

## 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 亿注资

公司发布公告，中国集团准备将此前收到的 15 亿中央国有资本经营预算注入公司，公司正在筹划非公开发行股票事宜。公司股票自 2 月 26 日起停牌。

同时，公司发布关联交易公告，于 2010 年 2 月 25 日与国泰航空及其他相关方签订框架协议，将通过对国货航进行股权重组等安排，与国泰航空共同拥有并营运一间于中国境内注册的货运航空公司。增资完成后，国航将拥有国货航 51% 股权。国泰航空将持股 25%，但将通过贷款获得其它 24% 股权的经济利益，实质持股 49%。

6-12 个月目标价： 15.00 元

当前股价： 11.64 元

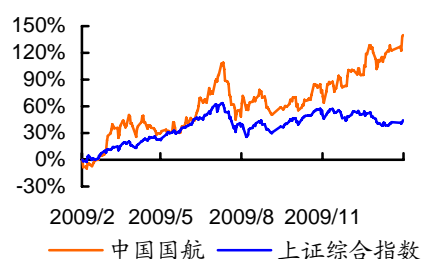
评级调整： 维持

## 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:

- **目前注资方式未定，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，注资 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%。若以注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 亿注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。我们认为注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。对三大航注资、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					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	9226	7401	10838	16428	<b>营业收入</b>	52970	53283	61936	67359
现金	4664	3197	6019	11498	营业成本	48607	43103	49055	51878
应收账款	2074	1831	2128	2314	营业税金及附加	1085	1199	1363	1684
其它应收款	1111	1117	1298	1412	营业费用	3282	3301	3837	4173
预付账款	310	275	313	331	管理费用	1574	1584	1841	2002
存货	813	728	826	873	财务费用	376	1867	1115	2194
其他	255	253	253	0	资产减值损失	259	0	0	0
<b>非流动资产</b>	89671	92103	93531	95519	公允价值变动收益	-7707	2000	500	0
长期投资	7323	7323	7323	7323	投资净收益	-1152	600	800	800
固定资产	66245	67564	68126	69818	<b>营业利润</b>	-11071	4830	6026	6229
无形资产	2564	2996	3455	4006	营业外收入	364	1000	364	364
其他	13540	14220	14627	14373	营业外支出	145	134	140	137
<b>资产总计</b>	98898	99504	104369	111947	<b>利润总额</b>	-10852	5695	6250	6456
<b>流动负债</b>	42696	33491	32495	34433	所得税	-1592	1424	1562	1614
短期借款	9380	11677	8024	8516	<b>净利润</b>	-9260	4271	4687	4842
应付账款	7793	6910	7865	8317	少数股东损益	-111	-113	-21	48
其他	25524	14904	16607	17600	<b>归属母公司净利润</b>	-9149	4384	4709	4794
<b>非流动负债</b>	35914	37844	39394	41134	EBITDA	-4428	13012	14112	16130
长期借款	14110	16039	17590	19330	<b>EPS（元）</b>	-0.75	0.36	0.38	0.39
其他	21804	21804	21804	21804	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	78610	71334	71889	75567	<b>会计年度</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
少数股东权益	514	401	380	427	<b>成长能力</b>				
股本	12251	12251	12251	12251	营业收入	7.0%	0.6%	16.2%	8.8%
资本公积	11677	11677	11677	11677	营业利润	-329.0	-56.4%	24.8%	3.4%
留存收益	-2544	1840	5672	9525	归属于母公司净利润	-347.4	-52.1%	7.4%	1.8%
归属母公司股东权益	19774	27769	32101	35953	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	98898	99504	104369	111947	毛利率	8.2%	19.1%	20.8%	23.0%
<b>现金流量表</b>					净利率	-17.3%	8.2%	7.6%	7.1%
<b>会计年度</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	ROE	-46.3%	15.8%	14.7%	13.3%
<b>经营活动现金流</b>	7053	11943	13871	14498	ROIC	-13.5%	6.8%	7.3%	8.4%
净利润	-9260	4271	4687	4842	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	6267	6315	6972	7707	资产负债率	79.5%	71.7%	68.9%	67.5%
财务费用	376	1867	1115	2194	净负债比率	42.84	49.06%	46.67	48.06%
投资损失	1152	-600	-800	-800	流动比率	0.22	0.22	0.33	0.48
营运资金变动	1797	-3501	1373	541	速动比率	0.20	0.20	0.31	0.45
其它	6721	3590	523	14	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-8338	-8137	-7610	-8646	总资产周转率	0.57	0.54	0.61	0.62
资本支出	7526	8181	7829	9026	应收账款周转率	21	27	31	30
长期投资	-582	0	0	0	应付账款周转率	6.88	5.86	6.64	6.41
其他	-1395	45	219	380	<b>每股指标（元）</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	737	-5273	-3439	-372	每股收益(最新摊薄)	-0.75	0.36	0.38	0.39
短期借款	2834	2297	-3653	493	每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.97	1.13	1.18
长期借款	1172	1929	1551	1740	每股净资产(最新摊薄)	1.61	2.27	2.62	2.93
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-176	0	0	0	P/E	-15.59	32.53	30.28	29.75
其他	-3093	-9499	-1336	-2605	P/B	7.21	5.14	4.44	3.97
<b>现金净增加额</b>	-755	-1467	2822	5479	EV/EBITDA	-40	13	12	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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  $\pm 10\%$  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。

## 免责声明

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