

中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级：买入 维持评级

公司点评

黄金香

分析师 SAC 执业编号：S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

大股东增持带来交易性机会

事件

公司发布公告，公司控股股东中国航空集团公司通过上海证券交易所交易系统增持了公司股份，本次增持约 1382 万股，并且拟将继续在未来 12 个月内继续在二级市场增持股份，累计增持股份不超过已发行股份的 2%。

评论

行业景气继续下行是大概率事件：详细分析请参看我们 8 月月报《下半年景气有下行风险》以及我们 2012 年航空机场投资策略报告《运力的快速增长不利航空利机场》，我们认为经济周期继续往下的情况下，从 2011 年开始航空运力增速开始回升（2011 年上半年 2% 左右，下半年 6-7%，2012 年预计增长 11% 左右），行业供需关系将面临逆转，从而导致竞争加剧，行业票价水平和收益水平预计将继续下行，而且人民币升值步伐也可能明显放缓，这将导致行业盈利的明显下滑（20-30%）。

但国航的业绩预计在行业景气下滑周期中将更有稳定性：公司国内航线主要集中于北京、成都和深圳市场，空域限制导致这些机场相关航线时刻资源非常紧张，虽然行业整体运力增长比较快，但这些航线由于无法增加过多运力，运力供给瓶颈使得这些航线能够有效抵御行业的供需逆转；而国际航线也同样存在类似现象，部分国际航线的时刻资源利用率很高，尤其是外国航空公司，而目前我国没有进一步加大航权开放的计划，这也使得这部分国际航线同样形成了供给瓶颈。由于航线结构和区域结构的优势，公司在行业景气下行时，业绩虽然也会继续下滑，但下滑的幅度将明显低于行业水平，从而更具稳定性。

在股价大幅下滑后，公司目前的估值处于历史较低水平：目前公司股价对应我们今年 0.72 元盈利预测的 PE 大概为 8.5 倍，处于历史最低水平（当然目前盈利尚处于仅次于 2011 年的历史高位），而 PB 大约为 1.7 倍，历史最低为 2008 年 11 月的 1.35 倍，但行业历史平均 PB 为 4 倍左右。由于航空公司盈利的波动性非常大，从纵向比较上说，PB 估值会更具有参考意义，因此从 PB 估值的角度看，公司目前的估值水平虽然离最低水平还有一些空间，但整体上处于历史低位。由于行业消费升级尚未完成，而且运力供给也还算健康，因此一旦经济复苏，航空景气仍有望得到明显回升。综合考虑估值水平及未来可能的景气反转，站在战略投资的角度，控股股东在目前的价格上增持虽然本轮周期里可能还会面临股价下跌的风险，并且未来实现盈利是大概率事件。

对于投资者而言，控股股东增持将有望带来交易性机会：我们仍然不认为航空行业存在趋势性的反转机会，主要原因是目前经济仍在继续下滑之中，而且目前下滑的幅度以及时间跨度都很判断，但行业未来 2-3 年运力的增长都会在 10% 左右，如果需求下滑速度过快，或者需求增速长期低迷，将导致行业供需关系不断恶化，从历史上看，在周期往下的情况下很难有大的趋势性机会。但是，控股股东的增持一定程度上代表对公司股价的信心，由于公司的业绩将具有一定稳定性，再加上过去一年里公司股价出现了大幅下跌，我们认为这将有希望给公司股价带来反弹，从而带来交易性机会。

投资建议

维持“买入”评级，控股股东的增持将带来交易性机会，但行业性的趋势性机会还需要等待。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B