

航空运输Ⅲ

署名人: 李 凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢 红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

中国国航

601111

强烈推荐

高盈利可持续，长期看好

公司公布 2010 年三季报(报告期深圳航空纳入合并范围), 实现营业收入 591.34 亿元, 同比上升 62%; 归属母公司净利润 98.6 亿元, 同比增长 159%, 对应每股收益 0.85 元。三季报业绩略超市场预期。

投资要点:

- **前三季度业绩大幅超越历史最高水平，经常性损益为主要贡献：**①受益行业高景气以前国际复苏明显，主业实现税前利润约 75.6 亿，占利润总额约 57%。②投资收益 27.88 亿，占利润总额约 22%。与去年同期相比增加 23.27 亿，公司投资收益主要是公司持股 29.99% 的国泰航空贡献，国泰航空上半年贡献投资收益 16 亿，估计三季度单季贡献投资收益 8-9 亿。③前三季度汇兑收益净收益约 12.6 亿元，约占税前利润 10%。④公允价值变动净收益约 11 亿元，约占税前利润总额 8.8%。
- **三季度单季净利润超过 2009 年全年盈利水平，继续看好四季度盈利水平：**①单季实现净利润 51.67 亿，毛利率同比提升 11.2 个百分点达 30.92%，高于 2007-2009 年同期的 28.83%、3.96%、19.72%。单季利润总额中，主业、投资收益、汇兑、公允价值变动收益占比分别约为 64.1%、13%、14.2%、7.5%。②四季度尤其 11、12 月为国内市场传统淡季，但供需缺口持续及行业集中度提升将使行业景气持续，预计仍将淡季不淡，且从行业票价指数看，国际航线票价持续攀高，公司在三大航中国际占比最大，我们预计公司四季度净利润盈利能力仍有望继续超预期。
- **合并深航后，对人民币升值敏感性提高：**年初至三季度末，人民币累积升值 1.9%，前三季度汇兑收益净收益约 12.6 亿元。我们测算估计人民币升值一个百分点，公司净利润将增加约 4.4 亿元，EPS 增加 0.036 元。
- **公司网络布局最优，看好高盈利水平的可持续性和抗高铁冲击能力：**①重组深航后，公司国内网络布局形成大三角，国内国际网络更加匹配，网络互补带来客座率、票价的长期持续性提高可期待。②公司国际占比最高，国内线主基地航线距离较长，未来受高铁影响较小。③区域消费升级和人民币升值推动下，出境游有望保持持续性高增长，公司受益最大。
- **投资策略：**行业战略最清晰，盈利性最强的国内航空公司，未来受高铁影响较小，看好公司高盈利水平的可持续性和长期竞争力。预计 2010、2011 年 EPS 为 1.08、1.18 元，增发后 PB 将降为约 5.3 倍。维持“强烈推荐”的评级。
- **风险：**国际油价大幅上涨、未来高铁冲击大于预期、突发事件。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51095	79061	80107	84834
同比(%)	-4%	55%	1%	6%
归属母公司净利润(百万元)	5029	13250	14490	13153
同比(%)	-45%	163%	9%	-9%
毛利率(%)	17.9%	24.8%	27.7%	25.5%
ROE(%)	21.0%	33.1%	26.9%	20.1%
每股收益(元)	0.41	1.08	1.18	1.07
P/E	39.05	14.82	13.55	14.93
P/B	8.21	4.91	3.65	3.00
EV/EBITDA	19	14	12	13

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 22.00 元

当前股价: 16.03 元

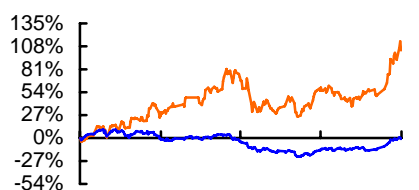
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2997.05
总股本(百万)	12251
流通股本(百万)	12251
流通市值(亿)	1964
EPS (TTM)	0.55
每股净资产(元)	1.96
资产负债率	77.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国国航	34.71	27.53	21.62
上证综合指数	14.04	16.37	3.06



2009/10 2010/1 2010/4 2010/7

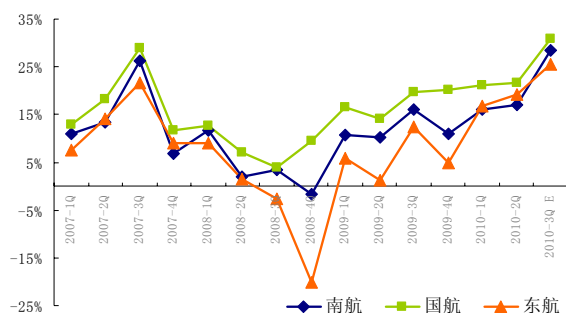
— 中国国航 — 上证综合指数

相关报告

《中国国航-2010 年半年报点评-主业及投资收益双增长，盈利能力强劲》2010-8-26
《中国国航-2009 年报及一季报点评-业绩超预期，多因素推动业绩高增长》2010-4-23
《中国国航-对深航事件的影响分析-强烈推荐》2009-12-3

一、前三季度经营业绩

图 1: 三大航毛利率



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

图 2: 国航季度毛利率

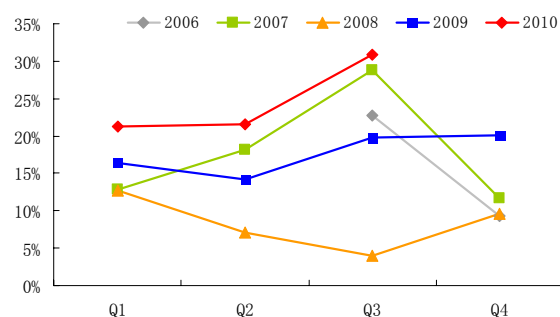


图 3: 国航三季度利润总额构成

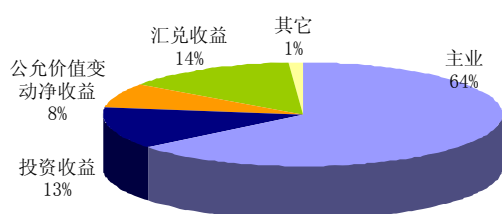
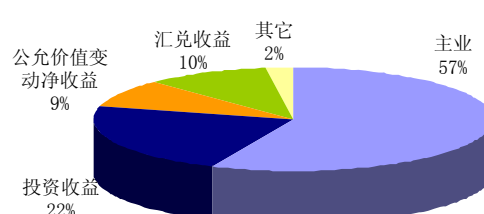


图 4: 国航一至三季度利润总额构成



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

图 5: 国航客运业务增速

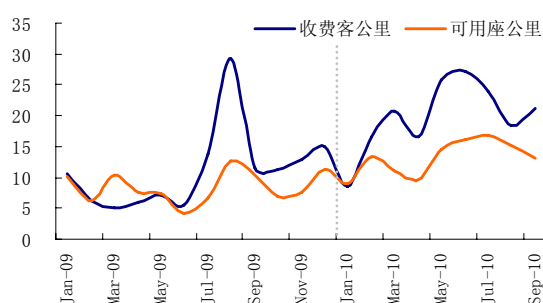
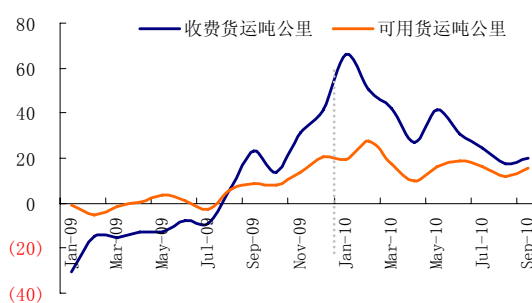


图 6: 国航货运业务增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 7: 国航客座率

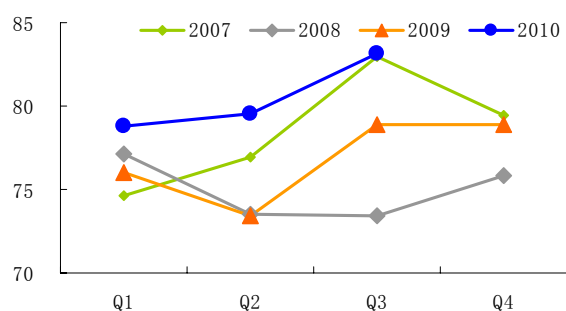
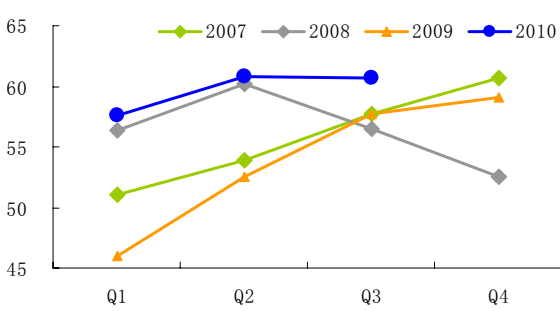


图 8: 国航货运载运率



资料来源: CEIC、中投证券研究所

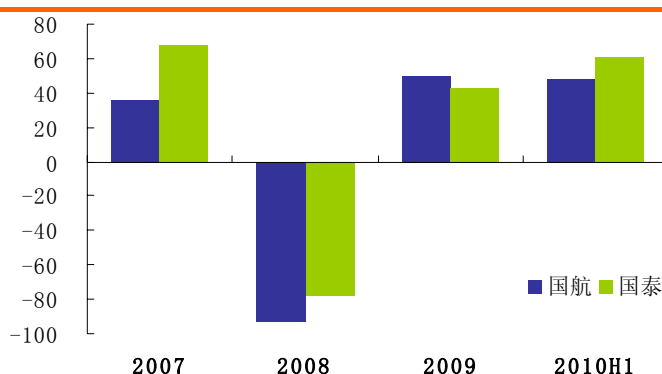
表 1: 国内航油价格和燃油附加费上调, 对公司 2010 年盈利影响估计

	(10.26-12月)		以全年口径计算	
	对净利润的影响/百万	对 EPS 的影响/元	对净利润的影响/百万	对 EPS 的影响/元
国内航油价格上调 220 元/吨	-102	-0.008	-555	-0.043
燃油附加费上调至 40、70 元/人	185	0.014	1006	0.077

资料来源：公司数据、中投证券（考虑国航合并深航，并以增发后股本测）

二、前三季度投资收益同比增加 23.27 亿，主要由于国泰航空盈利提升明显

图 9：国航、国泰航空净利润（亿）



资料来源：公司数据、中投证券研究所

图 10：国泰航空客运转量

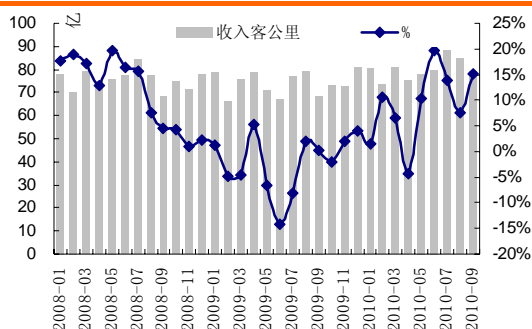
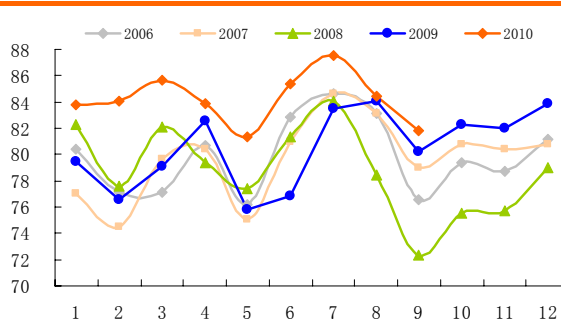


图 11：国泰航空客座率



资料来源：国泰航空半年报、中投证券研究所

图 12：国泰航空货邮周转量

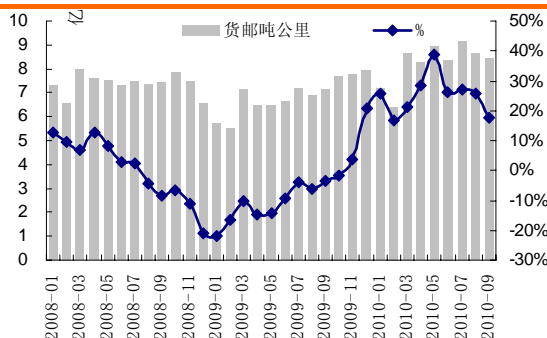
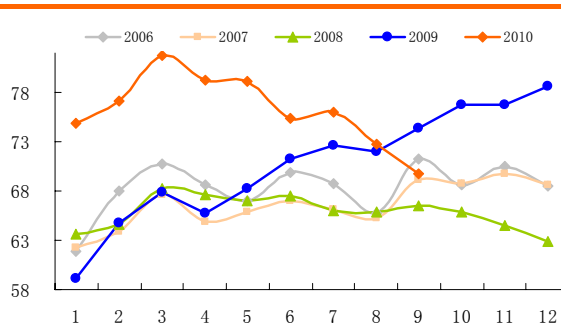


图 13：国泰航空货运载运率



资料来源：国泰航空半年报、中投证券研究所

三、行业数据：日利用率下降，国际票价走高

图 14：行业日利用率(空难后下降)

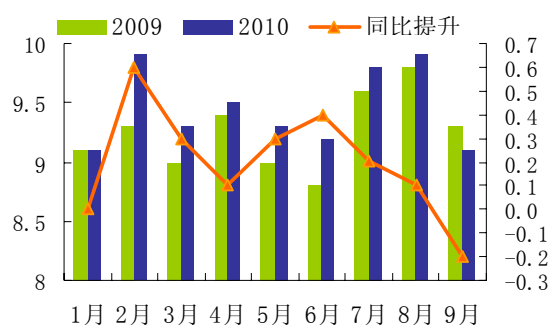
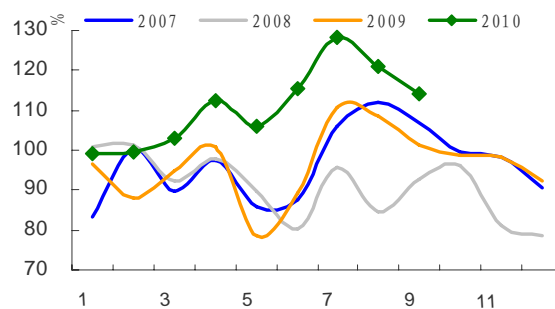


图 15：行业票价指数-国内航线



资料来源：CEIC，中投证券研究所

图 16：行业票价指数-亚洲及港澳地区航线票价指数

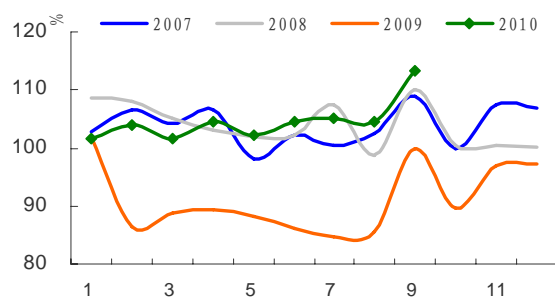
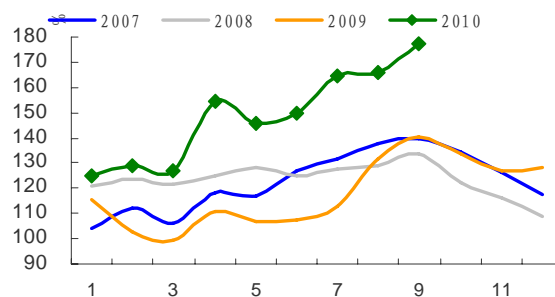


图 17：行业票价指数-国际航线(不含亚洲)



资料来源：CEIC，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7179	16102	29599	39621
现金	3202	10797	24309	33958
应收账款	2201	2725	2752	2914
其它应收款	492	761	771	817
预付账款	350	497	484	528
存货	931	1322	1284	1404
其他	2	0	0	0
非流动资产	98984	105318	112126	117547
长期投资	13236	13237	13231	13234
固定资产	69148	74986	81948	87238
无形资产	2576	2909	3315	3811
其他	14025	14186	13632	13264
资产总计	106163	121420	141725	157168
流动负债	36394	32671	35560	36027
短期借款	8870	8265	8838	8658
应付账款	7113	10083	9819	10720
其他	20411	14322	16902	16649
非流动负债	45807	48499	51950	55022
长期借款	18321	21013	24464	27535
其他	27486	27486	27486	27486
负债合计	82202	81170	87511	91049
少数股东权益	39	239	439	639
股本	12251	12251	12251	12251
资本公积	10824	10824	10824	10824
留存收益	2486	15736	28901	40605
归属母公司股东权益	23923	40011	53776	65481
负债和股东权益	106163	121420	141725	157168

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6895	12362	13533	10371
净利润	4978	13450	14690	13353
折旧摊销	6913	781	843	904
财务费用	1206	-445	-161	-205
投资损失	-610	-4000	-4000	-4000
营运资金变动	-500	-97	1390	298
其它	-5092	2672	772	21
投资活动现金流	-12582	-2997	-3861	-2392
资本支出	7758	6523	7315	5755
长期投资	-5342	0	0	0
其他	-10167	3527	3454	3363
筹资活动现金流	5427	-1769	3839	1670
短期借款	-509	-605	573	-180
长期借款	4211	2691	3451	3071
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-853	0	0	0
其他	2578	-3856	-186	-1221
现金净增加额	-277	7596	13511	9650

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51,09	79,06	80,10	84,83
营业成本	41,94	59,46	57,90	63,21
营业税金及附加	1,505	1,818	1,762	1,866
营业费用	3,813	5,376	4,806	5,090
管理费用	1,620	2,293	2,243	2,375
财务费用	1,206	-445	-161	-205
资产减值损失	161	126	0	0
公允价值变动收益	2,760	1,200	600	0
投资净收益	610	4,000	4,000	4,000
营业利润	4,213	15,63	18,14	16,48
营业外收入	1,169	300	300	300
营业外支出	67	106	87	96
利润总额	5,315	15,82	18,36	16,69
所得税	336	2,374	3,672	3,338
净利润	4,978	13,45	14,69	13,35
少数股东损益	-51	200	200	200
归属母公司净利润	5,029	13,25	14,49	13,15
EBITDA	12,33	15,96	18,83	17,18
EPS (元)	0.41	1.08	1.18	1.07

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-3.5%	54.7%	1.3%	5.9%
营业利润	-61.9%	271.0%	16.1%	-9.1%
归属于母公司净利润	-45.0%	163.5%	9.4%	-9.2%
获利能力				
毛利率	17.9%	24.8%	27.7%	25.5%
净利率	9.8%	16.8%	18.1%	15.5%
ROE	21.0%	33.1%	26.9%	20.1%
ROIC	7.0%	16.3%	17.1%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	77.4%	66.9%	61.7%	57.9%
净负债比率	46.83	47.50%	49.78	51.04%
流动比率	0.20	0.49	0.83	1.10
速动比率	0.17	0.45	0.80	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.69	0.61	0.57
应收账款周转率	23	32	29	29
应付账款周转率	5.63	6.92	5.82	6.16
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	1.08	1.18	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.01	1.10	0.85
每股净资产(最新摊薄)	1.95	3.27	4.39	5.34
估值比率				
P/E	39.05	14.82	13.55	14.93
P/B	8.21	4.91	3.65	3.00
EV/EBITDA	19	14	12	13

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

研究团队简介

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, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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