

中国国航 (601111)

增持/维持评级

股价: RMB11.28

## 分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

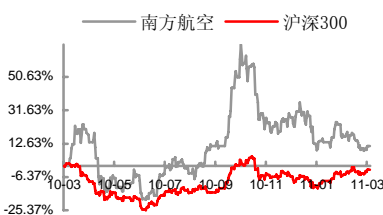
lijunyjs@mail.htlhsc.com.cn

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	9,818
流通 A 股 (百万股)	7,023
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	58,148

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 年度盈利略超预期

- 国航 2010 年盈利略超预期: 国航在 2010 年实现 EPS 为 1.05 元/股 (按照以归属于本公司普通股股东的合并净利润 122.08 亿除以本公司发行在外普通股并扣除与国泰交叉持股抵消后的股本 116.45 亿计算), 略超我们的预期 (2010 年 3 季报更新至 0.99 元/股)。
- 国航年度主营业务税前利润 (扣除汇兑损益) 创历史新高: 2010 年中国国航实现主营业务税前利润约 90 亿元 (扣除汇兑损益, 未考虑营业外收支、投资收益与公允价值转回等), 创历史新高。
- 2010 年国航旅客吞吐量增速接近于行业平均水平: 从旅客吞吐量增速来看, 2010 年国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 14.72%、20.14%、16.07%, 而行业整体在 2010 年的国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 14.80%、30.90%、15.80%, 国航基本上保持行业平均增速水平。
- 2011 展望: 毛利率将维持在高位, 可能的区间在 22%至 23%之间: 根据我们对于行业 2011 供需格局的预测, 预计公司在 2011 年平均客座率水平有望达到 82%, 同时根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究, 我们预计公司在 2011 年毛利率水平将维持在高位, 并有望进一步提升至 23%的水平。
- 盈利预测与投资评级: 我们预计公司在 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.19 元/股、0.92 元/股, 维持“增持”的投资评级。
- 风险因素: 油价持续上涨、需求持续受偶然因素影响低于预期。

经营预测与估值	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51095.0	80962.0	90891.0	999805.0
(+/-%)	-3.54	58.71	12.09	10.0
归属母公司净利润(百万元)	5029.0	11633.0	13862.0	10657.0
(+/-%)		131%	19.16%	-23%
EPS(元)	0.43	1.05	1.19	0.92
P/E(倍)	25.6	12.3	10.0	13.04

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 2010 盈利略超预期

### 2010 业绩总结

国航在 2010 年实现 EPS 为 1.05 元/股（按照以归属于本公司普通股股东的合并净利润 122.08 亿除以本公司发行在外普通股并扣除与国泰交叉持股抵消后的股本 116.45 亿计算），略超我们的预期（2010 年 3 季报更新至 0.99 元/股）。

公司 2010 年 1.05 元每股收益中，由于航空主营产生的 EPS 约为 0.66 元/股；由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.14 元/股，由于投资收益产生的 EPS 约为 0.26 元/股；由于公允价值变动产生的 EPS 约为 0.13 元/股；由于计提资产减值准备而减少的 EPS 约为 0.15 元/股。

2010 年公司营业外收入大幅减少的原因在于公司 2009 年收到民航基础设施建设基金返还收入约为人民币 8.3 亿元，而 2010 年此项收入返还已经结束。

2010 年公司投资收益大幅增加 485% 的主要原因为公司持股 29.99% 的国泰航空的盈利大幅增加所致，2010 年度国泰航空盈利 121.6 亿，而 2009 年国泰航空盈利只有 42.86 亿元。

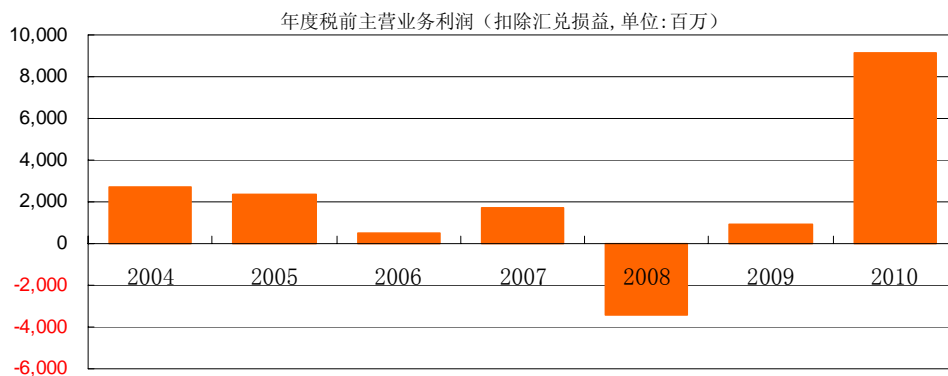
值得注意的是国航在 2010 年营业税金及附加较 2009 年只有小幅增加的主要原因在于根据《财政部国家税务总局关于国际运输劳务免征营业税的通知》自 2010 年 1 月 1 日起，对中华人民共和国境内（以下简称境内）单位或者个人提供的国际运输劳务去程及回程均免征营业税。

2010 年公司公司汇兑损益大幅增加，2010 年实现汇兑损益 18.91 亿，同比增加约为 17 亿元。

### 国航年度主营业务税前利润（扣除汇兑损益）创历史新高

2010 年中国国航实现主营业务税前利润约 90 亿元（扣除汇兑损益，未考虑营业外收支、投资收益与公允价值转回等），从 2004 年以来的国航主营业务税前利润数据序列可以看出，2010 年国航主营业务税前利润创历史新高。

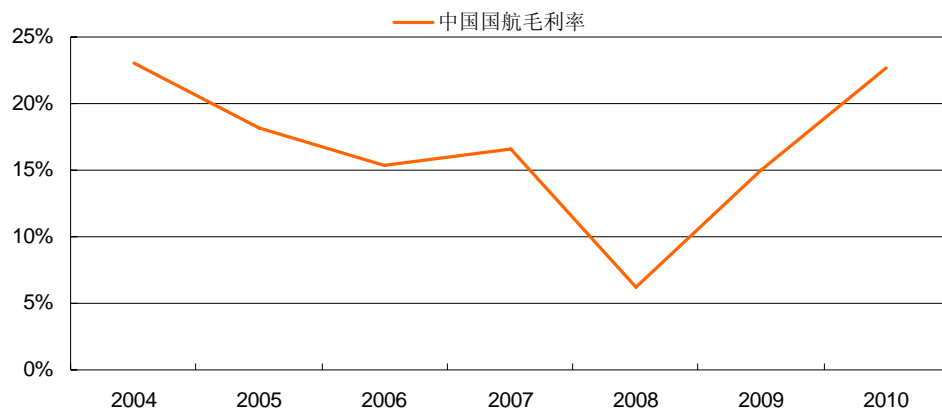
图 1：中国国航年度主营业务税前利润发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

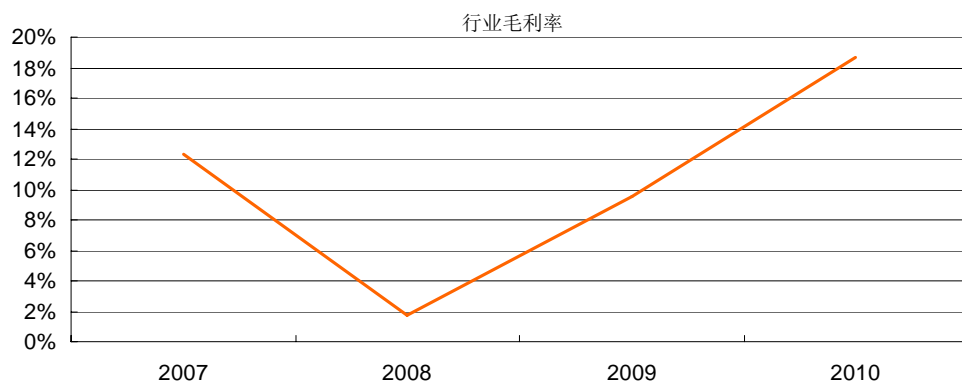
公司在 2010 年度主营税前利润的大幅提升主要来自于毛利率水平的提升, 2010 年公司毛利率提升至 22.66%, 接近于 2004 年 23.07% 的水平, 并远高于 2007 年的 16.54%, 同时中国国航在 2010 年的毛利率水平远高于 18.71% 的行业平均水平。

图 2: 中国国航毛利率水平发展趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 3: 全体航空公司平均毛利率水平发展趋势

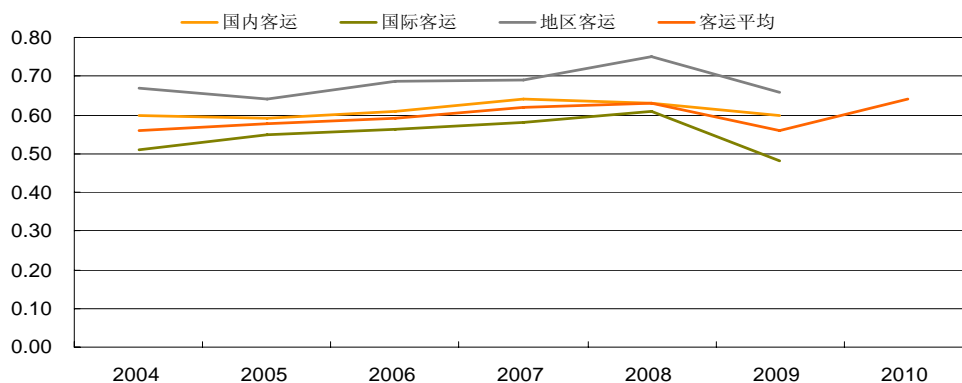


资料来源: 华泰联合证券研究所

2010 年国航客运平均客公里收益提升至 0.64 元 (未包含营业税金), 创历史新高。

图 4: 中国国航客运客公里收益发展趋势

单位: 元/客公里

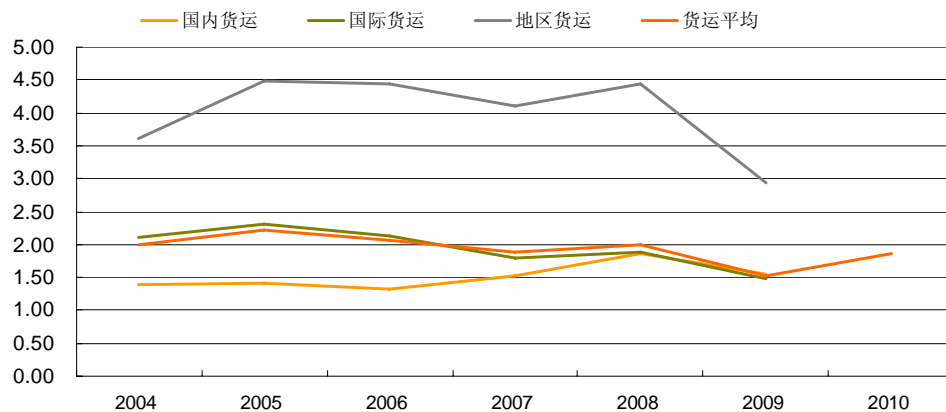


资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

2010 年国航货运平均吨公里收益提升至 1.85 元（未包含营业税金），较 2009 年同比提升 21%，但尚未达到 2005 年 2.20 元/吨公里的较高水平。

图 5：中国国航货运吨公里收益发展趋势

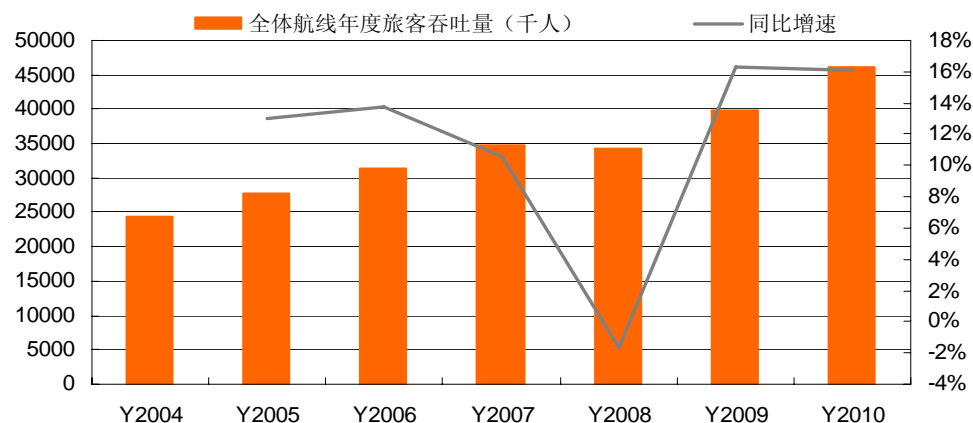
单位：元/吨公里



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

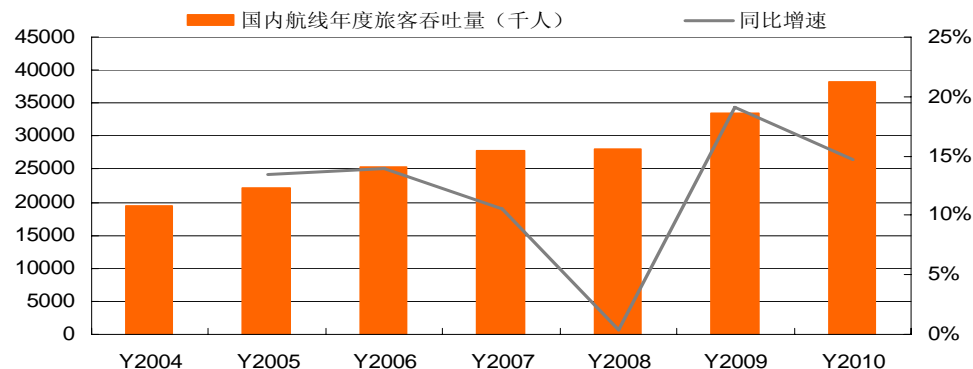
### 2010 中国国航吞吐量增速接近于行业平均水平

图 6：中国国航合计旅客吞吐量及增速发展趋势(年度数据)



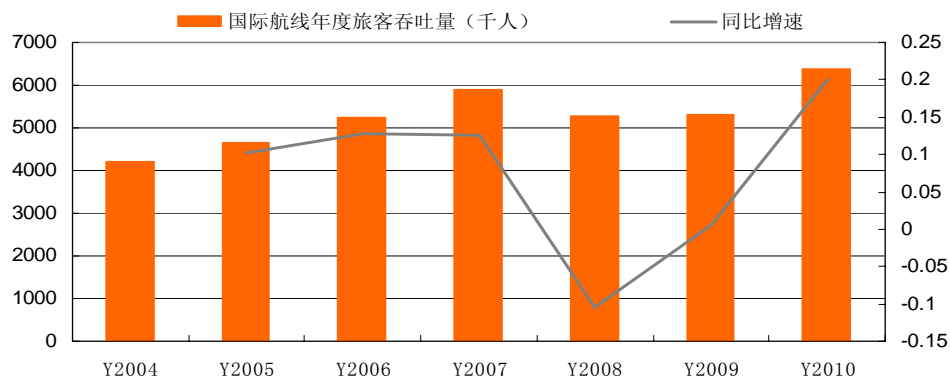
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期公告

图 6：中国国航国内航线旅客吞吐量及增速发展趋势(年度数据)



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期公告

图 7：中国国航国际航线旅客吞吐量及增速发展趋势(年度数据)



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期公告

从旅客吞吐量增速来看，2010 年国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 14.72%、20.14%、16.07%，而行业整体在 2010 的国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 14.80%、30.90%、15.80%，从旅客吞吐量增速数据来看，国航基本上保持行业平均增速水平。

## 2011 展望：毛利率维持高位：22%至 23%

预计公司 2011 年客座率有望提升至 82%

根据我们对于行业 2011 供需格局的预测，预计公司在 2011 年平均客座率水平有望达到 82%，

2011 年毛利率水平维持在高位，并有望进一步提升至 23%

根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究，我们预计公司在 2011 年毛利率水平将维持在高位，并有望进一步提升至 23%的水平。

## 盈利预测与投资评级

我们预计公司在 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.19 元/股、0.92 元/股，维持“增持”的投资评级。

## 风险因素

油价持续上涨、需求持续受偶然因素影响低于预期。

**盈利预测**

资产负债表					单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	20988	17165	22909	38128	<b>营业收入</b>	80963	90891	99805	10978	<b>营业收入</b>	80963	90891	99805	10978	<b>营业收入</b>	80963	90891	99805	10978
现金	15011	9089	13904	28281	营业成本	61005	69986	81840	87828	营业成本	61005	69986	81840	87828	营业成本	61005	69986	81840	87828
应收账款	3181	4512	4966	5459	营业税金及附加	1608	2105	2495	2745	营业税金及附加	1608	2105	2495	2745	营业税金及附加	1608	2105	2495	2745
其他应收款	1139	1814	1993	2192	营业费用	5503	5635	6188	6807	营业费用	5503	5635	6188	6807	营业费用	5503	5635	6188	6807
预付账款	684	350	409	439	管理费用	2340	2712	2994	3294	管理费用	2340	2712	2994	3294	管理费用	2340	2712	2994	3294
存货	932	1400	1637	1757	财务费用	-540	-216	-422	800	财务费用	-540	-216	-422	800	财务费用	-540	-216	-422	800
其他流动资产	42	0	0	0	资产减值损失	2098	0	0	0	资产减值损失	2098	0	0	0	资产减值损失	2098	0	0	0
<b>非流动资产</b>	13423	13775	14036	14132	公允价值变动收	1744	1000	600	0	公允价值变动收	1744	1000	600	0	公允价值变动收	1744	1000	600	0
长期投资	15523	15523	15523	15523	投资净收益	3573	4600	5060	5000	投资净收益	3573	4600	5060	5000	投资净收益	3573	4600	5060	5000
固定资产	88225	10261	11012	11354	<b>营业利润</b>	14264	16268	12369	13312	<b>营业利润</b>	14264	16268	12369	13312	<b>营业利润</b>	14264	16268	12369	13312
无形资产	2868	2803	2738	2673	营业外收入	848	350	350	350	营业外收入	848	350	350	350	营业外收入	848	350	350	350
其他非流动	27616	16819	11984	9594	营业外支出	87	8	8	8	营业外支出	87	8	8	8	营业外支出	87	8	8	8
<b>资产总计</b>	15522	15492	16327	17945	<b>利润总额</b>	15025	16610	12711	13654	<b>利润总额</b>	15025	16610	12711	13654	<b>利润总额</b>	15025	16610	12711	13654
<b>流动负债</b>	50633	33756	33684	35268	所得税	2570	2492	1907	2048	所得税	2570	2492	1907	2048	所得税	2570	2492	1907	2048
短期借款	15703	964	0	0	净利润	12455	14119	10805	11606	净利润	12455	14119	10805	11606	净利润	12455	14119	10805	11606
应付账款	9426	10498	12276	13174	少数股东损益	247	332	254	273	少数股东损益	247	332	254	273	少数股东损益	247	332	254	273
其他流动负	25503	22293	21408	22094	归属母公司净利	12208	13786	10550	11333	归属母公司净利	12208	13786	10550	11333	归属母公司净利	12208	13786	10550	11333
<b>非流动负债</b>	62887	64856	64696	69777	EBITDA	22300	25490	23382	27199	EBITDA	22300	25490	23382	27199	EBITDA	22300	25490	23382	27199
长期借款	31923	31923	31923	31923	EPS (元)	1.05	1.19	0.91	0.98	EPS (元)	1.05	1.19	0.91	0.98	EPS (元)	1.05	1.19	0.91	0.98
其他非流动	30964	32933	32773	37853	<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	11352	98612	98380	10504	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权	47	379	633	906	<b>成长能力</b>					<b>成长能力</b>					<b>成长能力</b>				
股本	12892	12203	12203	12203	营业收入	58.5%	12.3%	9.8%	10.0%	营业收入	58.5%	12.3%	9.8%	10.0%	营业收入	58.5%	12.3%	9.8%	10.0%
资本公积	16245	16245	16245	16245	营业利润	238.6	14.0%	-24.0%	7.6%	营业利润	238.6	14.0%	-24.0%	7.6%	营业利润	238.6	14.0%	-24.0%	7.6%
留存收益	14694	28480	36273	45496	归属母公司净利	142.7	12.9%	-23.5%	7.4%	归属母公司净利	142.7	12.9%	-23.5%	7.4%	归属母公司净利	142.7	12.9%	-23.5%	7.4%
归属母公司	41653	55930	64263	73506	<b>获利能力</b>					<b>获利能力</b>					<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东</b>	15522	15492	16327	17945	毛利率(%)	24.7%	23.0%	18.0%	20.0%	毛利率(%)	24.7%	23.0%	18.0%	20.0%	毛利率(%)	24.7%	23.0%	18.0%	20.0%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	0.0%	15.2%	10.6%	15.1%	净利率(%)	0.0%	15.2%	10.6%	15.1%	净利率(%)	0.0%	15.2%	10.6%	15.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	29.3%	24.6%	16.4%	15.4%	ROE(%)	29.3%	24.6%	16.4%	15.4%	ROE(%)	29.3%	24.6%	16.4%	15.4%
<b>经营活动现</b>	19667	22452	18625	26898	ROIC(%)	11.7%	15.2%	11.4%	13.8%	ROIC(%)	11.7%	15.2%	11.4%	13.8%	ROIC(%)	11.7%	15.2%	11.4%	13.8%
净利润	12455	14119	10805	11606	<b>偿债能力</b>					<b>偿债能力</b>					<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	8575	9438	11434	13087	资产负债率(%)	73.1%	63.7%	60.3%	58.5%	资产负债率(%)	73.1%	63.7%	60.3%	58.5%	资产负债率(%)	73.1%	63.7%	60.3%	58.5%
财务费用	-540	-216	-422	800	净负债比率(%)	52.02	43.13	40.66	37.50	净负债比率(%)	52.02	43.13	40.66	37.50	净负债比率(%)	52.02	43.13	40.66	37.50
投资损失	-3573	-4600	-5060	-5000	流动比率	0.41	0.51	0.68	1.08	流动比率	0.41	0.51	0.68	1.08	流动比率	0.41	0.51	0.68	1.08
营运资金变	2624	11031	3369	3362	速动比率	0.40	0.47	0.63	1.03	速动比率	0.40	0.47	0.63	1.03	速动比率	0.40	0.47	0.63	1.03
其他经营现	126	-7320	-1501	3043	<b>营运能力</b>					<b>营运能力</b>					<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现</b>	-14074	-8274	-8940	-9000	总资产周转率	0.62	0.59	0.63	0.64	总资产周转率	0.62	0.59	0.63	0.64	总资产周转率	0.62	0.59	0.63	0.64
资本支出	17324	14000	14000	14000	应收账款周转率	30	24	21	21	应收账款周转率	30	24	21	21	应收账款周转率	30	24	21	21
长期投资	-287	0	0	0	应付账款周转率	6.43	7.03	7.19	6.90	应付账款周转率	6.43	7.03	7.19	6.90	应付账款周转率	6.43	7.03	7.19	6.90
其他投资现	2962	5726	5060	5000	<b>每股指标 (元)</b>					<b>每股指标 (元)</b>					<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现</b>	6074	-20100	-4870	-3520	每股收益(最新	1.00	1.19	0.91	0.98	每股收益(最新	1.00	1.19	0.91	0.98	每股收益(最新	1.00	1.19	0.91	0.98
短期借款	6833	-14739	-964	0	每股经营现金流	1.61	1.84	1.53	2.20	每股经营现金流	1.61	1.84	1.53	2.20	每股经营现金流	1.61	1.84	1.53	2.20
长期借款	13602	0	0	0	每股净资产(最	3.41	4.58	5.27	6.02	每股净资产(最	3.41	4.58	5.27	6.02	每股净资产(最	3.41	4.58	5.27	6.02
普通股增加	641	-689	0	0	<b>估值比率</b>					<b>估值比率</b>					<b>估值比率</b>				
资本公积增	5422	0	0	0	P/E	11.12	9.85	12.87	11.98	P/E	11.12	9.85	12.87	11.98	P/E	11.12	9.85	12.87	11.98
其他筹资现	-20423	-4672	-3906	-3520	P/B	3.26	2.43	2.11	1.85	P/B	3.26	2.43	2.11	1.85	P/B	3.26	2.43	2.11	1.85
<b>现金净增加</b>	11568	-5922	4815	14378	EV/EBITDA	8	7	8	7	EV/EBITDA	8	7	8	7	EV/EBITDA	8	7	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所







#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn