

中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 16.03 元
目标(人民币): 25.00-30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,845.68
流通港股(百万股)	4,405.68
总市值(百万元)	196,389.34
年内股价最高最低(元)	16.86/7.54
沪深 300 指数	3481.08
上证指数	3051.42



相关报告

1. 《业绩将有望持续增长》，2010.8.26
2. 《两舱旅客自主定价有利于提升两舱收入》，2010.5.24
3. 《国际航线景气将继续超预期回升》，2010.4.23

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

空域紧张的最大受益者

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-0.747	0.411	0.960	1.207	1.269
每股净资产(元)	1.61	1.95	3.30	4.38	5.51
每股经营性现金流(元)	0.58	0.56	1.49	1.90	2.01
市盈率(倍)	-5.49	23.65	16.69	13.29	12.63
行业优化市盈率(倍)	13.55	28.71	28.71	28.71	28.71
净利润增长率(%)	N/A	N/A	148.12%	25.63%	5.17%
净资产收益率(%)	-46.27%	21.02%	29.11%	27.57%	23.01%
总股本(百万股)	12,251.36	12,251.36	12,993.36	12,993.36	12,993.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中国国航 1-3 季度实现净利润 102.54 亿元, 归属母公司的净利润 98.6 亿元, 折合每股收益 0.85 元, 同比增长 2.65 倍, 第 3 季度净利润为 51.67 亿元, 增长了 4.83 倍, 公司业绩符合我们的预期, 实现了大幅增长。

经营分析

- 国际国内航线客座率和票价齐升是公司利润大幅增加的主要原因: 公司整体客座率达到 80.6%, 同比提升了 4.4 个百分点, 根据我们的测算, 客座率每提升一个百分点, 公司 EPS 将增厚近 4 分钱; 我们估算 1-3 季度公司整体票价水平同比提升幅度达到 12% 左右, 而票价水平每上升一个点, EPS 将增厚约 5 分钱, 客座率和票价提升是公司盈利增长的主要来源, 其对业绩弹性的贡献远大于 ASK 增长。
- 投资收益大幅增长是公司利润增长的另外一个主要原因: 我国及全球航空市场的快速复苏, 使国泰航空利润出现大幅回升, 而山东航空的利润也出现大幅增长, 这使公司投资收益由原来的 4.6 亿元大幅上升至 27.88 亿元。

展望

- 公司是我国空域紧张和机场瓶颈的最大受益者: 从我们目前了解的情况看, 目前首都机场由于空域非常紧张, 未来几年起降架次的增速将仅为 5-6% 的水平, 而深圳机场及成都机场也已经和接近饱和。而这些机场是公司的三个主要基地, 这种状况将极大地限制运力的过快供给, 从而使客座率和票价水平有望进一步大幅提升。
- 深圳航空未来有望成为另外一个盈利爆点: 公司三季度少数股东权益为 3.1 亿, 这说明三季度深圳航空的盈利不足 6 亿, 远低于行业水平, 这与深圳航空的历史遗留问题及三季度大量缩减航班有关, 深圳机场饱和将有望使深圳机场在未来两年深圳航空盈利出现爆发式增长。

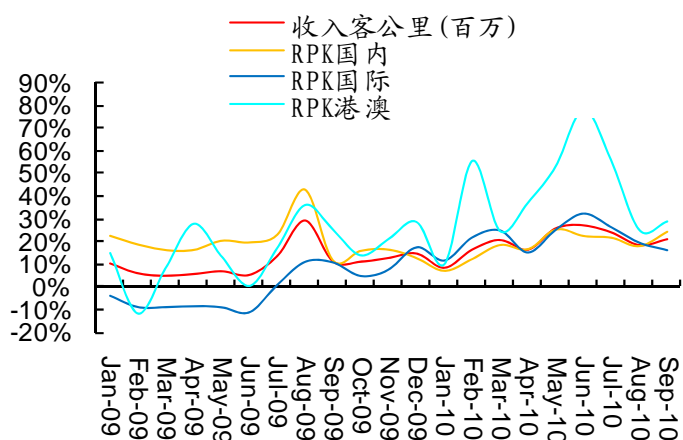
盈利调整

- 我们上调维持公司 2010/2011 年的盈利预测, 摊薄后由原来的 0.93 和 1.11 元上调至 0.96 和 1.21 元。

投资建议

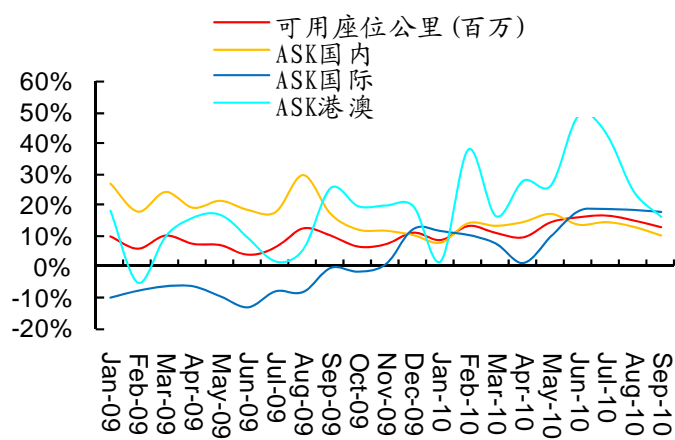
- 我们继续给予公司买入的投资评级, 未来将迎来 EPS 和估值的双重回升, 建议继续积极关注。

图表1: 公司收入客公里增长率

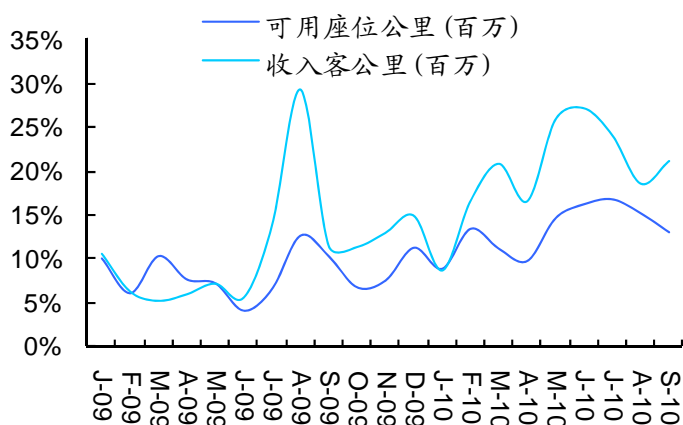


来源: 国金证券研究所

图表2: 公司可用座公里增长率

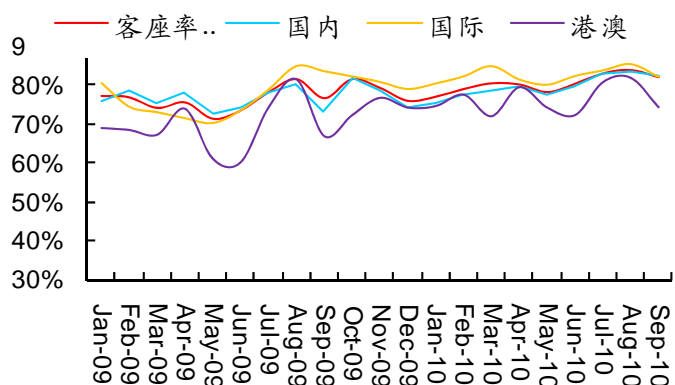


图表3: RPK 同比增速持续超过 ASK 同比增速

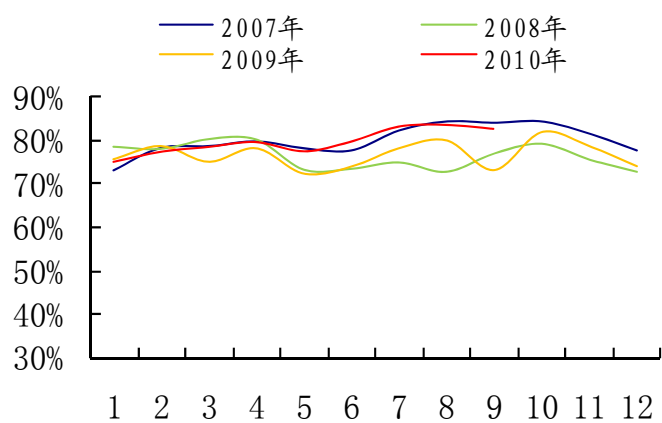


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司 09 年以来的客座率整体在继续回升

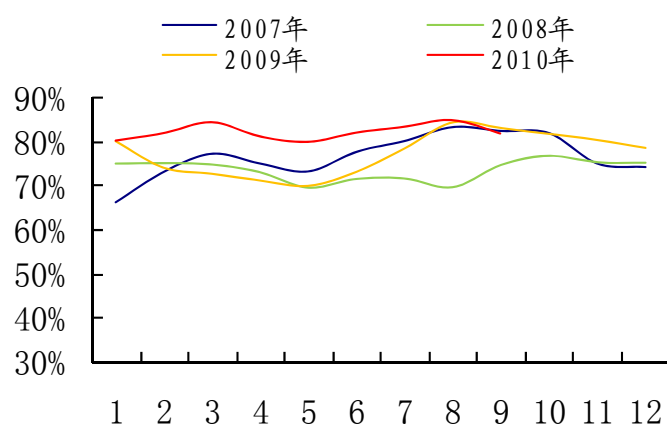


图表5: 国内航线客座率历年对比



来源: 国金证券研究所

图表6: 国际航线客座率历年对比



图表7：中国国航财务报表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	49,739	52,970	51,095	79,238	95,080	105,752
增长率		6.5%	-3.5%	55.1%	20.0%	11.2%
主营业务成本	-40,308	-48,607	-41,947	-56,328	-66,727	-75,866
%销售收入	81.0%	91.8%	82.1%	71.1%	70.2%	71.7%
毛利	9,431	4,363	9,148	22,909	28,353	29,887
%销售收入	19.0%	8.2%	17.9%	28.9%	29.8%	28.3%
营业税金及附加	-1,205	-1,085	-1,505	-1,793	-2,151	-2,393
%销售收入	2.4%	2.0%	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%
营业费用	-3,291	-3,282	-3,813	-3,985	-4,610	-5,105
%销售收入	6.6%	6.2%	7.5%	5.0%	4.8%	4.8%
管理费用	-1,312	-1,574	-1,620	-2,057	-2,263	-2,602
%销售收入	2.6%	3.0%	3.2%	2.6%	2.4%	2.5%
息税前利润（EBIT）	3,624	-1,578	2,210	15,074	19,329	19,786
%销售收入	7.3%	n.a	4.3%	19.0%	20.3%	18.7%
财务费用	53	-376	-1,206	-590	-40	369
%销售收入	-0.1%	0.7%	2.4%	0.7%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-53	-259	-161	-39	-8	-5
公允价值变动收益	134	-7,707	2,760	500	0	0
投资收益	1,236	-1,152	610	3,000	3,300	3,630
%税前利润	23.7%	n.a	11.5%	16.7%	14.6%	15.3%
营业利润	4,993	-11,071	4,213	17,945	22,581	23,780
营业利润率	10.0%	n.a	8.2%	22.6%	23.7%	22.5%
营业外收支	210	219	1,101	3	3	3
税前利润	5,203	-10,852	5,315	17,948	22,584	23,783
利润率	10.5%	n.a	10.4%	22.7%	23.8%	22.5%
所得税	-1,429	1,592	-336	-4,487	-5,646	-5,946
所得税率	27.5%	n.a	6.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3,774	-9,260	4,978	13,461	16,938	17,837
少数股东损益	-107	-111	-51	982	1,261	1,349
归属于母公司的净利润	3,881	-9,149	5,029	12,479	15,677	16,488
净利率	7.8%	n.a	9.8%	15.7%	16.5%	15.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3,881	-9,260	4,978	13,461	16,938	17,837
少数股东损益	-107	0	0	0	0	0
非现金支出	5,666	6,526	7,075	7,171	7,919	9,032
非经营收益	-1,465	8,468	-2,002	-562	-1,844	-2,452
营运资金变动	1,374	1,319	-3,155	-693	1,646	1,639
经营活动现金净流	9,349	7,053	6,895	19,377	24,659	26,056
资本开支	-8,077	-7,436	-7,371	-9,623	-10,206	-10,207
投资	-2,921	276	-6,531	-1	0	0
其他	861	-1,178	1,319	3,500	3,300	3,630
投资活动现金净流	-10,137	-8,338	-12,582	-6,124	-6,906	-6,577
股权募资	-84	0	0	6,518	0	0
债权募资	2,344	5,841	11,750	-22,178	-14,538	-3,982
其他	-2,574	-5,310	-6,340	106	-3,148	-2,870
筹资活动现金净流	-315	530	5,410	-15,554	-17,686	-6,852
现金净流量	-1,103	-755	-277	-2,302	67	12,627

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,787	4,664	3,202	900	967	13,594
应收款项	3,811	3,186	2,696	5,388	6,465	7,191
存货	755	813	931	1,235	1,462	1,663
其他流动资产	318	563	350	453	536	609
流动资产	8,672	9,226	7,179	7,975	9,431	23,056
%总资产	9.8%	9.3%	6.8%	7.4%	8.4%	18.2%
长期投资	11,660	7,555	13,490	13,491	13,490	13,490
固定资产	65,968	77,132	80,879	83,936	86,310	87,566
%总资产	74.7%	78.0%	76.2%	77.8%	77.3%	69.2%
无形资产	1,609	3,055	3,063	2,499	2,423	2,351
非流动资产	79,623	89,671	98,984	99,927	102,225	103,409
%总资产	90.2%	90.7%	93.2%	92.6%	91.6%	81.8%
资产总计	88,295	98,898	106,163	107,902	111,656	126,465
短期借款	12,890	19,566	20,175	18,520	3,983	0
应付款项	8,613	12,373	12,573	15,127	17,906	20,351
其他流动负债	4,780	10,757	3,741	3,045	3,307	3,505
流动负债	26,284	42,696	36,489	36,692	25,197	23,857
长期贷款	12,938	14,110	18,321	18,321	18,321	18,322
其他长期负债	17,635	21,804	27,392	9,000	9,000	9,000
负债	56,857	78,610	82,202	64,013	52,518	51,179
普通股股东权益	31,288	19,774	23,923	42,869	56,857	71,656
少数股东权益	150	514	39	1,020	2,282	3,631
负债股东权益合计	88,295	98,898	106,163	107,902	111,656	126,465

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.317	-0.747	0.411	0.960	1.207	1.269
每股净资产	2.554	1.614	1.953	3.299	4.376	5.515
每股经营现金净流	0.763	0.576	0.563	1.491	1.898	2.005
每股股利	0.000	0.049	0.068	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	12.41%	-46.27%	21.02%	29.11%	27.57%	23.01%
总资产收益率	4.40%	-9.25%	4.74%	11.57%	14.04%	13.04%
投入资本收益率	4.36%	-2.35%	2.89%	12.60%	16.03%	14.46%
增长率						
主营业务收入增长率	5.81%	6.50%	-3.54%	55.08%	19.99%	11.22%
EBIT增长率	48.46%	-143.53%	#####	581.95%	28.23%	2.36%
净利润增长率	21.62%	N/A	N/A	148.12%	25.63%	5.17%
总资产增长率	1.35%	12.01%	7.35%	1.64%	3.48%	13.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.2	16.8	15.3	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	9.1	5.9	7.6	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	54.0	53.1	75.4	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	403.6	456.5	494.0	332.1	285.1	260.0
偿债能力						
净负债/股东权益	79.63%	156.54%	184.86%	102.40%	51.30%	18.24%
EBIT利息保障倍数	-68.9	-4.2	1.8	25.5	485.4	-53.6
资产负债率	64.39%	79.49%	77.43%	59.33%	47.04%	40.47%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	5	8	15	23
买入	0	2	4	13	17
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.30	1.40	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-22	买入	12.55	N/A
2 2010-04-23	买入	13.95	17.00 ~ 18.00
3 2010-08-26	买入	11.46	15.00 ~ 16.00

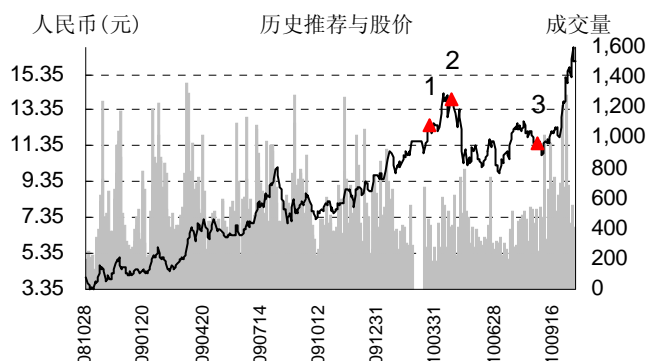
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室