

航空运输III

谢红

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

中国国航 601111

强烈推荐

与国泰成立合资航空货运公司，同时停牌以待集团 15 亿增资

6-12 个月目标价： 15.00 元

当前股价： 11.64 元

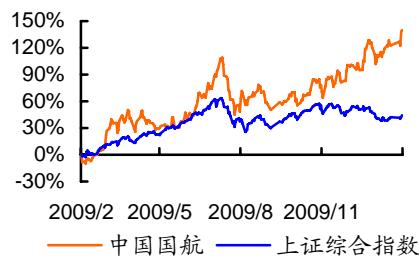
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3060.62
总股本(百万)	12251
流通股本(百万)	12251
流通市值(亿)	1426
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.66
资产负债率	79.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国国航	12.90	34.72	61.67
上证综合指数	-1.09	-6.98	4.97



相关报告

- 《中国国航-12月运营数据点评: 国际客运、货运持续高增长》2010-1-14
- 《中国国航-对深航事件的影响分析》
- 2009-12-3
- 《2010 年投资策略-区域消费升级驱动行业增长》2010-1-05

投资要点：

- **目前增资方式未定，我们以向母公司定向增发 A、H 股的方式进行测算：**(1) 根据 2009 年三季报，增资 15 亿后，资产负债率将从 76.41% 降为 74.94%，下降 1.47 个百分点；(2) 假设以 2 月 25 日收盘价发行，则 A、H 股各需发行 0.85 亿股，共增发 1.7 亿股，总股本增加 1.4%。若以增资获得的资金归还短期借款，按一年期利率 5.31% 计算，则一年将减少利息支出 7965 万元。综合考虑，对 2010、2011 年 EPS 基本不产生影响。(3) 每股净资产增厚 4.8%。
- **合资货运公司有望显著提升国航的货运业务能力，但短期业绩增厚可能不明显：**与国泰业务的合作将加强双方网络优势互补，同时抓住在上海的发展机遇，国货航在运力、服务、品牌等的竞争力将加强。从长远看，国泰及国货航将在不迟于本次交易完成的四年内就香港与中国大陆之间货机营运订立进一步协议。但从短期业绩看，虽然国际货运好转及运力上涨约 1/2，但在国货航持股比例下降为 51%，综合来看，对公司短期业绩影响有限。
- **关注公司可能的进一步收购行为：**15 亿增资将置换之前公司用于国货航少数股东股权的自有资金，多于之前收购国货航 24% 股权的 7.18 亿；本次国货航重组，公司注册资本未变，同时全资子公司中航兴业以 6.268 亿对价出售朗星的全部权益。我们认为增资及本次整合也有助于公司开展进一步的收购行动。
- **行业获得政策支持值得期待：**民航局局长李家祥在全国民航工作会议上提出“2030 年前拥有一家以上实力进入世界前五的网络型航空公司，以及形成一家实力进入世界前五的航空货运公司。”而最有可能成为与国际先进航空公司抗衡的超级承运人就是盈利最强、载旗飞行的国航。对三大航增资、航线经营权改革政策推出等均体现了对行业的支持，我们认为后续可能有支持行业的进一步利好政策推出。
- **投资策略：**我们维持年度策略报告中对航空行业“看好”及首推国航的观点。

主要财务指标

单位： 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	52970	53283	61936	67359
同比(%)	7%	1%	16%	9%
归属母公司净利润(百万元)	-9149	4384	4709	4794
同比(%)	-347%	-52%	7%	2%
毛利率(%)	8.2%	19.1%	20.8%	23.0%
ROE(%)	-46.3%	15.8%	14.7%	13.3%
每股收益(元)	-0.75	0.36	0.38	0.39
P/E	-15.59	32.53	30.28	29.75
P/B	7.21	5.14	4.44	3.97
EV/EBITDA	-40	13	12	11

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>				
现金	9226	7401	10838	16428
应收账款	4664	3197	6019	11498
其它应收款	2074	1831	2128	2314
预付账款	1111	1117	1298	1412
存货	310	275	313	331
其他	813	728	826	873
	255	253	253	0
<b>非流动资产</b>	89671	92103	93531	95519
长期投资	7323	7323	7323	7323
固定资产	66245	67564	68126	69818
无形资产	2564	2996	3455	4006
其他	13540	14220	14627	14373
<b>资产总计</b>	98898	99504	104369	111947
<b>流动负债</b>	42696	33491	32495	34433
短期借款	9380	11677	8024	8516
应付账款	7793	6910	7865	8317
其他	25524	14904	16607	17600
<b>非流动负债</b>	35914	37844	39394	41134
长期借款	14110	16039	17590	19330
其他	21804	21804	21804	21804
<b>负债合计</b>	78610	71334	71889	75567
少数股东权益	514	401	380	427
股本	12251	12251	12251	12251
资本公积	11677	11677	11677	11677
留存收益	-2544	1840	5672	9525
归属母公司股东权益	19774	27769	32101	35953
<b>负债和股东权益</b>	98898	99504	104369	111947

**现金流量表**

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	7053	11943	13871	14498
净利润	-9260	4271	4687	4842
折旧摊销	6267	6315	6972	7707
财务费用	376	1867	1115	2194
投资损失	1152	-600	-800	-800
营运资金变动	1797	-3501	1373	541
其它	6721	3590	523	14
<b>投资活动现金流</b>	-8338	-8137	-7610	-8646
资本支出	7526	8181	7829	9026
长期投资	-582	0	0	0
其他	-1395	45	219	380
<b>筹资活动现金流</b>	737	-5273	-3439	-372
短期借款	2834	2297	-3653	493
长期借款	1172	1929	1551	1740
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-176	0	0	0
其他	-3093	-9499	-1336	-2605
<b>现金净增加额</b>	-755	-1467	2822	5479

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	52970	53283	61936	67359
营业成本	48607	43103	49055	51878
营业税金及附加	1085	1199	1363	1684
营业费用	3282	3301	3837	4173
管理费用	1574	1584	1841	2002
财务费用	376	1867	1115	2194
资产减值损失	259	0	0	0
公允价值变动收益	-7707	2000	500	0
投资净收益	-1152	600	800	800
<b>营业利润</b>	-11071	4830	6026	6229
营业外收入	364	1000	364	364
营业外支出	145	134	140	137
<b>利润总额</b>	-10852	5695	6250	6456
所得税	-1592	1424	1562	1614
<b>净利润</b>	-9260	4271	4687	4842
少数股东损益	-111	-113	-21	48
<b>归属母公司净利润</b>	-9149	4384	4709	4794
EBITDA	-4428	13012	14112	16130
EPS (元)	-0.75	0.36	0.38	0.39

**主要财务比率**

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.0%	0.6%	16.2%	8.8%
营业利润	-329.0	-56.4%	24.8%	3.4%
归属于母公司净利润	-347.4	-52.1%	7.4%	1.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.2%	19.1%	20.8%	23.0%
净利率	-17.3%	8.2%	7.6%	7.1%
ROE	-46.3%	15.8%	14.7%	13.3%
ROIC	-13.5%	6.8%	7.3%	8.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	79.5%	71.7%	68.9%	67.5%
净负债比率	42.84	49.06%	46.67	48.06%
流动比率	0.22	0.22	0.33	0.48
速动比率	0.20	0.20	0.31	0.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.54	0.61	0.62
应收账款周转率	21	27	31	30
应付账款周转率	6.88	5.86	6.64	6.41
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	-0.75	0.36	0.38	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.97	1.13	1.18
每股净资产(最新摊薄)	1.61	2.27	2.62	2.93
<b>估值比率</b>				
P/E	-15.59	32.53	30.28	29.75
P/B	7.21	5.14	4.44	3.97
EV/EBITDA	-40	13	12	11

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 2 年航空企业工作经验, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434