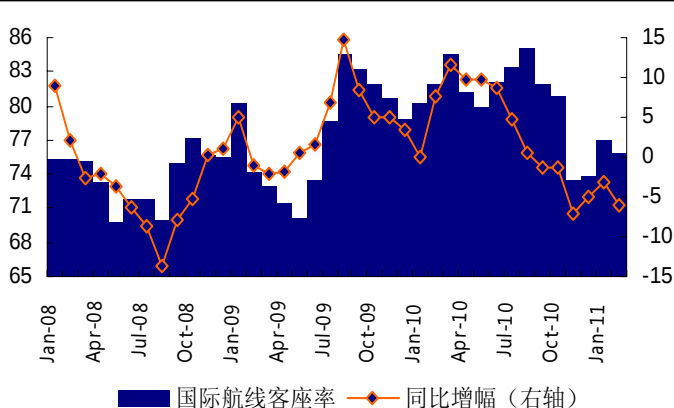


图 7: 1-2 月份货邮需求增速略低于运力增长

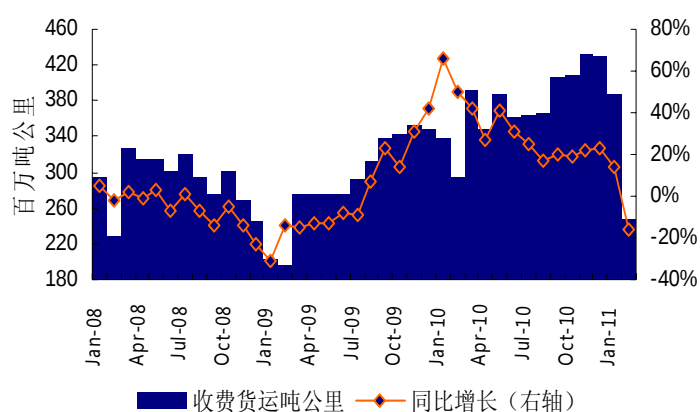
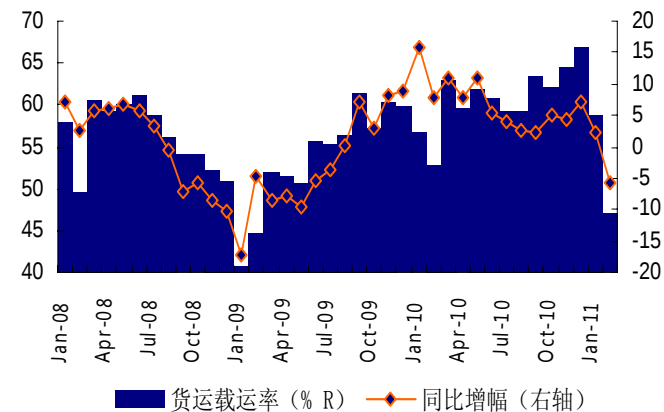


图 8: 货邮载运率持续调整, 累计同比略下降 1.1%



数据来源: 公司资料 国泰君安证券

作者简介:**宋伟亚（贡献作者）:**

S1070209050321

0755-23976003

songweiya009360@gtjas.com

交通运输行业研究员。南京大学会计学硕士，民航业工作背景，4年券商交运行业研究经验；2010年加入国泰君安证券。

周竞竞:

S0880511010041

021-38676319

zhoujingjing009501@gtjas.com

交通运输行业研究员，上海交通大学金融学硕士，2010年12月加入国泰君安证券。2007年10月到2010年8月于上海申银万国证券研究所从事交通运输行业研究，2009年获得新财富小组第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		