

中国国航(601111.sh)

高估值下的压力

卓悦 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-681

eMail: zy16@gf.com.cn

国内和欧美的航空市场业务发展良好

国航在国内、欧洲和北美的航空业务在 07 年获得较快的增速, 07 年这三个地区的航空业务收入同比增速分别达到 17.13%、25.11% 和 32.11%, 这分别得益于国航的国内枢纽的建设以及国航在国外航线上服务水平的提升。

成本费用控制良好

07 年国航的主营业务利润率为 16.54%, 比 06 年提高近两个百分点, 营业费用和管理费用分别为 6.62% 和 2.64%, 略低于 06 年水平。能在油价不断创出历史新高的大环境中, 成本费用率进一步降低, 显示了国航良好的管理水平。

汇兑收益为业绩稳定提供一定的保证

07 年国航的汇兑收益为 20.3 亿元, 比 06 年增加 10.46 亿元, 占国航收入的 26.8%, 增厚每股收益约 0.12 元。在未来两年中, 人民币升值将呈现加速的趋势, 因此汇兑收益仍将为航空公司业绩的稳定提供一定的保证。

风险提示

市场整体估值水平的下降以及全球经济放缓对国航国际航线的影响

投资建议

预计 08 年、09 年国航的每股收益为 0.532 元和 0.575 元, 下调评级为“持有”。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	47,005.82	49,738.92	67494	78968	92392
EBITDA(百万元)	10,350.57	10,917.06	14737.95	17242	20173
净利润(百万元)	3,191.38	3,881.35	5259.4	5763.5	6982.4
净利润增长率	86.71%	21.62%	35.50%	9.58%	21.14%
每股收益(元)	0.260	0.327	0.532	0.575	0.673
市盈率	19.81	42.01	25.82	23.86	20.41
市净率	2.02	5.57	3.85	3.54	3.07
EV/EBITDA	14.28	32.10	23.77	20.32	17.37
每股红利(元)	0.05	0.068	0.106	0.115	0.136
股息率(%)	0.96	0.49	0.77	0.84	0.99

来源: 中国国际航空股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	14.62
目标价格(元)	14.30
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-32.97%	-38.73%	102.68%
上证综指	-16.38%	-21.01%	30.36%

股票数据

总股本(万股)	1,225,136.23
流通 A 股(万股)	604,468.34
主要股东:	

中国航空集团公司

主要股东持股比例	40.40%
流通 A 股比例	49.34%

财务比率

ROE	12.41%
ROA	4.40%
资产负债率	64.39%
每股净资产(元)	2.64

2007 年报数据

2007年国航实现主营业务收入和净利润分别为497亿元和38.81亿元，同比增长14.58%和30.37%，实现每股收益为0.3267元，基本符合我们的预期。

国内和欧美的航空市场业务发展良好

得益于国民经济的快速增长以及消费升级，07年国航实现RPK和RFTK分别为70025百万吨公里和3875百万吨公里，同比增长10.52%和11.44%，运送旅客人数为3725万人次，同比增长9.67%。07年国航的运营效率和收益水平也达到了历史的高点，客座率和每收入客公里收益分别为78.74%和0.62元，比06年提高了2.59个百分点和5.08%，其中国内容客座率为80.19%，比06年提高了3.34个百分点。

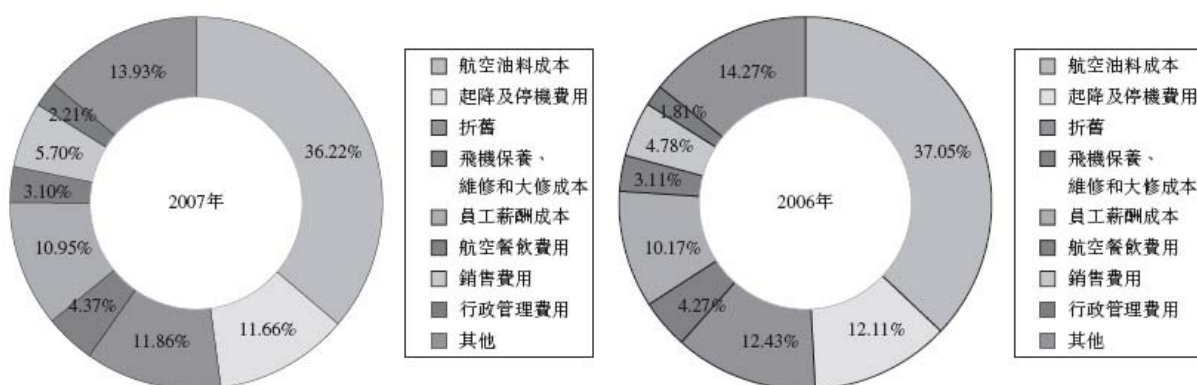
分地区上看，国航在国内、欧洲和北美的航空业务在07年获得较快的增速，07年这三个地区的航空业务收入同比增速分别达到17.13%、25.11%和32.11%，这分别得益于国内枢纽的建设以及在海外航线上服务水平的提升。在07年国航继续推进北京、上海和成都三个基地枢纽的建设，07年国航通过北京枢纽承运中转旅客351万人次，占其承运旅客比重的17%，北京枢纽地位得到进一步的巩固。另外国航也增加在上海和成都的运力投入和航班密度，两地的航线和航班量均有所增加。此外，国航在完成了两舱改造的基础上，推出紫金头等舱和紫宸公务舱以配合欧美市场的开拓，由于销售策略和机型调配得当，07年国航在欧美地区已实现了盈利，同时也使得公司在远程宽体机的经营上获得宝贵的经验。在管理水平得到提高后，预计国航的国际航空业务将获得稳步的增长。

但我们注意到，07年国航航空业务的增速低于全行业的平均水平（07年全行业运送旅客人数同比增长16.8%），这主要是由于国航在运力投放上较为谨慎，07年国航的可用座公里为89233.7百万吨公里，仅同比增长6.88%，供给的增速低于航空需求的增速，这虽然能在一定程度提高客座率，但也不能充分分享国内航空业景气带来的成果。但我们预计飞机供给偏紧的现象在08年将得到缓解，供需缺口将有所缩小。

成本费用控制良好

07年国航的主营业务利润率为16.54%，比06年提高近两个百分点，营业费用和管理费用分别为6.62%和2.64%，略低于06年水平。能在油价不断创出历史新高的大环境中，成本费用率进一步降低，显示了国航良好的管理水平。

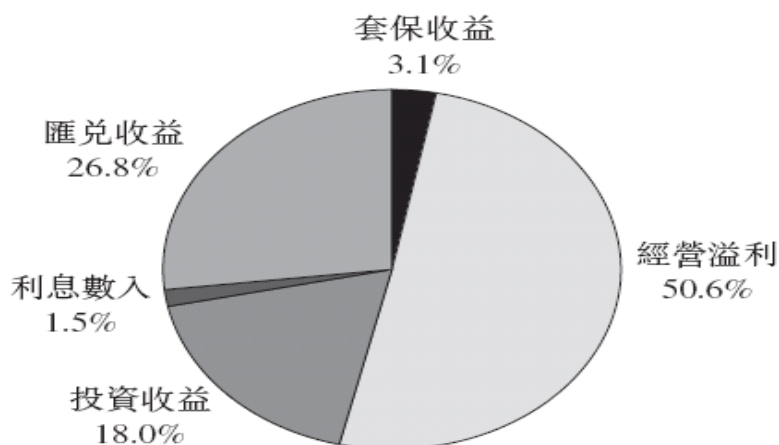
07年国航的航油成本为172亿元，占经营费用的36.22%，比06年下降了0.83个百分点。国航为了应对高油价，采取了种种措施，如进行航空油料的套期保值交易、应用计算机飞行计划、进行航路优选、引入航空燃油消耗计划系统等等措施，07年年燃油衍生工具收益净额为2.36亿元，抵消了61%因航油价格上涨所带来的成本增加（航油价格上涨导致成本增加3.83亿元）。



数据来源：国航07年年报（H股）

汇兑收益为业绩稳定提供保证

人民币升值使得航空公司获益不菲，07年国航的汇兑收益为20.3亿元，比06年增加10.46亿元，占国航收入的26.8%，增厚每股收益约0.12元。在未来两年中，人民币升值将呈现加速的趋势，因此，汇兑收益仍将为航空公司业绩的稳定提供一定的保证。



数据来源：国航07年年报（H股）

风险提示及投资建议

受周边股市的影响，A股市场也呈现加速下跌的趋势。我们在航空运输二季度的策略报告中特别提示了“国内航空股的平均估值水平高于A股和国际同行业的平均水平，而且在A股估值水平下降的大环境中，航空股的价值中枢的下降也是不可避免的”的风险。

预计08年、09年国航的每股收益为0.532元和0.573元，按08年业绩计算，国航目前的PE为25.48倍，仍高于市场整体的估值水平。我们调低评级为“持有”。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中国国航(601111)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。