

日期: 2010 年 4 月 26 日

行业: 交通运输业 - 航空



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090141

基本数据 (10Q1)

报告日股价 (元)	13.95
12mth A 股价格区间 (元)	14.68/5.91
总股本 (百万股)	12251.36
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	170906.65
每股净资产 (元)	2.25
PBR (X)	6.20
DPS (Y09, 元)	

主要股东 (10Q1)

中国航空集团公司	40.40%
国泰航空有限公司	18.10%
HKSCC NOMINEES LIMITED	17.61%
中国航空集团 (有限) 公司	11.81%

收入结构 (Y09)

航空客运收入	95.49%
航空货邮收入	4.50%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号: JLJ09-CI10

首次报告时间: 2009 年 4 月 23 日

主业盈利大幅增长

■ 动态事项:

在中国国航 2009 年及 2010 年一季度业绩发布会上, 公司高管就我们所关注问题进行了交流。

2009 年, 公司实现主营业务收入 510.95 亿元, 同比下降 3.54%; 营业利润 42.13 亿元, 同比增长 138.06%; 实现净利润 49.78 亿元, 同比增长 153.76%; 每股盈利 0.42 元。其中非经常性损益 38.19 亿元, 扣除后的净利润为 12.10 亿元, 同比下降 145.30%, 每股盈利 0.10 元。2010 年第一季度, 公司实现主营业务收入 146.96 亿元, 同比增长 30.71%; 营业利润 25.40 亿元, 同比增长 894.20%; 实现净利润 21.72 亿元, 同比增长 121.33%; 每股盈利 0.19 元。

■ 主要观点:**业绩大幅增长源于多方面原因**

2009 年, 公司营业收入小幅下降, 而净利润大幅增长, 主要是源于经营状况的好转和其他因素的促进。来自于主营业务的收益为 8.43 亿元, 同比扭亏为盈; 燃油套保冲回带来的公允价值净收益为 27.60 亿元, 投资净收益为 6.10 亿元, 同比增长分别 133.84% 和 186.69%。2010 年一季度, 公司业绩大幅提升, 主业盈利 12 亿元, 燃油套保带来的公允价值变动净收益 9.38 亿元, 投资净收益 4.06 亿元。可以看出, 公司主业盈利大幅增长, 显示了航空业务的明显改善。

未来运力投入加快, 国内国际航线均衡布局

2010-2012 年, 公司计划引进飞机分别为 33、33 和 30 架, 同时考虑定购的 15 架 B787 飞机, 预计今后两年的运力投入超过 13%; 随着国际航线的恢复, 公司将特别加大国际航线的运力投放, 预计增长 15% 左右。

人民币升值预期谨慎

2009 年底, 公司有 65 亿美元的美元负债, 美元债务占比超过 70%, 如果人民币每升值 1%, 将给带来 4.5 亿元的汇兑收益。我们认为, 公司的主营业务决定了其较高的负债率水平, 且以外币融资占比较大, 如果人民币升值, 将带来较大的汇兑收益, 增厚业绩; 不过由于人民币升值一定程度上会影响中国的出口状况, 因此虽然近期市场对人民币升值预期再度增强, 但政府对升值会十分谨慎。

增资深航，提高在珠三角的市场地位

通过对深圳航空的增资，公司持有了深圳航空 51%的股权，成为控股股东；这将有利于提高公司在珠三角地区的市场份额，完善公司航线布局。

全球经济复苏带来发展机会

随着全球经济的恢复，航空运输需求也持续好转，公司致力于国内和国际航线的均衡发展，并对市场需求能够作出快速反应，2010 年将受益于国内市场的高增长和国际市场的恢复，经营上有较大幅度的改善，业绩增长也将超出以往。

货运业务大有可为

随着全球经济的逐步好转，公司的货运业务也呈现快速恢复态势。从国内航空货运业务来看，65%的货量来自于长三角地区，国货航在长三角地区拥有 7%左右的份额。国航和国泰以国货航为基础在上海组建的合资货运公司，未来两年将引进 4 架 B747 全货机，机队规模扩大到 12 架 B747 全货机，目标是打造中国第一大货运航空公司；将加强与国泰合作，提高运营效率，改善经营收益。目前国货航正处于政府审批和运营前期准备过程中。我们认为，随着国内货运航空公司的壮大，将能够分享货运市场增长带来的收益，航空货运有望走出困境走向发展。

关注燃油价格上涨带来的成本压力

2009 年，公司的燃油成本在总成本中的占比超过 30%；燃油价格上涨虽然可以通过征收燃油附加费进行一定的成本转嫁，但对公司的成本压力仍不可小视。

■ 投资建议：

维持公司评级为：未来六个月内，跑赢大市。

我们预计 2010 年、2011 年公司的每股收益为 0.53 元和 0.45 元，对应市盈率分别为 26.32 倍、31.0 倍。考虑国内客运依然保持两位数增长，而国际航线与货运业务也在快速恢复之中，维持公司评级为“跑赢大市”。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E
营业收入	51,095	62,592	69,602
年增长率 (%)	-3.54	22.50	11.20
归属于母公司的净利润	5,029	6,530	5,530
年增长率 (%)	154.97	29.83	-15.31
每股收益 (元)	0.41	0.53	0.45
PBR (X)	34.02	26.32	31.00

注：有关指标按最新总股本计算

表1 公司盈利预测 单位：百万元人民币

指标名称	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	51,095	62,592	69,602
二、营业总成本	50,252	57,710	64,591
营业成本	41,947	48,509	54,290
营业税金及附加	1,505	1,815	2,018
销售费用	3,813	4,256	4,733
管理费用	1,620	1,878	2,088
财务费用	1,206	1,252	1,462
资产减值损失			
三、其他经营收益	2,760	1,500	0
公允价值变动净收益	610	1,300	1,495
投资净收益	0	0	0
四、营业利润	4,213	7,682	6,506
加：营业外收入	1,169	0	0
减：营业外支出	67	0	0
五、利润总额	5,315	7,682	6,506
减：所得税	336	1,152	976
六、净利润	4,978	6,530	5,530
减：少数股东损益	-51	0	0
归属于母公司所有者的净利润	5,029	6,530	5,530
总股本（百万股）	12,251	12,251	12,251
每股收益（元）	0.41	0.53	0.45

数据来源：公司公告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。