

中国国航 (601111)

增持/ 维持评级

股价: RMB10.94

分析师
李军

021-50106015 lijunyjs@lhzq.com

基期因素导致表观增速较低

—2010 年 1 月份运营数据点评

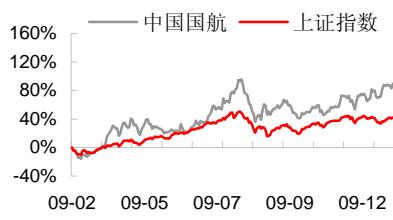
相关研究

- 考虑基数因素后公司需求继续保持快速增长: 1月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长 6.33%，其中国内航线同比增长 5.36%，国际航线同比增长 10.96%，地区航线同比增长 11.38%，增速较前几个月明显降低，我们认为导致 2010 年 1 月份航空客运需求增速表观增速较低的主要原因为基数因素，2009 年春运黄金周在 1 月份，因此 2009 年 1 月份中国国航合计旅客吞吐量同比增速高达 17.52%，其中国内同比增长 22.41%；地区航线同比增长 22.47%。
- 观察 2005 年以来的 1 月份旅客吞吐量环比上一年 12 月份旅客吞吐量增速数据（分国内、国际航线），我们发现除 2009 年以外，2010 年的环比增速基本属于最高水平，2009 年 1 月份环比上一年 12 月份数据之所以非常高的原因在于 2009 年春运黄金周在 1 月份（春运黄金周对于航空需求的带动作用非常明显），而 2005 年、2006 年、2007 年、2008 年、2010 年的春运黄金周均在 2 月份，因此通过比较上述年份的 1 月份环比上一年 12 月份航空需求增速可以清晰看出：“2010 年 1 月份中国国航航空需求增速仍然保持快速的内在增长。
- 总体运力增长平稳，国际航线运力回流趋势逐步形成：截至 1 月底，公司在册客机约为 260 架，1 月份净增加 3 架客机，2010 年 1 月份飞机架数同比增速约为 11%，运力增长平稳，1 月份国际航线 ASK 投放占总体 ASK 投放占比环比 12 月份略有下降，但同比 2009 年 1 月份上升还是比较明显，总体而言，我们认为随着国际航线增速的逐步提高，国际航线运力回流趋势正逐步形成。
- 维持“增持”评级，建议投资者继续超配中国国航：总体而言，我们认为公司 1 月份的内在需求增长仍处在较高水平，反映出需求端的中远期乐观判断在不断兑现，同时 2 月份在基数因素以及内在健康增长的驱动下，预计公司旅客吞吐量将录得较高的同比增速，我们维持公司 2009 年至 2011 年 0.42 元/股、0.40 元/股、0.52 元/股的盈利预测，维持“增持”的投资评级，建议投资者继续超配中国国航。

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)	85832

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	52970.0	36459.4	49602.0	58484.0	67256.6
(+/-%)	7.0	-7.8	-6.4	17.9	15.0
归属母公司净利润(百万元)	-9149.1	3810.9	5099.6	4900.3	6429.5
(+/-%)	-347.4	572.8	-44.3	-3.9	31.2
EPS(元)	-0.75	0.31	0.42	0.40	0.52
P/E(倍)	-14.6	35.2	26.0	27.0	20.6

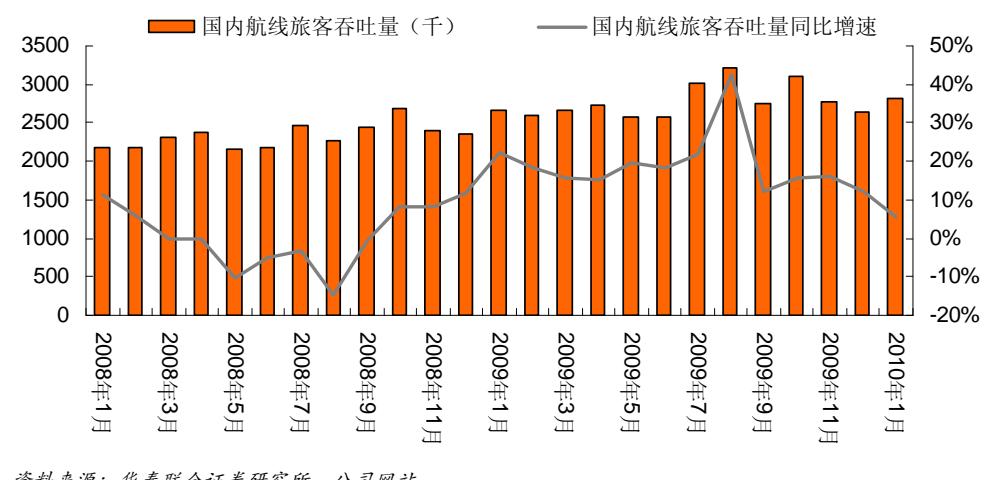
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

考虑基数因素后需求继续快速增长

1月份表观增速较低

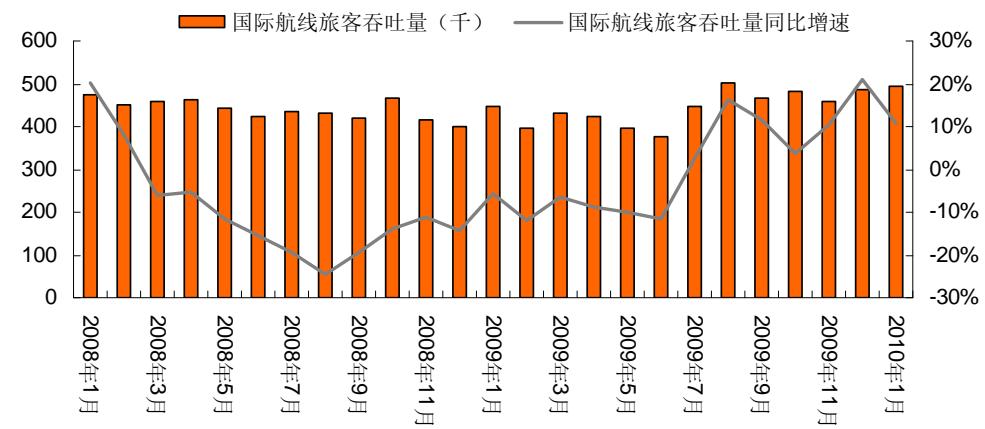
1月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长6.33%，其中国内航线同比增长5.36%，国际航线同比增长10.96%，地区航线同比增长11.38%，增速较前几个月明显降低。

图1：中国国航国内航线旅客吞吐量发展趋势



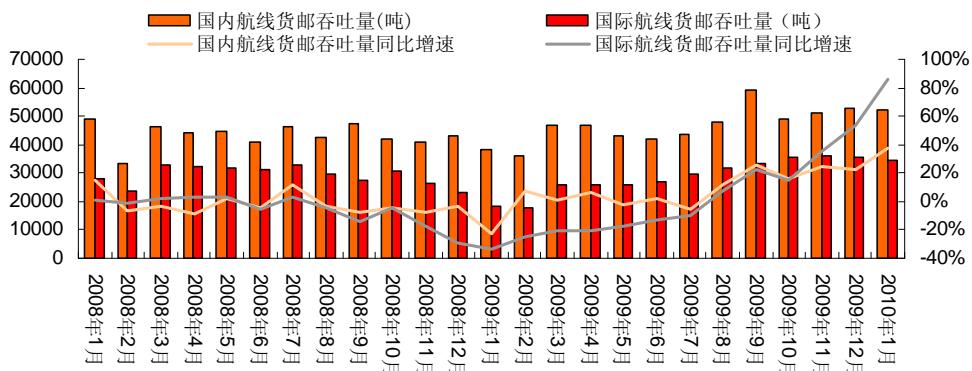
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图2：中国国航国际航线旅客吞吐量发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

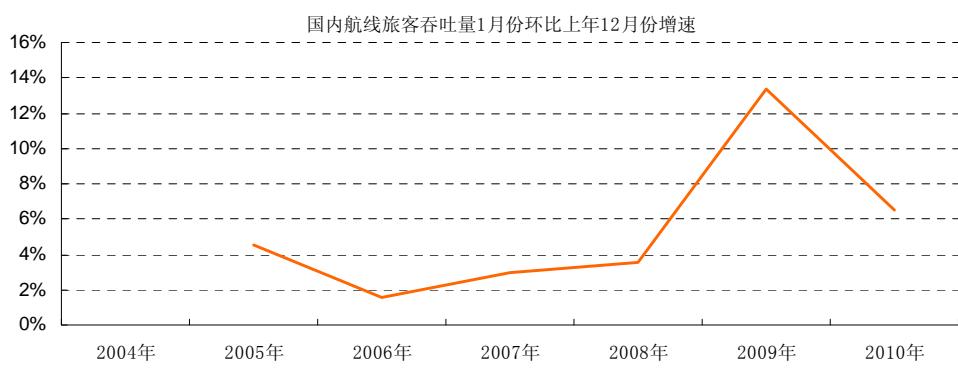
1月份中国国货合计货邮吞吐量同比增长55.06%，其中国内航线同比增长37.11%，国际航线同比增长86.31%，地区航线同比增长113.25%，货运的增长受基数影响较小，同比继续保持非常快速的增长态势，但也呈现出自2009年11月份开始的淡季回落的趋势。

图3：中国国航货邮吞吐量发展趋势


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

表观增速较低只是基数原因，其内在增速依然很高

我们认为导致2010年1月份航空客运需求增速表观增速较低的主要原因为基数因素，2009年春运黄金周在1月份，因此2009年1月份中国国航合计旅客吞吐量同比增速高达17.52%，其中国内同比增长22.41%；地区航线同比增长22.47%。

图4：2005年以来中国国航国内航线1月份旅客吞吐量环比上年12月份增速


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图5：2005年以来中国国航国际航线1月份旅客吞吐量环比上年12月份增速


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

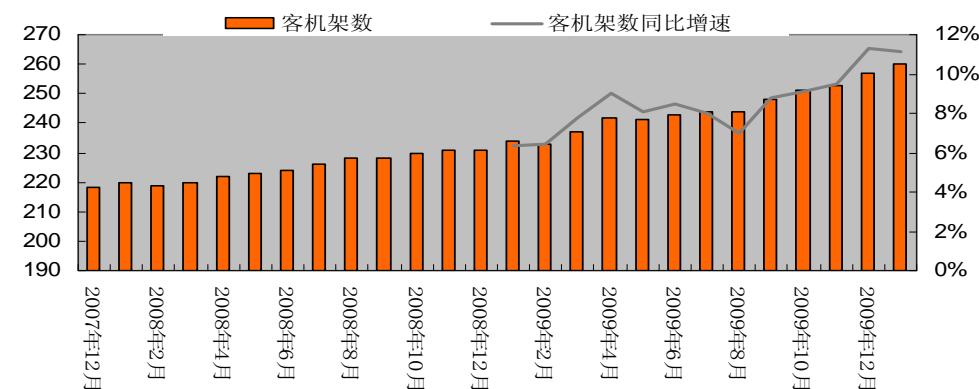
观察图4、图5的2005年以来的1月份旅客吞吐量环比上一年12月份旅客吞吐量增速数据（分国内、国际航线），我们发现除2009年以外，2010年的环比增速基本属于最高水平，2009年1月份环比上一年12月份数据之所以非常高的原因在于2009年春运黄金周在1月份（春运黄金周对于航空需求的带动作用非常明显），而2005年、2006年、2007年、2008年、2010年的春运黄金周均在2月份，因此通过比较上述年份的1月份环比上一年12月份航空需求增速可以清晰看出：“2010年1月份中国国航航空需求增速仍然保持快速的内在增长。”

供给增速保持平稳，国际航线运力回流趋势逐步形成

总体运力增长继续保持平稳

截至1月底，公司在册飞机约为265架（其中全货机约为5架），1月份净增加3架客机，2010年1月份客机架数同比增速约为11%，运力增长平稳。

图6：中国国航在册客机趋势

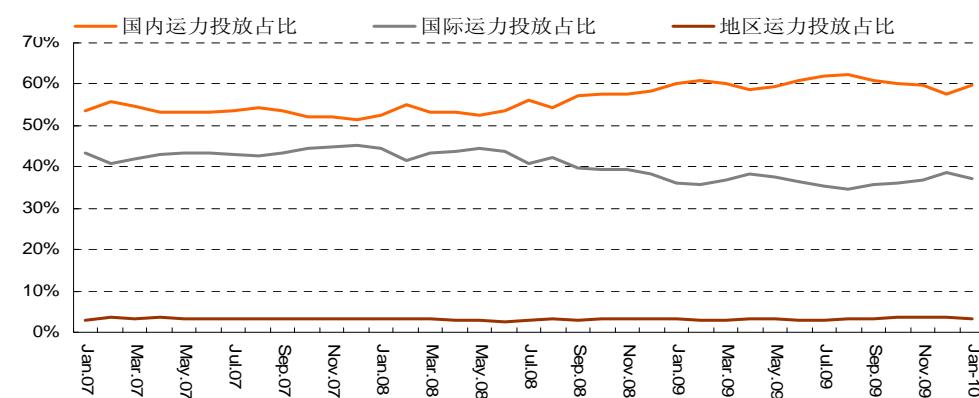


资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

国际航线运力回流趋势逐步形成

1月份国际航线ASK投放占总体ASK投放占比环比12月份略有下降，但同比2009年1月份上升还是比较明显，总体而言，我们认为随着国际航线增速的逐步提高，国际航线运力回流趋势正逐步形成。

图7：中国国航ASK分区域投放占比发展趋势

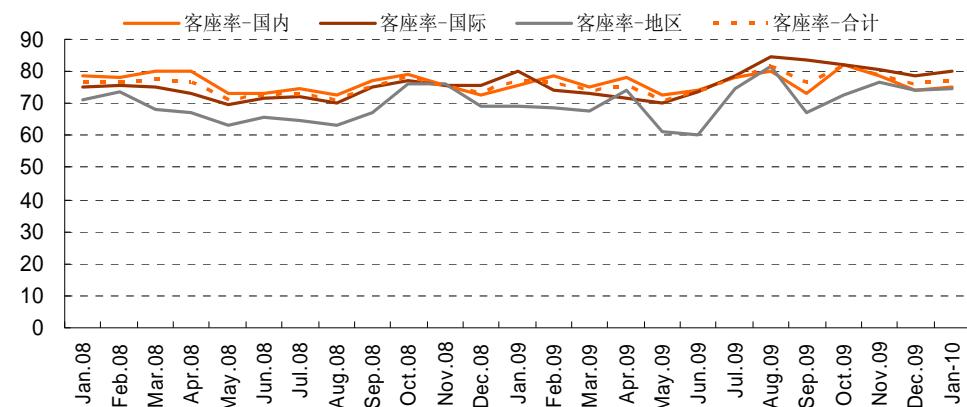


资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

客座率：同比基本持平

从客座率来看，由于 2009 年同期公司客座率水平已经较高（77.20%），总体上公司 1 月份客座率水平与 2009 年同期基本持平，其中国内航线、国际航线客座率水平略降，地区航线客座率水平提升明显。

图 8：中国国航客座率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

投资建议

维持“增持”评级，建议投资者继续超配中国国航

总体而言，我们认为公司 1 月份的内在需求增长仍处在较高水平，反映出需求端的中远期乐观判断在不断兑现，同时 2 月份在基数因素以及内在健康增长的驱动下，预计公司旅客吞吐量将录得较高的同比增速。

我们维持公司 2009 年至 2011 年 0.42 元/股、0.40 元/股、0.52 元/股的盈利预测，维持“增持”的投资评级，建议投资者继续超配中国国航。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产					营业收入	52970	49602	58484	67257
现金	9226	9487	11083	12690	营业成本	48607	41731	47024	51726
应收账款	4664	4960	5848	6726	营业税金及附加	1085	1102	1287	1468
其他应收款	2074	2438	2873	3305	营业费用	3282	3118	3658	4214
预付账款	1111	990	1167	1342	管理费用	1574	1421	1696	1943
存货	310	209	235	259	财务费用	376	1231	1657	1502
其他流动资产	813	835	940	1035	资产减值损失	259	0	0	0
非流动资产	255	55	18	24	公允价值变动收益	-7707	2800	1400	0
长期投资	89671	97725	103172	107820	投资净收益	-1152	600	1000	1000
固定资产	7323	7323	7323	7323	营业利润	-11071	4399	5562	7404
无形资产	66245	77086	84745	90196	营业外收入	364	1753	350	350
其他非流动资产	2564	2499	2434	2369	营业外支出	145	8	8	8
资产总计	13540	10817	8671	7932	利润总额	-10852	6144	5904	7746
流动负债	98898	107212	114255	120510	所得税	-1592	922	886	1162
短期借款	42696	37987	35928	31976	净利润	-9260	5222	5018	6584
应付账款	9380	13154	11412	6529	少数股东损益	-111	123	118	155
其他流动负债	7793	6260	7054	7759	归属母公司净利润	-9149	5100	4900	6430
非流动负债	25524	18574	17463	17688	EBITDA	-4428	12298	15347	18381
长期借款	35914	40712	44483	49064	EPS (元)	-0.75	0.42	0.40	0.52
其他非流动负债	14110	14110	14110	14110					
负债合计	21804	26602	30373	34954					
少数股东权益	78610	78700	80412	81040					
股本	514	637	755	910					
资本公积	12251	12251	12251	12251					
留存收益	11677	11677	11677	11677					
归属母公司股东权益	-2544	2556	6436	11886					
负债和股东权益	98898	107212	114255	120510					

现金流量表				单位: 百万元
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	7053	17145	19879	21924
净利润	-9260	5222	5018	6584
折旧摊销	6267	6667	8128	9475
财务费用	376	1231	1657	1502
投资损失	1152	-600	-1000	-1000
营运资金变动	1797	13985	2356	2868
其他经营现金流	6721	-9361	3719	2495
投资活动现金流	-8338	-13148	-13000	-13000
资本支出	7526	14000	14000	14000
长期投资	-569	0	0	0
其他投资现金流	-1381	852	1000	1000
筹资活动现金流	737	-3701	-5991	-8047
短期借款	2834	3774	-1742	-4883
长期借款	1172	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-176	0	0	0
其他筹资现金流	-3093	-7475	-4249	-3164
现金净增加额	-755	296	888	877

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	7.0%	-6.4%	17.9%	15.0%
营业利润	-329.0%	-60.3%	26.4%	33.1%
归属于母公司净利润	-347.4%	-44.3%	-3.9%	31.2%
盈利能力				
毛利率 (%)	8.2%	15.9%	19.6%	23.1%
净利率 (%)	-17.3%	10.3%	8.4%	9.6%
ROE (%)	-46.3%	18.3%	14.8%	16.7%
ROIC (%)	-13.4%	7.8%	9.4%	11.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	79.5%	73.4%	70.4%	67.2%
净负债比率 (%)	42.84%	45.26%	40.18%	33.00%
流动比率	0.22	0.25	0.31	0.40
速动比率	0.20	0.23	0.28	0.36
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.48	0.53	0.57
应收账款周转率	21	22	22	21
应付账款周转率	6.88	5.94	7.06	6.98
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.75	0.42	0.40	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.40	1.62	1.79
每股净资产(最新摊薄)	1.61	2.28	2.70	3.15
估值比率				
P/E	-14.48	25.97	27.03	20.60
P/B	6.70	4.75	4.00	3.43
EV/EBITDA	-37	13	11	9

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责申明

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、投资管理和证券投资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 2009 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

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com